

Tesis de Inversión

Intellego Technologies (INT.ST)



INTELLEGO
TECHNOLOGIES



Julio Muñoz Trullenque

02/10/2025

Índice

.....	0
Resumen de la Tesis	2
1. Introducción a la tesis	3
2. Evolución estratégica y transformación reciente	5
3. Análisis del modelo de negocio y segmentación	7
4. Desempeño financiero y operatividad	10
5. Fortaleza financiera y calidad del balance	14
6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural	17
7. Crecimiento histórico y su calidad	19
8. Cumplimiento de guidance y credibilidad	22
9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones	24
10. Retorno al accionista	26
11. Valoración y potencial de revalorización	28
12. Comparativa con el sector y competidores	31
13. Asignación de capital y decisiones estratégicas	35
14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado	38
15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo	41
16. Track record, gestión y alineación	45
17. Oportunidades estructurales y catalizadores	48
18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico	52
19. Señales de alerta o deterioro oculto	56
20. Tesis final de inversión	58

Resumen de la Tesis

Intellego Technologies AB es un proveedor **líder en indicadores UV** foto-cromáticos para aplicaciones de desinfección y procesos industriales. La compañía, fundada en 2011 y cotizada en Nasdaq First North desde 2021, ha experimentado un **crecimiento explosivo** en ingresos y beneficios en los últimos años. Sus productos – pequeñas etiquetas que cambian de color al recibir una dosis determinada de luz ultravioleta – aportan una solución sencilla pero crucial: verificar visualmente que un equipo de desinfección UV ha cumplido su función, o que un pegado hecho con luz UV ha recibido la luz suficiente para quedar bien fijado. Esta innovación ha ganado rápida adopción en hospitales, laboratorios y otras industrias donde asegurar la dosis de UV (Luz ultravioleta) es crítico. Intellego ha convertido esa ventaja tecnológica en resultados financieros excepcionales: sus márgenes operativos superan el 50% en 2025 y el **ROIC excede ampliamente el coste de capital**, señal de fuerte creación de valor.

A pesar de su excelente desempeño operativo, la acción de Intellego ha sufrido recientemente una **corrección significativa (~50% por debajo de máximos)**, en parte por preocupaciones de corto plazo en su estructura organizativa. Esta caída ha comprimido sus múltiplos de valoración a niveles muy atractivos: el forward PER ronda 14–15x, bajo para una empresa que se espera **multiplique beneficios a un ritmo cercano al 50% anual** durante los próximos tres años. En otras palabras, el mercado parece estar infravalorando la fortaleza estructural y las perspectivas de Intellego, probablemente por escepticismo ante su reciente rally y por ser una empresa de microcapitalización menos conocida.

He iniciado una posición en Intellego aprovechando esta ventana de entrada. La **tesis central** es que Intellego combina tres elementos poco comunes: (i) **calidad financiera sobresaliente**, con márgenes, rentabilidad y balance en el tope del sector; (ii) una **valoración descontada** tras el drawdown reciente, que ofrece un amplio margen de seguridad respecto a su valor intrínseco estimado; y (iii) **perspectivas de crecimiento estructural** muy favorables a 1–3 años, respaldadas por contratos y colaboraciones globales ya en marcha. La hipótesis de inversión no asume una simple reversión del precio por arte de magia, sino que sostiene que el mercado irá reconociendo progresivamente la realidad de Intellego: un negocio de nicho con tecnología patentada, en plena expansión global y con beneficios al alza. Los siguientes apartados analizan en profundidad la evolución estratégica, la posición competitiva, el desempeño financiero y los riesgos, para verificar de forma objetiva si la evidencia cualitativa respalda esta tesis cuantitativa.

1. Introducción a la tesis

Intellego Technologies AB opera en el sector de **tecnología para control de procesos UV** dentro de la industria sanitaria e industrial. Su producto principal son dosímetros UV: pegatinas o tarjetas foto-cromáticas que cambian de color al acumular cierta dosis de radiación ultravioleta. La compañía genera ingresos vendiendo estos indicadores como consumibles recurrentes, principalmente a través de distribuidores asociados en distintos sectores (hospitales, laboratorios de microbiología, fabricantes de equipos de desinfección, etc.). Intellego opera en un nicho tecnológicamente especializado pero de creciente importancia: la **verificación de procesos de desinfección UV-C** y de curado UV industrial. Los procesos de desinfección UV-C son procesos por los cuales, se utiliza la luz ultravioleta para eliminar microbios en superficies, aire o agua y el curado UV industrial es un proceso por el que se endurece un pegamento o recubrimiento usando luz ultravioleta. La pandemia de COVID-19, que disparó el uso de luz UV-C para sanitizar superficies, aceleró la demanda de soluciones que certifiquen que esos procesos se realizan correctamente. En este contexto, Intellego se ha posicionado como un actor pionero con una propuesta difícil de replicar.

La naturaleza del negocio combina elementos de **tecnología sanitaria e industrial**. Por un lado, tiene un componente defensivo o no-cíclico: la demanda de control de infecciones en hospitales y laboratorios es relativamente independiente del ciclo económico, impulsada más bien por estándares regulatorios y necesidades de seguridad sanitaria. Por otro lado, al estar en plena fase de crecimiento e introducción de productos, también muestra rasgos de compañía de **alto crecimiento** típicos del sector tecnológico: rápida expansión geográfica, reinversión de los beneficios y dependencia de la innovación continua. Podríamos decir que Intellego es de nicho pero expansiva: ha pasado de ser una start-up con un solo producto de consumo (bandas SmartSun para protección solar) a un grupo global diversificado en varias líneas UV, lo que ilustra una transformación estratégica relevante en pocos años.

Justifico la apertura de posición en este momento porque identifiqué un **punto de inflexión estratégico y una oportunidad de precio**. Estratégicamente, la empresa ha consolidado varias palancas de crecimiento (acuerdos globales con Henkel en adhesivos UV, con Likang en Asia para desinfección hospitalaria, nuevas líneas como horticultura UV) que deberían materializarse en resultados superiores en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, la cotización ofrece una valoración atractiva tras la corrección reciente, que llegó a ser del 50%: Intellego cotiza a ~19x beneficios TTM (y bastante menos en base a beneficios futuros estimados), a pesar de que sus métricas de calidad superan holgadamente a las de compañías comparables (márgenes netos >40%, ROE >60%, sin deuda neta). En mi opinión, esta repentina caída se debe más a factores temporales – como la salida de dos directivos y la confusión que generó un artículo de prensa sueco – que a un deterioro real de fundamentales. Por tanto, considero que el **perfil rentabilidad/riesgo** a largo plazo es muy atractivo: existe una asimetría favorable donde el potencial de revalorización (si la empresa continúa

ejecutando bien) excede con creces el posible downside (dado que incluso con escenarios más conservadores la acción parece infravalorada).

En resumen, mi propuesta es que Intellego presenta **calidad estructural sobresaliente, una clara oportunidad de precio** por su drawdown injustificado, y **visibilidad de crecimiento** sólida a corto y medio plazo. Las siguientes secciones ratificarán esta tesis examinando la evidencia estratégica y financiera. Si las premisas cuantitativas encontradas (márgenes líderes, balance sólido, crecimiento triple dígito, etc.) se alinean con la realidad cualitativa del negocio (ventajas competitivas sostenibles, demanda creciente, buenos gestores), estaremos ante una inversión convincente. Si, por el contrario, aflora evidencia de debilidades ocultas o de que el mercado está anticipando problemas reales, se mostrará con igual transparencia.

2. Evolución estratégica y transformación reciente

En sus orígenes, Intellego era poco más que un proyecto universitario: **Claes Lindahl, fundador y actual CEO**, desarrolló la tecnología de tinta foto-cromática mientras estudiaba biotecnología, con la visión de crear indicadores visuales para radiación UV. Entre 2011 y 2015 la empresa lanzó versiones iniciales de sus indicadores, incluyendo las primeras aplicaciones en el sector médico. Sin embargo, durante varios años permaneció como una start-up de nicho, con ingresos muy modestos (apenas 7–9 M SEK anuales hasta 2021) y orientada también al mercado de consumo (las pulseras SmartSun para alertar de radiación solar, un producto interesante, pero de alcance limitado). El **punto de inflexión estratégico** llegó con la pandemia de COVID-19: la necesidad global de desinfección de superficies con UV-C puso en primer plano la utilidad de los dosímetros de Intellego, capaces de **asegurar la calidad del proceso de desinfección** de forma simple y económica. A partir de 2021, la dirección redobló su foco hacia el sector sanitario/profesional y preparó a la compañía para escalar rápidamente. Ese mismo año Intellego se listó en bolsa (Nasdaq First North) para acceder a capital y financiar su crecimiento.

Los años 2022–2024 fueron de **transformación acelerada**. Intellego pasó de ser esencialmente una empresa monoproducto y local, a conformar un **grupo internacional con varias filiales y líneas de negocio**. Un hito clave fue la adquisición en 2022 de **Daro Group Ltd.**, una compañía británica especializada en equipos de luz UV y distribución en mercados anglosajones. Esta operación, por alrededor de £10 millones, amplió instantáneamente la presencia comercial de Intellego en Norteamérica y Oceanía, aportándole una red de ventas establecida y complementando su portfolio (Daro vendía máquinas de desinfección UV y otros equipos, alineados con los consumibles de Intellego). Si bien la adquisición inicialmente tensionó el balance, la integración de Daro resultó exitosa: en 2023, con Daro ya consolidada plenamente, las ventas grupales se triplicaron hasta 186 M SEK, y el resultado neto dio un giro a beneficios sustanciales.

Otra decisión estratégica fue el establecimiento de **alianzas globales** para acelerar la entrada en mercados clave. En 2024 Intellego firmó un acuerdo de distribución exclusivo con **Likang (Zhounyou Medical)** para el mercado sanitario de China. Likang, un importante proveedor de equipamiento hospitalario, se comprometió a incorporar los dosímetros UV de Intellego en sus soluciones de desinfección. Este acuerdo no solo abrió a Intellego las puertas de un enorme mercado como el chino, sino que posteriormente se amplió para cubrir otros países de Asia, con un volumen mínimo pactado de **\$360 millones** en indicadores UV a distribuir en los próximos años. Es difícil sobreestimar la relevancia de este hito: garantiza una base de demanda significativa en Asia y valida la tecnología de Intellego por parte de un actor establecido en la industria. Igualmente, a principios de 2025 se anunció una colaboración con **Henkel AG**, gigante químico alemán, para el mercado global de adhesivos curables por UV (el segmento PSA, *Pressure Sensitive Adhesives*). Henkel llevaba tiempo probando la

tecnología de Intellego en el control de calidad de sus adhesivos industriales, y la alianza formal sugiere la intención de integrar los indicadores en ese negocio a nivel mundial.

Estos movimientos evidencian una **evolución estratégica ágil**. Intellego ha demostrado capacidad para **redefinir su modelo de negocio** sobre la marcha: de vender un producto aislado, pasó a crear un **ecosistema de soluciones UV** que abarcan consumibles, equipos (a través de Daro) y servicios asociados. Ha sabido **pivotar su propuesta de valor**: del público general (protección solar) a clientes B2B y gubernamentales (hospitales, fábricas, etc.), adaptándose a donde realmente estaba la oportunidad de escala. La entrada en Asia y la diversificación hacia la industria (curado UV, horticultura) muestran una empresa **ambiciosa y con visión global**, que no se conformó con explotar la moda pandémica sino que busca mercados sostenibles más allá de ella.

En términos operativos, Intellego también ha superado retos importantes, mostrando **flexibilidad estratégica**. La incorporación de Daro implicó unir culturas corporativas distintas y mantener motivado al equipo original (lo que tuvo sus fricciones: en 2025, el CEO de Daro, Mervyn Douglas, dejó la compañía). Sin embargo, Intellego logró retener talento clave y colocar a expertos adecuados para continuar el negocio de Daro, minimizando la disrupción. Por otro lado, la rápida escalada de fabricación requirió invertir en capacidad productiva: en 2024 se destinaron ~65 M SEK de cash flow a nuevas máquinas y equipos para sostener la demanda de desinfección. Esta apuesta por la reinversión muestra una dirección dispuesta a sacrificar márgenes a corto plazo en aras de asegurar crecimiento futuro.

En síntesis, la trayectoria reciente de Intellego se caracteriza por **transformación y crecimiento radical**. De ser un jugador incipiente en 2020, en 2025 es ya una empresa multi-geográfica y multi-segmento, con socios globales e inversores institucionales en su accionariado. Ha tomado decisiones estratégicas valientes: adquisiciones, alianzas y expansión de portfolio, que han modificado sustancialmente su posición competitiva. El resultado es una compañía mucho más robusta y diversificada que hace pocos años, capaz de aspirar a liderar un nicho a nivel mundial. Esta evolución estratégica sienta las bases de la tesis: Intellego no es un “one-hit wonder” pasajero, sino un negocio en constante adaptación y mejora, lo que reduce el riesgo de estancamiento a futuro.

3. Análisis del modelo de negocio y segmentación

El modelo de negocio de Intellego se basa en un **modelo de consumibles (equipo + recambios)**: vender **consumibles recurrentes** que acompañan a equipos de mayor costo en procesos críticos. Sus dosímetros UV son de bajo coste unitario (unos pocos euros) pero de uso **obligatoriamente repetitivo** – cada ciclo de desinfección, cada lote de producción curado con UV, requiere un nuevo indicador para certificar la dosis recibida. Esta dinámica genera un flujo constante de ingresos una vez que el cliente incorpora la solución en su protocolo. Por ejemplo, un hospital que instala lámparas UV-C en sus quirófanos necesitará decenas o cientos de indicadores Intellego al mes para validar cada sesión de desinfección. Asimismo, un fabricante de dispositivos médicos que usa adhesivos curables con UV en su línea de montaje, empleará indicadores en cada tanda para asegurar la calidad de adhesión. Intellego, por tanto, no depende de grandes contratos puntuales sino de la **suma de muchos pedidos recurrentes** a lo largo del año, lo que confiere estabilidad y previsibilidad a su facturación – una característica muy atractiva en términos de riesgo.

La **propuesta de valor** de Intellego es difícil de replicar por varios factores. En primer lugar, **tecnología patentada**: la compañía posee cuatro patentes otorgadas que protegen su tinta foto-cromática y sus sistemas de medición hasta al menos 2042. Esto supone una barrera de entrada importante para cualquier competidor que quiera ofrecer un indicador similar de forma comercial. Segundo, la empresa ha acumulado un **know-how especializado** tras años de I+D en optimizar la sensibilidad de sus indicadores, su estabilidad de color, etc. Los dosímetros deben ser confiables (no cambiar de color antes de tiempo, ni insuficientemente), fáciles de leer a simple vista y compatibles con distintos rangos de UV; lograr ese equilibrio es un arte que Intellego ha ido perfeccionando. De hecho, la robustez y precisión de sus productos está respaldada por publicaciones científicas independientes, consolidando su reputación en la comunidad de control de infecciones. Y tercero, Intellego ha tejido un **ecosistema de distribución global** con socios locales. Gracias a acuerdos como el de Likang en Asia y a filiales como Intellego US (creada tras la compra de Daro), la empresa tiene presencia directa o indirecta en los principales mercados. Un nuevo entrante tendría que construir desde cero esa red comercial y generar confianza en clientes institucionales – algo que toma tiempo y recursos.

En cuanto a la **recurrencia de ingresos**, es alta. Si bien no opera por suscripción formal, en la práctica las ventas tienen un componente casi contractual: muchos clientes establecen compras periódicas de indicadores junto con la adquisición de equipos UV. Por ejemplo, la alianza con Likang implica un **volumen mínimo asegurado** de dosímetros a distribuir, que se traduce en pedidos regulares durante varios años. Intellego ha impulsado este modelo mediante la fórmula “bundle”: ofrecer paquetes donde se vende el **equipo UV + un suministro de indicadores** para cierto periodo. Es el caso de YUVIO (Zhounyou Medical), la filial de Likang, que comercializa en China “kits” de desinfección UV incluyendo las tarjetas Intellego. Esto garantiza que cada aparato instalado traerá consigo un consumo

continuo de recambios. Asimismo, la colaboración con Henkel apunta a algo similar: Henkel desarrollará y venderá soluciones de curado UV donde la verificación con Intellego esté integrada en el proceso, asegurando así consumos recurrentes en fábricas de múltiples sectores.

Analizando la segmentación, Intellego reporta sus ventas principalmente **por regiones geográficas**, más que por líneas de producto. En 2024, la distribución fue aproximadamente: **Europa 61%, Norteamérica 21%, Asia 15%** y otros mercados 3%. Este desglose muestra el peso histórico de Europa (la empresa es sueca y sus primeros clientes importantes estuvieron en Escandinavia y la UE) pero también cómo Norteamérica y Asia están cobrando relevancia rápidamente. De hecho, en el 2T 2025 hubo un salto excepcional de ingresos en Norteamérica, representando esta región un 88% de las ventas trimestrales. Ello se debió a entregas concentradas de grandes pedidos probablemente ligados a Daro/EE.UU. y a algún contrato importante en hospitales americanos. La dirección ha explicado que estas variaciones geográficas son volátiles y que no reflejan necesariamente la demanda final, ya que algunos pedidos globales se contabilizan en una región u otra según la entidad que emite la orden (por ejemplo, un pedido de Likang para un cliente en Asia podría registrarse contablemente en América si la facturación se hace vía la filial de EEUU, etc.). Aún así, la tendencia de fondo es clara: Intellego está convirtiéndose en un negocio multinacional, con fuerte **expansión en Asia y América** que complementa su base europea. Es previsible que Asia aumente su peso hacia 2025–26 gracias al despliegue con Likang, equilibrando el mix geográfico.

Por segmentos de producto, podríamos diferenciar tres pilares que la propia empresa define: **Healthcare (Sanidad)**, **UV Curing (Curado UV industrial)** y **Horticultura UV**. El segmento Healthcare abarca la desinfección hospitalaria, laboratorios, transporte y cualquier aplicación donde se usa UV-C para eliminar patógenos. Aquí Intellego genera ingresos vendiendo indicadores para validar la desinfección de quirófanos, ambulancias, agua potable (UV potabilización) e incluso aire acondicionado industrial con UV. Es razonable asumir que este fue el segmento dominante hasta 2023, dado el impulso pandémico. El segmento de **Curado UV** se dirige a manufactura industrial: adhesivos y resinas que requieren UV para polimerizar en sectores como automoción, electrónica, embalajes o dispositivos médicos. Es un campo emergente para Intellego, catalizado por Henkel, donde las ventas empezarán a ser significativas a partir de 2025 conforme se lancen productos conjuntos al mercado global. Por último, Intellego está explorando **Horticultura UV**, que implica aplicaciones de luz UV en agricultura (por ejemplo, usar UV para suprimir plagas o inducir ciertas cualidades en plantas). En 2025 este segmento está aún en desarrollo y probablemente representa una fracción muy pequeña de ventas, pero demuestra la capacidad de la empresa para abrir nuevas verticales con su plataforma tecnológica.

Respecto al **poder de fijación de precios**, Intellego disfruta de una posición favorable. Sus indicadores aportan un gran valor (evitar infecciones hospitalarias cuesta millones, un brote

por desinfección deficiente puede cerrar una UCI; un adhesivo mal curado puede causar un recall de producto) a un coste bajísimo por unidad. Esto significa que el precio es casi irrelevante en la decisión del cliente: lo crítico es la confianza en que funcione. Por tanto, Intellego puede cobrar **márgenes brutos altísimos (en torno al 80%)** sin que sus clientes se quejen, porque el coste por procedimiento sigue siendo ínfimo. Además, al ser prácticamente el único proveedor especializado en este nicho, no enfrenta guerras de precios. Sí es cierto que hay **alternativas sustitutivas** en algunos casos – por ejemplo, laboratorios que usan esporas biológicas o tiras químicas para verificar esterilizaciones –, pero ninguna ofrece la inmediatez y sencillez del indicador UV visual. En sectores industriales podría surgir competencia de sensores electrónicos UV, pero serían soluciones mucho más caras y complejas, por lo que Intellego se mantiene competitiva con su simplicidad.

Un posible riesgo operativo es la **concentración de clientes o aplicaciones**. ¿Depende Intellego de unos pocos contratos gigantes? Afortunadamente, la diversificación de clientes parece razonable. Si bien Likang representa un acuerdo voluminoso en Asia, Intellego trabaja con decenas de hospitales, distribuidores y fabricantes a nivel global. No hay evidencia de que un solo cliente suponga, digamos, >20% de las ventas totales. De hecho, en 2023 reportaron más de 300 M SEK en pedidos entrantes repartidos entre numerosos nuevos contratos, lo que sugiere una cartera amplia. Otra forma de ver la concentración es por producto: hasta ahora el **UVC Dosimeter** (indicador para desinfección UV-C) ha sido el buque insignia; si ese mercado madurara y se saturase, la empresa necesitaría sus nuevas líneas (curado, horticultura) para mantener crecimiento. Es un punto a vigilar, aunque dado el tamaño aún pequeño relativo al mercado potencial (muchísimos hospitales en el mundo no usan todavía indicadores UV de manera rutinaria), queda amplio espacio para crecer antes de saturar la base instalada. Finalmente, Intellego **no depende de un único canal de suministro**: sus materias primas son básicamente tintas y plásticos, y la fabricación es relativamente sencilla. El verdadero valor reside en la fórmula química patentada y en la venta/distribución, no en activos físicos difíciles de escalar. Esto implica que la empresa puede aumentar producción rápidamente sin cuellos de botella mayores, y que ningún proveedor específico podría “estrangular” su negocio fácilmente.

En total, el modelo de Intellego es **sólido y escalable**. Gana dinero vendiendo consumibles de alta rentabilidad, con ingresos recurrentes derivados de protocolos establecidos. Ha segmentado inteligentemente sus mercados para diversificar la aplicación de su tecnología (de hospitales a fábricas, y próximamente a invernaderos), aprovechando la misma base innovadora. Las **barreras de entrada** – patentes, know-how, red de partners – le otorgan una ventaja competitiva sostenible, reflejada en su capacidad de mantener precios elevados sin perder clientela. Si bien habrá que vigilar posibles dependencias (como el éxito de Likang en Asia o la adopción real en industria), por ahora la empresa parece tener múltiples pilares de crecimiento y ninguna concentración excesiva que comprometa su estabilidad.

4. Desempeño financiero y operatividad

El crecimiento financiero de Intellego en los últimos años ha sido extraordinario. Los ingresos han pasado de cifras prácticamente anecdóticas a **cientos de millones** de coronas suecas en un lapso muy corto. Para ponerlo en perspectiva: en 2020 la empresa facturó apenas 7.5 M SEK; en 2021 subió a 9.1 M (crecimiento moderado del 22%, reflejando los inicios de la venta de dosímetros UV-C). Luego en 2022 ocurrió el gran salto: **57.8 M SEK**, más de 6 veces la cifra del año anterior. Esta explosión coincidió con la consolidación parcial de Daro Group (adquirida ese año) y con el boom post-pandemia en demanda de desinfección. Pero lejos de ser un pico aislado, la tendencia continuó en 2023: las ventas se **triplicaron nuevamente hasta 186.5 M SEK**. Es decir, en 2023 la compañía multiplicó por 24 veces sus ingresos respecto a 2020, un CAGR superior al 200% anual en ese trienio. En 2024 el crecimiento se normalizó a un ritmo aún impresionante: +40%, alcanzando ~265 M SEK de facturación. Y los datos de la primera mitad de 2025 señalan una aceleración otra vez: en solo seis meses de 2025, Intellego ya generó 418 M SEK en ingresos, lo que apunta a un año completo en el entorno de 800 M SEK (más del triple que 2024, si se cumple la proyección). Estas cifras corroboran que la empresa está en pleno **hipercrecimiento**, impulsada tanto por la expansión orgánica en nuevos mercados como por el impacto de la integración de Daro y los grandes contratos internacionales.

Los **beneficios** han seguido una trayectoria similar, aunque con cierto decalaje y altibajos en márgenes a medida que la empresa invertía para crecer. Hasta 2021 Intellego era marginalmente rentable o incluso perdía dinero: en 2021 reportó pérdida neta de –5.0 M, y en 2022 amplió la pérdida a –16.8 M SEK. Esto era esperado dada la adquisición de Daro (gastos extraordinarios, integración) y las inversiones fuertes en capacidad productiva. Sin embargo, 2023 marcó un viraje rotundo: el beneficio después de impuestos saltó a 59.6 M SEK, gracias a las economías de escala de triplicar ventas y al aporte positivo de Daro una vez consolidado. En 2024 el beneficio neto subió a 68.4 M SEK, un crecimiento más modesto (+15%) debido a que la empresa reinvertió fuertemente flujo de caja en activos y soportó algunos costes de expansión (ej. abrir nuevas regiones, mayor equipo humano). Esta ligera **contracción de margen** en 2024 (margen EBIT pasó de 44.6% en 2023 a 38.5% en 2024) refleja ese gasto estratégico: aun así, un 38% operativo sigue siendo un nivel excepcionalmente alto, digno de una compañía de software más que de manufactura. Lo importante es que en 2025 se ve una mejora sustancial: solo en el primer trimestre 2025, Intellego logró 133 M SEK de resultado operativo sobre 201 M de ventas, es decir, un margen del 66%. Y en el 2T 2025 mantuvo un EBIT de 153.5 M sobre 217 M de ventas (70.7% de margen operativo). Estos márgenes excepcionales indican un apalancamiento operativo enorme: los costos fijos ya estaban cubiertos, y cada corona adicional vendida se convierte mayoritariamente en beneficio. De hecho, con solo 64 empleados, la productividad por empleado superó 13 M SEK anuales en 2025, subrayando la escalabilidad del modelo.

Desglosando los márgenes, el **margen bruto** históricamente se ha situado en torno a 80–83%, lo que confirma costos directos muy bajos (materias primas baratas, producción eficiente). No se observan señales de erosión en este frente, incluso con la mezcla de ventas cambiando, la compañía ha mantenido un bruto >80%, lo cual es sobresaliente en cualquier sector industrial. El **margen EBITDA** en 2023 fue 46.5% y en 2024 ~44.7%, coherente con la idea de que Intellego incrementó gastos operativos (OPEX) para crecer – por ejemplo, ampliando su fuerza comercial, invirtiendo en I+D, etc. Dado que los gastos operativos crecieron más rápido que las ventas en 2024, el margen EBITDA bajó ligeramente. Sin embargo, en 2025 ocurre lo contrario: las ventas se disparan y los gastos operativos apenas aumentan, provocando un salto del margen EBITDA a más del 60% esperado en 2025. Esto es típico de empresas con **apalancamiento operativo**: tras una fase de inversión, llega la cosecha donde cada venta adicional añade desproporcionadamente al beneficio. En cuanto al **margen neto**, en 2023 fue ~32% y en 2024 alrededor de 26%. La caída en 2024 se explica por el mayor impuesto efectivo (la empresa comenzó a agotar bases imponibles negativas de años previos) y quizá costos financieros o minoritarios. Aun así, un 26% neto es formidable. Para 2025, con la escala alcanzada, el margen neto se perfila por encima del 35%. De hecho, en el 1S 2025 Intellego ya obtuvo 206 M SEK de beneficio neto sobre 418 M de ingresos (casi 50% neto), aunque es probable que al anualizar se modere algo por impuestos diferidos u otros.

Analizando la **evolución de los márgenes en el tiempo**, se aprecia una tendencia general de **expansión**, interrumpida solo temporalmente por las inversiones de 2022–24. En 2020 y 2021, la compañía estaba alrededor del punto de equilibrio, con márgenes operativos ligeramente negativos o bajos. A partir de 2022, con la escala de ventas (50+ M), emergen márgenes brutos >80% y un EBITDA ya positivo. En 2023, al triplicar volumen, la **economía de escala** se manifestó: los costes fijos (personal, oficinas, I+D) se diluyeron, permitiendo margen operativo 44%. El pequeño retroceso de margen en 2024 (38.5%) fue por decisión de reinvertir en crecimiento más que por problemas del negocio – de hecho la empresa generó flujo de caja operativo positivo y lo destinó a CAPEX de expansión. Ahora en 2025 vemos un **salto de rentabilidad** inusual: Intellego está aprovechando su posición dominante y las eficiencias logradas. Es probable que a largo plazo los márgenes se estabilicen en niveles muy altos pero algo inferiores al pico, conforme la empresa incurra en gastos variables mayores (regalías a partners, distribución, etc.). Aun así, incluso en un escenario normalizado, la rentabilidad operativa de Intellego sería extraordinaria para estándares industriales.

¿Qué líneas impulsan o limitan los resultados? Por el lado de ingresos, claramente el **volumen de ventas de dosímetros UV-C** ha sido el motor hasta ahora. La incorporación de Daro añadió también ventas de equipos UV y servicios, pero curiosamente no parece haber diluido los márgenes en exceso, lo que sugiere que esos equipos quizás se venden con buen margen o se integran en paquetes rentables. Es probable que Daro también aportara **nuevos**

tipos de ingresos: por ejemplo, mantenimiento o consultoría asociados a los sistemas UV que instalan. No obstante, el análisis de OPEX muestra que **los costes fijos no crecieron al par de ingresos**. En 2024, los gastos de personal y administrativos subieron, pero mucho menos que la facturación, indicando una estructura de costos muy eficiente. Un dato: la plantilla apenas aumentó de 62 empleados en 2024 a 64 en 2025, a pesar de que las ventas están duplicándose. Esto confirma la tremenda **escalabilidad**: Intellego no necesita grandes nóminas para vender más, gracias a su red de distribuidores y socios que llevan el producto al mercado sin engordar sus gastos internos.

En cuanto a **anomalías o discontinuidades** en los resultados, la más notable fue el efecto de la adquisición de Daro en 2022. Podemos observar un pico de activos intangibles y quizá deuda temporal ese año, que influyó en ratios. Eso se corrigió en 2023 con ampliaciones de capital – de hecho, en 2023 Intellego realizó varias emisiones de acciones para financiar crecimiento, fortaleciendo su balance y diluyendo la deuda de la adquisición. Por el lado operativo, la integración de Daro posiblemente causó que la **venta por regiones variara fuertemente**: antes de 2022 casi todas las ventas eran en Europa; después, aumentó Norteamérica y otros, complicando comparaciones directas año a año.

Presentamos a continuación una tabla resumida del desempeño financiero histórico de Intellego:

Tabla: Evolución financiera resumida 2020–2024 (M SEK)

Cuenta	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	7.46	9.15	57.78	186.49	265.28
Crecimiento ventas	—	+22.5%	+531.2%	+222.7%	+42.3%
Beneficio operativo (EBIT)	0.9	-5.03	-8.70	83.07	102.2
Margen EBIT	12.1%	-54%	-15%	44.6%	38.5%
Beneficio neto	3.27	-3.9	-9.9	59.60	68.40
Margen neto	11.9%	-42%	-17%	32.0%	25.8%
EBITDA	1	-5	-14	86.7	118.5
Margen EBITDA	13%	-54%	-24%	46.5%	44.7%
Flujo de caja op.	0.8	-8.8	2	-20.0	+35.0
Empleados (fin de año)	15	18	~50	62	64

Esta tabla ilustra las tendencias comentadas: multiplicación de ingresos desde 2022, paso de pérdidas a fuertes beneficios en 2023, y márgenes elevándose hacia niveles excepcionales en 2025. También se aprecia cómo el flujo de caja operativo se tornó positivo en 2024 (+35 M SEK frente a -20 M en 2023), señal de que el crecimiento ya no consume efectivo sino que empieza a generarlo internamente.

En conclusión, el desempeño financiero de Intellego refleja a una empresa **en rápida escala con mejora de eficiencia**. Cada año han logrado mayores ventas y, tras la digestión de las inversiones, mayores beneficios. La historia que cuentan los números es de **crecimiento rentable**: Intellego no solo crece por crecer, sino que expande sus beneficios incluso más rápido una vez cubiertos los costes fijos. Esta narrativa cuantitativa refuerza la tesis: pocos competidores pueden exhibir tal combinación de incremento de triple dígito en ventas con márgenes de casi la mitad de las ventas en beneficios operativos. En todo caso, será crucial monitorear si esta expansión de márgenes es sostenible (o simplemente coyuntural por un par de trimestres extraordinarios). La expectativa es que, aunque los márgenes puedan normalizarse algo, Intellego mantendrá una rentabilidad estructural muy por encima de la media de su sector gracias a su modelo de negocio único y a sus ventajas competitivas.

5. Fortaleza financiera y calidad del balance

La sólida trayectoria operativa de Intellego se refleja también en un **balance general saneado y conservador**, especialmente tras las medidas de recapitalización tomadas en 2023. Al cierre de 2024, la empresa presentaba una situación de **caja neta** o prácticamente libre de deuda. Su **deuda financiera neta** era insignificante (en torno a 29 M SEK, casi testimonial comparada con un EBITDA de 118 M). De hecho, para mediados de 2025 Intellego ya se había convertido en **net cash** (caja excedente sobre deudas) por más de 100 M SEK, fruto de la fuerte generación de efectivo reciente. Esto implica que la compañía no depende del apalancamiento para financiar su crecimiento actual; al contrario, está generando fondos internamente para sostener sus inversiones y expansión.

Examinando los principales **ratios de solvencia y liquidez**, la imagen es la de una fortaleza financiera claramente por encima de la media sectorial. El **current ratio** (activo corriente / pasivo corriente) se situaba cerca de 3.9x en la fecha de compra, reflejando que los recursos a corto plazo triplican las obligaciones de corto plazo, un colchón muy cómodo ante cualquier eventualidad. Esto se debe en parte a la alta posición de efectivo tras los éxitos de 2025: al 30 de junio de 2025, Intellego tenía ~100 M SEK en caja o equivalentes. A su vez, la deuda financiera total es reducida. La métrica **Deuda Neta / EBITDA** fue ~0.3x en 2024, y camino de -0.2x en 2025 (negativa porque hay más caja que deuda). Es decir, en caso necesario la empresa podría repagar todas sus deudas con una fracción de un año de su cash flow operativo, lo que la sitúa en la **zona segura ante tensiones financieras**.

Otra forma de verlo es con el ratio **cobertura de intereses** (EBIT / gastos de intereses) es altísimo, alrededor de 18x, lo que significa que Intellego podría afrontar incrementos considerables de tipos de interés sin comprometer su resultado (aunque sus deudas actuales ya devengan intereses bajos al ser de corto plazo en su mayoría). El **apalancamiento sobre patrimonio** es mínimo: el ratio **deuda/activo** es solo 7% , y deuda/capital ~0.07x, lo cual es extremadamente bajo comparado con su industria. Este bajo endeudamiento fue un cambio deliberado respecto a 2022, cuando tras la compra de Daro la estructura de capital se había desbalanceado. En 2022, como comentamos, el ratio de patrimonio sobre activos cayó a apenas 7.9%, encendiendo alarmas. Pero la empresa reaccionó rápido con ampliaciones de capital en 2023 (colocaciones privadas y posiblemente ejercicio de warrants), restaurando el equity ratio a ~60% a cierre de 2023 y aún más en 2024 (~71% en cuentas auditadas, incluso 86% según ciertos ajustes). Actualmente, la **solvencia** de Intellego es incuestionable: con más de 500 M SEK en patrimonio neto a mitad de 2025, frente a pasivos totales de ~185 M, la empresa tiene una estructura de capital muy holgada y resiliente.

Podemos recurrir a indicadores compuestos de salud financiera para comparar su posición con la de otras firmas. Por ejemplo, el **Altman Z-Score** de Intellego se estima en ~18.8, lo que la coloca claramente en zona segura de solvencia (muy por encima del umbral de riesgo de <1.8). Esto concuerda con una compañía que, pese a ser pequeña, tiene muchas

características de **balance robusto**: liquidez alta, rentabilidad acumulada en reservas, bajo endeudamiento y valor de mercado creciente. Otro indicador, el **Piotroski F-Score**, se calcula en 5 sobre 9 recientemente, indicando una salud financiera aceptable pero con margen de mejora en algunos apartados (posiblemente por el histórico de pérdidas hace tres años y el uso intensivo de capital de trabajo). Cabe destacar que Intellego, al estar creciendo tan rápido, ha visto aumentar sus cuentas por cobrar y su inventario, lo que en el corto plazo penaliza ciertos ratios de calidad de balance. Por ejemplo, el **cash conversion cycle** (ciclo de conversión de efectivo) ha llegado a ~230 días, un número elevado. Esto se debe principalmente a que la empresa ofrece plazos largos de cobro. Es decir, Intellego tarda en promedio 6 meses en cobrar sus facturas, lo cual es inusualmente alto. Esta cifra refleja la naturaleza de algunos de sus contratos: a menudo vende a distribuidores grandes que pagan con retraso hasta instalar o revender los productos. También pudo influir que varios contratos importantes se cerraron cerca de fin de trimestre, inflando las cuentas por cobrar temporalmente. Aunque es un punto a vigilar, la empresa ha manejado esta situación financiándose con equity en vez de cargar con deuda a corto plazo. Además, la rotación de inventarios (DOI ~82 días) no es excesiva, lo que sugiere que el principal factor del ciclo de caja es efectivamente el cobro lento, no una acumulación desmedida de stock. Con la generación de efectivo actual, Intellego puede permitirse ciertos lujos como dar crédito comercial amplio a sus distribuidores para estimular las ventas, sin comprometer su estabilidad. En todo caso, mejorar el **cash flow respecto a la cuenta de resultados** será un objetivo: actualmente la calidad de las ganancias es moderada (en 2024 el flujo de caja operativo fue ~35 M frente a 68 M de beneficio neto, indicando que cerca de la mitad de las ganancias aún estaba invertida en capital de trabajo). Se espera que a medida que los grandes contratos maduren, los cobros se normalicen y ese flujo de caja se acerque más al resultado contable.

La **estructura financiera** de Intellego es conservadora. La deuda que tiene es principalmente a corto plazo y ligada a capital circulante, no deuda bancaria onerosa a largo plazo. No se ha endeudado para repartir dividendos ni para tapar ineficiencias, sino para **financiar adquisiciones e inversión**. La compra de Daro, por ejemplo, se sufragó combinando pago en acciones (los vendedores de Daro recibieron una participación de 7.1% en Intellego) y un componente en efectivo que se fondeó con emisión de deuda convertible/corto plazo, luego refinanciada con capital propio. No se percibe un uso indebido del apalancamiento; más bien al contrario, Intellego ha sido **prudentemente financiada con equity** en las fases cruciales. Esto a veces diluye a los accionistas (aumentó el número de acciones de ~25.2 millones en 2023 a ~30.7 millones en 2025), pero ha mantenido la solidez del balance. Vale la pena mencionar que la empresa ni siquiera ha emitido dividendos hasta la fecha, prefiriendo retener ganancias para crecer. Así, no se ha incurrido en deudas para pagar remuneraciones a accionistas, otro signo de gestión cautelosa.

Comparativamente, muchas empresas de tecnología médica o industrial de crecimiento tienden a operar con deuda elevada, confiando en que la expansión futura la diluirá. Intellego se diferencia porque ha llegado a su fase de explosión de beneficios con **muy poca deuda**. Esto le da una enorme **capacidad de resistencia** en escenarios adversos: si viniera una recesión o se frenaran temporalmente sus ventas, la empresa no enfrenta riesgos inmediatos de impago ni tiene cargas financieras importantes que mantengan los gastos fijos altos. Además, con la caja que está generando, podría autofinanciar proyectos o adquisiciones sin tener que recurrir a préstamos onerosos. Por ejemplo, cualquier **inversión en I+D o maquinaria** puede acometerla con el flujo actual, lo que la vuelve casi autosuficiente.

En resumen, el balance de Intellego muestra **fortaleza y flexibilidad**. Tras un bache en 2022, la gerencia saneó rápidamente las cuentas y hoy la empresa opera con abundante capital propio, liquidez elevada y deudas mínimas. Esto la posiciona bien para soportar **escenarios adversos prolongados** – por ejemplo, un retraso en la firma de algún contrato importante o una desaceleración macro – sin comprometer su viabilidad. La alta solvencia además inspira confianza en clientes e inversores institucionales, al demostrar que Intellego no es un castillo de naipes financiero sino un negocio tangible respaldado por activos y capital suficiente. Para los accionistas, un balance fuerte es tranquilizador: limita el riesgo de diluciones futuras forzadas (no habrá que emitir más acciones para pagar deudas) y allana el camino, si en algún momento la empresa madura, para eventuales políticas de dividendo sostenibles. Por ahora, esa fortaleza se dedicará a seguir creciendo, pero actúa como un seguro valioso en la ecuación riesgo-retorno de esta inversión.

6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural

Uno de los indicadores más reveladores de la calidad de Intellego es su **rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC)**, que supera ampliamente el coste de dicho capital, se sitúa por encima del 40%. Comparado con un coste de capital promedio que situamos en torno al 10–11%, Intellego está **generando valor económico** a raudales: su retorno es casi 4 veces el coste de fondos. En 2024, el **ROCE** (retorno sobre capital empleado) fue aproximadamente 40% según estimaciones, mientras que en 2023 llegó a un extraordinario 82.7% gracias al fuerte incremento de beneficios ese año. Esto significa que cada corona reinvertida en la empresa produce un múltiplo de valor muy significativo, justificando la estrategia de retención de beneficios.

El **ROE (retorno sobre equity)** también es impresionante: en 2023 fue 45.5% y en 2024 alrededor de 31.2%. La ligera disminución en 2024 obedece a que se amplió el patrimonio (emisiones de acciones y reservas) más rápido de lo que creció el beneficio neto ese año, diluyendo un poco el porcentaje. Aún así, un ROE del 30–45% coloca a Intellego en el **top del sector** de tecnológicas industriales. Muchas compañías rivales apenas logran ROEs de dos dígitos bajos, sobre todo cuando no usan endeudamiento. Aquí Intellego logra esos retornos con casi nada de deuda, lo cual habla de la **eficiencia intrínseca de su modelo de negocio**.

Conviene analizar de dónde proviene esta elevada rentabilidad: ¿se apoya en márgenes altos o en rotación rápida de activos, o en apalancamiento? En el caso de Intellego, la fuente principal es su **margen operativo excepcional**. Dado que su rotación de activos (ventas/activos) aún no es muy alta – la empresa tiene bastante efectivo y activos acumulados tras la adquisición de Daro – la clave está en que de cada 1 SEK vendida, genera 0.40 SEK de EBIT. Esto hace que aunque el capital total invertido (activos) crezca, el numerador (beneficio) crece a la par o más. Por ejemplo, al cierre de 2024 el balance total era ~418 M SEK con capital propio ~298 M; obtener ~68 M de beneficio neto sobre ese equity da 23% de ROE contable, pero al ajustar por el beneficio de un año completo post-crecimiento (2025e, con ~295 M neto) el ROE proforma saltaría por encima del 80%. Esto sugiere que la rentabilidad está más limitada por el **ritmo de reinversión** que por la capacidad de la empresa de sacar partido a nuevos fondos. De hecho, Intellego ha ido incrementando su base de capital para soportar crecimiento (lo que temporalmente baja el ROE), pero luego ese capital se utiliza eficientemente para generar aún más ganancias.

Un aspecto importante es la **sostenibilidad de la rentabilidad con el crecimiento**. Muchas empresas ven su ROIC erosionarse a medida que crecen, porque deben invertir en proyectos de menor retorno o entrar en negocios más competitivos. En Intellego, hasta el momento, el crecimiento ha venido **ampliando** la rentabilidad en lugar de degradarla. Por ejemplo, en 2021 y 2022 Intellego tuvo ROIC negativo o muy bajo por las pérdidas; en 2023, tras absorber Daro, logró un salto de rentabilidad en parte gracias a sinergias (las ventas de Daro

sumaron sin requerir proporcionalmente más capital, aprovechando activos existentes). En 2024 reinvertió bastante – 65 M en capex – y aun así mantuvo ROIC alto (~40%). En 2025, la rentabilidad está escalando de nuevo con el boom de ventas. Esto indica que el negocio tiene **economías de escala** pronunciadas: puede duplicar o triplicar su tamaño sin requerir duplicar el capital invertido, gracias a que su producto es simple y la producción escalable. Además, al entrar capital nuevo (por emisiones o beneficios retenidos), la empresa lo destina a proyectos de altísimo retorno (ej: desarrollar un nuevo indicador para horticultura, que aprovecha la misma tecnología central, o comprar maquinaria para producir internamente lo que antes subcontrataba, mejorando márgenes). Así, hasta ahora cada ronda de inversión ha elevado la “base de capital” pero ha generado retornos aún mayores. **No hay señal de retornos decrecientes** por el momento, lo cual es alentador para pensar que la empresa puede seguir creciendo rentable por más tiempo.

Cabe preguntarse si la rentabilidad extraordinaria de Intellego descansa en un **apalancamiento financiero alto** (lo cual a veces maquilla el ROE). Como vimos, no es el caso: el apalancamiento es muy bajo. De hecho, con deuda neta casi cero, el **ROA (retorno sobre activos)** de Intellego también es sobresaliente, rondando 37% (TTM). Pocas empresas industriales tienen un ROA tan alto; esto refuerza que la ventaja competitiva y la eficiencia operativa son genuinas y no producto de endeudarse para inflar el ROE. En resumen, la rentabilidad se apoya en **márgenes fuertes** derivados de la propiedad intelectual y la posición nicho de la empresa, más que en trucos financieros.

Comparativamente dentro del sector, Intellego destaca notablemente. Si la englobamos en "equipos electrónicos & componentes" o "tecnología médica", la mayoría de sus pares cotizados presentan ROEs del 10-20% y ROICs apenas por encima del WACC. Intellego está en la **cresta del sector** – prácticamente ningún competidor directo tiene esta escala y rentabilidad combinada, y empresas más grandes de tecnología UV tienden a tener menores márgenes por competir en hardware. Es de esperar que, con el tiempo, más competidores entren al nicho atraídos por estos márgenes; pero Intellego cuenta con la ventaja de ser primero en moverse y ya capitalizar su I+D. Su reto será mantener ese **moat** para que sus retornos no se compriman. Mientras las patentes sigan vigentes y la empresa siga innovando, podrá defender precios y por tanto rentabilidades elevadas.

En conclusión, la eficiencia estructural de Intellego es un pilar fundamental de la tesis. Estamos ante un negocio que consistentemente **genera valor con cada corona invertida**, señal inequívoca de ventaja competitiva. Supera holgadamente el umbral de creación de valor ($ROIC > WACC$) y se sitúa entre los mejores de su industria en métricas de rendimiento. Esto da confianza en que la empresa puede autofinanciar crecimiento (porque cada inversión devuelve creces) y que, en ausencia de grandes disrupciones, seguirá aumentando su valor intrínseco a un ritmo acelerado. Para el inversor, invertir en Intellego significa ser socio de un negocio que multiplica el capital internamente de forma muy eficaz – justo lo que buscamos en compañías de alta calidad a buen precio.

7. Crecimiento histórico y su calidad

Ya hemos descrito cuantitativamente el impresionante crecimiento histórico de Intellego (CAGRs de +200% en ingresos los últimos 3 años, de +74% en beneficio neto a 5 años). Ahora bien, es crucial evaluar **la calidad de ese crecimiento**: ¿a qué se debe exactamente? ¿Ha sido orgánico o comprado vía adquisiciones? ¿Ha sido un crecimiento sano, con buena rentabilidad, o “forzado” sacrificando margen? ¿Por volumen o por precio?

El crecimiento de Intellego tiene varios **motores simultáneos**. En primer lugar, claramente **el volumen de ventas ha explotado**, impulsado por la ampliación de la base de clientes y la expansión geográfica. Esto no es un caso de crecimiento ficticio vía inflación de precios; de hecho, los precios unitarios de los dosímetros se han mantenido relativamente estables (y en algunos casos, para grandes contratos, Intellego probablemente ofrece descuentos por volumen). Por tanto, la mayor parte del incremento de ingresos viene de **vender más unidades de producto y de introducir nuevos productos**. Por ejemplo, entre 2022 y 2024 Intellego pasó de servir unas decenas de hospitales en Europa a cientos de hospitales globalmente, además de empezar a vender a fabricantes industriales. Cada nuevo acuerdo (Likang en China, distribución en USA, etc.) trajo un salto en volumen. También, la adquisición de Daro en 2022 aportó un **salto inorgánico**: Daro ya tenía su propia facturación, que se sumó a Intellego. Si aisláramos ese efecto, diríamos que de los ~186 M SEK de ventas en 2023, una parte vino de Daro (tal vez ~50 M) y el resto (unos 130 M) fue la porción orgánica de Intellego, que igualmente creció 2.3x vs 2022 (~57 M). O sea, incluso sin Daro, la división original se multiplicó varias veces, indicando **crecimiento orgánico robusto**.

La **expansión geográfica** ha sido clave en ese crecimiento orgánico. Intellego supo aprovechar el interés creciente fuera de Suecia: en 2022 empezó a vender fuertemente en Norteamérica (posiblemente a través de distribuidores como American Ultraviolet y otras compañías de equipos que incorporaron sus indicadores). La adquisición de Daro facilitó acceso a mercados de habla inglesa y Oceanía, y la empresa complementó esto estableciendo Intellego Inc. en Delaware para el mercado USA. Asimismo, el acuerdo en Asia (exclusiva con Likang) se firmó en 2024 pero ya había ventas a Asia antes – Intellego reportó 15% de ingresos en Asia en 2024, vs solo 1% en 2021. Este salto sugiere que incluso antes del acuerdo formal, Likang u otros distribuidores empezaron a comprar producto. Así, **la entrada temprana en China** empezó a aportar crecimiento hacia 2023–24, que ahora se disparará con el acuerdo estructurado.

Otro factor de crecimiento ha sido la **extensión del catálogo de productos**. Hasta 2021 Intellego ofrecía esencialmente un tipo de dosímetro UV-C (con pequeñas variaciones de umbral) y las pulseras SmartSun de UV-A/UV-B para sol. Desde 2022 en adelante, la empresa ha lanzado **nuevos productos** o variantes: por ejemplo, indicadores UV-C específicos para lámparas LED (diferentes longitudes de onda 260-280 nm), indicadores de dosis personal (para saber si personal estuvo expuesto a UV), e indicadores químicos

integrados en ciertos procesos. En 2023 se prepararon también prototipos para **UV curing** (posiblemente indicadores que cambian de color cuando un adhesivo ha recibido suficiente UV para polimerizar). Estos no generaron ventas significativas aún, pero sientan las bases para crecimiento futuro de calidad porque se dirigen a mercados nuevos (industria manufacturera) que diversifican las fuentes de ingresos. Además, muchos de estos nuevos productos tienen **aplicaciones complementarias**: cada hospital que ya compra los dosímetros para superficies podría en un futuro comprar también indicadores personales para su staff o indicadores para ductos de aire, etc., aumentando el ARPU (ingreso por cliente).

La pregunta de si el crecimiento ha sido **rentable o a costa de márgenes** la hemos, en buena medida, respondido: en general, **ha sido rentable**. Intellego creció manteniendo márgenes brutos altísimos y alcanzando márgenes netos elevados tan pronto como tuvo escala. Hubo un breve periodo (2020–2022) de pérdidas mientras se invertía, pero era necesario para preparar la plataforma. Ya en 2023, con gran crecimiento, la empresa mostró que podía **crecer ganando dinero** (margen EBIT 44%). En 2024 vio una ligera reversión de margen (38%) pero aún muy fuerte y con flujo de caja operativo volviendo a positivo. Y en 2025, la aceleración del crecimiento se acompaña de expansión de márgenes brutal (EBIT margin >55% esperado), indicando un **crecimiento de alta calidad**. Este no es el típico caso de start-up que “compra” crecimiento vendiendo a pérdida o inundando el mercado con descuentos: Intellego, por el contrario, ha subido ventas porque su producto es muy demandado, y ha podido mantener precios e incluso mejorar la rentabilidad por unidad gracias a economías de escala. En otras palabras, el crecimiento ha sido **auto-sostenido**, financiado en parte por capital fresco pero rápidamente convertido en beneficios reales.

Si comparamos este crecimiento con la media de la industria, Intellego se sitúa en la estratosfera. Empresas del sector de dispositivos médicos o suministros hospitalarios suelen crecer a ritmos de un dígito o bajos dos dígitos anuales, salvo casos excepcionales. Intellego ha estado creciendo a triple dígito, incluso considerando solo la parte orgánica. Esto la asemeja más a una **compañía tecnológica disruptiva** que a una tradicional de equipos médicos. La diferencia es que Intellego ya tiene beneficios, algo que muchas “tech disruptors” tardan en lograr. En su nicho específico (indicadores de esterilización), la empresa probablemente ha ganado cuota de mercado muy rápidamente. Pensemos en su principal competidor en desinfección UV, Terragene (fabricante del Chemdye UV indicador): Intellego pasó de no existir en ese mercado a probablemente rivalizarle en volumen global en pocos años, e incluso es posible que lo haya superado en ciertos mercados. Su cuota exacta es difícil de estimar por ser un nicho nuevo, pero dada la falta de muchos jugadores, podríamos suponer que Intellego ahora controla una **porción mayoritaria del mercado mundial de dosímetros UV-C**. Si sumamos la futura demanda comprometida (ej. Likang con \$360M en pedidos esperados), su posición de liderazgo parece encaminada a consolidarse.

Mirando la **calidad del crecimiento** en términos cualitativos, destaca que ha sido **impulsado por innovación y ventaja competitiva**, más que por condiciones macro excepcionales. Es cierto que la pandemia actuó de catalizador, pero no fue solo viento de cola externo: Intellego tenía la solución lista y supo capitalizarla cuando otros no la tenían. Luego, la continuidad del crecimiento en 2023–25 demuestra que no fue flor de un día pandémica, sino que hay **drivers estructurales**: mayor conciencia sobre control de infecciones, nuevas normativas de documentación de desinfección, adopción de UV en sectores industriales, etc. Todo esto apunta a que el crecimiento de Intellego es **sostenible** porque responde a necesidades reales de los clientes que difícilmente retrocederán (los hospitales no van a dejar de verificar desinfecciones, más bien al contrario, se volverá estándar). Por tanto, no es un “growth spurt” de mala calidad que luego se evapora, sino la construcción de una base instalada y de un hábito en el mercado que generará ingresos recurrentes futuros.

Resumiendo, el crecimiento histórico de Intellego ha sido **explosivo y de alta calidad**. Orgánico en gran medida, complementado con una adquisición estratégica que se integró bien. Generado por volumen (nuevos mercados, nuevos clientes) más que por subidas de precio. Y logrado sin comprometer la rentabilidad a largo plazo – de hecho, consolidando una estructura de costes que ahora permite convertir gran parte de ese crecimiento en beneficios. La empresa ha sobrepasado por mucho la media del sector en desempeño y lo ha hecho de forma genuina, lo cual es un testimonio favorable para su futuro: suele decirse que “el mejor indicador de una ventaja competitiva es un historial de alto crecimiento rentable”, y Intellego cumple ambos criterios. El desafío será mantener un ritmo fuerte (quizá ya no 200% anual, pero sí alto) conforme la base se hace más grande, y hacerlo sin diluir su propuesta de valor. Hasta ahora, la evidencia apunta a que tiene los mimbres para lograrlo.

8. Cumplimiento de guidance y credibilidad

La **credibilidad del equipo directivo** de Intellego en cuanto al cumplimiento de sus objetivos es alta, pues han tendido a **sobre-cumplir las metas financieras públicas** que han comunicado. No obstante, la empresa, al ser pequeña, históricamente no daba guías numéricas formales año a año hasta fechas recientes. Su comunicación de objetivos ha sido esporádica y de largo plazo más que previsiones detalladas anuales. Aun así, podemos examinar algunos hitos anunciados versus resultados:

A finales de 2022 o inicios de 2023, Intellego señalaba internamente y a inversores que 2023 sería un año de fuerte crecimiento y buscaban acercarse a ~200 M SEK en ventas (lo que implicaba más que triplicar 2022). El resultado fue 186.5 M, ligeramente por debajo de esa cifra redonda pero en línea con la promesa de “crecimiento explosivo” – es decir, cumplieron cualitativamente con creces, aunque numéricamente se quedaron a un ~7% del umbral 200 M. Dado lo difícil que es proyectar un crecimiento tan alto, esto no merma la credibilidad; al contrario, muestra que la dirección fue ambiciosa pero casi lo logra.

Más importante, en 2024 la empresa **estableció objetivos concretos para 2025**: superar 500 M SEK en ventas y 160 M SEK de EBIT. Esta guía se comunicó públicamente (por ejemplo, en la memoria 2024 y en presentaciones a inversores) y sirvió de ancla para las expectativas. Lo notable es que la compañía no solo se encaminó a lograrlo, sino que **lo alcanzó antes de tiempo**. En palabras del propio CEO, “*nuestro objetivo de EBIT para todo 2025 (160 M) fue logrado ya en abril de 2025*”. Efectivamente, sumando 1T y parte de 2T 2025, superaron esa cifra, lo que llevó a la directiva a anunciar que revisarían al alza los objetivos trianuales. Este cumplimiento anticipado refuerza enormemente la confianza en el management: indica que fueron relativamente conservadores al fijar las metas o que la ejecución fue incluso mejor de lo esperado. En cualquier caso, es preferible a lo contrario (dar guidance agresiva y luego incumplir).

En cuanto a previsiones más tácticas, la empresa ha venido cumpliendo sus promesas de hitos operativos: por ejemplo, anunciaron que cerrarían colaboraciones globales (y así fue con Henkel en 2025), o que lanzarían nuevos productos (lo hicieron en desinfección, y horticultura está en camino). También prometieron a finales de 2023 un crecimiento del *backlog* (cartera de pedidos) y efectivamente los pedidos entrantes aumentaron fuertemente hasta ~300 M SEK a fin de 2024, cimentando el crecimiento 2025.

Para medir la credibilidad, un indicador es cómo de consistentes han sido los anuncios vs los resultados. En este sentido, salvo algún caso menor, Intellego no tiene un historial de “profit warnings” ni de sorpresas negativas notables. Un evento destacable fue que **en 2024 se pagó una multa por fallos de comunicación financiera** (Nasdaq le impuso ~2.2 M SEK de sanción por anunciar tardíamente la adquisición de Daro en 2022 y por alguna inexactitud en comunicados de 2023). Si bien esto no tiene que ver con cifras de negocio, sí afectó la percepción de gobierno corporativo. La empresa reconoció el error y reforzó sus

procedimientos para evitar reincidencias. Tras esto, han sido más diligentes en informar al mercado (por ejemplo, han publicado correcciones rápidas cuando algo necesitaba aclaración). Este episodio podría haber mellado la credibilidad, pero al ser temas técnicos y no engaños deliberados, se ha interpretado más como la curva de aprendizaje de una microcap convirtiéndose en empresa global. Lo importante: no se han detectado indicios de manipulación contable ni promesas vacías sobre el desempeño.

Otra métrica es cómo su desempeño se ha comparado con el **consenso de analistas**. Durante 2023-2024, Intellego frecuentemente **superó las estimaciones** trimestrales de ventas y beneficio. Por ejemplo, en 4T 2024 la compañía tuvo un crecimiento >40% interanual en ventas, algo por encima de lo que algunos análisis esperaban (~30-35%). En 1T 2025 las ventas de 201 M SEK y EBIT de 133 M superaron ampliamente las proyecciones iniciales, causando revisiones al alza en las estimaciones para todo 2025. Esta consistencia en batir o al menos cumplir expectativas crea reputación de “entregar resultados”. De cara al futuro, se observa que el **consenso es optimista**: pronostican crecimiento anual compuesto de ~48% en EPS los próximos 3 años. Que el mercado le asigne múltiplos relativamente bajos pese a estas expectativas sugiere cierta duda, tal vez por el pequeño float o riesgos percibidos. No obstante, hasta ahora la directiva ha dado motivos para confiar: no han decepcionado en ejecuciones clave.

La **evolución de la credibilidad directiva** ha sido ascendente. En los primeros tiempos, Intellego era desconocida y con muchas promesas en papel. Tras varios trimestres de resultados tangibles y el logro adelantado de objetivos, inversores de más calibre se han sumado (fondos, family offices entraron en 2024), lo que sugiere confianza en el management. Incluso tras la abrupta caída de la acción en septiembre 2025 por noticias de personal (que comentaremos en Riesgos), analistas defendieron que la reacción era exagerada porque los fundamentales y la estrategia no cambiaban. Esto indica que la comunidad inversora informada da crédito al equipo gestor y no considera la salida de un par de ejecutivos como señal de mala gestión, sino circunstancias normales de una empresa en crecimiento.

En resumen, **Intellego ha cumplido o superado sistemáticamente sus objetivos clave**, fortaleciendo su credibilidad. La directiva ha sido prudente al comunicar metas alcanzables y luego ha sorprendido positivamente al mercado con resultados por encima. Este historial genera confianza en las proyecciones actuales: si afirman que revisarán al alza las metas a 3-5 años, es muy posible que tengan visibilidad real para hacerlo. Para la tesis de inversión, es crucial poder confiar en las guías y manifestaciones del equipo gestor, ya que mucho del valor futuro depende de que ejecuten planes de expansión ambiciosos. Hasta la fecha, Intellego presenta un **track record favorable en “deliver what you promise”** – aspecto que se deberá vigilar que continúe, porque cualquier desvío significativo sin explicación podría erosionar la premisa de confianza en la gestión.

9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones

La **visibilidad de los resultados futuros** de Intellego es relativamente alta para una empresa de su tamaño, gracias a la fuerte cartera de pedidos y a las guías de crecimiento claras mencionadas. Actualmente, el consenso de los analistas proyecta un **crecimiento de ingresos de +209% en 2025**, seguido de +83% en 2026 y +33% en 2027. Estas cifras se alinean con la expectativa de superar los 800 M SEK en ventas 2025, ~1500 M en 2026 y ~2000 M en 2027. Asimismo, en beneficios netos se anticipa +~300% en 2025 (de 68 M en 2024 a ~295 M en 2025), luego +89% en 2026 (~558 M) y +32% en 2027 (~738 M). Son previsiones sumamente optimistas en términos absolutos, pero dadas las tendencias recientes parecen plausibles. De hecho, al ritmo del 1S 2025, la estimación de ~820 M SEK para el año completo podría quedarse. No obstante, es prudente suponer que el 2S25 podría normalizar un poco tras un S1 excepcional.

Por lo tanto, cabe preguntarse si el consenso es **optimista o conservador**. Dada la costumbre de Intellego de superar objetivos, podría pensarse que incluso estas proyecciones tienen cierto conservadurismo incorporado. Por ejemplo, Montega mantiene un precio objetivo de 300 SEK asumiendo un escenario en que Intellego cumple exactamente esas cifras. Si Intellego lograra cerrar más contratos (p. ej., horticultura o nuevas regiones) por encima de lo ya incluido, habría revisiones al alza. En cambio, el mercado de acciones parece estar **descontando expectativas más bajas**: con la acción a ~140 SEK a cierre de septiembre 2025, y un EPS estimado 2025 de ~10 SEK, el PER implícito ~14x sugiere que muchos inversores desconfían de la durabilidad de este crecimiento. Es decir, hay un *gap* entre la visión de los analistas (muy positiva) y la del mercado en general (más escéptica). Esto puede deberse a la percepción de riesgo alto o poca visibilidad real para el público.

Analicemos los **factores clave que pueden afectar esas previsiones**. Un aspecto crucial es la **concentración de los pronósticos en pocos contratos grandes**. Por ejemplo, el salto de 209% en ventas 2025 asume la plena ejecución de Likang en Asia y contribución inicial de Henkel. Si cualquiera de esos sufre retrasos, las cifras podrían desviarse. La buena noticia es que ya a Q2 2025 Asia empezó a aportar fuertemente (gracias a Likang), y se anticipa un 2S aún mayor pues Likang expande a otros países. Henkel es más difícil de calibrar: la distribución global aún no estaba firmada a mitad de año, aunque ambas empresas estaban en mercado vendiendo (probablemente en fase piloto). Un retraso de unos meses en Henkel no debería impactar dramáticamente 2025, ya que la mayor parte del ~820 M de ventas viene de desinfección sanitaria. De cara a 2026, sí será importante que Henkel esté en pleno funcionamiento para alcanzar el +83% estimado (de 820 a 1500 M). Además, se espera que **Horticultura** y otras iniciativas empiecen a contribuir en 2026–27; si estos nuevos negocios despegan, proporcionarán un colchón extra al crecimiento, pero son también inciertos (podrían tardar más en generar ingresos significativos).

La **estabilidad de las previsiones en el tiempo** ha sido bastante notable. A mediados de 2024, antes de conocer el boom de 2025, probablemente los analistas apuntaban a ~500 M de ventas en 2025 (la guía original de la empresa). Luego con los resultados de Q1 y Q2 2025 se revisaron fuertemente al alza, a los ~820 M actuales. Es decir, las estimaciones han mejorado consistentemente conforme la empresa demostraba sus avances. No ha habido, hasta ahora, revisiones a la baja de calado. Esto contrasta con muchas empresas de alto crecimiento que a veces ven recortes de guidance al enfrentarse a realidades operativas más duras. En Intellego, los riesgos de ejecución existen, pero hasta ahora la compañía ha superado los hitos uno a uno y eso ha llevado a **revisiones positivas**. Por ejemplo, en septiembre 2025, Montega reiteró su visión optimista incluso tras la caída del precio, argumentando que **no había nada fundamental que justificase cambiar las estimaciones**. No obstante, advirtieron que la **concentración geográfica** de ventas (como 88% en Norteamérica en Q2) puede distorsionar la lectura, sugiriendo que quizás los trimestres no serán lineales pero el global anual sí se conseguirá.

Considerando la **probabilidad de revisiones de guías**, diría que hay un sesgo a revisarlas **al alza** más que a la baja, siempre y cuando la ejecución continúe a este ritmo. La directiva misma ya insinuó que actualizarían sus metas 3–5 años antes de final de 2025, presumiblemente incrementándolas dado que las anteriores quedaron pequeñas. Por otro lado, la visibilidad más allá de 2025 empieza a disminuir, ya que dependerá de la penetración real en mercados nuevos. Los analistas estiman 2000 M SEK en 2027, pero esto supone que la empresa consolida su liderazgo global y casi agota el mercado de desinfección. Es posible, pero no garantizado. Un **escenario bajista** podría ser que, tras saturar los principales hospitales, el crecimiento caiga más rápido a partir de 2027. Sin embargo, para los próximos 1–2 años la visibilidad es buena dado el backlog y la escalada de pedidos en curso.

En síntesis, las estimaciones actuales proyectan un futuro brillante para Intellego, con crecimientos aún por encima de 50% anual compuesto a medio plazo. El consenso es optimista fundamentándose en contratos ya firmados y en la continua adopción del producto. El mercado bursátil, en cambio, cotiza la acción con múltiplos modestos, señal de cierta duda o demanda de ver para creer. Esta dicotomía (forecasts elevados vs valoración contenida) precisamente crea la oportunidad de inversión: si Intellego cumple siquiera la mayor parte de esas previsiones, la reevaluación al alza de la acción debería ser marcada. Desde mi análisis, veo las estimaciones como razonables dado lo conseguido en 2025 hasta ahora, aunque conscientes de que los riesgos de ejecución (geográficos, de personal, etc.) podrían introducir volatilidad interanual.

10. Retorno al accionista

Intellego, al encontrarse en una fase de fuerte crecimiento, **no ha priorizado por ahora el retorno de capital al accionista vía dividendos o recompras**. De hecho, hasta la fecha no ha distribuido **ningún dividendo**: tanto en 2023 como en 2024 el payout fue 0%, y los planes de los próximos años según el consenso no contemplan pagos (se proyectan dividendos 0 al menos hasta 2027). Esto es consistente con su estrategia de reinversión: la empresa genera oportunidades de inversión interna con retornos altísimos, por lo que retener las ganancias para financiar crecimiento tiene más sentido que repartirlas. Además, al ser relativamente joven en bolsa, Intellego probablemente quiere acumular una base de capital más grande y liquidez antes de plantear dividendos regulares.

Tampoco se han registrado **recompras de acciones** hasta el momento. El free float es amplio (~69%) y la compañía emitió acciones recientemente, de modo que más bien ha habido dilución (controlada) en lugar de contracción de acciones. En 2022-2023 realizaron varias **ampliaciones de capital** en forma de colocaciones privadas y pagos en especie (como a los dueños de Daro) para fortalecer el balance y financiar adquisiciones. Esto elevó el número de acciones de ~21 millones tras el IPO en 2021 a ~30.7 millones a mediados de 2025. Esa dilución (~46% más acciones en 3-4 años) puede parecer significativa, pero fue utilizada de forma productiva: permitió comprar Daro sin endeudar peligrosamente a la empresa y proporcionar capital de crecimiento. De hecho, a pesar de la dilución, el **beneficio por acción (EPS)** creció mucho más rápido, pasando de negativo a 2.36 SEK en 2023 y 2.49 SEK en 2024, y proyectándose ~10 SEK en 2025. Esto significa que las ampliaciones de capital **crearon valor** (el EPS se multiplicó, señal de que el capital nuevo generó suficiente incremento de beneficio neto). Para los accionistas originales, la dilución fue ampliamente compensada por el aumento en la cotización y en los resultados.

La **política de emisión de acciones** de Intellego ha sido en general responsable: emitieron cuando el precio de la acción estaba al alza, logrando captar fondos a buena valoración. Por ejemplo, la directiva aprovechó la revalorización en 2023 para traer inversores institucionales. Esto minimizó la dilución necesaria para obtener millones de coronas. Además, los insiders (fundador y otros directivos) participaron manteniendo una parte sustancial, lo que indica alineación (no se han diluido vía stock options desmedidos, etc.). En 2024 también se emitieron algunas acciones por ejecución de warrants, pero eran remanentes de la financiación pre-IPO, nada alarmante.

Respecto a **retribución vía acciones a empleados** (stock options, etc.), no hay datos públicos de planes significativos. La compañía al ser pequeña no tendría stock options masivos; sí hubo algún incentivo a directivos. La venta por parte de insiders ha sido limitada: los vendedores de Daro mantenían 7.1% en 2025, y el fundador y CEO Claes Lindahl incluso **aumentó su participación** en trimestres recientes, lo que da confianza de compromiso. No se han registrado ventas notables del CEO ni directivos principales, lo cual es buena señal

(excepto quizás salidas forzadas, pero no vendieron paquetes grandes en mercado abierto que se conozca).

En cuanto al **uso de la caja** generada: Intellego la ha reinvertido casi toda en crecimiento orgánico e inorgánico. Ya mencionamos ~65 M SEK de capex en 2024 para maquinaria. También han destinado caja a avanzar exclusivas (quizá algún pago inicial a Likang) o a I+D de nuevos productos. No han hecho dispendios innecesarios como recompras para inflar la acción o dividendos prematuros. Esto a mi juicio es algo **positivo**: indica que priorizan la creación de valor a largo plazo sobre contentar a corto plazo a accionistas con retornos inmediatos. Desde mi posición de inversor de largo plazo, prefiero que reinviertan en estos proyectos de triple-digit ROI antes que me devuelvan el dinero en dividendo.

La **política de retorno** ha sido, por tanto, coherente con la fase de vida de la empresa: conservar capital para crecer. Vale aclarar que, al no haber dividendos ni recompras, no ha habido dilución negativa por esos lados. Toda dilución fue para financiar expansión, no para pagar a accionistas. El **payout ratio** es 0% y la **retención de beneficios 100%**, típicamente. En el futuro, si las metas de crecimiento se cumplen y la compañía empieza a acumular exceso de caja, podría considerar iniciar dividendos o recompras. Dado el historial, lo harían probablemente con moderación y una vez alcanzado cierto tamaño. Por ahora, los accionistas obtienen su retorno via **apreciación del capital**: la acción subió un +674% en un año (de Sep 2024 a Sep 2025) en valor antes de la reciente corrección, reflejando el fuerte crecimiento del valor intrínseco.

Un punto a vigilar es que, con el precio volátil, Intellego **no utilice acciones en exceso para pagar adquisiciones futuras** a valoraciones quizá elevadas (diluye a actuales). Hasta ahora, la única adquisición grande (Daro) resultó bien. Si en el camino quisieran comprar otra empresa complementaria, preferiría que usaran su caja creciente que nuevas emisiones, salvo que la acción recupere niveles altos (donde emitir sería eficiente).

En resumen, la política de capital de Intellego ha sido **pro-acción de crecimiento**: retención total de beneficios, ampliaciones cuando necesario para financiar proyectos de alto retorno, y nada de retornos vía dividendos o recompra aún. Esta política ha sido consistente con los intereses del accionista a largo plazo, ya que cada corona reinvertida ha multiplicado su valor. Personalmente, apoyo esta estrategia en este momento: como inversor, no espero dividendos inmediatos sino maximizar mi capital invertido en unos años cuando la empresa haya escalado. Evaluaré en el futuro si Intellego ajusta su asignación de capital (por ejemplo, una vez saturado el mercado de desinfección quizás empiecen a devolver efectivo sobrante), pero por ahora la ausencia de distribución está plenamente justificada y es un síntoma de disciplina (no gastan en vanagloria de dividendos cuando hay tanto por hacer con ese dinero). Así pues, aunque **no ha habido “retorno al accionista” tradicional**, sí ha habido creación de valor subyacente que se refleja en la cotización (a largo plazo, si los fundamentales siguen así, el retorno vendrá en forma de apreciación del precio).

11. Valoración y potencial de revalorización

A los precios actuales (~138 SEK por acción al 28/09/2025), Intellego ofrece una **valoración atractiva en relación a su crecimiento y calidad**. Analizando los múltiplos de mercado, vemos que la compañía cotiza a un **PER TTM** alrededor de 18.7x, ligeramente por debajo del promedio del mercado sueco (~23x) y de su sector tecnológico (~21x). Si consideramos el forward PER basado en 2025e, éste baja a ~11-12x debido al fuerte salto en beneficios esperado. Este nivel es notablemente bajo para una empresa que está creciendo sus ganancias a triple dígito y con márgenes tan altos. Es más típico de una compañía madura con crecimiento modesto. La métrica **PEG (Price/Earnings to Growth)** ilustra esto: con un PEG ~0.06, Intellego tendría una de las ratios precio/crecimiento más atractivas del mercado (un PEG <1 suele interpretarse como infravalorado, aquí está muy por debajo de 1).

Comparando con su **histórico**, los múltiplos actuales suponen una ligera expansión respecto a años anteriores, pero siguen sin reflejar totalmente la mejora fundamental. Por ejemplo, el **PER medio de Intellego desde que cotiza** (2021) fue ~13x. Ahora está en ~18x, un poco por encima, pero cabe destacar que hace un año la empresa prácticamente duplicó su cotización en meses, normalizando un PER altísimo transitoriamente. El mercado pasó de valorarla como microcap riesgosa (PER de un dígito cuando nadie la conocía) a reconocer parte de su potencial. Sin embargo, ese reconocimiento se quedó corto al compararlo con sus resultados: la acción subió +468% en 52 semanas, sí, pero el beneficio también subió enormemente. Así, el PER actual no es disparatado; de hecho, tras la corrección, **se ha contraído**. Otro múltiplo, **EV/EBITDA TTM ~12.3x**, comparado con ~7x promedio histórico, sugiere cierta revalorización frente al pasado pero no excesiva, y por debajo del sector (~16x). En **EV/Ventas TTM** sale ~8x, muy por encima de su histórico (4.4x), pero aquí influye que el mercado ya descuenta parte del crecimiento futuro en ventas (razonable dado que los márgenes son altísimos). Aun así, 8x ventas para una empresa con ~80% de margen bruto y >50% de margen EBIT es defendible, incluso barato en comparación con, por decir, software SaaS que con 80% gross margin suele cotizar 10-15x ventas cuando crece fuerte.

Veamos la valoración por **múltiplos vs sector** para tener más contexto:

- En PER, 18.7x vs 21x sector – Intellego *más barata* que la media sectorial, pese a crecer mucho más rápido.
- EV/EBITDA, ~12.3x vs 16x sector – de nuevo, *descuento relativo*.
- P/B, ~8.2x vs 2.7x sector – aquí Intellego sale más cara que la media en valor en libros, lo cual tiene sentido porque tiene pocos activos tangibles (negocio ligero en capital) y altísimo ROE; los inversores pagan más de 8 veces su equity porque ese equity rinde 30-60%, mientras en otras empresas el equity rinde 10% y se paga 2.7x.

- P/Sales, ~8x vs 2.5x sector – también *premium* en ventas, justificado por su margen neto >40% cuando muchas industriales tienen 5-10%. Si ajustáramos P/S por margen neto, Intellego estaría en línea o incluso más barata.

Estos datos indican que Intellego no está sobrevalorada respecto a sus comparables, más bien al contrario. Podría argumentarse que se merece cotizar con **primas** sobre el sector dado su liderazgo de nicho, crecimiento excepcional y rentabilidad altísima. Sin embargo, tras la caída del precio, en varios múltiplos cotiza con descuento. Esto sugiere un **margen de seguridad**: el mercado no está incorporando todos los atributos de calidad en el precio actual.

La valoración por múltiplos históricos sugiere que la acción *podría duplicarse* sin siquiera romper récords: si Intellego volviera a, digamos, un PER de 25-30x (más acorde a una *growth*), con las ganancias proyectadas 2025 de 10 SEK por acción, la acción valdría 250-300 SEK. Y un PER 25x no sería descabellado dada su senda de crecimiento. Asimismo, un EV/EBITDA medianamente superior (18x, en línea sector) sobre el EBITDA 2025e (~499 M) daría EV ~8982 M SEK, que restando caja neta futura ~109 M da market cap ~9091 M, equivalente a 295 SEK por acción (30.7M acciones) – de nuevo cerca de 300 SEK.

Ahora bien, hay que preguntarse: **¿qué expectativas están descontadas en el precio actual?** Un precio de 138 SEK el **mercado parece estar siendo pesimista** en algún aspecto: o bien duda de la sostenibilidad de los márgenes (quizá piensan que un competidor entrará y recortará márgenes) o de la permanencia del crecimiento (tal vez creen que tras saturar hospitales vendrá un bajón). Por tanto, en el precio actual probablemente se descuenta algún escenario medianamente negativo: por ejemplo, que después de 2025 Intellego solo crezca al 10-15% y que sus márgenes se normalicen a <40%. Esto contrasta con la tesis central que manejamos (crecimiento >30% y márgenes ~50%). Ahí reside la oportunidad: **si el mercado está siendo demasiado pesimista** y la realidad resulta más cerca de las altas expectativas, la acción debería ajustar fuertemente al alza.

¿Hay margen de seguridad real? En mi opinión, sí lo hay, porque incluso bajo supuestos moderados Intellego parece infravalorada. Supongamos un escenario “decepcionante” donde la empresa alcanza ventas 2025 de 700 M (no 820) y EBIT 300 M (no 469), aún así a 138 SEK la capitalización (~4.2 mMd SEK) representaría ~14x EBIT y ~1.4x ventas – ¡para una compañía con 50% de margen EBIT! Difícil ver cómo se justificaría a mediano plazo un múltiplo tan bajo salvo que el negocio entre en declive, lo cual no se atisba. Desde luego, los riesgos existen, pero no parecen suficientes para sostener esta infravaloración si las cosas siguen por el cauce actual.

Mirando la **asimetría de la tesis**: ¿qué **upside** y **downside** vemos? En upside, con una perspectiva a 2-3 años, es concebible que la acción vuelva a sus máximos previos (~220 SEK) e incluso los supere. Si Intellego entrega 2025e y 2026e como se espera, podría merecer múltiplos más expansivos, lo que sumado al crecimiento de EPS podría empujar la cotización

hacia 300 SEK o más. Eso implicaría más del +100% de retorno desde 138. En un escenario muy alcista, podríamos hablar de triplicar si la empresa se consolida como líder indiscutible global con 2000 M SEK ventas en 2027 y es valorada como mid-cap de calidad. Por el contrario, el **downside** razonable parece limitado por fundamentales: la acción ya cayó 50% desde máximos, reflejando en parte algún miedo. Si algo saliera mal y el crecimiento se ralentizara abruptamente, ¿cuánto podría caer? Quizá a niveles pre-rally, digamos ~80-90 SEK, donde cotizaría a PER ~10-12 de 2024. Difícil imaginarla sostenidamente mucho más abajo salvo catástrofe, porque a ese precio se volvería un caramelo de adquisición para un jugador grande. En resumen, estimo un upside potencial con gran holgura en 2-3 años si la tesis se materializa, frente a un downside del orden -20% a -30% en caso de contratiempos fuertes a corto plazo. Esa relación riesgo/beneficio me parece favorable.

Con base en todo lo anterior, considero la valoración actual **barata en términos relativos e absolutos**, teniendo en cuenta la singular combinación de crecimiento y rentabilidad de Intellego. Existe un claro **descuento respecto a su calidad** – posiblemente debido a su corto historial en bolsa, su tamaño pequeño y recientes temores – que ofrece un amplio margen de seguridad. La inversión apuesta a que este descuento se corregirá a medida que la empresa siga ejecutando, proporcionando potencial de **revalorización significativo** para el accionista paciente.

12. Comparativa con el sector y competidores

Intellego opera en un nicho bastante específico dentro del amplio sector de dispositivos para control de infecciones e indicadores de procesos industriales. A nivel global, **no hay muchas compañías cotizadas directamente comparables**, lo que hace la comparación un ejercicio más narrativo que numérico. Aun así, podemos identificar **tres tipos de competidores** o referentes:

1. **Grandes empresas de esterilización e higiene hospitalaria:** Por ejemplo, compañías como STERIS o Getinge (cotizadas) y otras privadas (Belimed, Cantel, etc.) que fabrican autoclaves, indicadores biológicos, químicos, etc., para garantizar esterilización. Estas firmas son gigantes en equipos tradicionales de esterilización, pero en la sub-área de **indicadores UV** no están enfocadas. Podrían entrar si ven suficiente mercado, pero hoy Intellego les lleva ventaja. Comparativamente, sus modelos de negocio son distintos: venden principalmente equipamiento costoso, con márgenes típicos del 20-30% operativo y crecimientos bajos (porque es un mercado maduro). Intellego, en cambio, se focaliza en un **consumible innovador** que complementa los procesos, con márgenes y crecimientos mucho mayores. Podríamos decir que, frente a esos gigantes, Intellego es un **proveedor de nicho altamente rentable**, más similar a una empresa de software en su estructura de márgenes, mientras aquellas son industriales clásicas.
2. **Competidores directos en indicadores UV foto-cromáticos:** Aquí encontramos muy pocos nombres, lo cual es favorable para Intellego. **Terragene** (empresa con base en Argentina, privada, que comercializa la línea Chemdye UV-C) como el competidor más cercano. Terragene es un fabricante de indicadores de esterilización (biológicos, químicos) con experiencia en infección preventiva, y su línea Chemdye UV-C es una etiqueta adhesiva similar destinada a indicar dosis UV. Terragene tiene 200-400 empleados y una gama amplia, pero su foco principal no es solo UV sino todo tipo de indicadores. Posiblemente su penetración en UV-C es inferior a la de Intellego, dado que Intellego se especializó y patentó su tecnología. Terragene es más grande en facturación global pero ese tamaño se diluye en muchas líneas, no solo UV. Es significativo que Terragene no esté cotizada; su acceso a capital es distinto, e Intellego aprovechó el mercado de valores para crecer más rápido. Otro competidor es **Quanta X (Quantadose)**, una empresa pequeña en EE.UU. con <25 empleados que vende tarjetas UV de prueba en Amazon y a industrias. Quantadose se orienta también a “gadget” de seguridad UV y pequeños kits, pero parece más orientado a consumidores y pequeños laboratorios que a grandes hospitales. Sus ingresos son muy bajos (<5 M USD). En conjunto, podríamos decir que en el nicho de **dosímetros UV colorimétricos** el mercado está **altamente concentrado**: Intellego es probablemente el líder global en ventas ya (especialmente tras sus acuerdos), seguido

de Terragene (que lo ofrece como producto accesorio) y competidores muy pequeños casi artesanales. Esto confiere a Intellego una **posición cuasi-monopólica** en un nicho emergente. Ninguno de estos competidores pequeños tiene la escala, la red comercial ni las alianzas que Intellego logró. Además, Intellego sigue extendiendo su ventaja vía patentes hasta 2042. Por tanto, comparada con sus directos, Intellego está en cabeza en tecnología (patentes, calidad científica reconocida), en penetración de mercado y en capacidad de producción.

- 3. Empresas de equipos UV y tecnología UV industrial:** Aquí entrarían fabricantes de lámparas UV (p.ej. Philips UV, Signify), de robots de desinfección UV (Xenex, UVD Robots), o de soluciones de curado UV (Dymax, etc.). Estas compañías no compiten *directamente* con Intellego, más bien son sus complementos o incluso clientes. Por ejemplo, un proveedor de lámparas UV de desinfección puede comprar los indicadores de Intellego para ofrecer un paquete completo a su cliente final. Sin embargo, uno debe considerar que alguna de estas empresas podría intentar **desarrollar su propio indicador** para no depender de un tercero. Por ejemplo, un fabricante grande como Signify (Philips Lighting) con unidad de negocio UV podría licenciar una tecnología similar o crear un sensor electrónico. Hasta ahora, no hay indicios públicos de que esto haya ocurrido; de hecho, muchas de estas compañías parecen preferir asociarse con Intellego (como Likang en China, que fabrica cabinas UV pero eligió los indicadores Intellego en lugar de crear uno propio). Esto se debe a la barrera tecnológica y de know-how: Intellego dedicó años a perfeccionar su tinta foto-cromática, no es trivial replicarlo sin violar patentes o con la misma fiabilidad.

Desde el punto de vista de **márgenes** y rentabilidad, Intellego está muy por encima de cualquiera de los competidores enumerados. Por ejemplo, Terragene siendo privada no sabemos sus márgenes, pero dudosamente alcance 40% neto. Empresas industriales grandes andan en 10-20% neto. Esto indica que Intellego, en su submundo, es una especie de **"joya" con economía singular**. El riesgo es que esta situación tan ventajosa atraiga a competidores con músculo (por ej., 3M, que fabrica indicadores químicos para autoclave, podría decidir entrar en UV si ve crecimiento). Sin embargo, no es inmediato ni sencillo: 3M tendría que desarrollar la química (podría tardar años y tropezar con patentes) o comprar a un existente. Si considerara comprar, Intellego sería el objetivo natural dada su cuota. Eso de hecho es otro aspecto: **podría haber consolidación en el sector** vía adquisición de Intellego por un jugador mayor. Para nosotros como accionistas eso podría cristalizar valor anticipadamente. No baso la tesis en esa especulación, pero es un respaldo de que hay un suelo de valor: un competidor grande reconocería el valor de Intellego si el mercado no lo hace.

¿Intellego está entre los líderes del sector? En **su sector nicho, sí, es el líder** o uno de ellos. En el sector de control de infecciones en general (que es más amplio), es un actor emergente pero no líder aún en cuota. No obstante, en la nueva categoría de verificación UV, Intellego

está definiendo el estándar de facto. Sus alianzas con Henkel y Likang, empresas de primera línea en sus ámbitos, legitiman su tecnología globalmente. Diría que Intellego ha conseguido una **ventaja competitiva clara** frente a empresas similares: es el **referente en indicadores UV**. Muchas veces se dice que la primera empresa en implantar su producto en los protocolos hospitalarios adquiere un fuerte moat, porque los hospitales son conservadores y una vez que adoptan una marca la siguen usando. Intellego tiene esa primera-mover advantage en decenas de grandes hospitales y cadenas sanitarias. Los competidores que vengan tendrán que demostrar mucha fiabilidad para reemplazarlo.

En cuanto a **riesgos competitivos**: el principal sería que un competidor ofrezca una alternativa más avanzada o más barata que mine la posición de Intellego. Podría ser por ejemplo un sensor digital reutilizable que mida dosis UV con más precisión. ¿Es esto factible? Existen sensores UV electrónicos, pero suelen requerir calibración, energía, y cuestan mucho más. Para equipamiento integrado, algunos robots UV ya tienen sensores embebidos para auto-dosificarse, pero no solucionan la necesidad de auditoría externa. Intellego complementa eso con una prueba independiente tangible. Otra amenaza es **nuevas tecnologías de desinfección**: si en unos años se impone otra técnica (ej. luz ultravioleta lejana, o desinfectantes químicos mejorados, etc.), la relevancia del indicador UV podría disminuir. Sin embargo, Intellego podría adaptar su tinta a otras longitudes de onda (ya lo mencionan para UVA, UVB e incluso radiación ionizante). O sea, su plataforma es versátil. Y para curado adhesivo, si la industria adoptara otras metodologías, Intellego tendría que diversificarse. Por ahora, UV parece tener un futuro asegurado en varias industrias dada su eficiencia y menos impacto ambiental que químicos.

¿Hay consolidación en el sector? Por ahora, más bien alianzas. Intellego ya consolidó a Daro. Si tuviera que expandir, quizás mire comprar algún competidor pequeño (p.ej. Quantadose) para eliminarlo o adquirir su base de clientes. También podría integrar verticalmente: comprar un fabricante de lámparas UV para ofrecer soluciones completas. No obstante, la estrategia actual es alianzas no adquisiciones en esas áreas, lo cual es capital-light. En cambio, otras empresas podrían querer consolidarla a ella. Dado su momentum, es más probable que Intellego sea compradora (de tech complementaria) que vendedora, al menos en este horizonte de 1-3 años.

En resumen, en **comparativa sectorial**, Intellego sobresale en **rentabilidad (márgenes, ROIC)** y **crecimiento** frente a casi cualquier competidor del rubro equipos/insumos médicos. Su endeudamiento es menor que la media (muchos peers tienen deuda para financiar equipos pesados, Intellego no). En **valoración**, debería merecer prima pero actualmente cotiza con descuento en varias métricas. Mantiene una **posición estratégica fuerte**: es líder de un nicho en expansión, con barreras de entrada y ya integrado en la cadena de valor de players grandes. Los riesgos competitivos existen (posible reacción de un gigante, cambio tecnológico), pero en el corto-medio plazo la empresa goza de una ventana de tiempo para consolidar su dominio. Su competencia directa es escasa y de menor envergadura, lo cual mitiga el riesgo

inmediato de erosión de cuota. Por ello, Intellego se encuentra **bien posicionada frente a pares**, actuando como innovador disruptivo en un mercado de tradicionales, con todo lo bueno (altos crecimientos, márgenes) y desafíos (necesidad de evangelizar mercado, riesgo de imitadores) que eso conlleva.

13. Asignación de capital y decisiones estratégicas

La directiva de Intellego ha demostrado, en general, una **disciplina notable en la asignación de capital**, alineada con la estrategia de crecimiento a largo plazo. Cada gran decisión de uso de fondos – sea inversión orgánica o inorgánica – parece haber estado justificada por una visión de potenciar la posición competitiva y crear valor, más que por metas cortoplacistas.

La principal decisión de asignación de capital fue la **adquisición de Daro Group en 2022**. Esta operación supuso destinar alrededor de 120 M SEK en combinación de efectivo y acciones para adquirir una empresa que, si bien añadía ingresos, también añadía costes y complejidad. ¿Ha creado valor dicha adquisición? La evidencia sugiere que sí. Daro aportó: (i) un equipo con expertise en **tratamiento UV de agua y distribución en UK/USA**, (ii) una cartera de productos complementarios (equipos UV, cámaras, etc.) que Intellego no tenía, y (iii) una base de clientes establecida en sectores que Intellego quería penetrar. Tras la compra, Intellego pudo ofrecer “bundles” de equipo+consumible y entrar a hospitales de Estados Unidos y Commonwealth con mayor facilidad. El resultado financiero se nota: las ventas en Norteamérica pasaron de anecdóticas a 54 M SEK en 2024, y solo en Q2 2025 Norteamérica generó 191 M SEK, evidencia de que la red de Daro se aprovechó para impulsar enormes pedidos. Sin Daro, penetrar ese mercado habría sido mucho más lento o costoso. Además, al comprar Daro, Intellego **eliminó a un potencial competidor**: Daro tenía su línea de UV (por ejemplo en tratamiento de agua con UV, donde se usan dosímetros para validar dosis germicida). Ahora, esa solución integra Intellego, asegurando que no se desarrollaría un dosímetro independiente allí. En términos de impacto en márgenes, Daro vendía equipos hardware con menor margen que los consumibles de Intellego, lo que pudo diluir un poco el margen bruto consolidado. Pero gracias al volumen que generó, la rentabilidad global igualmente mejoró. La integración operacional parece haber sido buena: salvo la salida del CEO de Daro en 2025 (quizá tras cumplir su periodo post-venta y monetizar sus acciones), no hubo noticias de choques culturales. Intellego mantuvo Daro como unidad enfocada en agua (contrataron un experto de UV water para liderarla tras la salida), preservando su valor. Por tanto, calificaría la adquisición de Daro como un **uso de capital exitoso**, coherente con la estrategia de volverse un “grupo global UV” y generadora de sinergias tangibles (acceso a mercados, cross-selling de indicadores con equipos, etc.).

Otra decisión estratégica de capital fue **no pagar dividendos** y reinvertir el 100% de los flujos en crecimiento. Esto ya lo discutimos: en lugar de recompensar al accionista a corto plazo, Intellego optó por robustecer la empresa, invirtiendo en CAPEX y en ampliaciones de personal I+D. Por ejemplo, en 2024 destinó ~65 M SEK de su caja operativa a comprar maquinaria y equipamiento para escalar producción en desinfección. A primera vista, este es un gasto grande que reduce el FCF libre; sin embargo, se puede argumentar que fue muy acertado, pues preparar la infraestructura a tiempo les permitió cumplir con los grandes pedidos de 2025 sin contratiempos. Si hubieran sido tímidos en invertir, podrían haber enfrentado cuellos de botella este año. Además, al financiar esas inversiones **con cash flow**

propio y algo de equity, mantuvieron la flexibilidad financiera. Esta asignación de capital refleja una actitud **agresiva pero prudente**: agresiva en apostar fuerte por el crecimiento (gastando dinero en activos productivos sin miedo), y prudente en no sobreapalancarse para ello.

En términos de **M&A** más allá de Daro, Intellego no ha hecho otras adquisiciones materializadas, pero sí ha buscado colaboraciones estratégicas en lugar de compras cuando es ventajoso. Un caso es la relación con **Likang/YUVIO**: en vez de adquirir una empresa china (lo cual sería complicado cultural y legalmente), Intellego firmó una exclusiva de distribución, que es básicamente “alquilar” la capacidad de Likang en China a cambio de volúmenes garantizados. Esto es una forma inteligente de expandirse sin gastar capital en compra. Igualmente, con **Henkel** optaron por una colaboración para codesarrollar mercado en adhesivos, en lugar de tratar de adquirir una división de Henkel (imposible para su escala). Estas decisiones denotan que la directiva entiende cuándo **cooperar vs. adquirir**. Las adquisiciones pueden traer integraciones difíciles; a veces es mejor una alianza que lograr lo mismo (ventas) con menos riesgo.

Analizando la **consistencia de las adquisiciones con la estrategia**: Daro encaja perfectamente con su discurso de convertirse en “grupo global UV” y moverse en verticales adyacentes (agua, superficies, etc.); no fue un capricho fuera de foco. No han hecho adquisiciones fuera del core (por ejemplo, no compraron una empresa de dermatología solar solo por sus pulseras UV de consumo; más bien se centraron en profesional). Esto muestra enfoque estratégico. Las inversiones orgánicas también han seguido la estrategia comunicada: centrarse en I+D de nuevos productos UV (lo han hecho con horticultura, etc.), invertir en capacidades productivas para ser autónomos (lo hicieron con maquinaria en 2024), y reforzar la red comercial global (contrataron personal en mercados clave, abrieron subsidiarias en USA y China). Hasta los errores (como la tardía notificación de la compra de Daro que llevó a multa) sugieren que la directiva estuvo más concentrada en ejecutar la estrategia que en papeleo – no es excusa, pero indica su prioridad en crecer.

¿Ha habido **errores en asignación de capital**? Ninguno grave visible. Quizá podría cuestionarse si necesitaban invertir tanto en maquinaria en 2024 en lugar de subcontratar producción, pero dado el margen, internalizar algo de producción aumenta confidencialidad y garantiza calidad. Otro punto: Intellego recompensó al CEO y fundadores de Daro con acciones significativas (7.1% del capital). Eso pudo causar potencial confusión de alineación (si los vendedores de Daro no se integraban al 100%, podían ser solo inversores pasivos con gran paquete). De hecho, uno de los vendedores, Mervyn Douglas, dejó su rol en 2025. Aunque aún retengan acciones, hay que ver si las mantendrán o las venderán. Una venta grande podría presionar la acción. Pero desde el punto de vista de la asignación de capital, pagar con acciones fue ventajoso porque evitó deuda. El riesgo es siempre la dilución, pero como argumentamos, valió la pena. Otro posible error sería en comunicación: gastaron

capital reputacional al comunicar mal ciertas cosas (lo de Nasdaq). Eso costó 2.2 M SEK de multa y un pequeño golpe de confianza. Atribuible a inexperiencia más que a mala intención.

Mirando la **balanza entre inversión y retorno al accionista**: Claramente, la empresa ha privilegiado la reinversión. Esto es apropiado dada su alto ROIC y oportunidades. No han hecho recompra para apuntalar precio, lo cual está bien (prefieren usar capital en la operación). No han malgastado dinero en cosas extravagantes como oficinas lujosas o adquisiciones de negocios no sinérgicos. Su gasto en administración es bastante contenido: con <70 empleados, incluyendo gerencia, no se aprecian indicios de inflar estructura.

Por último, la **asignación de capital muestra un horizonte de largo plazo**: los dirigentes actuaron pensando en qué posicionaría a Intellego como líder global en años venideros, no en maquillar trimestres. Ejemplo: tras la caída de la acción, no hicieron ninguna maniobra desesperada (no anunciaron recompras ni dividendos para calmar, mantuvieron foco). Eso me gusta, porque muestra que no se distraen con volatilidad bursátil y siguen la hoja de ruta.

En conclusión, en materia de asignación de capital, Intellego obtiene buena nota. Ha usado sabiamente la combinación de **emisiones de equity, reinversión de beneficios y un poco de deuda a corto** para expandir su negocio donde importa. Sus decisiones (adquisiciones, inversiones orgánicas) se alinean con su estrategia de ser líder integral en tecnología UV, y hasta ahora han **creado valor tangible** (ventas y beneficios mayores, nuevos mercados abiertos). No se perciben derroches ni incoherencias mayores; al contrario, hay evidencia de un **management diligente y enfocado** en construir valor a largo plazo más que en lograr metas fugaces. Para un inversor como yo, eso brinda confianza en que el capital futuro de la empresa se seguirá empleando de forma provechosa, lo cual es crucial para la tesis (porque mucho del valor depende de que sigan invirtiendo con altas rentabilidades).

14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado

La cotización de Intellego al momento actual (finales de septiembre 2025) refleja una **corrección significativa** respecto a sus máximos del año. Tras un periodo de extraordinaria apreciación – la acción subió de alrededor de 22 SEK hace un año a un pico en la zona de 210-220 SEK – en las últimas semanas se produjo un **drawdown de ~50%** desde ese máximo hasta ~110 SEK. Este retroceso ha llamado la atención porque ocurre a contramano de los resultados financieros, que siguieron sorprendiendo al alza. Entonces, ¿qué explica esta caída? Podemos identificar algunos factores:

Razones específicas internas: El detonante principal parece haber sido una noticia corporativa negativa a principios de septiembre 2025: dos ejecutivos de Intellego dejaron la empresa (el Director de Desarrollo de Negocio en Norteamérica y el CEO de la filial Daro). Esta información fue publicada en un artículo del diario financiero sueco Dagens Industri, el cual enfatizó que una porción muy alta de las ventas de Q2 provenían de Norteamérica y sugirió preocupaciones por esas salidas y la concentración geográfica. La reacción del mercado fue abrupta: **la acción llegó a caer un 30% intradía** tras ese artículo. Aunque luego se recuperó parcialmente, quedó un sentimiento de cautela. Los inversores temieron que la salida de esos directivos clave pudiera indicar problemas – por ejemplo, que la integración de Daro tuviese tensiones, o que la fuerte venta en EEUU dependiera excesivamente de una persona (que se va). Esta incertidumbre penalizó el valor a corto plazo.

Factores de mercado y técnicos: Además de ese evento, hay consideraciones más generales. La acción de Intellego había tenido un rally explosivo en meses anteriores (recordemos +400% en un año). En tales casos, es común que se produzcan **tomas de ganancias** y alta volatilidad. Algunos accionistas que entraron temprano probablemente decidieron materializar beneficios, más al ver una señal potencialmente negativa en las noticias de prensa. Asimismo, al ser una empresa pequeña (microcap), su liquidez no es altísima, de modo que ventas relativamente moderadas pueden causar grandes oscilaciones de precio. Es decir, la caída pudo verse amplificada por el bajo float disponible y por órdenes de venta stop-loss que se activaron en cascada.

También hay un elemento de **contexto sectorial**: a mediados y finales de 2025, el mercado de acciones de crecimiento ha estado algo más volátil en general, influido por expectativas de tasas de interés y rotación hacia valor. Si bien el contexto macro no es catastrófico, se ha notado cierta rotación fuera de small caps hacia activos más seguros. Intellego, tras multiplicarse, pudo entrar en el radar de traders de corto plazo cuyo apetito varía con el humor del mercado. Un leve cambio en la narrativa puede hacerlos salir rápidamente.

Ahora bien, ¿la caída se justifica fundamentalmente? En mi análisis, **no del todo; parece haber una disociación entre fundamentales y cotización**. Mientras el precio bajaba ~50% en el último mes, la empresa anunciaba hitos positivos: por ejemplo, en su reporte de Q2 2025 mostró crecimiento de +297% en ventas yoy y márgenes récord. Además, comunicó

que ya había superado su meta anual de EBIT a mitad de año. No hubo profit warning ni pérdida de contratos, al contrario, se mencionaron desarrollos prometedores (Likang expandiendo a más países, Henkel cerca de firmar distribución global). Por tanto, los fundamentales siguieron mejorando mientras la acción caía – una clara divergencia. Esto sugiere que el drawdown fue más bien producto de **factores transitorios de confianza/sentimiento** que de un deterioro intrínseco.

Veamos concretamente: el artículo de prensa insinuó riesgo por concentración en Norteamérica, pero la propia empresa y analistas aclararon que ese 88% en Q2 fue circunstancial y no significa dependencia total. Históricamente, las ventas por región fluctúan según dónde se contabilizan los pedidos grandes, no reflejan demanda subyacente real. Asimismo, la salida de personal, si bien nunca ideal, se interpretó como normal rotación en una empresa creciendo rápido, y se tomaron medidas (sustituir a Mervyn con otro experto en UV). Montega, por ejemplo, calificó la reacción del mercado de “excesiva” y reafirmó su recomendación de compra tras la caída. Todo esto indica que el fundamental de la tesis (crecimiento robusto, ventajas competitivas) no se alteró.

El contexto de mercado amplio tiene sus riesgos: la macroeconomía global en 2025 tiene inflación moderada pero persisten tasas de interés altas, lo que penaliza en teoría la valoración de crecimiento. No obstante, la Fed dio señales de estar cerca de final de ciclo de subidas, lo que en general apoya a las growth. En Europa, la situación es similar. Así que macro no es un gran obstáculo adelante salvo sorpresas. El principal “contexto de mercado” a vigilar es la **percepción hacia small caps suecas**: tras algunos escándalos en el Nasdaq First North, los inversores a veces castigan colectivamente. Intellego misma fue multada, lo que pudo generar cierta cautela general hacia las microcaps. Con el tiempo, superado ese episodio, si Intellego sube al mercado principal o gana cobertura de analistas mainstream, su trading podría estabilizarse.

Hablando con franqueza: **¿la acción muestra señales de suelo, recuperación o más debilidad?** Tras la corrección rápida, parece haber entrado en fase de consolidación lateral, lo cual es típico tras un sell-off por pánico: los inversores racionales evalúan y compran en el nuevo rango, frenando la caída. No hay evidencias de nuevos problemas, así que es posible que el suelo ya se haya visto (en ~110 SEK intradía). Para revertir claramente, probablemente se necesitará un catalizador positivo – por ejemplo, la firma oficial del acuerdo con Henkel (que validaría la narrativa industrial), o la presentación de resultados de Q3 confirmando que el crecimiento sigue su curso a pesar de los cambios de personal. Hasta entonces, la acción podría moverse en rangos. Pero dado lo barato que luce en este nivel, la **presión vendedora debería ir disminuyendo**. Muchos de los que querían salir por susto ya habrán salido en la caída. Quedan sobre la mesa grandes inversores y nuevos entrantes atraídos por la tesis fundamental.

En definitiva, el drawdown actual ofrece, desde mi perspectiva, **más relevancia como oportunidad que como alerta de algo estructuralmente mal**. Esto nos brinda la chance de entrar a una valoración inferior cuando los fundamentales siguen intactos o mejorando. Es un caso prototípico de desconexión temporal entre cotización y valor real, que es justamente lo que como inversor busco explotar. Claro, vigilaremos que esa desconexión no se deba a información que el mercado capta y nosotros no (si hubiera problemas ocultos, la caída podría persistir). Pero tras investigación, no se vislumbran tales problemas de fondo – más bien el mercado sobrereaccionó a una pieza de noticia y ahora corrige.

El contexto de mercado general es volátil, sí, pero Intellego se ha comportado más según sus propias noticias que según el índice. Por tanto, esperamos que con la aclaración de las dudas (lo cual vendrá de la mano de comunicación transparente de la empresa y buenos resultados constantes), la cotización retome una senda acorde a sus fundamentales, probablemente recuperando terreno perdido. Mientras tanto, la acción en estos niveles representa a mi juicio un **punto de entrada atractivo**, con una ecuación riesgo/beneficio mejorada gracias a este drawdown.

15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo

Como en toda inversión, es crucial identificar y evaluar los **riesgos clave** que podrían afectar a Intellego, así como analizar cómo la empresa ha manejado riesgos en el pasado. En el caso de Intellego, destacaría los siguientes riesgos principales:

Riesgo de ejecución operativa: Intellego enfrenta el desafío de **escalar rápidamente sus operaciones** sin tropezar. Esto abarca producir y entregar a tiempo volúmenes crecientes de dosímetros, mantener la calidad del producto con lotes cada vez mayores, gestionar su cadena de suministro y logística global, etc. Un desliz en la ejecución – por ejemplo, incapacidad para surtir un pedido grande en plazo o problemas de calidad en algún lote – podría dañar su reputación en un mercado que valora la confiabilidad. Hasta ahora, la empresa parece haber sorteado bien este riesgo: no hay reportes de fallos logísticos graves. Incluso con el rápido crecimiento, no trascendieron historias de clientes insatisfechos por falta de stock. Que yo sepa, Intellego **no ha enfrentado recalls ni defectos significativos** en sus indicadores; su tecnología es simple y robusta, lo que reduce riesgo técnico, pero igualmente exige control de calidad riguroso. Históricamente el mayor apuro pudo ser 2021-2022 cuando de pronto la demanda subió y tuvieron que aumentar producción; la respuesta de Intellego fue invertir en más capacidad (tintas, máquinas impresoras, etc.), mitigando el riesgo a tiempo.

Riesgo de dependencia de personal clave: Como vimos, Intellego es todavía pequeña en plantilla. Algunas funciones críticas descansan en pocos individuos – por ejemplo, el desarrollo de negocio en ciertas regiones, o la dirección técnica de I+D. La salida de dos directivos en agosto 2025 resaltó este riesgo. ¿Cómo ha reaccionado la empresa? Consideraron la salida como manejable y han puesto reemplazos competentes, al menos para Daro. Intellego ha ido reforzando su equipo directivo en 2024 (nombraron nuevo consejo, etc.), intentando institucionalizar más la gestión. El fundador-CEO sigue siendo clave; su eventual reemplazo sería un riesgo, pero no hay indicios de eso. En general, la empresa ha gestionado razonablemente la retención de talento hasta ahora (los fundadores siguen, y tras la venta de Daro retuvieron a los dueños por un par de años). Pero es un tema a vigilar: **¿tienen suficiente profundidad de banquillo?** Están en ello, pero aun construyéndolo.

Riesgo de concentración (de clientes, mercados): Aunque Intellego tiene muchos clientes pequeños, una parte sustancial de sus ventas recientes vino de grandes acuerdos: Likang, un puñado de distribuidores en USA, Henkel próximamente. Existe riesgo de que alguno de estos socios clave falle o cese la relación. Por ejemplo, Likang tiene la exclusiva en China; si por alguna razón (regulatoria o comercial) esa alianza se rompe, Intellego perdería la vía principal a un mercado gigante. Lo mismo con Henkel en adhesivos: gran parte del plan en ese segmento reposa en esa colaboración. Para mitigar, Intellego suele firmar contratos con volumen mínimo comprometido (ejemplo: Likang con USD 360 M), de modo que el socio tiene skin in the game para cumplir. Además diversifica: ya tienen colaboraciones con otras empresas (HAI Solutions en NZ, etc.). No obstante, es un riesgo real: la dependencia de esos

acuerdos es un “riesgo invisible” en cierto modo. Históricamente, la empresa gestionó bien la concentración de clientes: no se han reportado pérdidas de contratos importantes. El **peor caso** hasta ahora fue la confusión de un pedido en 2023 (tuvieron que corregir nombre de un cliente en un comunicado), algo menor.

Riesgo regulatorio y de estándares: Intellego opera en sectores regulados (sanitario, dispositivos médicos). Aunque sus indicadores no requieren aprobación tipo FDA (son dispositivos clase I de bajo riesgo, generalmente), la adopción a veces depende de que entes regulatorios o asociaciones los recomienden. Un riesgo es que alguna normativa cambie desfavorablemente. Por ejemplo, si un regulador dictaminara que la verificación UV debe hacerse con otro método, los indicadores podrían verse desplazados. Por ahora, la tendencia es opuesta: las regulaciones están empezando a **exigir más documentación de la desinfección**, lo que apoya el uso de Intellego. Aun así, deben mantenerse atentos a cualquier cambio. La empresa ha encarado bien los aspectos regulatorios hasta ahora, trabajando con sus partners para cumplir requisitos. Recibió un golpe con la multa de Nasdaq (distinto ámbito, pero también regulatorio): aprendieron y reforzaron compliance, mostrando capacidad de corregir.

Riesgo tecnológico/disrupción: Aquí el riesgo es que surja un avance que haga obsoleto el producto de Intellego. Podría ser un indicador UV digital, o una tecnología de desinfección sin necesidad de verificación. Intellego mitiga esto extendiendo su I+D: por ejemplo, patentó un **sistema de escaneo con smartphone** para cuantificar sus indicadores, llevando su solución hacia lo digital en lugar de ignorarlo. Así, si el mercado pide más cuantificación y registros electrónicos, Intellego ya tiene la base para ofrecer una app que lee los indicadores y genera reportes digitales, combinando lo mejor de ambos mundos. Esto reduce el riesgo de quedar por detrás tecnológicamente. No obstante, es un riesgo latente: si un competidor inventase, digamos, un film que cambia color reversible y se puede reutilizar, eso afectaría a Intellego (que vende consumible de un solo uso). Por ahora no se ve nada parecido comercialmente viable. Intellego sigue innovando (nuevas tintas para diferentes UV, etc.), lo cual es su plan de contingencia contra disrupción: **ser ellos los disrumpan** si hace falta, en vez de terceros.

Riesgo macroeconómico: Aunque la demanda en salud es defensiva, un riesgo macro es la disponibilidad de presupuestos sanitarios o industriales. Si entráramos en recesión fuerte, hospitales podrían retrasar compras de equipos UV (lo cual retrasa consumo de indicadores). Similar en industria: si la economía afloja, menos inversión en nuevas líneas de producción con curado UV. Intellego no es completamente inmune: cierto backlog podría extender plazos. Sin embargo, su gasto para los clientes es tan pequeño que es improbable que recorten en indicadores; más bien recortarían la inversión en la lámpara, no el indicador (que cuesta menos). Además, en sanidad los presupuestos anti-infecciones suelen ser de prioridad alta incluso en crisis (nadie quiere brotes intrahospitalarios por ahorrar en un sticker de pocos

euros). De hecho, Intellego comentó que nuevas normas elevarán la importancia de la verificación UV, mitigando el riesgo de recorte.

Respecto a cómo ha enfrentado la empresa riesgos en el pasado:

- **Riesgo pandémico:** supieron capitalizarlo en vez de verse abrumados. Mucha demanda de golpe pudo ser un riesgo (pedidos que no pudieran cubrir), pero lo manejaron escalando.
- **Riesgo de integración de Daro:** parece bien gestionado salvo la salida del CEO en 2025. Al menos no hubo choque visible ni pérdida de clientes de Daro.
- **Riesgo reputacional (multa Nasdaq):** respondieron fortaleciendo gobierno. Cambiaron Certified Advisor a Carnegie, por ejemplo, y revisaron políticas. Eso indica humildad para corregir.
- **Riesgo de dependencia de un producto (UV-C):** lo abordan diversificando (adhesivos UV, horticultura UV, etc.), ampliando su rango para no quedarse en un solo mercado saturable.
- **Riesgo de invisibles:** es interesante la nota de “riesgos invisibles como complacencia, dependencia, disrupción”. Complacencia no parece ser un problema: la gerencia se ve proactiva y ambiciosa, no dormida en los laureles. Dependencia: ya mencionado, siempre hay alguna. Disrupción: vigilado, se protegen con patentes e I+D.

También vale mencionar el **riesgo de mercado bursátil**: Intellego es relativamente nueva en el mercado y ya tuvo roces. El Nasdaq sueco es estricto con cumplimiento. Un riesgo era que la reputación se viera dañada y sufrieran salida de inversores. Hasta ahora, la base de accionistas se ha fortalecido en 2024 con instituciones entrando. Si hicieran alguna falta más, la sanción sería mayor (deben evitarlo). Han implementado procedimientos para no repetir errores de información.

En síntesis, Intellego tiene **riesgos como cualquier empresa de alto crecimiento**, pero ha mostrado capacidad de manejo efectivo de muchos de ellos. Los **riesgos visibles** (operativos, personal, concentración) están identificados y la empresa toma medidas (invertir en capacidad, retener talento con stock, diversificar mercados). Los **“invisibles”** – como autocomplacencia – parecen bajos dada la cultura emprendedora del equipo, que sigue empujando límites. Un buen indicador: a pesar del éxito reciente, siguen planeando metas más altas y esforzándose (no se han relajado ni malgastado dinero en lujos, por ejemplo).

Ciertamente, el mayor riesgo que percibo es **ejecución en un contexto de rápido crecimiento internacional**: mantener cohesión del equipo global, servicio al cliente impecable, e innovación continua para que nadie los alcance. Dado el historial, soy razonablemente confiado en su gestión del riesgo. No han sido infalibles, pero su reacción ante problemas ha sido adecuada: reconocen errores y corrigen (como con la gobernanza tras la multa). La conclusión es que, con los datos disponibles, Intellego ha gestionado su crecimiento de forma **bastante prudente** en cuanto a riesgos y no ha comprometido la empresa con apuestas peligrosas ni ha ignorado amenazas evidentes. Esa habilidad para navegar riesgos me da confianza adicional en la dirección de la compañía como custodios de mi inversión.

16. Track record, gestión y alineación

El **equipo directivo de Intellego**, encabezado por su fundador y CEO Claes Lindahl, ha sido un factor clave en el éxito de la empresa. Al analizar su trayectoria y alineación con accionistas, surgen varios puntos:

Claes Lindahl fundó Intellego en 2011 y desde entonces ha guiado la visión estratégica. Su formación en biotecnología y economía le permitió identificar la oportunidad de mercado y también manejar la vertiente de negocio. Ha permanecido como CEO incluso tras la salida a bolsa, demostrando compromiso y pasión por el proyecto. Además, Lindahl mantiene una participación accionarial significativa (~12% del capital), que es un excelente indicador de “*skin in the game*”. Cuando el CEO es uno de los mayores accionistas, sus intereses están fuertemente alineados con los nuestros: desea la apreciación sostenible de la acción. De hecho, se sabe que Lindahl ha seguido comprando acciones en trimestres recientes, enviando una señal de confianza interna.

El resto del equipo directivo y el consejo también aportan experiencia relevante. Por ejemplo, el consejo fue renovado en 2023 para incluir perfiles con bagaje en expansión internacional y gobierno corporativo. Entre ellos está Johan Möllerström (empresario industrial) quien posee ~4% de las acciones, otro signo de alineación. Apreciamos que los insiders en conjunto (fundador, board, ex propietarios de Daro) controlen alrededor del 25-30% de la empresa. Esto suele implicar que cuidan el valor a largo plazo.

La **credibilidad y ejecución** del equipo directivo, como discutimos, es elevada: han cumplido objetivos financieros ambiciosos consistentemente, lo que construye confianza. Por ejemplo, setearon la meta de 500 M ventas para 2025 y van camino de ~820 M; eso no solo demuestra su capacidad de ejecución, sino también que no sobreprometen (más bien se quedaron cortos, lo que es preferible a lo contrario). Cada año han dicho que crecerían y lo han logrado. Además, supieron comunicar la historia a inversores: en 2024 varias family offices y microcap funds ingresaron al accionariado, lo que no ocurre si la directiva no resulta convincente y confiable en su plan.

Un aspecto a resaltar es **cómo han reaccionado ante crisis o errores**. Ya mencionamos el episodio Nasdaq: fue un problema de cumplimiento, la empresa aceptó la sanción sin litigar y revisó sus procedimientos internos. Se ve humildad y determinación por corregir fallos. Otro mini-crisis fue la caída abrupta de la acción por las salidas de personal: aquí, la directiva respondió rápidamente clarificando la situación a través de comunicados y posiblemente conversaciones con inversores. Si la directiva no hubiera dado explicaciones, el daño pudo ser mayor. Queda ver en la próxima comunicación oficial cómo abordan el tema, pero espero que lo hagan con transparencia, por su propio interés.

La **consistencia estratégica** del liderazgo es notable. Desde su fundación hasta ahora, Intellego ha mantenido una visión coherente: “salvar vidas mostrando lo invisible” mediante

indicadores UV. Han ampliado campos de aplicación, pero no han dado bandazos estratégicos. Cada paso (Daro, Likang, Henkel) es coherente con esa visión de ser el referente global en tecnologías de visualización UV. Este enfoque claro suele provenir de un liderazgo fuerte y convencido de su misión, que es lo que parece aportar Lindahl.

Sobre la **calidad del liderazgo**, más allá de resultados (que hablan por sí solos), está la percepción de los empleados y el mercado. Intellego no es una empresa gigante con rankings formales de clima, pero no ha trascendido nada negativo a nivel laboral. La salida de dos directivos no sugiere necesariamente mala gestión; uno era un gerente regional (Mike Reeves), quien pudo irse por oportunidades personales, y el otro era un CEO integrado por adquisición que quizá planeaba retirarse tras cumplir su papel post-venta. No parece una “fuga” masiva ni protestas. De hecho, retuvieron a los fundadores de Daro por 2-3 años tras la compra, lo cual suele ser difícil si no se integran bien. Intellego ya contrató a un nuevo líder para Daro con experiencia en UV agua, que muestra proactividad en llenar vacíos con talento adecuado.

La **estructura de incentivos** también es relevante: a falta de info detallada, el hecho de que muchos directivos tengan acciones es su principal incentivo. No sabemos de stock options para ejecutivos, pero su participación accionaria actúa de facto como plan de incentivos de largo plazo. Esto suele alinearlos mejor que bonos anuales. No hay indicios de remuneraciones extravagantes que pudieran causar conflictos (y dado el tamaño, es improbable que haya sueldos outliers).

Un punto a vigilar en microcaps es la **comunicación con el mercado**: Intellego, tras la multa, debe asegurarse de ser impecable en divulgación. Hasta la fecha han mejorado: reportes bilingües, más detalle en presentaciones, etc. La directiva entendió que la credibilidad se construye con transparencia y han empezado a dar más visibilidad (como la Exec. Summary del Annual 2024 en inglés, antes solo estaba en sueco). Este cambio sugiere ganas de atraer base internacional, otra señal de buena gestión adaptándose.

Respecto al **track record de la directiva** fuera de Intellego: Lindahl es un joven emprendedor, Intellego es su obra principal; no hay un histórico extenso, pero su récord *dentro* de Intellego es muy bueno, pasando de startup a líder global emergente. Otros miembros del equipo tienen experiencia. No hay noticias de fiascos pasados de estos individuos. En fin, el track record corporativo es de creación de valor: multiplicaron la empresa en poco tiempo sin escándalos financieros ni promesas rotas.

En conclusión, evalúo que la **gestión de Intellego es competente, visionaria y alineada con nosotros los accionistas**. Han hecho crecer el negocio exponencialmente manteniendo la integridad del balance y siendo honestos en lo que comunican y entregan. El liderazgo del fundador es un activo – aporta continuidad de visión y compromiso. Los posibles puntos débiles se están abordando. Para mí, invertir con un equipo así es una fortaleza de la tesis:

es un grupo que ha navegado desde la nada hasta aquí con éxito, y que tiene su patrimonio ligado al de la empresa. Eso me da confianza en que tomarán decisiones buscando el beneficio a largo plazo del negocio, que en última instancia será el nuestro también. Hoy por hoy, la **alineación y credibilidad del management** es un punto a favor en esta inversión.

17. Oportunidades estructurales y catalizadores

Mirando hacia el futuro, Intellego tiene por delante varias **palancas de crecimiento** y catalizadores concretos que podrían impulsar significativamente su negocio y, por ende, su cotización:

Expansión orgánica en mercados existentes: Uno de los motores más obvios es simplemente **penetrar más profundamente los mercados geográficos que ya ha abordado**. En Europa y Norteamérica, pese al crecimiento logrado, todavía hay cientos de hospitales y clínicas que no utilizan indicadores UV de forma regular. Intellego puede seguir captando estos clientes, sobre todo apoyada en la creciente evidencia de la eficacia de la verificación UV. También hay oportunidades en sectores no hospitalarios dentro de estas regiones: por ejemplo, **hospitality (hoteles), transporte (aeropuertos, aviones)** – lugares donde tras la pandemia se instalan sistemas UV para desinfección y que podrían adoptar indicadores como garantía de cumplimiento. Cada nueva adopción se traduce en un flujo recurrente de consumibles, así que incluso penetraciones modestas suman a la base instalada que genera ingresos anuales. Esta oportunidad es estructural, en el sentido de que **la concienciación sobre higiene y la inversión en desinfección UV difícilmente retrocederán**, sino que se están volviendo parte del estándar. Intellego se beneficia de un *tailwind* secular: mayor exigencia de seguridad sanitaria (menor tolerancia a infecciones nosocomiales), lo cual conlleva demandar soluciones de verificación como las suyas.

Crecimiento en Asia y mercados emergentes: La colaboración con Likang abre la puerta a un **mercado gigantesco en Asia**. China por sí sola tiene un número inmenso de hospitales (general, al menos ~34,000 hospitales en China, comparado con ~6,000 en USA). La adopción de estándares modernos está incrementándose allí; Likang estima un mercado potencial de 1.6 mMd SEK anuales solo en dosímetros en el sector salud chino. Intellego con Likang ya ha empezado a capturar parte, pero la verdadera escalada se verá conforme Likang integre los indicadores en *todos* sus equipos vendidos y convenza a más hospitales chinos de implementarlos. Además, la extensión del acuerdo a *resto de Asia* con volumen garantizado \$360M sugiere que entrarán en países como India, sureste asiático, etc., donde la necesidad de control de infecciones también es relevante. Este es un catalizador potente: si en 2025-2026 vemos noticias de grandes contratos en, por ejemplo, India o Medio Oriente basados en la alianza Likang/Intellego, sería una validación del aterrizaje en mercados emergentes. La **expansión geográfica** en sí es un catalizador estructural: pasar de estar en 10-20 países a 50+ países en unos años. Dado que Intellego ha construido capacidad de producción y ha firmado partnerships, esa expansión no requiere crear todo de cero, sino ejecutar a través de socios.

Diversificación de aplicaciones – UV curing industrial: La entrada en el mercado de **curado UV para adhesivos** es posiblemente la segunda ola de crecimiento tras la sanitaria. El acuerdo con Henkel actúa como trampolín: Henkel es líder global en adhesivos

industriales, y la validación UV es un valor añadido importante para sus clientes (por ejemplo, fabricantes de electrónica o automóviles que usan adhesivos UV quieren certeza de curado completo). Intellego con Henkel está desarrollando productos específicos (quizá indicadores que cambian color cuando la unión ha recibido suficiente UV, etc.). Este mercado del UV curing es grande (valores de mercado en UV adhesives se estiman en varios miles de millones USD para 2030), y crece a ~10-20% CAGR. Si Intellego logra capturar aunque sea una pequeña fracción de ese mercado con sus indicadores, sumará un volumen significativo a sus ingresos. Además, es un mercado con clientes industriales que suelen operar a gran escala: si un fabricante de automóviles adopta los indicadores en su línea, podría suponer decenas de miles de unidades al año solo para ese cliente. Un catalizador aquí sería el **lanzamiento oficial del producto con Henkel**, seguido de **contratos piloto con fabricantes**. La confirmación de ventas reales en este segmento sería leída muy positivamente, ya que diversifica el negocio y abre un TAM (mercado direccionable) nuevo.

Nuevas verticales – Horticultura UV y agua: Intellego está explorando **aplicaciones en agricultura/horticultura**, por ejemplo control de dosis UV en invernaderos (se usa UV para desinfectar semillas, o para inducir resistencia en plantas, etc.). Esta es una oportunidad menos madura, pero hay un potencial interesante: la agricultura está adoptando más tecnología y la seguridad alimentaria es un tema global. Un indicador que garantice que frutas o verduras recibieron un tratamiento UV suficiente para eliminar patógenos podría encontrar su lugar en la cadena alimentaria. Mencionaron que Intellego Horticulture está en desarrollo con productos por lanzar en 2025. Un catalizador sería el **anuncio de un primer cliente o proyecto en este campo** (por ejemplo, una empresa de agro exportación usando sus indicadores). Similarmente, en **tratamiento de aguas** (UV se usa para purificar agua potable y residual), Daro aportó know-how. Podrían crear indicadores o sensores calibrados para plantas de tratamiento. Aún no hay un producto comercial público en esto, pero dado que retuvieron a un experto UV water, es plausible. Sería otra fuente incremental de negocio.

Catalizadores corporativos: Más allá de las ventas, hay catalizadores corporativos que pueden revalorizar la acción. Uno es un posible **uplisting al Nasdaq Stockholm principal** desde First North. Si Intellego sigue creciendo y su market cap supera ciertos umbrales, podría migrar al mercado principal, lo que la haría elegible para más fondos, índices, etc. Eso suele conllevar aumento de demanda de acciones y re-rating. No sé si está en sus planes 2025-2026, pero es factible dado su crecimiento (ya capitaliza >4 mMd SEK, muchas del principal listan con capitalizaciones comparables).

Otro catalizador corporativo: **entrada de un inversor estratégico o acuerdo de colaboración mayor**. Por ejemplo, si Intellego firmase un acuerdo con una empresa de dispositivos médicos global tipo Johnson & Johnson para integrar sus indicadores en equipos de esterilización, eso sería enorme. O si un gran fondo toma una posición pública importante, dando voto de confianza (ya hay algunos fondos, pero uno más renombrado podría llamar la atención).

Palancas cíclicas y macro: Curiosamente, Intellego podría incluso beneficiarse de ciertas dinámicas macro: p.ej., los planes de inversión en infraestructura sanitaria post-COVID de muchos gobiernos (UE destinó fondos NextGen a sanidad, etc.). Si hay un repunte de gasto público en sanidad, equipamiento UV y sus consumibles se incluyen.

Ejecución completa de la estrategia: El upside final vendrá si Intellego logra ejecutar todos estos planes: saturar hospitales, entrar fuerte en industria, extender geográficamente. En un escenario así, la empresa pasaría de ~0.5 bn SEK de ventas a varios bn SEK, consolidando su liderazgo. Eso conllevaría revalorización importante de la acción, claro está. Los catalizadores mencionados (contratos, lanzamientos, etc.) son los marcadores intermedios de que van en ese camino.

En el corto plazo (próximos 6-12 meses), los catalizadores más visibles serían:

- **Firma definitiva del acuerdo de distribución global con Henkel** (han dicho que es cuestión de tiempo).
- **Actualización de metas financieras:** la directiva dijo que revisará sus objetivos 3-5 años a fines de 2025. Un anuncio de nuevas metas más altas (ej. 2027 = 2+ bn SEK ventas) podría entusiasmar al mercado.
- **Resultados trimestrales demostrando continuidad:** por ejemplo, Q3 y Q4 2025 mostrando que la salida de personal no impactó, y manteniendo crecimiento alto, serían catalizadores para restablecer confianza y elevar la acción desde niveles castigados.
- **Noticias de adopción en grandes hospitales** (p.ej., un grupo hospitalario nacional en algún país equipando todos sus centros con Intellego; ya ha pasado en algunos lugares, más casos confirmados darán impulso).
- **Posible nominación a premios o reconocimientos** de innovación, que, aunque intangibles, elevan el perfil.

A mediano plazo (1-3 años):

- **Cumplimiento o superación de los números de 2025-26:** si en 2026 presenta 1.5 bn SEK ventas (vs 0.5 bn en 2024), el mercado tendrá que revalorizar forzosamente.
- **M&A:** aunque no la base de la tesis, un eventual interés de compra por parte de un jugador grande del sector (un takeover bid) es un catalizador “wildcard” que podría ocurrir dado su singular posición. Si la acción permaneciera baja, no me extrañaría ver a un gran conglomerado tantear una oferta.
- **Entrada en índices:** si sube a mercado principal y su capitalización crece, podría ser incluida en índices suecos o nórdicos, forzando compras de fondos pasivos.

En suma, Intellego tiene **múltiples opciones reales** para seguir creciendo y añadiendo valor. Sus oportunidades estructurales (globalización, nuevos sectores) y catalizadores definidos

(alianzas en curso, actualizaciones de objetivos, etc.) conforman un panorama propicio. Lo atractivo es que muchas de estas palancas ya están en marcha (no son hipotéticas): Likang ya está vendiendo en Asia, Henkel ya colabora, la tecnología horticultura está casi lista. Esto reduce la incertidumbre: no estamos apostando a una I+D desconocida, sino a la implementación de cosas ya encaminadas.

18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico

Intellego posee varias **ventajas competitivas reales** que la distinguen en su mercado y que han sido claves para su éxito hasta ahora. Analicemos estas ventajas:

- **Tecnología patentada difícil de replicar:** La joya de la corona de Intellego es su **tinta foto-cromática patentada** y el know-how asociado a su formulación y producción. Este es un intangible valiosísimo: desarrollar un compuesto químico que cambie de color de forma fiable tras recibir una dosis específica de UV no es trivial. Intellego lo logró tras años de I+D, y blindó ese conocimiento con patentes hasta 2042. Esto significa que un competidor que intente copiar directamente la idea enfrentará barreras legales. Incluso tratando de rodear patentes, replicar la performance (en términos de sensibilidad calibrada, estabilidad, etc.) es complejo; requiere expertise químico y muchos ensayos. Así que en términos de **propiedad intelectual**, Intellego disfruta de una ventaja que es tanto legal como práctica: tiene la **primacía tecnológica** en su nicho.
- **Efecto de red y estándares emergentes:** A medida que los indicadores de Intellego se adoptan en más instituciones, la empresa gana una ventaja de pionero. Sus productos pueden convertirse en el **estándar de facto** para verificación UV. Por ejemplo, si un regulador local recomienda "utilizar indicadores foto-cromáticos tipo Intellego", o si los protocolos hospitalarios lo incluyen, eso crea **barreras de salida**: una vez que los usuarios están acostumbrados a Intellego, cambiar a otro proveedor (si lo hubiera) implicaría recalibrar procedimientos, re-entrenar personal y confiar en una marca nueva. Eso generaría **costes de cambio** altos para el cliente, lo que fideliza a Intellego. De hecho, Intellego es probablemente el nombre más conocido en este subcampo (ya su marca se asocia con dosímetro UV en varios estudios). Esa notoriedad es una ventaja intangible de marca, que en entornos médicos puede pesar mucho – los hospitales suelen preferir proveedores con historial comprobado, y Intellego está acumulando tal historial.
- **Ventaja de coste relativo:** La estructura de costos de Intellego es muy favorable. Puede producir cada indicador a bajísimo coste (centavos, presumiblemente) y venderlo por unos euros, lo que genera márgenes altísimos. Pero desde la perspectiva del cliente, ese precio sigue siendo muy bajo comparado con el valor que aporta. En otras palabras, Intellego puede mantener **precios premium** (que le dan 80% margen bruto) sin que el cliente los perciba como caros, por la asimetría valor/coste. Esta es una ventaja competitiva importante: incluso si un competidor entrara y quisiera competir en precio, Intellego tiene margen para bajar precios sin caer en pérdidas. Podría, en caso de amenaza, ajustar su precio un 20-30% y seguir obteniendo margen elevado, haciendo muy difícil que alguien lo socave en precio. Además, el mercado

no es tan sensible a precio por lo explicado – el hospital se preocupa más de que funcione bien que de ahorrarse centavos.

- **Intangibles y relaciones con clientes:** Intellego ha ido construyendo **relaciones fuertes con actores clave:** Likang en China, Henkel en adhesivos, importantes distribuidores en Norteamérica, etc. Estos socios confían en Intellego por la calidad y consistencia de su producto. Esa confianza es un intangible poderoso porque, para que un competidor los reemplace, tendría que convencer a estos socios (que ya apuestan su reputación vendiendo Intellego) de que su producto es igual o mejor. Dado que Intellego fue primero y ha cumplido, es poco probable que dichos socios arriesguen cambiar. Además, Intellego ha cerrado **contratos de exclusividad** (ej. Likang) que bloquean efectivamente la entrada de competidores en ciertos mercados por un tiempo.
- **Efecto plataforma y ampliación a nuevas aplicaciones:** Intellego está creando un **ecosistema** alrededor de su tecnología base. Tiene aplicaciones en sanitización, adhesivos, horticultura, personales (SmartSun). Cada nueva aplicación utiliza la misma ciencia central adaptada, lo que significa que Intellego aprovecha **economías de alcance:** con un mismo equipo de I+D puede generar múltiples productos. Esto desalienta la entrada de competidores nicho que quizá podrían replicar una aplicación aislada pero no la versatilidad. Por ejemplo, Terragene puede ofrecer un sticker UV para superficies, pero ¿puede también ofrecer uno para curado de adhesivos? Probablemente no, a menos que invierta fuertemente, mientras Intellego ya lo está haciendo con su plataforma. En efecto, Intellego exhibe un **efecto "plataforma tecnológica"** que extiende su ventaja: su tinta es adaptable a distintos rangos UV, generando una familia de productos (A, B, C, Far UV, etc.), y tienen incluso una patente para cuantificación digital con smartphones. Esto demuestra visión de futuro y dificulta a competidores “monoproducto” seguirles el paso.
- **Bajo costo de cambio para Intellego, alto para cliente:** Los clientes pueden probar el producto de Intellego sin mucha inversión (compran un lote pequeño, ven que funciona). Una vez convencidos, lo incorporan. Después, cambiar a otra solución tendría fricciones y riesgos. Al revés, para Intellego entrar en un nuevo cliente es fácil: puede dar muestras casi gratis para que lo prueben – su coste de adquisición de cliente es bajo comparado con el beneficio potencial. Esto implica que Intellego puede crecer sin grandes gastos de venta: su producto se vende bastante solo cuando lo demuestran. Este es un **moat comercial:** un ciclo de adopción favorable donde la prueba de concepto es simple y, tras adoptarlo, se vuelve sticky.
- **Ventaja geográfica inicial:** Intellego es de Suecia, pero supo rápidamente internacionalizarse, lo cual en su sector es vital (Suecia sola es pequeña). Ahora tiene presencia en Europa, América, Asia. Un competidor local de otra región se toparía

con que Intellego ya cubre esa región. Por ejemplo, un competidor chino tendría que competir con Likang (que ya distribuye Intellego). Uno americano, con los distribuidores que ya compran a Intellego. Así, su rápida expansión geográfica es en sí una barrera, pues restringe "espacios vacíos" donde un nuevo jugador pudiera florecer. Quedan regiones no exploradas (África, Latinoamérica en serio), pero es probable que Intellego también llegue vía distribuidores genéricos.

- **Efectos de red no tecnológicos:** Mencione, pero enfatizo: si Intellego se convierte en el estándar, habrá **efecto red** en términos de datos y confianza. Por ejemplo, acumulando datos de uso en distintos hospitales, pueden calibrar mejor sus productos, crear benchmarks ("suelos de color" vs eficacia microbiana) que otros no tienen. Incluso su app de smartphone podría beneficiarse de machine learning con base en muchos casos de uso, dando lecturas más precisas. Esto genera un **círculo virtuoso**: más clientes → más datos → mejor producto → más clientes.

¿Son sostenibles estas ventajas y se amplían con el tiempo? En buena medida, sí. Las patentes cubren hasta ~2042, tiempo suficiente para consolidarse fuertemente. La ventaja de primer jugador se acrecienta con cada nuevo cliente e industria. Los altos márgenes le permiten a Intellego reinvertir en mejoras, marketing, etc., manteniendo la ventaja. Eso sí, deben mantenerse vigilantes: por ejemplo, las patentes eventualmente expiran, así que Intellego debería seguir innovando para siempre estar un paso adelante. Mencionan que ya tienen patentes en trámite adicionales, lo cual es buena señal. Si logran que su marca sea *sinónimo* de indicador UV, incluso tras patentes, la preferencia de marca puede retenerlos (como ocurrió con ciertas marcas de test de laboratorio que siguen dominando aun habiendo genéricos).

¿Están en riesgo sus ventajas? Actualmente, no se ven amenazas inminentes. Terragene es el rival más legítimo pero no parece con la misma fuerza de penetración. Los sensores electrónicos UV son complementarios más que sustitutos por ahora (y mucho más caros). Un riesgo a la ventaja sería que un gigante con distribución mundial sacase un producto similar avalado por su peso – por ejemplo, si 3M decidiera lanzar un sticker UV y regalarlo con sus esterilizadores. Eso podría comer share rápido. Pero no hay indicio de que ocurra; 3M es conservadora y ahora centrada en su spin-off healthcare. Además, Intellego podría ser un target de adquisición para 3M si quisiera entrar (que tendría más sentido que replicar).

Dominio de un nicho o segmento: La evidencia objetiva de su liderazgo es, por ejemplo, que **Intellego ha suministrado sus indicadores a la mayoría de las publicaciones científicas recientes sobre dosimetría UV**. Investigadores usan "Intellego UVC 100 cards" para sus ensayos, indicando que confían en su precisión. Eso muestra que, en el nicho científico y de implementación, Intellego es la referencia. También, el hecho de que Intellego pudo aliarse con Henkel – una corporación de €20 mil millones confió en esta start-up para la parte de control de calidad en su negocio – es una validación enorme de que su tecnología

es superior a cualquier alternativa (Henkel no se casaría con ellos si existiera otro con mejor o igual tech). Likang igualmente, como gran distribuidor en China, escogió Intellego, presumiblemente tras evaluar opciones.

En resumen, Intellego goza de un **moat** bastante amplio para una empresa de su tamaño: unión de propiedad intelectual, efecto de primer jugador, marca reputada, red global, costes bajos y adaptabilidad. Estas ventajas parecen **sostenibles** mientras la empresa siga innovando y atendiendo bien a clientes. Más bien se están ampliando: con cada nuevo sector (adhesivos, etc.), Intellego extiende su alcance y le dificulta a un competidor posicionarse sin chocar con ellos en algún frente. Mientras mantengan su cultura de innovación y servicio, y sigan protegiendo su propiedad intelectual, es probable que su liderazgo persista. Para la tesis, esto es crucial: es lo que justifica pensar que mantendrán márgenes altos y cuota dominante aun cuando el mercado se llene de oportunidad y atraiga miradas. Por ahora, **Intellego domina un nicho crítico (verificación UV) y cuenta con los atributos necesarios para defender ese dominio a largo plazo.**

19. Señales de alerta o deterioro oculto

Al realizar este análisis, siempre es importante buscar **señales de alerta** que puedan indicar problemas subyacentes no evidentes en la narrativa positiva. En el caso de Intellego, he investigado varias áreas potenciales de preocupación:

- **Deterioro de márgenes o calidad de ganancias:** A primera vista, los márgenes de Intellego son excelentes y han mejorado. Sin embargo, notamos un dato: la **calidad de las ganancias** medida por la relación flujo de caja/beneficio neto es relativamente baja (Income Quality ~0.30). Esto significa que la conversión de sus beneficios en caja ha sido reducida últimamente. Efectivamente, en 2024 tuvieron 68 M SEK de beneficio neto pero solo ~35 M de flujo operativo; y en el 1S 2025, pese a 206 M de ganancia neta, el flujo operativo fue 95 M. Esto sugiere que **capital de trabajo** (inventarios, cuentas por cobrar) está absorbiendo mucho efectivo.
- **Señales contables anómalas:** Revisando informes, no se aprecian prácticas contables dudosas. El único ajuste fue la corrección en 2022 de cómo consolidaron Daro (lo cual Nasdaq les señaló). No hay indicios de capitalizaciones raras ni de ingresos no recurrentes maquillando resultados. Altman Z muy alto sugiere que no hay estrés oculto en balance. No parece un caso de “Quality of earnings” baja por trucos contables, sino por crecimiento desbocado no acompañado de cash por timing.
- **Rotación directiva anómala:** La salida de dos ejecutivos en agosto 2025 es un aspecto a observar. Si se convirtiera en tendencia (más salidas de figuras clave en sucesión), podría indicar problemas internos (desacuerdos, cultura deficiente, etc.). Por ahora, se ve como casos individuales: Mike Reeves salió tras 2 años probablemente por propias razones, y Mervyn Douglas (Daro) cumplió su periodo posventa. No se han reportado salidas de fundadores ni de personal técnico crucial. Aun así, merece atención. Intellego debe gestionar bien la retención, ofreciendo incentivos para que el talento se quede. Si en el próximo año viéramos, por ejemplo, al CTO u otro cofundador irse, eso sería una señal de alerta de posibles tensiones.
- **Uso de contabilidad agresiva de ingresos o gastos:** No se observan intangibles raros (goodwill de Daro existirá, pero equity ratio bien). Los gastos de I+D no los han capitalizado indebidamente (no se ve intangible R&D enorme). Sí capitalizaron maquinaria (normal). Sin señales de reconocer ingresos anticipados o cosas así.
- **Cobertura del mercado con marketing excesivo:** Intellego hace marketing (webinars, etc.), normal para su size, no extravagante. Su producto en sí se “vende solo” en ferias y con partners. No hay atisbos de que el éxito sea “humo publicitario”; más bien, los pedidos confirman sustancia.

- **Dependencia de un cliente mayor oculta:** Quizá 2025 Q2 mostró que un cliente (o región) representó 88% del trim. ¿Era un cliente gigante? Podría ser la Fuerza Aérea de EE.UU. o un contrato gubernamental, pero no se reveló. Si resultase que un solo cliente es, digamos, >50% del año, eso sería preocupante. La empresa no ha detallado concentración, pero hay que suponer Likang, Henkel, etc., en los próximos años pueden ser enormes trozos. Esperemos diversifiquen con muchos clientes medianos.
- **Tapar problemas con adquisiciones:** A veces empresas con problemas orgánicos compran otras para ocultarlo. Aquí no fue el caso: la adquisición de Daro no ocultaba flaquezas orgánicas, al contrario, complementó fortaleza. Y no han hecho M&A luego, así que no es un patrón recurrente.
- **Contabilidad creativa en inventario o crecimiento negativo disimulado:** No, vemos crecimiento real en unidades entregadas. Y su inventario vs ventas está en proporción.
- **Riesgo intangible de complacencia o burocracia interna:** Tras la multa, se notó cierta laxitud previa en governance, que corrigieron. Por lo demás, la cultura parece aún emprendedora y hambrienta. Deben cuidar al crecer no volverse demasiado burocráticos que frene su agilidad. Por ahora, dada su tamaño, se mantienen ágiles, incluso se adaptan a feedback (p.ej., Montega sugirió que deberían dar breakdown por productos o región final, y es probable que en el futuro Intellego mejore su reporting en esa línea – al menos es consciente).

En general, **no encuentro señales de deterioro oculto significativas**. Más bien hay retos inherentes al crecimiento rápido (cobros lentos, capital de trabajo intensivo temporalmente, necesidad de robustecer estructura directiva) pero que están bajo control o en vías de solución. Lo más reseñable es vigilar la conversión de ese AR en efectivo – si en los próximos 2-3 trimestres vemos que las cuentas por cobrar se normalizan (bajan de días) a medida que la nueva organización de cobranzas funciona, genial. Si no, podría ser una bandera amarilla (no roja aún) de que quizás hay clientes pidiendo plazos largos o afrontando demoras presupuestarias.

Otro punto: la **multa Nasdaq fue una alerta de gobierno corporativo** – la empresa operaba un poco informal para estándares bursátiles. Han tomado medidas, pero uno debe seguir atento a su cumplimiento de normas. No se espera reincidencia porque la sanción fue severa y sirvió de escarmiento.

En resumen, aparte del tema capital de trabajo, no identifiqué señales rojas en Intellego. No hay endeudamiento encubierto, ni trucos financieros evidentes, ni divergencias raras. Los riesgos principales ya los discutimos (operativos, etc.), pero "deterioro oculto" no se percibe. Más bien todo indica una empresa en buena salud.

20. Tesis final de inversión

He iniciado una posición en Intellego Technologies AB porque considero que reúne condiciones excepcionales de **calidad y oportunidad**. En esencia, estoy invirtiendo en una empresa que ha demostrado tener un modelo de negocio único y altamente rentable, que está creciendo a ritmo vertiginoso, y cuya cotización reciente no refleja plenamente su valor intrínseco ni sus perspectivas.

En primer lugar, la **calidad estructural** de Intellego es sobresaliente. La compañía se ha posicionado como líder global en un nicho crítico (verificación de procesos de desinfección y curado UV) gracias a su tecnología patentada y a su ejecución impecable. Presenta márgenes operativos y retornos sobre capital que se sitúan en la élite de cualquier sector – un margen bruto ~80-83%, margen EBIT superior al 50% en 2025 y ROIC por encima del 40%. Estas cifras, inusuales incluso para empresas de software, hablan de una **ventaja competitiva robusta**: Intellego puede cobrar precios elevados por sus indicadores debido al enorme valor que aportan, y al mismo tiempo producirlos a muy bajo coste. Además, mantiene un balance saneado, sin deudas que la atenúen, y una generación de caja que, aunque momentáneamente absorbida por el crecimiento, apunta a ser muy potente en cuanto se estabilice el capital de trabajo. En definitiva, **es un negocio de altísima calidad**, con un moat basado en propiedad intelectual, efecto red y modelo de consumibles recurrentes.

En segundo lugar, identifico una **oportunidad clara de precio**. Tras una fuerte subida, la acción ha corregido un 50% y mi posición de entrada se sitúa alrededor de un 36% desde máximos, situándose en ~138 SEK. Este drawdown, motivado principalmente por temores puntuales de mercado (salida de dos ejecutivos, volatilidad general), nos permite entrar a una valoración muy atractiva: un PER estimado 2025 en torno a 14x y un PEG ridículamente bajo ~0.1. Considero que el mercado está infraestimando la capacidad de Intellego para mantener su crecimiento y márgenes. En mi análisis, no encuentro deterioros fundamentales que justifiquen la caída; al contrario, los últimos resultados han sido excelentes. Así, la cotización actual ofrece un **margen de seguridad** considerable: incluso bajo supuestos conservadores la empresa vale bastante más, y bajo los supuestos base de crecimiento podría duplicar o triplicar su valor intrínseco. Esta asimetría entre el potencial alcista (muy amplio si continúa ejecutando bien) y el riesgo bajista (limitado, dado su balance sólido y posición líder) es precisamente lo que busco en mis inversiones. A 138 SEK, siento que estoy comprando **un negocio de primer nivel a múltiplos de empresa mediana**, lo cual es una ineficiencia del mercado que quiero aprovechar.

En tercer lugar, las **perspectivas de crecimiento** de Intellego a 1–3 años son formidables y están respaldadas por hechos tangibles. La empresa tiene en cartera contratos y alianzas – como el acuerdo con Likang en Asia y la colaboración con Henkel en adhesivos – que no son meros planes, sino realidades en marcha con un potencial de ingresos enorme. Los analistas proyectan crecimientos de ventas de +209% en 2025 y ~83% en 2026, y tras revisar las cifras

internas, coincido en que son alcanzables e incluso superables. Intellego prácticamente ha **pre-vendido su crecimiento de 2025**: su cartera de pedidos e indicios de demanda ya apuntan a sobrepasar los 500 M SEK inicialmente fijados, acercándose a 800 M. Y más allá de 2025, las dinámicas estructurales (conciencia sanitaria, estándares regulatorios, expansión global de la tecnología UV) sugieren que la compañía puede seguir ganando cuota en un mercado en expansión natural. No estoy basando la tesis en wishful thinking de que “lo seguirán haciendo bien porque sí”, sino en la evidencia de que Intellego ha construido motores de crecimiento diversificados: más hospitales adoptando sus dosímetros, nuevas industrias (manufactura, agricultura) por explotar, y nuevos países abiertos. Es decir, el **momentum fundamental** de la empresa es muy fuerte, y no depende de un solo factor susceptible de evaporarse, sino de varias palancas (tecnológicas y comerciales) que se realimentan.

Con estos pilares – calidad, precio atractivo y crecimiento – la tesis de inversión en Intellego se presenta muy sólida. Mi convicción se fortalece al constatar la **coherencia entre el análisis cuantitativo y cualitativo**: las métricas objetivas (márgenes, ROE, drawdown) decían que esto era una joya mal valorada, y el estudio estratégico ha corroborado que la historia detrás justifica esas métricas (ventajas competitivas duraderas, gestión capaz, mercado en auge).

Desde una perspectiva personal como inversor, inicié posición tras la corrección reciente, aprovechando lo que interpreté como una **venta por pánico y no por fundamentos**. Mi expectativa es mantener esta inversión a largo plazo para acompañar a la empresa en su trayectoria de convertir su actual liderazgo nicho en una escala mayor, con los consecuentes retornos. Dado el perfil de Intellego, la miro como una potencial “compounder” de alta calidad: un negocio que puede reinvertir capital a retornos elevados durante años, multiplicando su valor intrínseco con el tiempo. En ese sentido, soy consciente de que la cotización puede ser volátil en el corto plazo, pero confío en que el valor subyacente acabará imponiéndose.

Naturalmente, monitorizaré de cerca los **riesgos** mencionados. En particular:

- La evolución del capital de trabajo (quiero ver confirmación de que los cobros se materializan, evitando acumular cuentas por cobrar excesivas).
- La continuidad de los grandes acuerdos (que Likang siga pidiendo volúmenes crecientes, que Henkel pase de fase piloto a ventas globales).
- La gestión del crecimiento del equipo directivo (que no haya más salidas disruptivas y que se fortalezca la estructura gerencial para manejar la empresa ya de tamaño mediana).
- Cualquier señal de competidores relevantes emergiendo (por ahora el panorama competitivo es benigno, pero vigilaré patentes nuevas o productos rivales si aparecieran).

Mi plan de seguimiento incluirá revisar los resultados y especialmente las perspectivas actualizadas. Intellego proporciona metas explícitas, así que compararlas con la ejecución será clave para verificar la tesis. Asimismo, estaré pendiente de hitos operativos noticiosos – por ejemplo, si anuncian entrar en un nuevo país o sector, o si publican nuevos objetivos plurianuales, lo incorporaré al modelo.

Respecto a la **gestión de la posición**, dado el potencial alcista significativo, estoy dispuesto a tolerar volatilidad moderada en pos de la recompensa. No obstante, definí ciertos *trigger points* que me harían replantear la inversión:

- Si Intellego incumpliera gravemente sus objetivos (por ejemplo, un crecimiento muy por debajo de lo esperado sin justificación clara) o emitiera un profit warning estructural.
- Si surgieran problemas cualitativos serios: pérdida de un contrato crítico, un competidor grande arrebatando cuota, o un revés regulatorio que limite su mercado.
- O si la acción, por el contrario, se apreciase tan rápidamente que alcanzara lo que estimo su valor razonable futuro en muy poco tiempo (en cuyo caso evaluaría parcialmente recoger beneficios y rebalancear).

En ausencia de esos eventos negativos, mi **intención es mantener** e incluso incrementar posición en Intellego, acompañando su crecimiento. Confío en la dirección y en el plan estratégico delineado, y pienso que estamos aún en fases iniciales de lo que podría ser una historia de éxito mucho mayor (hoy microcap, mañana quizá midcap global).

Por último, vale la pena señalar el **porqué el momento de entrada es adecuado**: además de la corrección del precio, estamos justo antes de una serie de catalizadores próximos (firmas de acuerdos, actualizaciones de guidance, resultados anuales) que podrían cambiar la narrativa de mercado de tibia a eufórica de nuevo. Entrar ahora me sitúa antes de que esos catalizadores se reflejen plenamente en la valoración. En otras palabras, estoy comprando con la “mala noticia” (salida de directivos) sobre la mesa, y esperando vender o mantener con las buenas noticias por venir. Esa es una postura deliberada, coherente con mi filosofía contraria informada.

Para concluir, mi tesis final es que **Intellego Technologies AB representa una oportunidad de inversión extraordinaria** al conjugar:

- Un modelo de negocio de consumibles defensivo pero de alto crecimiento.
- Ventajas competitivas difíciles de erosionar.
- Gestión seria y alineada.
- Un reciente malentendido del mercado que deja su precio con amplio margen de seguridad.

- Y un horizonte de varios años de expansión acelerada, con posibles recompensas exponenciales.

He invertido en Intellego porque creo firmemente que, a largo plazo, el mercado reconocerá la verdadera magnitud de esta empresa. Mientras eso sucede, haré un seguimiento cercano para asegurarme de que la tesis se mantiene en curso y de que los “**porqués**” originales de mi inversión siguen vigentes. Si Intellego continúa ejecutando según lo previsto (y hasta ahora tiende a superar expectativas), espero que esta posición genere un **retorno asimétricamente alto** en relación al riesgo asumido, convirtiéndose en uno de esos casos donde identificar tempranamente la calidad y la infravaloración se traduce en ganancias sustanciales.