

Disclaimer: A la fecha de publicación de este informe, DRACO GLOBAL, SICAV, S.A (“DRACO GLOBAL”), tiene una posición larga en Water Intelligence, plc (“WATR”). DRACO GLOBAL puede obtener ganancias en caso de que aumente el precio de las acciones de WATR. Tras la publicación de este informe, DRACO GLOBAL puede realizar operaciones de compra/venta de acciones en WATR. Todas las opiniones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso, y DRACO GLOBAL no se compromete a actualizar este informe ni ninguna información contenida en el mismo.

WATER INTELLIGENCE (WATR) – Servicios al consumidor y/o empresa - 23/09/2020

RESUMEN EJECUTIVO

Water Intelligence (WATR) es una micro cap (50m GBP market cap) inglesa líder nacional en la detección de fugas de agua en EE.UU. Sector muy fragmentado con amplias posibilidades de consolidación vía crecimiento inorgánico más readquisición de franquicias, elevado insider trading, baja concentración de clientes, sin deuda, negocio recurrente y anticíclico, liderazgo tecnológico y fuerte tendencia secular de crecimiento a largo plazo. En los últimos diez años, WATR ha crecido a una tasa compuesta (CAGR) en ventas, beneficio bruto y beneficio por acción del +19,3%, +19,6% y +20,5%. **Estimamos que WATR debería de cotizar un +100% por encima de nuestro precio medio de compra y un +55% vs. precio actual. A 2022e calculamos un múltiplo Ebitda de salida de 5,5x.**

DESCRIPCIÓN.

Water Intelligence (WATR) es el holding propietario del 100% de American Leak Detection inc. (ALD), así como del negocio internacional. ALD se centra en la detección no invasiva de todo tipo de fugas de agua, incluidas las de agua oculta y fugas de alcantarillado, junto con la reparación y otros servicios relacionados. Los técnicos de WATR utilizan procesos e instrumentos propios como cámaras infrarrojas y dispositivos acústicos siempre con la idea de causar el menor daño posible en paredes y suelos. ALD fue fundada en 1970 por Richard Reenick y en 2010 pasó a manos de The Plain Sight Group, que mediante una compra inversa la sacó a cotizar en el AIM de Londres.

WATR dispone de cuatro segmentos de negocio:

- 1) **Franquicias:** 103 franquicias que pagan royalties mensuales en función de la facturación bruta. El royalty medio es un porcentaje entre el 6% y el 10% y a diciembre de 2019, las franquicias representan el 20% de las ventas.

- 2) **Canal asegurador:** Negocio B2B con acuerdos con cuatro empresas aseguradoras a nivel nacional, los cuales garantizan un fuerte crecimiento futuro. Este segmento representa el 25% de las ventas.
- 3) **Corporate:** 18 tiendas en propiedad que suponen el 45% de los ingresos. Recompra de franquicias a bajos múltiplos que añadirán crecimiento inorgánico al crecimiento orgánico de la división de corporate.
- 4) **Canal internacional:** Principalmente tiendas en el Reino Unido que representan el 10% de los ingresos.

¿PORQUÉ NOS GUSTA WATR?

1) Tendencia secular de crecimiento a largo plazo.

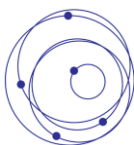
El agua dulce es un recurso escaso y como tal, representa un 3% del total del agua disponible en el planeta. El “*agua sin contabilizar*” es uno de los problemas más persistentes de los sistemas de agua residenciales y municipales, representando las fugas su coste principal. **La Agencia Internacional de la Energía (IEA), estima que el 34% de toda el agua en el mundo es agua sin contabilizar, por tanto, se está perdiendo.** En Estados Unidos, la pérdida media de agua se calcula entre el 10% y el 30% y el gobierno reporta una pérdida real de 16%, que equivale a casi 8bn de litros perdidos.

Según ASCE (Sociedad Estadounidense de ingenieros civiles) gran parte de la tuberías subterráneas de EE.UU están llegando al final de su vida útil y su reemplazo supondrá un coste total de \$1bn durante los próximos 25 años. Las compañías aseguradoras en EE. UU afirman haber realizado pagos por fugas de agua por un valor total de \$13bn. A nivel global existe el objetivo de no perder más del 10% del agua y seguir el camino de países como Dinamarca, que pierde menos del 9%.

La escasez del agua y la necesaria renovación de las infraestructuras a nivel global, actúan como una fuerte tendencia secular de crecimiento a largo plazo y garantizan su crecimiento futuro.

2) Líder nacional en un mercado fragmentado.

La filial de WATR (ALD) es líder a escala nacional (EE.UU) en un mercado muy fragmentado donde a cierre de 2019, existían más de 121.000 empresas de fontanería de agua y más de 500.000 autónomos en prestación de servicios relacionados. Todos sus competidores son empresas más locales con una facturación inferior a los \$15m, nombres conocidos como Adi Leak Detection, Enco Plumbing, Parzival Plumbing o Reev’s family plumbing.



3) **Modelo de negocio escalable.**

Reports and data estima una TAM (Total addressable market) de **\$2,3bn para 2027 desde los \$1,7m actuales**, para el sector de tecnología y servicios relacionado con las fugas de agua. Se espera una tasa de crecimiento compuesta (CAGR) a 2027 del +6,8%.

El segmento de piscinas ofrece también una buena oportunidad de crecimiento, tanto en residencial como en comercial (hoteles, clubs, hospitales, agricultura, etc.).

4) **Tecnología propia.**

Desde su inicio, WATR dispone de un fuerte componente tecnológico gracias a sus diseños y productos propios que se utilizan en la mayoría de sus franquicias y segmento corporate. Una parte importante de la tecnología proviene de la empresa The Plan Sight (Patrick DeSouza), con productos como LeakVue u Orca wastewater. Una mayor innovación en nuevos productos podría transformar la forma en que WATR se comunica con sus clientes, tanto individuales como empresas.

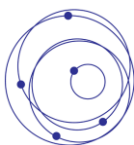
5) **Track record de crecimiento.**

WATR se encuentra en un buen momento de crecimiento en ventas y beneficios, como en 2019 donde creció +27% en ventas y +38% en beneficio operativo. Ese crecimiento no es flor de un día, ya que su tasa CAGR de ventas a cinco y diez años es del +35% y +12%. Siempre nos gusta que la cotización suba en igual proporción a como crecen los beneficios y durante los últimos diez años, esta ha crecido a una CAGR del +15,6% y +28% en ventas y beneficios.

Esperamos un fuerte crecimiento consecuencia de: 1) Fuerte crecimiento del segmento de corporate, tanto orgánico como inorgánico vía recompra de franquicias, 2) incremento de la oferta de dispositivos con tecnología propia, 3) fuerte momentum en el canal asegurador, 4) oportunidades de crecimiento más allá de EE.UU y 5) el segmento de franquicias aún sigue creciendo a nivel orgánico a pesar de la recompra de franquicias.

6) **Múltiples canales de venta:**

WATR no presenta concentración por clientes, riesgo muy típico en empresas nano caps o micro caps. Ofrece servicios a nivel residencial, comercial, ayuntamientos y empresas aseguradoras, canal muy rentable y con fuertes oportunidades de crecimiento.



¿CÓMO GANA DINERO WATR?

Todo empieza con una simple llamada, cuando un particular o una empresa detectan una posible fuga de agua. Estas llamadas se producen por referencias de terceros como por ejemplo empresas aseguradoras, lampistas o empresas de reformas o servicios de cañerías. Posteriormente, un vehículo de WATR se desplaza al lugar de la fuga. Este primer servicio tiene un coste medio de \$250 a \$350. Después de dos horas, se suele cobrar \$125 por hora adicional de servicio si se requiere de servicio técnico.

Finalmente, el cliente recibe un informe y una recomendación de cómo proceder con la reparación si esta fuera necesaria. El coste de la reparación final puede oscilar entre los \$1.000 y \$7.500. Una vez solucionada la fuga, WATR realiza venta cruzada de sus propios productos de detección, como por ejemplo el ePipe (sistema de recubrimiento de tuberías).

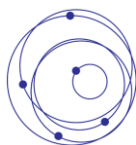
MANAGEMENT

Patrick DeSouza es doble CEO de WATR y The Plan Sight (PSS). En enero 2010, Patrick lideró la creación de Water Intelligence vía fusión inversa con la compra de American Leak detection (ALD) y Qconnectis. Patrick recibe un salario+bonus de \$500k (menos del 1% de la capitalización bursátil) y controla de forma directa unos 5m de acciones, que representan el 30% de la propiedad de la empresa. A su vez PSS controla el 17% de las acciones de WATR, por tanto, hay que leer y entender bien el informe de operaciones vinculadas.

¿EXISTE ALGÚN RED FLAG CONTABLE RELEVANTE?

1. **Operaciones vinculadas** (Related party transactions).

PSS era el propietario de ALDHC y ALD hasta la fusión inversa en 2010, la cual creó el grupo Water Intelligence. PSS es una filial de WATR, por tanto, existe operación vinculada. PSS ofrece su tecnología en forma de licencia a ALD y al holding WATR en condiciones favorables a cambio de un fee. Las transacciones financieras resultantes de estas operaciones vinculadas son revisadas por un director independiente de WATR, ALD y ALDHC. En todo momento, WATR ha detallado en su informe anual sus operaciones vinculadas, por tanto, nos parece razonable.



2. *Cuentas de clientes* (Accounts receivable).

Existen facturas a más de 90 días por importe de \$360k (2019), aunque la dirección no cree necesario realizar una provisión por impago, dado el buen historial de crédito de los clientes de WATR. Esta partida se ha reducido un 10% con relación al pasado año 2018.

Ageing of past due but not impaired receivables

	Year ended 31 December 2019 \$	Year ended 31 December 2018 \$
60-90 days	129,287	109,963
90+ days	331,429	364,013
	460,716	470,976
Average age (days)	95	96

Tabla 1: Aeging de las cuentas de clientes en 2019.

3. *Deuda del holding.*

Aunque WATR dispone de caja neta (-\$0,91m) es importante analizar el origen de su deuda bruta. Su entidad bancaria de referencia es People's United Bank (People's), que le concedió tres facilidades de crédito:

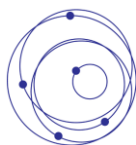
3.1) **Préstamo:** Principal de \$600k, amortizable a 4 años, 4,87% interés anual y proviene de una refinanciación en 2016. PSS y otros son garantía para este préstamo.

3.2) **Working capital:** Línea de crédito para garantizar el buen funcionamiento del negocio B2B en el canal asegurador. Máximo de \$2M, vencimiento 2020 e interés LIBOR +3%.

3.3) **Línea de crédito:** convertida en préstamo en mayo 2019, nominal pendiente de \$1,66M, interés del 5,57% y vencimiento en mayo 2024. Existen una serie de covenants que obligan a una revisión trimestral de ratios de la deuda.

	Year ended 31 December 2019 \$'000	Year ended 31 December 2018 \$'000
Lines of credit: acquisition and working capital	1,264	1,616
Term loan	2,047	822
	3,311	2,438
Less: Cash		
<i>Held in US Dollars</i>	4,127	3,569
<i>Held in £ Sterling</i>	633	1,239
<i>Held in CDN Dollars</i>	121	
<i>Held in AU Dollars</i>	400	208
	5,281	5,016
Total Net Borrowings/(Cash)	(1,970)	(2,578)

Tabla 2: Desglose de la deuda total del grupo a 2019



4. *Compensación a empleados:*

Existen 1,45m de opciones sobre acciones emitidas como compensación a empleados a diciembre 2019. El precio medio de ejercicio es de \$3 y el vencimiento promedio es de 7 años. Aproximadamente un 32% del total de las opciones vivas, se ofrecieron a ciertos empleados con un precio de ejercicio de \$6,24 y vesting period de 4 años. Este precio de ejercicio coincide con nuestro valor teórico futuro.

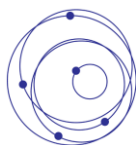
	Number of share options 2019	Weighted average exercise price (\$)	Number of share options 2018	Weighted average exercise price (£)
Outstanding at beginning of year	1,535,000	1.43	1,685,000	1.02
Granted during the year	525,000	6.08	160,000	3.36
Forfeited/lapsed during the year	(160,000)	1.40	-	-
Exercised during the year	(450,000)	1.21	(310,000)	0.86
Outstanding at end of the year	1,450,000	3.01	1,535,000	1.43
Exercisable at end of the year	765,000	1.52	1,375,000	1.08

Tabla 3: Detalle de las opciones sobre acciones para empleados a 2019.

No nos preocupa la emisión de nuevas acciones, porque WATR dispone de un plan de recompra de acciones para neutralizar este efecto. El pasado 29 de Julio en junta de accionistas, WATR comunicaba la aprobación de un plan de recompra de acciones hasta un máximo de 5m de acciones, un 33% de la capitalización bursátil. Evidentemente, WATR no va a recomprar el 30% de sus acciones en circulación, pero si que recomprará entre 1,5m y 2m para neutralizar el efecto de la emisión de acciones por el plan de compensación a empleados.

RESULTADOS A 1H20

El pasado 17 de septiembre, WATR publicaba su resultado semestral. Todas las divisiones crecieron y los resultados estuvieron en línea con nuestras estimaciones para este año 2020. Franquicias, siguió creciendo de forma orgánica un +1% a \$3,46m aunque es de esperar que a futuro decrezca porque las franquicias se reducirán por la recompra del segmento de corporate. El canal asegurador se encuentra en un buen momento de resultados y creció un +12% a \$4m aprox. En corporate, crecimiento del +12% a \$7,60m, tanto orgánico como por la contribución de la recompra de franquicias. Por último, en internacional crecimiento del +10% a \$1,71m. El beneficio por acción creció un +27% a \$0,1 y la caja neta se situó en \$0.91m. En nuestras estimaciones incorporamos la estacionalidad del modelo de negocio durante el 2H.



Durante este primer semestre, WATR ha realizado dos readquisiciones de franquicias y ha llegado a un acuerdo con Salesforce.com para automatizar procesos de ejecución y reporting. Su CEO, Patrick DeSouza, comenta que a pesar de la COVID-19, la empresa está en el buen camino para cumplir su plan estratégico a cinco años, que implica doblar la cifra de facturación.

¿Y CUÁNTO VALE WATR?

WATR tiene una capitalización bursátil inferior a 60M GBP, entonces no existe consenso de analistas y a mi conocimiento, no hay ningún analista que cubra la empresa. Para calcular el precio objetivo debemos estimar primero las ventas y los márgenes de cada segmento de negocio. Vamos paso a paso:

1) **Royalty income group o Franquicias:** WATR está en plena transformación de su negocio de franquicias, desde uno puro a uno mixto. A diciembre 2019, existían 103 franquicias que facturaban un rango de \$90k a \$250k y donde el 90% se encontraban en EE.UU. En algunas ocasiones, una franquicia puede tener presencia en múltiples localidades siempre dentro del mismo país. Evidentemente, existe mayor concentración de franquicias en las zonas más calurosas y con mayor densidad de EE.UU, siendo California, Florida y Tejas las principales áreas. Normalmente, las franquicias están ubicadas dentro de un radio de 100km en las áreas de mayor población. El contrato estándar con franquiciados es por un periodo no inferior a diez años, y únicamente se puede renegociar las condiciones pasado ese plazo. El negocio de franquicias representaba a cierre de 2019, el 17% de la cifra total de facturación, aunque estimamos que a 2022 representará menos del 10%.

Estimamos nuestra cifra de ventas para el segmento de franquicias en base a dos métodos:

A. Método 1: *N.º de franquicias x ingreso por franquicia.*

Calculamos el número de franquicias operativas por año, así como su ingreso medio por franquicia. De nuestras conversaciones con Patrick DeSouza (CEO), sabemos que existe la firme intención de recomprar entre 2 y 4 franquicias por año, nosotros estimamos 3 por año.

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
AMERICAN LEAK DETECTION (ALD)	12,18	17,60	25,46	29,10	38,95	46,23	54,02	62,14	70,24
YoY Growth	#,DIV/0!	44,47%	44,63%	14,30%	33,86%	18,68%	16,86%	15,02%	13,03%
Nº of franchise royalty income	91	89	105	103	100	97	94	91	88
YoY Growth	#,DIV/0!	-2,20%	17,98%	0,00%	-2,91%	-3,00%	-3,09%	-3,19%	-3,30%
Open/close new franchises		(2)	16	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Total Royalty income group (method 1)	5,55	5,92	6,27	6,50	\$ 6,63	\$ 6,68	\$ 6,67	\$ 6,65	\$ 6,63
YoY Growth	#,DIV/0!	6,66%	5,76%	3,75%	1,94%	0,88%	-0,19%	-0,29%	-0,40%
Avg. Royalty income by franchise	\$61.036	\$66.562	\$59.667	\$63.107	\$66.262	\$68.913	\$70.980	\$73.109	\$75.303
YoY Growth	#,DIV/0!	9,05%	-10,36%	5,77%	5,00%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%

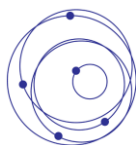


Tabla 4: Estimación de ventas para segmento Franquicias (Royalty income group) – Método 1.

Calculamos que el segmento de Corporate recomprará 3 franquicias por año y que el ingreso medio por franquicia será de \$65k. Con estas hipótesis llegamos a unas ventas de \$6,67m para 2022. A 2024 estimamos 88 franquicias, un crecimiento de digito simple en ingreso por franquicia y ventas de \$6,63m a 2024. Aunque las ventas seguirán creciendo de forma orgánica, el total del segmento decrecerá por la reducción del número de franquicias.

B. Método 2: % de royalties en base a ventas totales de los franquiciados.

Este método es más sencillo y sobre el importe facturado por todas las franquicias, aplicamos unos royalties mensuales en función de un porcentaje que oscila entre el 6% y el 10%. Hemos sido conservadores y calculamos un 6,5% sobre el total.

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
Total franchise business				111	107	104	100	96	91
YoY Growth									
% royalties				6,00%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Royalties business for franchise (method 2)				6,63	\$ 6,97	\$ 6,74	\$ 6,49	\$ 6,22	\$ 5,92

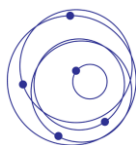
Tabla 5: Estimación de ventas para segmento Franquicias (Royalty income group) – Método 2.

En ambos métodos llegamos a cifras parecidas, dando así por válido nuestro primer método. A 1H20, franquicias creció un +1% hasta los \$3,46m, muy en línea con nuestro estimado para todo el año 2020. El margen operativo es el más elevado de todas las divisiones, en promedio por encima del 23%. La razón principal es que se trata de un negocio poco intensivo en capital, aunque el ingreso promedio por franquicia está muy por debajo de corporate. Estimamos un margen operativo del 22% en 2020 y del 20% en adelante.

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
Total Royalty income profit before tax			1,45	1,60	1,53	1,35	1,30	1,24	1,18
Margin			23,14%	24,62%	22,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%

Tabla 6: Estimación de Ebit margin para segmento Franquicias (Royalty income group) – Método 2.

2) **Insurance franchise business:** Se trata de uno de los segmentos con mayor dinamismo de los últimos años junto con corporate. A pesar de la Covid-19, WATR ha sido capaz de seguir creciendo en el canal asegurador B2B y ganar contratos. Hoy dispone de 4 contratos firmados con entidades aseguradores líderes en EE.UU. Las reclamaciones de las familias americanas por daños relacionados con la fuga de agua representan unas pérdidas superiores a los \$13bn anuales. WATR pretende ser el socio de referencia para el sector asegurador en EE.UU y para ello, durante



El primer semestre de este año, anunció un acuerdo con Salesforce.com para mejorar la plataforma tecnológica y de reporting. Desde el punto de vista de las compañías aseguradas, el acuerdo con WATR les permite llegar a escala nacional y beneficiarse de la reconocida experiencia de ALD en este campo.

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
Franchise related activities (insurance)	\$ 1,73	\$ 3,65	\$ 5,00	\$ 8,05	\$ 10,87	\$ 14,13	\$ 17,66	\$ 21,19	\$ 24,37
YoY Growth	#¡DIVO!	110,80%	37,02%	61,00%	35,00%	30,00%	25,00%	20,00%	15,00%

Tabla 7: Estimación de ventas para segmento asegurador.

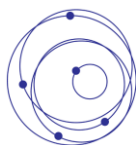
Estimamos un crecimiento fuerte para 2020 y lo reducimos progresivamente para los próximos años. Pensamos que WATR podría conseguir del orden de 2 o 3 contratos anuales.

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
Total Insurance profit bf. Tax			0,48	0,60	0,82	1,06	1,32	1,59	1,83
Margin			9,68%	7,47%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%

Tabla 8: Estimación Ebit margin para el segmento asegurador.

Aunque el negocio es menos rentable que franquicias o corporate, el canal asegurador presenta un perfil de crecimiento muy interesante para crear sinergias con las otras divisiones

3) Corporate: Segmento principal del grupo, con un peso sobre ventas del 48% a 2020 aunque estimamos que representará el 60% en 2024. La estrategia de negocio de WATR es clara, crecer fuerte en su canal directo vía tiendas propias y llegar a corto plazo a los \$20m de ventas. Con 18 tiendas en propiedad (2019), la clave del negocio reside en que el ingreso por tienda promedio es de \$800k. Durante los últimos años, WATR ha pasado de 9 tiendas en 2016 a las 18 en 2019. Esperamos que las tiendas propias sigan creciendo gracias a la readquisición de franquicias a bajos múltiplos, que son a creativas desde el primer año. El funcionamiento de las tiendas en propiedad es similar a las franquicias, aunque en este caso hay que soportar los costes de salarios y combustible. El plus en la readquisición de franquicias es que no se trata de puro M&A porque WATR conoce muy bien esos negocios y sabe perfectamente como integrarlos en sus tiendas propias. La dirección de la empresa nos comunica que serán activos en la recompra de franquicias, pero preferimos ser conservadores y estimar un máximo de 3 readquisiciones anuales.



Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
US Corporate locations	9	11	15	18	21	24	27	30	33
YoY Growth	#iDIV/0!	22,22%	36,36%	25,00%	16,67%	14,29%	12,50%	11,11%	10,00%
New corporate locations		2	4	3	3	3	3	3	3
Total US corporate locations	4,216	5,94	10,14	14,5	\$ 17,76	\$ 21,11	\$ 24,70	\$ 28,54	\$ 32,65
YoY Growth	#iDIV/0!	40,89%	70,71%	43,00%	22,50%	18,86%	17,00%	15,56%	14,40%
Avg. revenue per corporate location	468.444,44	540.000,00	676.000,00	805.555,56	845.833	879.667	914.853	951.447	989.505
YoY Growth	#iDIV/0!	15,28%	25,19%	19,17%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Total Corporate profit bf. Tax			1,2	2	2,31	2,74	3,21	3,71	4,24
Margin			11,83%	13,79%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%

Tabla 9: Estimación ventas y Ebit margin corporate segment.

Estimamos que el ingreso por tienda propia crezca un +4% de forma orgánica, llegando así a unos \$30m de venta en 2024. Los márgenes son inferiores al negocio de franquicias, ya que se trata de un negocio más intensivo en capital, pero a cambio, presenta mucho mayor crecimiento.

4) Internacional: % de crecimiento.

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
International corporate locations	0,6835	2,09	2,9	3,3	\$ 3,70	\$ 4,10	\$ 4,51	\$ 4,92	\$ 5,31
YoY Growth	#iDIV/0!	205,78%	38,76%	13,79%	12,00%	11,00%	10,00%	9,00%	8,00%
Total international profit bf. Tax			0,031	0,226	0,22	0,29	0,36	0,44	0,53
Margin			1,07%	6,85%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%

Tabla 10: Estimación ventas y Ebit margin segmento internacional

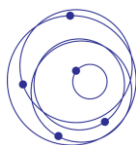
En internacional aplicamos crecimiento de doble dígito en base a las expectativas de la propia empresa. Dado que se trata de un negocio relativamente nuevo, los márgenes progresivamente tenderán a la división de corporate.

Agregando las cuatro divisiones, llegamos a las siguientes cifras en términos de ventas y márgenes operativos (Ebit margin).

Segment data - US dollar	Dec-16 2016	Dec-17 2017	Dec-18 2018	Dec-19 2019	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
Revenue by geography									
Total revenue	10,42	15,23	23,42	32,36	38,95	46,03	53,55	61,31	68,96
YoY Growth	28,48%	46,25%	53,76%	38,17%	20,36%	18,16%	16,34%	14,49%	12,49%
Franchise Royalty Income	53,32%	38,89%	26,75%	20,08%	17,01%	14,52%	12,46%	10,85%	9,61%
Franchise related activities (insurance)	16,62%	23,95%	21,35%	24,87%	27,90%	30,69%	32,98%	34,57%	35,34%
Total US Corporate locations revenue	40,47%	38,99%	43,29%	44,80%	45,60%	45,87%	46,13%	46,56%	47,35%
International Corporate locations	6,56%	13,72%	12,38%	10,20%	9,49%	8,91%	8,43%	8,02%	7,70%
Ebit	0,93	1,27	1,96	2,70	4,88	5,44	6,20	7,00	7,80
YoY growth (%)		35,86%	54,93%	37,39%	80,99%	11,53%	13,94%	12,84%	11,55%
Ebit Margin	8,95%	8,31%	8,38%	8,33%	12,53%	11,82%	11,58%	11,41%	11,32%

Tabla 11: Estimación ventas y Ebit margin consolidado.

Calculamos que el beneficio por acción crezca un +80% en 2020 hasta los \$0,25. A 2024, estimamos una CAGR del +34% con un EPS de \$0,41. En términos de flujo de caja libre, \$3,8m para 2020 y \$5m a 2022 o un free cash Flow yield de casi doble dígito. WATR seguirá incrementando su caja neta, aun



Incorporando la readquisición de 3 franquicias anuales a razón de \$1M/franquicia. Con estas hipótesis, WATR terminará este año con \$0m de caja neta y -\$0,92m en 2022.

Aplicamos un múltiplo promedio sobre beneficios y flujo de caja de 25x y 18x Ebit, alcanzando un valor teórico de 6,41GBP. Este precio objetivo representa un potencial alcista del +55% desde el precio actual y superior al +100% desde nuestro precio medio de compra.

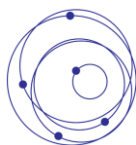
¿EXISTEN RIESGOS?

Quizá el más relevante es que se trata de una compañía nano cap, es decir, empresas con una capitalización bursátil por debajo de \$100m. El volumen de efectivo diario es inferior a los 50k EUR, por tanto, no es una empresa invertible para la mayoría de los fondos y hedge funds. Respecto al tema de la liquidez, de nuestras conversaciones con la dirección de la empresa, deducimos que están explorando nuevas vías para generar mayor volumen y liquidez. Nosotros pensamos que WATR iniciará los trámites para salir a cotizar en EE.UU, seguramente en el OTC market. Cotizar en EE.UU daría mucha mayor visibilidad a la empresa y es importante recordar, que más del 90% de su facturación y activos ya se encuentran en US.

Apéndice: Estimaciones y modelo de valoración – US Dollars

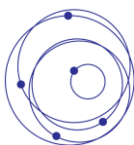
WATER INTELLIGENCE PLC											Q2 2020						Company Name:	
Cross spot FX Price	1,00															Latest FYE:		
Trad/Filing cry	4,147															Latest Quarter E:		
% Up/Dw	51,02%															Days to Drive Accts:		
Market Cap	59,14															Next quarterly earning release		
Nº shares	13,87																	
Type Stock	C																	
Annual Income Statement Projections		(USD in millions)																
		GBPUSD																
		Historical Data						LTM	Projected Data									
		Fiscal Year Ending December 31,						Ending	Fiscal Year Ending December 31,									
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	jun.-20	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 3yr
Total Revenue	5,7	6,4	6,7	6,8	7,2	8,8	12,2	17,6	25,5	32,4	33,6	39,0	46,0	53,5	61,3	69,0	18,3%	
% Growth		11,6%	6,0%	1,1%	5,9%	22,6%	37,7%	44,7%	44,6%	27,1%	13,8%	20,4%	18,2%	16,3%	14,5%	12,5%		
Gross profit	5,3	5,9	6,1	6,3	6,7	8,0	10,5	14,3	19,8	24,9	25,8	29,6	35,0	40,7	46,6	52,4	17,8%	
% Margin	93,6%	92,2%	90,9%	91,6%	92,7%	91,0%	86,3%	81,1%	77,7%	77,0%	76,8%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%		
EBITDA	0,5	0,5	1,0	1,1	1,0	1,4	1,3	1,7	2,6	3,6	4,7	4,9	5,4	6,2	7,0	7,8		
% Margin	8,9%	7,6%	15,5%	15,7%	13,7%	15,6%	10,7%	9,8%	10,3%	11,1%	13,9%	12,5%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%		
EBIT	0,1	0,2	0,8	0,8	0,7	1,1	0,9	1,3	2,0	2,7	3,2	4,9	5,4	6,2	7,0	7,8	32,0%	
% Margin	2,0%	2,7%	11,3%	11,7%	9,8%	12,3%	7,7%	7,2%	7,7%	8,3%	9,6%	12,5%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%		
Net Income to Parent	(0,5)	3,5	13,8	11,8	15,0	34,1	37,7	49,0	46,5	47,7	41,8	44,5	43,0	41,5	39,8	38,3		
% Margin	(9,6%)	55,4%	204,1%	173,6%	207,9%	385,6%	309,5%	278,2%	182,4%	147,5%	124,4%	114,1%	93,5%	77,4%	65,0%	55,5%		
Operating Income	0,4	0,4	1,0	1,1	1,1	1,4	1,2	1,6	2,3	3,0	3,6	4,88	5,44	6,20	7,00	7,80		
% Margin	7,7%	6,9%	15,4%	16,5%	14,6%	15,4%	10,1%	9,0%	9,0%	9,3%	10,9%	12,5%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%		
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Net Income to Parent	(0,5)	(0,2)	0,5	0,8	0,7	0,9	0,8	1,2	1,6	2,0	2,5	3,4	3,8	4,4	5,1	5,7	29,9%	
% Margin	8,5%	9,7%	26,7%	25,6%	27,2%	46,8%	40,8%	38,4%	37,1%	37,2%	35,4%	8,8%	8,3%	8,3%	8,2%	8,3%		
Diluted EPS Excl Extra Items	(0,14)	(0,02)	0,06	0,08	0,07	0,08	0,07	0,10	0,11	0,13	1,34	0,25	0,28	0,32	0,36	0,41	34,1%	
% Growth		(78,1%)	(157,6%)	69,5%	(24,0%)	53,9%	(17,2%)	76,6%	20,6%	21,6%	(226,1%)	87,0%	12,1%	15,1%	14,3%	13,2%		
Adjusted Free Cash Flow	-0,3	0,6	0,8	0,9	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2	2,4	4,7	3,8	4,4	5,0	5,6	6,2	27,0%	
Net Cash	3,33	3,00	3,23	1,97	1,50	2,11	1,70	2,52	-0,62	2,60	-0,91	0,08	-0,17	-0,92	-2,27	-4,23		
Adj Net Debt to Ebitda	6,59	6,21	3,09	1,85	1,52	1,53	1,30	1,46	-0,24	0,72	-0,20	0,02	-0,03	-0,15	-0,32	-0,54		
Number of share Outstanding	3,96	9,60	9,89	10,15	10,57	10,65	10,83	12,12	14,30	15,24	15,32	13,87	13,87	13,87	13,87	13,87		
Dividend per share	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		

Tabla 12: Estimaciones de P&L y modelo de valoración WATER Intelligence (WATR).



Apéndice: Estimaciones y modelo de valoración – GBP currency.

	Nº shares	13,87	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 3
Type Stock	C							
Total Revenue			30,3	35,8	41,7	47,7	53,7	8,8%
% Growth			20,4%	18,2%	16,3%	14,5%	12,5%	
Gross profit			23,0	27,2	31,7	36,3	40,8	8,3%
% Margin			76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	
EBITDA			3,8	4,2	4,8	5,4	6,1	
% Margin			12,5%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%	
EBIT			3,8	4,2	4,8	5,4	6,1	21,4%
% Margin			12,5%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%	
Net Income to Parent			44,5	43,0	41,5	39,8	38,3	
% Margin			146,7%	120,1%	99,5%	83,5%	71,3%	
Operating Income			4,88	5,44	6,20	7,00	7,80	
% Margin			12,5%	11,8%	11,6%	11,4%	11,3%	
Minority Interest			(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	
Net Income to Parent			3,4	3,8	4,4	5,1	5,7	29,9%
% Margin			11,3%	10,7%	10,6%	10,6%	10,7%	
Diluted EPS Excl Extra Items			0,19	0,22	0,25	0,28	0,32	23,4%
% Growth			45,5%	12,1%	15,1%	14,3%	13,2%	
Adjusted Free Cash Flow			3,0	3,4	3,9	4,4	4,9	16,8%
Net Cash			0,06	-0,13	-0,72	-1,77	-3,29	
Adj.Net Debt to Ebitda			0,02	-0,03	-0,15	-0,32	-0,54	
Number of share Outstanding			13,87	13,87	13,87	13,87	13,87	
Dividend per share			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free CF Conversion			87,41%	88,58%	87,42%	86,59%	84,98%	
Free Cash Flow Yield			5,06%	5,76%	6,61%	7,62%	8,70%	
	LTM	FY+1						
LTM P/E	24,02	17,26	4,81	5,40	6,25	7,21	8,26	
LTM Cash P/E	24,02	17,26	5,39	6,14	7,02	8,01	9,00	
LTM EV/Ebitda	12,44	15,59	4,93	5,51	6,32	7,20	8,12	
LTM EV/Ebit	18,00	15,59	4,37	5,18	6,06	7,01	7,98	
LTM EV/Sales	1,73	1,92						
Aggregate			4,87	5,56	6,41	7,36	8,34	
			17,53%	33,97%	54,63%	77,43%	101,09%	
					15,64%	TIR a 3 años		



Aviso Legal

DRACO GLOBAL SICAV está inscrita en el Registro de Sociedades de Inversión de Capital Variable con el número 1321 y con CIF A-95105227. Que tiene como entidad gestora GESIURIS ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A. inscrita en el registro de entidades de la Comisión Nacional de Mercados de Valores con el número 37. La sociedad depositaria, BNP PARIBAS SECURITIES. inscrita en el Registro Oficial de Bancos y Banqueros con el número 206.