

Naventus Equity Research

Insplorion AB (publ)

Spännande avslutning på helåret 2021

- I november utseddes Johan Rask som ny VD för Insplorion som tillträdde den 1 februari 2022. Johan Rask har en bred kompetens inom affärsutveckling från teknikintensiva bolag såsom Abigo Medical och Mölnycke Healthcare
- Johan har även en bakgrund från Chalmers Ventures som vi anser skapar en intressant kombination av finans, entreprenörskap och affärsutveckling vilket bäddar för ett spännande läge för Insplorion att accelerera den kommersiella fasen
- Ett starkt signalvärde under Q4 var att Insplorion inledde sin första kommersiella pilotstudie av bolagets vätgassensor. Ordern från ett svenskt företag inom transportsektorn demonstrerar höjden i vätgassensorplattformen samtidigt som att det ger en signal om att aktiviteten inom vätgasapplikationer ökar i snabbare takt än vi tidigare prognostiserat

Estimatförändringar – Vi höjer vårt Conservative scenario

- 2021 innebar ett genombrott av bolagets sensorplattform som validerades genom (i) köpet från den tyska fordonstillverkaren av batterisensorn och (ii) pilotstudien (ordervärde 100 kSEK) av vätgassensorn från en kommersiell kund inom transportsektorn
- Med accelererad kundpenetration, ökat intresse för vätgasapplikationer, kombinerat med nya kundrelationer inom luftkvalitet segmentet, anser vi att Insplorion är väl positionerad för att förvärva nya kunder för att expandera inom nya applikationsområden under 2022. Vertikalen inom bolagets vätgassensorer anser vi därför ligger närmare i tiden, än tidigare förväntat
- Med ett ökat intresse för vätgasapplikationer mot kommersiella kunder räknar vi med att Insplorion har möjlighet att sluta ett licensavtal tidigare än vad vi tidigare har prognostiserat. Vi ser fortsatt att Insplorion, under 2022, kommer att avancera inom bolagets batterisensorer. Sammanfattningsvis höjer vi vårt Conservative scenario till 19 SEK per aktie

This report was completed and disseminated on
March 1, 2022 at 10:00 CET

Initial Coverage

Update Report

Significant Event

Rating	
Base scenario	SEK 25
Conservative scenario	SEK 19
Confident scenario	SEK 34

Equity Research Analyst	
Christoffer Risberg	
christoffer.risberg@naventus.com	

Data	
Ticker	INSP
ISIN	SE0006994943
Share price (SEK)*	9.28
Market cap (MSEK)	121 M
Net debt (MSEK)**	(45.4 M)
EV (MSEK)	76.1 M
No. of shares	13.1 M
Free float (%)	96.70
<small>Share price, 25 February 2021*</small>	
<small>Net debt based on financials 31 December 2021**</small>	

Ownership structure	
Shareholders	Capital & votes %
Avanza Pension	7.89
Mikael Hägg	3.82
Formue Nord A/S	3.63
Hans Olov Olsson	3.12
Other	81.54
Total	100.00



Financials (SEKm)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Operating revenue	6.5	7.1	9.0	19.8	46.2
EBITDA	-10.9	-17.8	-18.9	-10.3	10.1
EBITDA margin	neg.	neg.	neg.	neg.	22%
EBIT	-11.4	-18.1	-19.3	-16.4	3.9
EBIT margin	neg.	neg.	neg.	neg.	8%
Sales Growth	122%	9%	27%	119%	134%
Metrics	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	10.9x	10.0x	7.8x	3.6x	1.5x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	7.0x
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	18.2x

Investment case

Insplorion AB (publ) är ett miljöteknikbolag som utvecklar och marknadsför vetenskapliga instrumentsystem för forskare inom olika forskningsområden världen över. Insplorion är positionerad för accelererad tillväxt inom batteri- och vätgasaffären av bolagets patenterade sensorteknik. Med hjälp av sin disruptiva sensorplattform NanoPlasmonic Sensing (NPS), verkar Insplorion inom fyra områden; luftkvalitetssensorer, vätgassensorer, batterisensorer och forskningsinstrument. Vidare är Insplorions sensorerna små, hållbara och kostnadseffektiva vid volymtillverkning. Sensorteknologin möjliggör luftkvalitetssensorer i hem, fordon och offentlig miljö. Därtill visar Insplorions vätgassensorer en responstid på under en sekund, vilket gör dem till världens snabbaste och kommer att främja tillväxten av vätgasinfrastruktur.

Batterisensorn optimerar batterikontroll och användning. Insplorions instrument ger forskare runt om i världen nanometerkänslig realtidsdata om processer på ytor inom områden som katalys, material- och biovetenskap.

Under 2021 visade även Insplorion tillväxt inom deras batterisensorer. Med ökat intresse för bolagets plattform inom både batteri- och vätgassensorer anser vi att Insplorion har ett spännande år framför sig.

Ökad efterfrågan och nya anslag

Accelererande vätgasmarknad

Under den senaste tiden har marknaden visat ökat intresse för vätgasapplikationer, framför allt inom fordon och tung industri. Med hjälp av Insplorions tekniska fördelar och kontunerliga forskning, anser vi att bolaget har goda möjligheter för nya orders och ökad potential för att delta i kundfinansierade forskningsprojekt i den accelererande vätgasmarknaden.

Bolagets vätgassensorplattform kommer att tillämpas i den första kommersiella pilotstudie, i samarbete med ett svenskt företag inom transportindustrin under Q1 2022. Detta är ett kundfinansierat projekt med Insplorions vätgassensor och indikerar att bolaget har kommit en bra bit på vägen inom den expanderande vätgasmarknaden. Den första delen av studien har ett ordervärde på ca 100 000 SEK och projektet syftar till att klargöra hur sensorn kan prestera inom kundens applikation samt att utveckla en applikationsspecifik prototyp. Detta anser vi tyder på att Insplorions vätgassensorer har en stor potential att ha en betydande roll inom vätgasapplikationer.

Detta visar även att vätesensorplattformen går in i en ny fas och att marknaden inom vätgassensorer har mognat tillräckligt för att kunna starta kundfinansierade piloter. Med ökat fokus på säkerhet och produktutveckling driver det en underliggande efterfrågan på bolagets lösningar inom hållbar energi. Följaktligen bör detta leda till stärkta kassaflöden då vi anser att marknaden för bolagets vätgassensorer ligger närmare i tiden, än vad vi tidigare prognostiserat.

Insplorion är även en del av kompetenscentrumet TechForH2, där Energimyndigheten nyligen beviljat elva nya kompetenscenter för att fokusera på vidareutveckling av bolagets vätgassensorplattform. TechForH2 leds av Chalmers Tekniska Högskola och kommer att vara ett samarbete med

partners som RISE, Siemens Energy, PowerCell Sweden, Scania, Volvo GTT, GKN Aerospace, Oxeon, Stena Teknik, Johnson Matthew och Insplorion. Detta ska fokusera på utmaningar inom vätgasekonomin, framför allt för rörlighet inom tunga transportlösningar. Tidperioden är mellan 2022 – 2026 och myndigheten har totalt beviljat anslag om 162 MSEK under den första femårsperioden.

Validering av batterisensorer – Stärker bolagets position

Under hösten 2021 lanserades Insplorions batteriinstrumentet M8, optimerat för utvecklingsarbete inom batteriområdet, vilket kan leda till nya affärsmöjligheter och utvecklingssamarbeten. Bolagets position inom batterisensormarknaden har även under året stärkts av den tyska fordonsleverantören som idag använder Insplorions teknik i sitt utvecklingsarbete, vilket har lett till vidare kommersiellt finansierade studier med aktörer inom Battery Alliance of Sweden (BASE).

NPS – Nya applikationsområden

En förstudie för en kund med ett specifikt NO₂-övervakningsproblem genomfördes under sommaren 2021. Det positiva resultatet från studien har lett till beslutet att integrera Insplorions NO₂-sensor i AAC Eurovents produktsortiment. Avtalet är ett återförsäljaravtal och ger AAC Eurovent rätt att inkludera och sälja Insplorions sensor integrerad i sina egna system under eget varumärke. AAC Eurovent har försett den brittiska marknaden med ventilationssystem i över 30 år. Med de positiva resultatet för Insplorions NO₂-sensorer, ökar marknadspotentialen för nya applikationsområden, vilket bidrar till Insplorions tillväxtmöjligheter. Därtill har liknande projekt avhandlats inom Europa, där två fokusområden har identifierats: (i) mätningar i urban stadsmiljö för trafikstyrning, samt (ii) ventilationsstyrning och filtrering.

Med ny forskning visar även NPS-signalen god känslighet för att detektera natriumjoner och interkalering processen till hårt kol. Nya tester och kontinuerlig forskning kommer att öka kredibiliteten för bolagets teknik och stärka bolagets kommersialiseringsmöjligheter.

Värdering

Med ökad försäljning kombinerat med framgångar inom bolagets teknikplattform blev 2021 ett intressant år för Insplorion. Perioden är prognostiserad per år från 2022 – 2035. I och med det kommersiella pilotavtalet med en aktör inom den svenska transportsektorn, ser vi att Insplorions möjligheter till licensavtal inom vätgassensorer ligger närmare i tiden än vad vi tidigare prognostiserat. Följaktligen räknar vi därför med att Insplorion sluter ett mindre licensavtal inom bränsleceller redan 2023 (2025), vilket bidrar till att vi höjer Conservative scenario till 19 SEK (18 SEK).

Appendix (Finansiellt)

Resultaträkning 2020 – 2025e

	Hist. 2020	Hist. 2021	Proj. 2022	Proj. 2023	Proj. 2024	Proj. 2025
Income Statement (SEKm)						
Operating revenue	2.9	6.5	7.1	9.0	19.8	46.2
Capitalized expenses	4.6	3.1	4.5	5.0	7.0	8.1
Total Revenue	7.5	9.6	11.6	14.0	26.8	54.4
COGS	-0.5	-0.5	-1.4	-1.9	-1.9	-3.5
Gross profit	7.0	9.1	10.1	12.1	24.9	50.8
Sales and marketing	-8.9	-10.9	-13.5	-14.5	-15.8	-18.5
Logistics	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.6	-1.4
Technology costs	0.0	0.0	0.0	-0.9	-3.0	-6.9
General and Admin	-10.3	-9.0	-14.2	-15.4	-15.8	-13.9
EBITDA	-12.2	-10.9	-17.8	-18.9	-10.3	10.1
Depreciation	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2
Amortization	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.8	-6.1
EBIT	-12.6	-11.4	-18.1	-19.3	-16.4	3.9
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net interest income / expense	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.5	-0.9
PBT	-12.8	-11.6	-18.2	-19.4	-16.9	3.0
Tax expense	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.7
Net income	-12.8	-11.6	-18.2	-19.4	-16.9	2.3
Ratios						
Sales growth	nm	122%	9%	27%	119%	134%
Gross margin	83%	92%	80%	79%	90%	92%
EBITDA margin	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	19%

Balansräkning 2020 – 2025e

	Hist. 2020	Hist. 2021	Proj. 2022	Proj. 2023	Proj. 2024	Proj. 2025
Balance Sheet (SEKm)						
Current Assets						
Cash and cash equivalents	67.9	49.5	33.5	12.7	20.6	38.6
Non-cash current assets	1.1	2.1	3.5	4.5	5.9	13.9
Total Current Assets	69.0	51.7	37.0	17.2	26.6	52.4
Non-current Assets						
Net PP&E	0.6	0.5	0.9	1.2	1.0	0.8
Intangible assets	16.6	19.2	24.1	29.1	30.3	32.4
Other assets	1.5	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
Total Non-Current Assets	18.6	20.4	25.2	30.5	31.5	33.3
Total Assets	87.6	72.1	62.2	47.7	58.0	85.8
Liabilities						
Short-term debt	2.2	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Non-debt current liabilities	1.6	0.9	3.7	4.7	10.3	23.1
Other long-term liabilities	10.9	8.1	14.2	18.1	19.8	32.4
Long-term debt	2.3	1.7	1.7	1.7	21.7	21.7
Tax liability	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total Liabilities	17.0	11.5	20.3	25.3	52.5	77.9
Equity						
Capital	123.4	124.4	124.4	124.4	124.4	124.4
Retained earnings	-52.8	-63.8	-82.5	-102.0	-118.9	-116.5
Total Equity	70.6	60.6	41.8	22.4	5.5	7.9
Total Liabilities & Equity	87.6	72.1	62.2	47.7	58.0	85.8

Kassaflöde 2020 – 2025e

	<i>Hist.</i>	<i>Hist.</i>	<i>Proj.</i>	<i>Proj.</i>	<i>Proj.</i>	<i>Proj.</i>
<i>Cash Flow (SEKm)</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>	<i>2024</i>	<i>2025</i>
Net Income	-12.8	-11.6	-18.2	-19.4	-16.9	2.3
Depreciation	0.4	0.6	0.3	0.4	0.2	0.2
Amortization	0.0	0.0	0.0	0.0	5.8	6.1
(Inc) dec in operating working capital	7.1	-3.7	1.3	0.0	4.2	4.9
Inc (dec) other long-term liabilities	0.0	0.0	6.1	3.9	1.7	12.6
(Inc) dec in other long-term assets	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0
Cash Flow from Operations	-5.3	-14.7	-10.9	-15.1	-5.0	26.0
Capital expenditure	-0.2	0.0	-0.6	-0.8	0.0	0.0
Capitalized expenses	-4.6	-3.3	-4.5	-5.0	-7.0	-8.1
Cash Flow from Investing	-4.7	-3.3	-5.1	-5.7	-7.0	-8.1
Inc (dec) in long-term debt	-0.1	-2.1	0.0	0.0	20.0	0.0
Inc (dec) in capital	54.3	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash Flow from Financing	54.2	0.9	0.0	0.0	20.0	0.0
Net Cash Flow	44.2	-17.1	-16.0	-20.8	8.0	17.9
Cash balance beginning of year	23.7	67.9	50.8	34.8	14.0	22.0
Cash balance end of year	67.9	50.8	34.8	14.0	22.0	39.9

Disclaimer

Important information

Naventus Corporate Finance AB (“Naventus”) is a boutique investment bank and transaction manager based in Stockholm, Sweden, focused on three key sectors: Renewables, Technology and Health Care. Naventus provides services within Corporate Finance and Equity Research for investors and media. Naventus is subject to the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority.

Naventus is licensed to receive and transmit orders in financial instruments, provide investment advice to clients regarding financial instruments, prepare and disseminate financial analyses/recommendations for trading in financial instruments, execute orders in financial instruments on behalf of clients, provide corporate advice and services within mergers and acquisition, provide services in conjunction with the provision of guarantees regarding financial instruments and to operate as a Certified Advisory business (ancillary authorization).

Limitation of liability

This document was prepared for information purposes for general distribution and is not intended to be advisory. The information contained in this analysis is based on sources deemed to be reliable by Naventus. However, Naventus cannot guarantee the veracity of the information. The forward-looking information in the analysis is based on subjective assessments about the future, which comprises a factor of uncertainty. Naventus cannot guarantee that forecasts and prospective statements will materialize. Investors must make all investment decisions independently. This analysis is intended to be one of a number of tools that can be used in making an investment decision. All investors are therefore encouraged to supplement this information with additional relevant data and to consult a financial advisor prior to an investment decision. Accordingly, Naventus accepts no liability for any loss or damage resulting from the use of this analysis.

Potential conflict of interest

Naventus’s research department is regulated by operational and administrative rules established to avoid conflicts of interest and to ensure the objectivity and independence of its analysts. The following applies:

- For companies that are the subject of Naventus research analysis, the applicable rules include those established by the Swedish Financial Supervisory Authority pertaining to investment recommendations and the handling of conflicts of interest. Furthermore, Naventus employees are prohibited from trading in financial instruments of the company in question, as of one trading day after the date that Naventus publishes this analysis.
- Naventus may perform an analysis upon commission or in exchange for payment from a company that is the subject of the analysis, or from an underwriting institution in conjunction with a merger and acquisition (M&A) deal, new share issue or a public listing. Readers of these reports should assume that Naventus may have received or will receive remuneration from the company/companies cited in the report for the performance of financial advisory services. Such remuneration is of a predetermined amount and is not dependent on the content of the analysis.

Naventus research coverage

Naventus research analyses consist of case-based analyses, which entails that the frequency of the analytical reports may vary over time. Unless otherwise expressly stated in the report, the analysis is updated when deemed necessary by the

research department, for example, in the event of significant changes in market conditions or events related to the issuer/the financial instrument.

Recommendation structure

Naventus does not issue any investment recommendations for fundamental analysis. This analysis aims to provide an independent assessment of the company in question, its opportunities, risks, etc. Its purpose is to provide an objective and professional set of data for shareholders and investors to leverage in their decision-making.

Duplication and distribution

This document may not be duplicated, reproduced or replicated for purposes other than personal use. The document may not be distributed to physical or legal entities that are citizens of or domiciled in any country where such distribution is prohibited according to applicable laws or other regulations.

Conflict of interest

Name	Owns shares in Insplorion (Yes/No)	No. of shares
Naventus Corporate Finance AB	Yes	35,000

Naventus performs/has performed services for Insplorion and receives/has received compensation from Insplorion in connection with the said services.



STOCKHOLM

Strandvägen 7A, SE-114 56

Stockholm, Sweden

www.naventus.com

Regulated by the Swedish Financial Supervisory Authority (Swedish FSA)