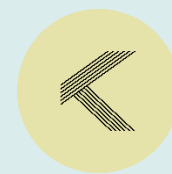


# Intellego Technologies



## Rapportkommentar Q1'23

2023-06-14

Intellego Technologies redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 42,9 MSEK (0,3). Vidare uppgick EBIT till 19,2 MSEK (-3,4), vilket motsvarade en EBIT-marginal om cirka 44,8 procent. Periodens kassaflöde landade på -30,0 MSEK (-3,6), vilket innebar att kassan uppgick till 15,2 MSEK (5,2) vid utgången av kvartalet.

### Ett rekordkvartal

Intellegos rapport för det första kvartalet var det starkaste i bolagets historia. Den organiska omsättningen översteg 20 MSEK, som ett resultat av bland annat ett lyckosamt expansionsarbete. Vidare lyckades Daro Group expandera delar av verksamheten utanför Storbritannien genom Intellegos globala distributionsnätverk, vilket bidrog till korsförsäljning. En stark pipeline och fortsatt optimism inför framtiden gör att vi räknar med att den höga tillväxttakten kommer fortsätta under resterande del av 2023.

### LOI-projekt utvecklas i rätt riktning

Tillväxtutsikterna stärks också av Intellegos framsteg både vad gäller nya och befintliga LOI-projekt. I kvartalet presenterades en ny LOI-partner, samtidigt som en exklusiv överenskommelse slöts med en befintlig partner gällande delbeställningar till ett värde om minst 5 MEUR under ett års tid. Intellego har flera pågående förhandlingar med olika LOI-partners och enligt bolaget befinner sig diskussionerna om ett mer omfattande distributionsavtal i slutstadiet för tre av projekten.

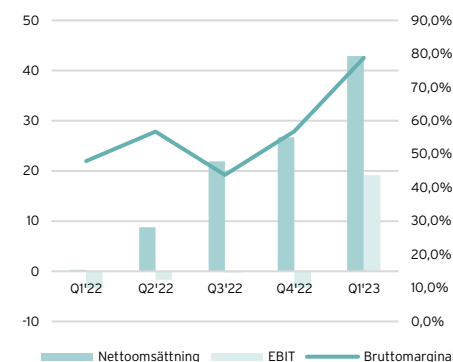
### Höjda estimat

Sammantaget redovisade Intellego en stark rapport som framför allt visade på hög tillväxt och skalbarhet i affärsmodellen. Bolaget förväntar sig nu att omsättningen kommer överstiga 150 MSEK med en EBIT på över 60 MSEK för helåret 2023, vilket indikerar att hävstången på resultatet kommer hålla i sig vid stigande försäljning. Vi har reviderat upp våra estimat efter rapporten och ser nu en potentiell uppsida om 202,8 procent på 2025E innan applicerad säkerhetsmarginal.

### Fakta

|                         |               |
|-------------------------|---------------|
| VD                      | Claes Lindahl |
| Lista                   | First North   |
| Ticker                  | INT           |
| Aktiekurs (SEK)         | 19,5          |
| Antal aktier (Miljoner) | 24,9          |
| Börsvärde (MSEK)        | 487,0         |
| Nettoskuld (MSEK)       | 61,1          |
| EV (MSEK)               | 548,1         |
| Insiderägande           | 23,6%         |
| Nästa rapport           | 2023-08-24    |

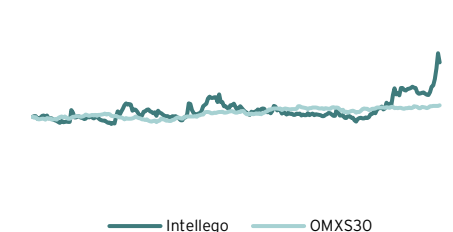
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Pontus Fredriksson  
[pontus@kalqyl.se](mailto:pontus@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



| Kursutveckling % | 1 m  | 3 m  | 12m  |
|------------------|------|------|------|
| Intellego        | 34,5 | 90,8 | 94,9 |

| (MSEK)                 | 2021        | 2022E       | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoomsättning</b> | <b>9,1</b>  | <b>57,8</b> | <b>163,6</b> | <b>199,4</b> | <b>247,9</b> |
| Tillväxt y-o-y         | 21,3%       | 535,2%      | 183,0%       | 21,9%        | 24,3%        |
| Aktiverat arbete       | 0,4         | 1,4         | 1,9          | 2,5          | 3,5          |
| Övriga intäkter        | 0,9         | 0,5         | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| <b>Summa intäkter</b>  | <b>10,4</b> | <b>59,8</b> | <b>165,6</b> | <b>202,0</b> | <b>251,5</b> |
| Bruttoresultat         | 7,5         | 30,0        | 128,7        | 159,6        | 203,3        |
| Bruttomarginal         | 82,4%       | 51,9%       | 78,7%        | 80,0%        | 82,0%        |
| <b>Summa kostnader</b> | <b>15,4</b> | <b>68,4</b> | <b>103,2</b> | <b>126,2</b> | <b>153,2</b> |
| Tillväxt y-o-y         | 122,9%      | 344,1%      | 50,9%        | 22,3%        | 21,4%        |
| <b>EBIT</b>            | <b>-5,0</b> | <b>-8,6</b> | <b>62,4</b>  | <b>75,8</b>  | <b>98,3</b>  |
| EBIT-marginal          | neg         | neg         | 38,1%        | 38,0%        | 39,7%        |
| Tillväxt y-o-y         | n/a         | n/a         | n/a          | 21,5%        | 29,7%        |
| EV/EBIT                | neg         | neg         | 8,8          | 7,2          | 5,6          |

## Key Insights



### Tekniken

Intellegos teknologi har uppvisat hög stabilitet och kontinuitet i flera oberoende tester, vilket lett till flertalet partnerskap och LOI-projekt. Stabilitet och kontinuitet är särskilt viktiga egenskaper, eftersom dosimetrarna används i en kvalitetsprocess.



### Konjunkturokänsligt

Bolagets slutmarknader är i hög utsträckning konjunkturokänsliga, vilket borde leda till stabila kassaflöden.



### Skalbarhet

Det patenterade bläcket i färgindikatorerna kan anpassas till olika våglängder, vilket har möjliggjort expansion inom en rad olika affärsområden. Intellego har för närvarande flertalet utvecklingsprojekt, vilket har resulterat i nya intäktsströmmar.

*"Sammantaget beräknas tillväxten under resten av 2023 fortsätta varför vi upprepar goda förutsättningar att omsätta över 150 miljoner SEK under 2023, vilket följs av ett resultat på EBIT-nivå på över 60 miljoner kronor."*

- Claes Lindahl, VD Intellego

## Investeringscase

- Tydligt värdeerbjudande
- Teknikhöjd
- Skalbarhet
- Hög produktionskapacitet
- Mervärdestjänster kan låsa in kunder
- Transformativt förvärv
- Konjunkturokänsliga slutmarknader
- Realisering av LOI-projekt

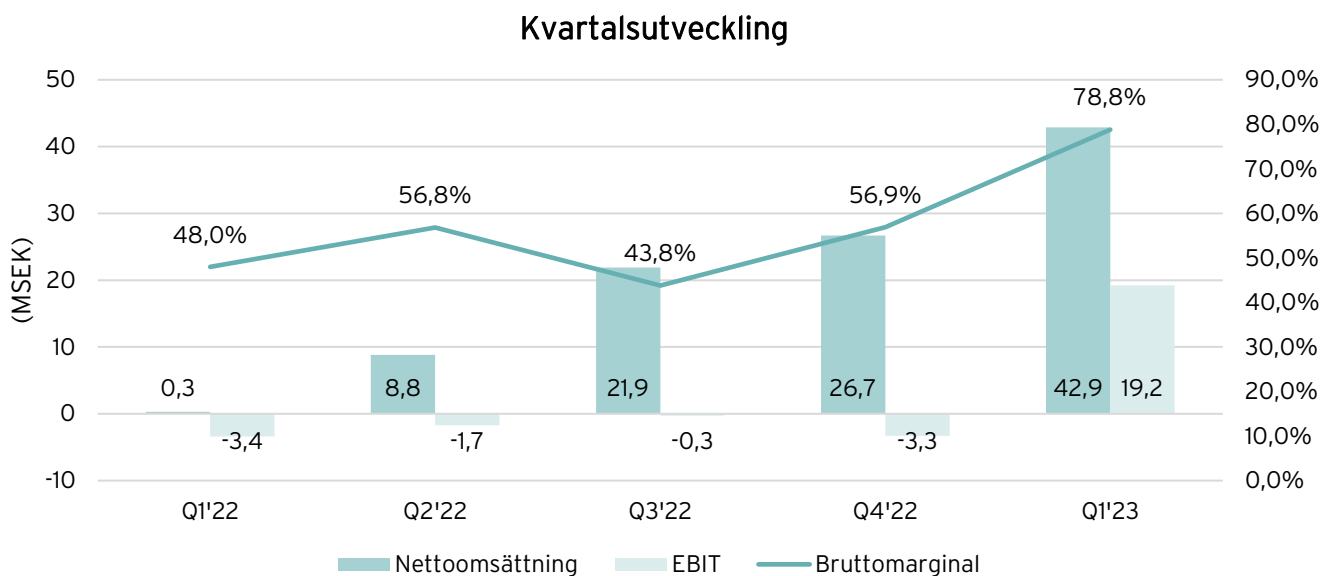
## Ett rekordkvartal

Nettoomsättningen i det första kvartalet uppgick till cirka 42,9 MSEK (0,3), vilket var något över de preliminära siffrorna som lämnades i samband med bolagets omvända vinstvarning<sup>1</sup>. Enligt Intellego översteg den organiska tillväxten 20,0 MSEK (0,3), vilket var en imponerande ökning jämfört med samma kvartal föregående år. Ökningen drevs bland annat av en ökad efterfrågan inom UVC-desinfektion mot hälso- och sjukvårdsmarknaden. Vidare drevs omsättningsökningen också av ett lyckosamt expansionsarbete dels inom de nya affärsområdena, dels av att befintliga och nya produkter lanserades i ytterligare geografiska marknader.

Resterande del av försäljningen var hänförlig till Daro Group. Noterbart var att Daro Group lyckades expandera dotterbolaget UV Systems utanför Storbritannien genom Intellegos globala distributionsnätverk till bland annat Kina och Sydafrika, vilket bidrog till korsförsäljning. Enligt bolaget påbörjade Daro Group också försäljningen av Intellegos dosimetrar i Storbritannien, vilket bidrog till ytterligare intäkts synergier bolagen sinsemellan.

Den kraftiga omsättningsökningen medförde även att Intellego vände till ett positivt EBIT-resultat. EBIT uppgick till cirka 19,2 MSEK (-3,4), vilket motsvarade en EBIT-marginal om hela cirka 44,8 procent. Vi anser att detta visar på den underliggande lönsamheten när Intellegos försäljning ökar i andel av den totala omsättningen. Intellegos skalbara affärsmodell möjliggör att en kraftig hävstång på resultatet kan uppnås vid stigande försäljning. Utöver detta framgick det i rapporten att Daro Group ökade EBIT med cirka 20 procent till följd av ett ökat fokus på dotterbolagen Special lightning och UV Systems, vars produkter generellt säljs till en högre bruttomarginal i jämförelse med övriga verksamheter inom Daro Group.

I tillägg till ovanstående ändrade Intellego redovisningsprincip i kvartalet från K3 till IFRS för att ge en mer rättvisande bild över bolagets finansiella situation. Detta innebär exempelvis att goodwillposten efter förvärvet av Daro Group prövas årligen i stället för att skrivas av löpande på fem år, vilket tidigare påverkat EBIT-resultatet negativt.



## Tecken på uthållig tillväxt

### Ökad efterfrågan inom UVC-desinfektion

Intellego har störst verksamhet inom UVC-desinfektion mot hälso- och sjukvårdsmarknaden. Enligt bolaget ökade efterfrågan i kvartalet inom detta affärsområde bland annat till följd av indikationer från marknaden som tyder på att regeländringar är på väg att införas i USA, vilket kan göra det obligatoriskt för sjukhus att använda färgindikatorer i en UVC-desinfektionsprocess. Det finns idag inga regelverk som kräver att dosimetrar ska användas i en UVC-desinfektionsprocess, vilket kan vara en anledning till att det kan ta tid att skala upp försäljningen. Vår tro är att lagstiftningar likt dessa kommer accelerera marknadstillväxten och försäljningen för Intellego, vilket kvartalet var en indikation på. Det råder dock fortsatt en osäkerhet om en potentiell lagstiftning kommer att träda i kraft och inom vilken tidshorisont.

### Expansionsarbetet fortsätter enligt plan

För att reducera beroendet från hälso- och sjukvårdsmarknaden samt öka försäljningen i högre takt bedriver Intellego sedan en tid tillbaka ett intensivt strategiskt arbete för att expandera inom nya affärsområden. Bolaget har för närvarande flertalet pågående utvecklingsprojekt, vilket har resulterat i nya intäktströmmar. I synnerhet eftersom LOI-projekten börjar generera intäkter tidigt i processen genom orders av utvärderingskaraktär som sedan stegvis skalas upp i takt med marknadens efterfrågan. Försäljningen i kvartalet indikerade att det finns en hög efterfrågan på flertalet av de nyutvecklade produkterna och att volymerna stegvis har trappats upp. Enligt bolaget befinner sig diskussionerna om ett mer omfattande distributionssavtal i slutstadiet för tre av LOI-projekten, vilket stärker denna tes ytterligare. Ett eller flera potentiella samarbetsavtal skulle innebära omfattande intäkter från nuvarande nivå, även om vi är medvetna om att det kommer ta flera år innan försäljningen kan skalas upp till de avtalade volymerna. Nackdelen är att det råder en osäkerhet avseende när i tiden avtal kan tecknas, men när det inträffar kommer det innebära betydande intäktsmöjligheter för Intellego.

Utöver LOI-avtalen tecknades i kvartalet ett samarbetsavtal med det kinesiska UV-företaget Comwin, som förpliktigade sig att lägga orders på Intellegos produkter till ett värde av minst 6 MUSD. Intentionen är att försäljningen ska inledas inom tre månader till kunder inom främst härdning- och vattenrening. Tidsramen specificerades inte, men volymerna förväntas vara stigande med tiden. Vidare blev Intellego överens med ett av Europas största bolag inom UV-strålning gällande volymer, priser och avtalsperiod för det större avtal som parterna avser att signera under 2023, vilket också indikerade att expansionen inom de nya affärsområdena har varit lyckosam. Avtalet prognosticeras vara värt omkring 45 MEUR över en treårsperiod med stegvis upptrappning.

### Intäktssynergier

Förvärvet av Daro Group har skapat nya tillväxtpotentialer i form av intäktssynergier. Störst synergieffekter i närtid ser vi genom försäljning av varandras produkter inom nya geografiska marknader. I rapporten framgick det att Daro Group lyckades expandera dotterbolaget UV Systems utanför Storbritannien genom Intellegos globala distributionsnätverk till bland annat Kina och Sydafrika, vilket bidrog till korsförsäljning. Vår tro är att fler marknader utvärderas och att marknader med mindre komplex reglering kommer bearbetas först. Enligt bolaget påbörjade Daro Group också försäljningen av Intellegos dosimetrar i Storbritannien, vilket innebar att ytterligare intäktssynergier realiserades. Vår utgångspunkt är att intäktssynergierna fortfarande är små, men vi ser goda möjligheter till fortsatt korsförsäljning bolagen sinsemellan och förväntar oss därav ökade intäkter framgent. Vår bedömning är dock att det kommer ta viss tid innan försäljningen från de nya geografiska marknaderna får genomslag.

## LOI-projekt

Tillväxtutsikterna stärks ytterligare av Intellegos framsteg både vad gäller nya och befintliga LOI-projekt. Utvecklingsprojekten är initialt kassaflödesnegativa, eftersom Intellego betalar för utvecklingskostnaderna. När de nya produkterna är framtagna börjar LOI-avtalen att generera intäkter från orders av utvärderingskaraktär. Vid positiv utvärdering från marknaden är ambitionen från båda parter att ingå ett juridiskt bindande leveransavtal. Vanligt förekommande är då att partnern får exklusiv marknadsrätt i utbyte mot årliga minimivolymmer för Intellego.

### Händelser under perioden

- Tecknar LOI med Doneax i Kina, ska utveckla ny Pulse Xenon-dosimeter
- Sluter exklusiv överenskommelse med LOI-partner värd minst 5 MEUR

### Händelser efter perioden

- Tecknar Term Sheet med LOI-partner Heraeus Kina
- Tecknar LOI med globalt miljardbolag inom specialkemikalier
- Får order värd 10 MSEK av Doneax

## LOI med Doneax

Intellego ingick i januari 2023 ett icke-exklusivt LOI-avtal med det kinesiska företaget Doneax, som är Kinas största leverantör av Puls Xenons-utrustning. Målsättningen är att Intellego ska utveckla en skräddarsydd dosimeter för lamptechniken Puls Xenon, vilken bland annat används inom desinfektion. Utvecklingstiden uppskattas till cirka sex månader och därefter ska dosimetern lanseras. Enligt Doneax beräkningar för den kinesiska marknaden uppskattas minimivolymen för Intellego uppgå till cirka 1,2 MUSD, med en årlig estimerad intäktspotential om cirka 6 MUSD.

Intellego erhöll efter utgången av kvartalet en första order från Doneax på dosimetrarna till ett värde om 10 MSEK, vilka ska levereras under 2023. Vi ser att intäkter ligger nära i tid och att intäktspotentialen potentiellt är hög, förutsatt att utvecklingsarbetet och utvärderingen från marknaden är positiv.

|                   |   |
|-------------------|---|
| <b>2023-01-10</b> | LOI med Doneax inom desinfektion  |
| Mål               | utveckla en skräddarsydd dosimeter för lamptechniken Puls Xenon, vilken bland annat används inom desinfektion |
| Tidsram           | Den nya produkten ska lanseras inom sex månader.  |
| Marknad           | Minimivolymen uppskattas uppgå till cirka 1,2 MUSD, med en årlig estimerad intäktspotential om cirka 6 MUSD.  |



|                   |                                   |
|-------------------|-----------------------------------|
| <b>2023-05-04</b> | Får order värd 10 MSEK            |
|                   | • Ordern ska levereras under 2023 |

## Exklusiv överenskommelse värd minst 5 MEUR

Intellego ingick i oktober 2021 ett LOI-avtal med en icke-namngiven partner inom härdningsprocesser för tryckkänsliga adhesiv. Aktören beskrivs av Intellego som europeisk, med en årlig omsättning om cirka 19 MDEURO, vilket gör företaget till ett av världens största inom detta område mätt i omsättning.

Av vår sammanställning nedan kan vi konstatera att den initiala tidsramen har blivit kraftigt försenad. Positivt var att utvärderingsfasen av marknadens intresse kommer inledas. Det framgick dock inte om den exklusiva överenskommelsen var juridisk bindande, vilket utgör en viss osäkerhet för framtida ordervolymer. Den senaste överenskommelsen ökar dock sannolikheten för ett mer omfattande, juridiskt bindande distributionsavtal. Sammanfattningsvis ser vi att potentiella intäkter för Intellego ligger nära i tid, men att volymerna fortfarande är osäkra.

|                   |   |
|-------------------|---|
| <b>2021-10-20</b> | LOI med en icke-namngiven aktör inom UVC-härdning   |
| Mål               | Ta fram produkter för att kvalitetssäkra produktionsprocesser, vilket ska reducera produktionsavbrott och säkra slutprodukter.  |
| Tidsram           | De nya produkterna ska börja användas inom sex månader.   |
| Marknad           | Den årliga intäktspotentialen på den globala marknaden inom UVC-härdning uppskattas till 150-300 MSEK. Ytterligare tillämpningsområden utgör en option.                       |
| ▼                 |   |
| <b>2021-11-25</b> | En första prototyp är utvecklad för utvärdering   |
|                   | • Tidigare marknadsuppskattning och tidsplan kvarstår.  |
| ▼                 |   |
| <b>2022-02-25</b> | Dosimetern är utvärderad med positiva resultat  |
|                   | • Exklusivt avtal tecknas för att utvärdera den globala marknaden ytterligare.  |
|                   | • Leveransavtal planeras att ingås i oktober 2022.  |
|                   | • Kan finnas behov av ytterligare produkter   |
| ▼                 |   |
| <b>2022-05-31</b> | Vidare diskussioner och ökade möjligheter till ett avtal under 2022   |
|                   | • Ytterligare tester genomförs tillsammans med appsystemet.   |
| ▼                 |   |
| <b>2022-11-23</b> | Förseningar i tidsplanen  |
|                   | • Ett leveransavtal beräknas vara på plats under H1'23. Minimivolymer kommer vara stegrande för att uppgå till cirka 165 MSEK per år efter 3 år.                              |
| ▼                 |   |
| <b>2023-01-13</b> | Exklusiv överenskommelse ingås  |
|                   | • Volymer ska avropas under ett års tid till ett värde om minst 5 miljoner EURO. De första leveranserna beräknas ske under H1'23. Licensintäkter från appsystemet tillkommer. |
|                   | • Diskussioner om ett mer omfattande avtal fortgår med bibehållen tidsplan.   |

## Term Sheet med Heraeus

Intellego ingick i oktober 2021 ett exklusivt LOI med Heraeus i Kina inom anpassade UVA-härdningsprocesser. Heraeus är ett av världens 500 största företag mätt i intäkter. Företaget har bland annat verksamhet inom UVA-härdning och härdningsapplikationer.

Av vår sammanställning nedan kan vi konstatera att den initiala tidsramen har blivit kraftigt försenad utan några förklaringar. Vi efterlyser därför en tydligare bild över projektets status. Utvecklingstiden har varit lång och inkluderat flertalet produkttester, vilket indikerar att Intellego kan ha stött på tekniska utmaningar. Tecknandet av Term Sheet, vilket är en utveckling av det innevarande LOI-avtalet, ökar dock sannolikheten för ett juridiskt bindande distributionsavtal. Vår uppfattning i ett nuläge är att potentiella intäkter för Intellego är osäkra och ligger längre fram i tiden.

|                   |   |
|-------------------|---|
| <b>2021-10-25</b> | LOI med Heraeus inom UVA-härdning   |
| Mål               | Ta fram produkter inom våglängden 365nm för att kvalitetssäkra produktionsprocesser. Produkterna ska användas i Heraeus produktionsmiljöer samt säljas vidare till dess kunder.   |
| Tidsram           | De nya produkterna ska börja användas inom nio månader.   |
| Marknad           | Den årliga intäktspotentialen uppskattas till 150-300 MSEK.   |
| ▼                 |   |
| <b>2022-04-29</b> | De första prototyperna testas   |
|                   | • Resultaten var positiva, men ytterligare utveckling krävs.  |
| ▼                 |   |
| <b>2022-09-09</b> | Positiva testresultat men vidare tester av prototyperna krävs   |
|                   | • Fler tester behöver genomföras innan produkterna är färdiga.  |
| ▼                 |   |
| <b>2022-11-11</b> | UVC-dosimetrar för härdning inkluderas i tester   |
|                   | • Positiva resultat, vilket indikerar att dosimetern som tidigare testats inom UVC-härdning fungerar under olika förhållanden.  |
| ▼                 |   |
| <b>2023-04-03</b> | Term Sheet ingås  |
|                   | • Parterna ingår Term Sheet om kommersiellt avtal. Ett komplett avtal ska vara undertecknat under 2023, vilket bland annat ska omfatta ordervolymer om cirka 250 MSEK över en 3-årsperiod. Volymerna är kopplade till en exklusiv marknadsrätt för Heraeus. |

## Specialkemikalier

Intellego ingick i april 2023 ytterligare ett LOI med en icke-namngiven partner inom specialkemikalier. Aktören beskrivs av Intellego som ett av världens största inom specialkemikalier med en årlig omsättning över 2 miljarder USD. Avtalet omfattar flera delar såsom utveckling av nya dosimetrar inom specialkemikalier, en kommersiell diskussion kring bolagets UVC-dosimetrar inom sjukhus samt app-systemet, vilket kan tänkas användas även på andra färgindikatorer än Intellegos. Den årliga estimerade intäktspotentialen för Intellego beräknas uppgå till över 200 MSEK per år från den amerikanska marknaden, förutsatt ett lyckat utvecklingsprojekt och marknads lansering.

Sammanfattningsvis ser vi att projektet har hög intäktspotential, men att potentiella intäkter för Intellego initialt är osäkra och ligger längre fram i tiden.

|                   |  |
|-------------------|--|
| <b>2023-04-19</b> | LOI med en icke namngiven partner inom specialkemikalier   |
| Mål               | Utveckla nya produkter inom specialkemikalier och potentiellt kommersialisera bolagets dosimetrar inom sjukhus samt appsystem även på andra färgindikatorer än Intellegos. |
| Tidsram           | Flera år.  |
| Marknad           | Den årliga intäktspotentialen i USA uppskattas till 200 MSEK.  |



## Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till cirka -30,0 MSEK, vilket innebar att Intellegos hade en kassa om cirka 15,2 MSEK vid utgången av kvartalet. Det negativa kassaflödet var bland annat hänförligt till förvärvet av Daro Group, där cirka 32,7 MSEK betalades till säljarna. Vidare ökade rörelsefodringarna med cirka 28,3 MSEK, vilket medförde att kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till cirka -16,3 MSEK. Enligt VD Claes Lindahl betalades ett antal större order i Q2 och resterande del av rörelsefodringarna kommer att betalas fortlöpande. Vi ser ingen oro för att betalningar inte kommer erhållas med anledning av att majoriteten av bolagets kunder utgörs av större och globala företag.

Justerat fritt kassaflöde (Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - förvärvsrelaterade kostnader - amortering av leasingskuld) uppgick till cirka 15,9 MSEK, vilket visade att det underliggande kassaflödet var kraftigt positivt. Vi bedömer behovet som lågt av att ta in ytterligare externt kapital, eftersom det underliggande kassaflödet nu är positivt.

Sammantaget stärktes balansräkningen under kvartalet, även om den relativt höga skuldsättningen och andelen goodwill fortfarande utgör en viss finansiell risk. Vi förväntar oss dock att nettoskuden/EBITDA kommer sjunka markant kommande kvartal.

| Immateriella tillgångar | Kassa              | Soliditet  |
|-------------------------|--------------------|------------|
| 47,3 % (83,2 MSEK)      | 8,6 % (15,2 MSEK)  | 29,6 %     |
| Nettoskuld/EBITDA (R12) | Nettoskuldsättning | Nettoskuld |
| 2,9*                    | 34,8 %             | 61,1 MSEK* |

\*Inklusive kvarstående betalningar till säljarna i Daro Group samt villkorad tilläggsköpeskilling

## Riktad kvittningsemission

Efter utgången av kvartalet genomfördes den andra betalningen till säljarna i Daro Group med aktier i Intellego till ett värde om cirka 19,3 MSEK. Totalt ökade antalet aktier med 1 580 331 från 23 393 163 till 24 973 494, vilket motsvarade en utspädningseffekt om cirka 6,3 procent för befintliga aktieägare. Den procentuella ökningen av antalet aktier blev cirka 6,8 procent.

| Kvittningsemission                                    |                   |
|---|-------------------|
|   | Antal aktier      |
| Genomsnittligt antal aktier under Q4'22               | 23 393 163        |
| Kvittningsemission                                    | 1 580 331         |
| <b>Genomsnittligt antal aktier efter emissionerna</b> | <b>24 973 494</b> |
| Utspädning*   | 6,3%              |
| Procentuell ökning av antalet aktier                  | 6,8%              |

\*(antalet nya aktier / totalt antalet aktier efter emissionen)

## Finansiella mål

I samband med rapporten uppdaterade Intellego de finansiella målen. Bolaget ser nu goda förutsättningar att omsätta över 150 MSEK och uppnå ett EBIT-resultat över 60 MSEK under 2023. Vidare ska kassaflödet vara positivt.

| Finansiella mål 2023 |  |
|----------------------|--|
| Nettoomsättning      | Nettoomsättningen ska överstiga 150 MSEK |
| Kassaflöde           | Positivt kassaflöde                      |
| EBIT                 | EBIT ska överstiga 60 MSEK               |

## Nuläge och outlook

|                       | Marknader        | Nuläge  | Tillväxt genom:  |
|-----------------------|------------------|---|--|
| <b>UVC-dosimetrar</b> | • Global         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Partnerskap med flertalet UVC-tillverkare</li> <li>Initial order om 11,3 MSEK under 2023</li> <li>Initial order om 10,0 MSEK i Q2'23</li> <li>Comwin åtar sig att lägga orders till ett värde av minst 6 MUSD</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Geografisk expansion</li> <li>Nya produkter</li> <li>Expansion inom nya affärsområden</li> <li>Intäktssynergier med Daro Group</li> </ul> |
| <b>UV-indikatorer</b> | • Global         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Option på framtida intäkter</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Marknadsföring</li> <li>Geografisk expansion via återförsäljare</li> </ul>  |
| <b>LOI</b>            | • Global         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Flertalet pågående utvecklingsprojekt och diskussioner om distributionsavtal</li> <li>Initial order från Doneax värd 10,0 MSEK</li> <li>Volymer till ett värde om minst 5 MEUR ska avropas under ett års tid inom härdningsprocesser för tryckkänsliga adhesiv</li> <li>Tre av projekten närmar sig omfattande distributionsavtal</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kommersialisering</li> <li>Nya avtal</li> </ul>   |
| <b>Daro Group</b>     | • Storbritannien | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ökat fokus på dotterbolagen Special Lightning och UV Systems</li> <li>Expansion av UV Systems till Kina och Sydafrika</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Geografisk expansion</li> <li>Nya produkter</li> <li>Intäktssynergier med Intellego</li> </ul>  |

Intellego redovisade en stark rapport som framför allt visade på hög tillväxt och skalbarhet i affärsmodellen. Under våren har bolaget fått ett antal intressanta initiala order och nya samarbetsavtal som indikerar att den höga tillväxttakten kommer fortsätta under resterande del av 2023. Den generella trenden inom branschen har också utvecklats positivt och intresset för dosimetrar ökar på flera håll. Vidare framgick det i rapporten att förvärvet av Daro Group har skapat nya tillväxtpotentialer och intäktssynergier, vilka vi förväntar oss kommer bli starkare med tiden.

Bolaget förväntar sig nu att omsättningen kommer överstiga 150 MSEK med en EBIT på över 60 MSEK för helåret 2023, vilket indikerar att hävstången på resultatet kommer hålla i sig vid stigande försäljning. Vi har inte genomfört några prognosförändringar för försäljningen under 2023. Däremot har vi höjt våra antaganden om brutto- respektive EBIT-marginalen, främst som ett resultat av att vi ser indikationer på att Intellegos försäljning kommer öka i andel av den totala omsättningen i högre utsträckning jämfört med tidigare.

## Värdering

| Key stats           |            |                         |       |
|---------------------|------------|-------------------------|-------|
| Antal aktier        | 24 973 494 | Börsvärde (MSEK)        | 487,0 |
| Antal nya aktier*   | 2 468 000  | Nettoskuld** (MSEK)     | 61,1  |
| Totalt antal aktier | 27 441 494 | Enterprise value (MSEK) | 548,1 |
| Aktiekurs (SEK)     | 19,5       |                         |       |

\*Utomstående optionsprogram

\*\* Inklusive kvarstående betalning till säljarna i Daro Group samt villkorad tilläggsköpeskilling

| Rullande 12 månader |            |         |      |
|---------------------|------------|---------|------|
| Nettoomsättning     | 100,3 MSEK | EV/S    | 5,2  |
| EBIT                | 13,8 MSEK  | EV/EBIT | 37,4 |
| Vinst               | 6,9 MSEK   | P/E     | 67,6 |
| FCF                 | -9,0 MSEK  | P/FCF   | neg. |

| Historiskt snitt |      |         |      |       |
|------------------|------|---------|------|-------|
|                  | EV/S | EV/EBIT | P/E  | P/FCF |
| Snitt 3 år       | 10,9 | neg.    | neg. | neg.  |

| Nyckeltal      |                 |               |               |
|----------------|-----------------|---------------|---------------|
| Bruttomarginal | EBITDA-marginal | EBIT-marginal | Vinstmarginal |
| 65,3 %         | 21,2 %          | 13,8 %        | 6,9 %         |
| OPCF-marginal  | FCF-marginal    | ROC           | ROIC          |
| neg.           | neg.            | 15,4 %        | 7,7 %         |

## Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi ett genomsnittligt försäljningspris om 10,0 SEK/dosimeter. Vår tro att Intellego lyckas sälja cirka 8,0 miljoner dosimetrar under 2023 och att den årliga tillväxten därefter uppgår till cirka 40,0 procent i genomsnitt fram till 2025. Vi utgår från att initiala order, nya samarbetsavtal, potentiella regeländringar inom UVC-desinfektion, kommersialisering av LOI-projekt, fortsatt geografisk expansion samt synergier från förvärvet av Daro Group bör kunna stödja detta. Resterande del av försäljningen är hänförlig till Daro Group som vi utgår från uppvisar en svagt ökande omsättning. Vi har fortsatt valt att vara konservativa i våra estimat av Daro Group, eftersom informationsgivningen kring den finansiella historiken är begränsad. Notera att valutaförändringar utgör både en risk och option i Daro Group.

I våra estimat har vi även antagit ökade kostnader, främst för Intellego. Intellego befinner sig i en kraftig tillväxtfas, vilket ställer krav på en utökad organisation. Enligt bolaget kommer ytterligare cirka fem personer att rekryteras under 2023 och ytterligare tio personer under 2024.

| <i>(MSEK)</i>          | 2021          | 2022          | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoomsättning</b> | <b>9,1</b>    | <b>57,8</b>   | <b>163,6</b> | <b>199,4</b> | <b>247,9</b> |
| % y-o-y                | 21,3%         | 535,2%        | 183,0%       | 21,9%        | 24,3%        |
| Aktiverat arbete       | 0,4           | 1,4           | 1,9          | 2,5          | 3,5          |
| Övriga intäkter        | 0,9           | 0,5           | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| <b>Summa intäkter</b>  | <b>10,4</b>   | <b>59,8</b>   | <b>165,6</b> | <b>202,0</b> | <b>251,5</b> |
| <i>EV/S</i>            | <i>60,2</i>   | <i>9,5</i>    | <i>3,4</i>   | <i>2,7</i>   | <i>2,2</i>   |
| <b>Bruttoresultat</b>  | <b>7,5</b>    | <b>30,0</b>   | <b>128,7</b> | <b>159,6</b> | <b>203,3</b> |
| Bruttomarginal*        | 82,4%         | 51,9%         | 78,7%        | 80,0%        | 82,0%        |
| % y-o-y                | 17,2%         | 300,0%        | 329,0%       | 24,0%        | 27,4%        |
| <b>Summa kostnader</b> | <b>15,4</b>   | <b>68,4</b>   | <b>103,2</b> | <b>126,2</b> | <b>153,2</b> |
| % y-o-y                | 122,9%        | 344,1%        | 50,9%        | 22,3%        | 21,4%        |
| <b>EBIT</b>            | <b>-5,0</b>   | <b>-8,6</b>   | <b>62,4</b>  | <b>75,8</b>  | <b>98,3</b>  |
| <i>EBIT-marginal*</i>  | <i>-54,9%</i> | <i>-14,9%</i> | <i>38,1%</i> | <i>38,0%</i> | <i>39,7%</i> |
| % y-o-y                | <i>n/a</i>    | <i>n/a</i>    | <i>n/a</i>   | 21,5%        | 29,7%        |
| <i>EV/EBIT</i>         | <i>neg.</i>   | <i>neg.</i>   | <i>8,8</i>   | <i>7,2</i>   | <i>5,6</i>   |

Vi har valt att värdera Intellego utifrån en multipel om 15x EBIT för helåret 2025E. Utvecklas bolaget i linje med våra estimat och givet att det fortsättningsvis finns hög tillväxtpotential anser vi att det är en motiverad multipel. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en beräknad aktiekurs på 2025E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30 % på våra estimat.

|                                | Värdering |              |                  |                |
|--------------------------------|-----------|--------------|------------------|----------------|
|                                | Multipel  | EBIT 2025E   | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) |
| <b>2025E</b>                   | 15        | 98,3         | 1474,5           | 53,73          |
| <i>Säkerhetsmarginal (30%)</i> | <i>15</i> | <i>68,81</i> | <i>1032,15</i>   | <i>37,61</i>   |

Nedan följer potentiell avkastning på 2025E om Intellego utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

| Potentiell avkastning |               |         |       |                         |         |       |
|-----------------------|---------------|---------|-------|-------------------------|---------|-------|
|                       | Huvudscenario |         |       | Säkerhetsmarginal (30%) |         |       |
|                       | Faktor        | Procent | CAGR  | Faktor                  | Procent | CAGR  |
| 2025E                 | 3,03          | 202,8%  | 44,7% | 2,12                    | 111,9%  | 28,5% |

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2025E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

| Känslighetsanalys |                     |                |               |                         |                |               |
|-------------------|---------------------|----------------|---------------|-------------------------|----------------|---------------|
| EBITx             | Huvudscenario 2025E |                |               | Säkerhetsmarginal (30%) |                |               |
|                   | Börsvärde (MSEK)    | Aktiekurs (kr) | Förändring %  | Börsvärde (MSEK)        | Aktiekurs (kr) | Förändring %  |
| 13                | 1 277,9             | 46,6           | 162,4%        | 894,5                   | 32,6           | 83,7%         |
| 14                | 1 376,2             | 50,2           | 182,6%        | 963,3                   | 35,1           | 97,8%         |
| <b>15</b>         | <b>1 474,5</b>      | <b>53,7</b>    | <b>202,8%</b> | <b>1 032,2</b>          | <b>37,6</b>    | <b>111,9%</b> |
| 16                | 1 572,8             | 57,3           | 223,0%        | 1 101,0                 | 40,1           | 126,1%        |
| 17                | 1 671,1             | 60,9           | 243,2%        | 1 169,8                 | 42,6           | 140,2%        |
| 18                | 1 769,4             | 64,5           | 263,3%        | 1 238,6                 | 45,1           | 154,3%        |

I vårt huvudscenario är vi positiva till att Intellego införlivar den finansiella målsättningen. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 111,9 procent, vilket ger en CAGR om 28,5 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 27 441 494, vilket blir det nya antalet aktier efter att incitamentsprogrammen har blivit tecknade. Samtliga incitamentsprogrammen bör vara "in the money".

## Källor

1. <https://mf.n.se/a/intellego/intellegos-nettoomsattning-och-vinst-vantas-kraftigt-overtraffa-tidigare-estimat-for-q1-2023>

## Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

---

### Intressekonflikt

Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

