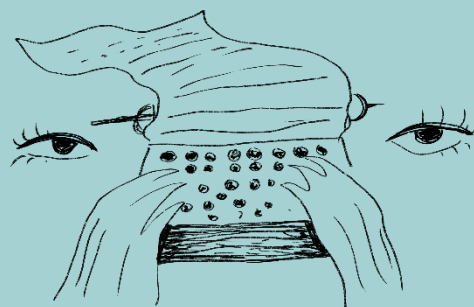




EQL Pharma

Lovande framtidsutsikter för lönsam nischaktör



EQL Pharma är ett svenskt läkemedelsbolag som utvecklar och säljer generiska främst på den nordiska marknaden. Generiska läkemedel har samma funktion, kvalitet och säkerhet som originalläkemedel. Fördelen är att de kan säljas till billigare priser än originalen, eftersom utvecklingskostnaderna är lägre. Nackdelen för leverantörerna är att generiska läkemedel saknar patentskydd, vilket medför att marknaden är öppen och i regel konkurrensutsatt.

EQL Pharma undkommer ofta prispress genom att endast utveckla eller licensiera in generiska läkemedel på mindre och nischade marknader där den generiska konkurrensen är begränsad eller obefintlig. Bolaget kan således verka på relativt konkurrensfria marknader där framtida efterfrågan och prisbilder är mer stabila. Strategin har varit framgångsrik och bolaget har i genomsnitt ökat de återkommande intäkterna med cirka 40 procent per år de tre senaste åren under stigande lönsamhet.

Vår bedömning är att tillväxttakten och marginalresan har hög potential att fortsätta. Bolagets målsättning är att mer än dubbla portföljstorleken kommande år. Vidare ämnar bolaget fortsätta expandera inom nya geografiska marknader i Europa där den befintliga portföljen saknar generisk konkurrens. Vår positiva bild om EQL Pharmas framtidsutsikter stärks ytterligare genom det höga insiderägandet samt att flera insiders nyligen utökat sitt befintliga ägande. I senaste kvartalsrapporten höjdes dessutom omsättningsmålet för innevarande räkenskapsår.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	EQL
VD	Axel Schörling
Aktiekurs	26,40 SEK
Antal aktier	29 063 610
Börsvärde	767 MSEK
Insiderägande	62,31 %



Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

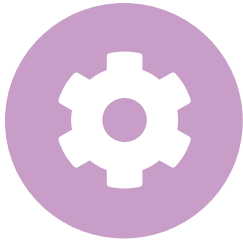
Twitter: @silwerskold

EQL PHARMA

Innehållsförteckning

Key Insights.....	3
Generika.....	4
Nischstrategi.....	4
Tillväxt med stigande marginaler	5
Affärsmodell	5
Lovande framtidsutsikter.....	7
Konkurrens.....	10
Ledning och styrelse.....	10
Ägarlista	13
Finansiell ställning.....	14
Värdering.....	14
Främsta risker	16
Disclaimer.....	16

Key Insights



Begränsad konkurrens

EQL Pharma fokuserar på mindre och nischade marknader där konkurrensen från andra generiska läkemedel är begränsad eller obefintlig. Detta leder till högre förutsägbarhet avseende framtida efterfrågan och långsiktigt höga samt stabila bruttomarginaler. Vidare är inträdesbarriärerna högre inom nischgenerika än generika, eftersom utvecklingsarbetet är mer omfattande.



Återkommande intäkter

Flera läkemedel i portföljen är inriktade mot sjukdomar och tillstånd som har en återkommande karaktär, exempelvis smärta, infektioner samt vitaminer och mineraler. Vidare är behovet av läkemedel lika omfattande oavsett konjunktur. Vi ser därför att en hög andel av bolagets intäkter är återkommande.



Bred pipeline

Pipelinen är bred och består av 30 potentiella produkter, varav 18 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. Vi ser att den höga förväntade lanseringstakten kommande år i kombination med ytterligare expansion inom nya geografiska marknader kommer möjliggöra fortsatt hög tillväxt med stigande rörelsemarginaler.

"Vi ändrar utsikten för året från en tillväxt på runt 25 procent till en tillväxt norr om 30 procent".

- VD Axel Schörling

Investeringscase

- God historik av hög tillväxt under lönsamhet
- Begränsad konkurrens
- Inträdesbarriärerna är högre inom nichgenerika
- Återkommande intäkter
- Behovet av läkemedel är lika omfattande oavsett konjunktur
- Bred pipeline
- Expansion inom nya geografiska marknader
- Försäljning av Covid-19 självtester utgör en option
- Erfaren och kompetent ledning och styrelse
- Stark ägarbild och högt insiderägande
- Flera insiderköp under året

Generika

Generiska läkemedel går att betrakta som likvärdiga behandlingsalternativ till originalläkemedel. De innehåller samma farmaceutiska substanser och finns tillgängliga i identiska styrkor samt beredningsformer som originalläkemedel. Vidare testas generiska läkemedel i kliniska studier och granskas av tillsynsmyndigheter. Skillnaden är att generiska läkemedel saknar patentskydd, har ett annat namn och kommer från en annan leverantör. Fördelen är att de kan säljas till billigare priser än originalen, eftersom utvecklingskostnaderna är betydligt lägre, vilket leder till kostnadsbesparingar för leverantörer, samhället och patienter. Nackdelen för generikaföretag är att marknaden är öppen och i regel konkurrensutsatt, vilket leder till prispress.

Nischstrategi

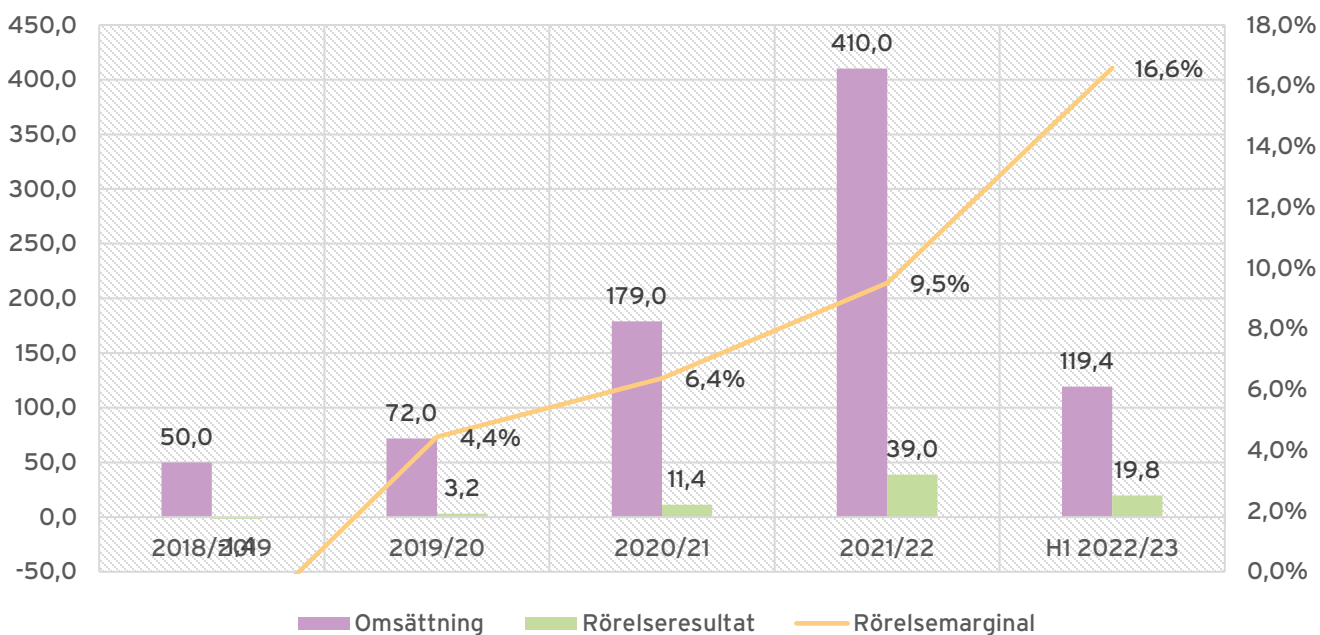
EQL Pharma undkommer ofta prispress genom att endast utveckla eller licensiera in generiska läkemedel på mindre och nischade marknader där originalläkemedel har varit utan patentskydd under en längre tid utan att generisk konkurrens tillkommit, eller där den generiska konkurrensen är begränsad. Bolaget kan således verka på relativt konkurrensfria marknader, till skillnad från flera andra generikaföretag som fokuserar på kommande patentutlöp där framtida generikakonkurrens är mer osäker. Detta resulterar i högre förutsägbarhet avseende framtida efterfrågan och långsiktigt höga samt stabila bruttomarginaler. Utöver generika som substitut till originalläkemedel inriktar sig bolaget även på att erbjuda produkter i nya beredningsformer, vars form har fördelar för patienterna jämfört med de beredningsformer som finns tillgängliga på marknaden. Beredningsform beskriver vilken form läkemedel eller produkter har för att kunna användas eller intas av patienter.



Tillväxt med stigande marginaler

Strategin har varit framgångsrik och EQL Pharma har en historik av hög organisk tillväxt under stigande lönsamhet. Omsättningen för helåret 2021/2022 uppgick till 410 MSEK (179), vilket motsvarade en ökning med 129 procent. Justerat för försäljning av engångskaraktär (Covid-19 tester) uppgick omsättningen till 135 MSEK (96), en ökning med 41 procent. Rörelseresultatet för helåret uppgick till 39 MSEK, vilket motsvarade en rörelsemarginal om 9,5 procent. Vi är särskilt imponerade över bolagets förmåga att kombinera hög organisk tillväxt med stigande rörelsemarginaler. Generika är i regel en volymaffär där lanseringar av nya produkter samt expansion inom nya geografiska marknader skapar förutsättningar för att skala på de fasta kostnaderna som en tillståndspliktig verksamhet medför. Vi ser att den höga förväntade lanseringstakten kommande år i kombination med ytterligare expansion inom nya geografiska marknader kommer möjliggöra fortsatt hög tillväxt och marginalexpansion.

Omsättning och rörelseresultat

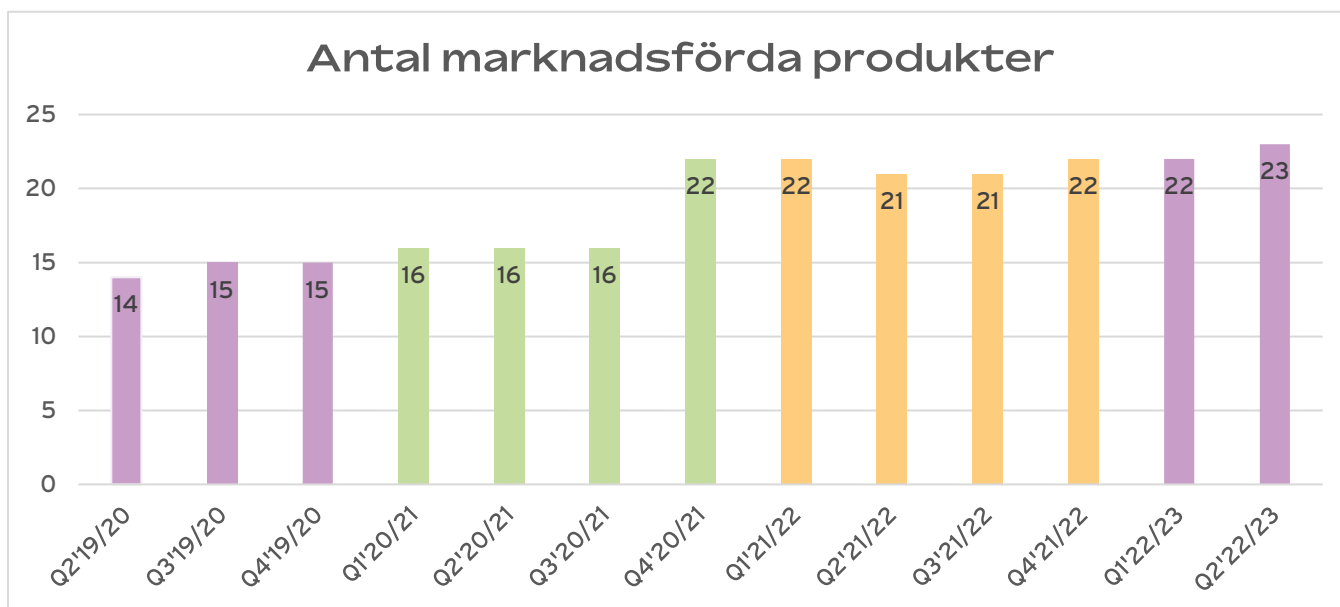


Notera att EQL Pharma redovisar brutet räkenskapsår, där året startar 1 april och slutar 31 mars. Detta innebär att innevarande räkenskapsår för bolaget är räkenskapsåret 2022/2023, som sträcker sig mellan 2022-04-01 och 2023-03-31.

Affärsmodell

Affärsmodellen bygger på att identifiera nya generiska läkemedel där konkurrensen är begränsad eller obefintlig. EQL Pharma projektleder sedan processen från antingen utveckling, köp, licensiering, eller parallelimport av läkemedel till marknadsförda produkter. Utöver detta licensierar bolaget även ut produkter ur den befintliga portföljen till företag som verkar på andra geografiska marknader i utbyte mot förskottsbetalningar och royalties på framtida försäljning.

EQL Pharma har medvetet valt att outsourca alla steg i produktutvecklingen till partners för att reducera både OPEX och CAPEX. Vidare sker även produktion, lagerhållning och distribution med hjälp av partners. Vår uppfattning är att detta är en kostnadseffektiv modell som fungerar väl, även om beroendet av partners medför en förlust av viss operativ kontroll. Produktportföljen har ökat rullande tre år tillbaka, bortsett från enskilda avvecklingar. Vidare indikerar den kraftiga försäljningsökningen under samma period att produktionskapaciteten snabbt kan utökas vid behov.



Merparten av produkterna i portföljen är egenutvecklade tillsammans med partners, vilket beror på att de läkemedel som bolaget är intresserade av vanligtvis inte finns att köpa eller licensiera in som färdigutvecklade produkter. Egenutvecklade produkter genererar därmed högre inträdesbarriärer, eftersom utvecklingsprojekten är resurskrävande både vad gäller tid och kapital. Enligt bolaget tar det uppskattningsvis i regel mellan tre och fem år att utveckla ett generiskt läkemedel från idé till första intäkt, vilket är betydligt lägre än för ett originalläkemedel. Ytterligare en fördel med egenutvecklade produkter är att globala rättigheter ofta inkluderas, vilket skapar möjligheter för utlicensieringar. Nackdelen är att tidsaspekten är oförutsägbar och att förseningar är vanligt förekommande.

För närvarande har EQL Pharma 23 marknadsförda produkter som primärt säljs på apotek mot recept. Försäljning sker under eget varumärke i Sverige, Norge, Danmark samt Island. Vidare förekommer partnerförsäljning i Finland, Storbritannien, Tyskland, Österrike, Schweiz samt Frankrike. Ambitionen från bolagets sida är att fortsätta utöka den geografiska närvaron i Europa genom partnerförsäljning. Utöver dessa läkemedel i portföljen erbjuder bolaget även parallellimporterade produkter och nischade förbrukningsvaror, exempelvis självtester kopplat till Covid-19.

Även om produktportföljen inte är begränsad till specifika marknader, terapibehov eller patientgrupper så är flera läkemedel inriktade mot sjukdomar och tillstånd som har en återkommande karaktär, exempelvis smärta, infektioner och vitaminer samt mineraler. Dessutom är

behovet av läkemedel lika omfattande oavsett konjunktur. Vi ser därför att en hög andel av bolagets intäkter är återkommande, vilket ger ökad stabilitet. Vidare utgör de fem största läkemedlen i dagsläget cirka 50 procent av omsättningen, vilket även går att betrakta som relativt diversifierat. I takt med att bolaget lanserar nya produkter förväntar vi oss att riskspridningen ökar ytterligare.

Prissättning

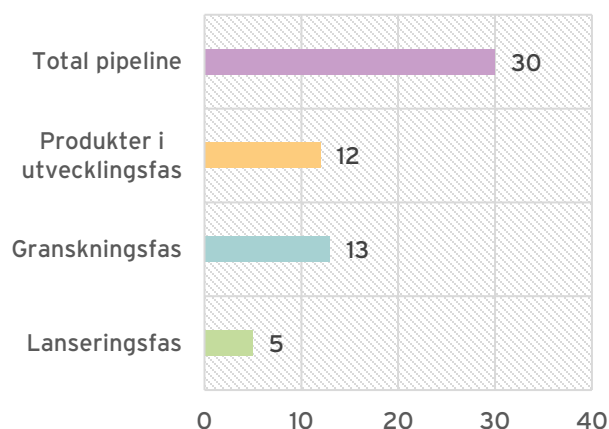
En väsentlig del i affärsmodellen utgörs av rätt prissättning mot kund. I Sverige och i flera länder i Norden ska det billigaste tillgängliga läkemedlet tilldelas patienten enligt lag från myndigheter, givet att förskrivaren eller patienten inte motsätter sig detta av exempelvis medicinska skäl. Patienten får då en skattefinansierad subvention av läkemedlet, vilket skapar incitament för att välja det billigaste läkemedlet på marknaden. I Sverige skickar generikaföretagen in en prisansökan till Tandvårds- och läkemedelsförmånverket varje månad, som i sin tur förmedlar informationen vidare till apoteken. I övriga Norden ser processerna likvärdiga ut, bortsett från att tidsaspekten och beslutande aktörer kan skilja sig åt. Med anledning av detta behöver EQL Pharma ingen försäljningsorganisation i Norden, utan produkterna marknadsförs och säljs så länge priset är billigast. Vidare kan bolaget genomföra mindre prisjusteringar jämfört med aktuellt pris för att bli billigast, eftersom konkurrensen är begränsad. Sammantaget ser vi att strukturen i marknaden skapar stora möjligheter, samtidigt som det bör betraktas som en risk för ökad konkurrens.

Lovande framtidsutsikter

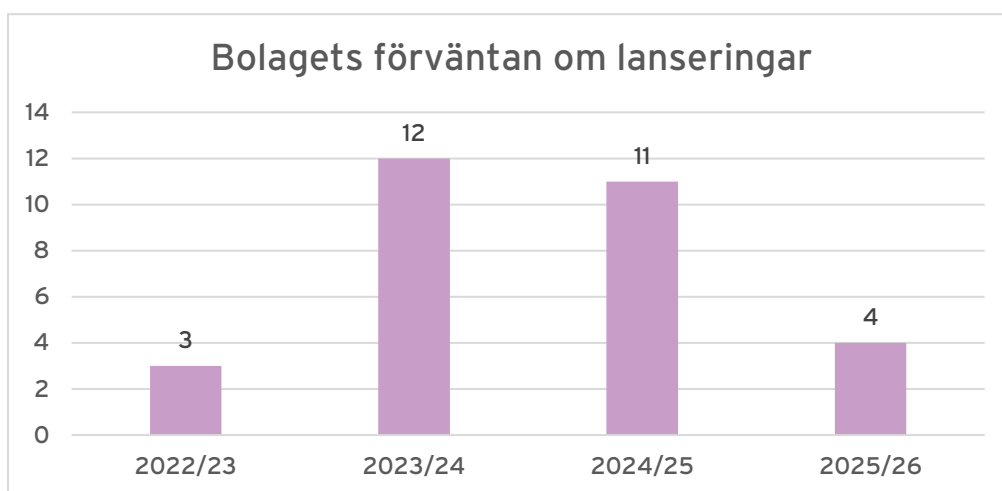
Vår bedömning är att framtidsutsikterna ser mycket goda ut och att tillväxtresan har hög potential att fortsätta över en längre period. EQL Pharms har en bred pipeline av läkemedel som förväntas lanseras kommande år. Utöver detta har bolaget ytterligare möjligheter att expandera den befintliga portföljen inom nya geografiska marknader. Vidare ämnar bolaget förlänga sin satsning inom Covid-19 självtester som tidigare har varit framgångsrik.

Bred pipeline

Pipelinen är bred och består av 30 potentiella produkter, varav 18 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produkterna färdigutvecklade och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter innan försäljningen kan påbörjas, vilket kan ta mellan tolv och 18 månader. Väl i lanseringsfas uppgår tidslinjen ofta till cirka sex och nio månader innan de första förpackningarna når kunderna.



Av den orsaken att en hög andel läkemedel i pipeline befinner sig i granskning- eller lanseringsfas så förväntar vi oss hög lanseringstakt kommande år. Hur många läkemedel i utvecklingsfasen som slutligen kan komma att bli marknadsförda produkter anser vi mer oförutsägbart. Historiskt har flera projekt visat sig vara betydligt svårare att utveckla rent tekniskt och därmed blivit dyrare, vilket går att betrakta som felsatsningar. Vi räknar därför med att flera läkemedel i pipeline inte kommer nå kommersiell fas. Å andra sidan består pipeline även av inlicensierade läkemedel, vilket är en betydligt enklare process än att utveckla på egen hand.



En stor skillnad mot nuvarande portfölj är att pipeline i hög utsträckning består av injicerbara läkemedel för slutenvård. Sammantaget ser vi att detta medför stora fördelar, men även fler osäkerheter. Injicerbara produkter är mer komplexa att utveckla än apoteksprodukter, vilket innebär lägre konkurrens, men också högre tekniska risker. Vidare upphandlas sjukhusprodukter via lagen om offentlig upphandling, vilket kräver vunna upphandlingar för att de ska säljas. Samtidigt är kassaflödena betydligt stabilare och kontraktstiderna löper vanligtvis mellan ett och fem år. Av nuvarande pipeline att döma tror vi att 2023/2024 kommer vara ett år där bolaget deltar i flera upphandlingar, som sedan resulterar i försäljning under 2024/2025 och framåt.

När läkemedel i pipeline väl befinner sig i kommersiell fas räknar vi med hög *return on investment*. Bolagets interna målsättning är att tjäna tillbaka läkemedlets utvecklingskostnader inom två år för egenutvecklade produkter. För licensprojekt är tiden mindre än tolv månader. Givet nuvarande konkurrensbild och att bolaget vinner större upphandlingar anser vi att detta är uppnåeligt.

Nya geografiska marknader

EQL Pharma har påbörjat arbetet med att expandera inom nya geografiska marknader i Europa där den befintliga portföljen saknar generisk konkurrens. Förutom att arbeta med prissättningen och förhandla fram nya avtal med underleverantörer så skapar lanseringar i nya geografiska marknader ytterligare förutsättningar att öka intäkten per generika för en viss molekyl. Vi ser särskilt stor potential för produkten Mellozzan, som vi betraktar som en strategisk nyckel för EQL Pharma.

Mellozzan utvecklades som en nischgenerika och produkten har en stabil försäljning i Sverige, där läkare i hög omfattning förskriver melatonin till barn med ADHD som har insomningsproblematik. Det vi finner särskilt intressant är att det inte finns någon sådan förskrivningshistorik i övriga världen,

vilket uppmärksammats av bolaget. EQL Pharma har redan licensierat ut produkten i Norge, Finland, Danmark, Tyskland, Österrike, Schweiz, Storbritannien samt Frankrike, till lokala företag som verkar inom ADHD och sömnbesvär. I utbyte har bolaget ofta erhållit förskottsbetalning och tvåsiffriga procentuella royalties, vilket indikerar för oss att andra företag ser stor potential för produkten. Diskussioner avseende Mellozzan förs i ytterligare länder i Europa samt övriga världen och vi tror att flera avtal kommer kunna signeras i framtiden. Utöver Mellozzan har bolaget även långt gångna diskussioner i flera europeiska länder gällande andra produkter.

I Norden behöver EQL Pharma som tidigare nämnt ingen försäljningsorganisation, men i övriga Europa är strukturerna annorlunda. I majoriteten av fallen är det direkt försäljning, vilket kräver försäljningsorganisationer med goda kontakter in till apotekare, läkare och myndigheter. Vi ser positivt på att EQL Pharma har valt partnerförsäljning i övriga Europa, eftersom detta inte ökar rörelsekostnaderna i lika hög omfattning. Vidare tycker vi om att befintliga partners bedriver försäljning till samma målgrupper, vilket betyder att den kommersiella infrastrukturen redan är på plats. Givet marknadspotentialen för flera av produkterna i portföljen kan dessa även göra skillnad i distributörernas finanser. Sammantaget upplever vi att bolaget varit selektiva vid valet av partners, vilket reducerar risken för att EQL inte får det fokus bolaget önskar. Vår osäkerhet ligger snarare i att molekylerna är valda utifrån ett nordiskt fokus och att de av olika skäl därmed inte skulle vara efterfrågade på nya marknader.

Covid-19 självtester

Bolaget genomförde en opportunistisk satsning under pandemin genom att även erbjuda nischade förbrukningsvaror kopplat till Covid-19, exempelvis självtester. Satsningen var framgångsrik, vilket lyfte försäljningen kraftigt. EQL Pharma har med hjälp av dessa engångsintäkter byggt upp en större kassa som vi bland annat ser kommer återinvesteras i kärnverksamheten. Vidare upparbetades goda relationer och kontrakt med leverantörer samt kunder. Värdet av lagret skrevs dock nyligen ned till noll till följd av flera osäkerhetsfaktorer för den framtida försäljningspotentialen, exempelvis storleken och tidpunkten för nya smittvågor samt att benägenheten för att testa sig är på lägre nivåer. Nedskrivningen påverkade helårsresultatet för räkenskapsåret 2021/2020 med 20 MSEK, men innebär samtidigt att framtida försäljning hamnar rakt ner på sista raden.

EQL Pharma har nu under en period arbetat med nästa generations Covid-tester, som redan har lanserats i mindre skala. Produkterna är anpassade utifrån att pandemin har ändrat karaktär. Vidare kan de även upptäcka samt diagnosticera influensa (A+B) under samma test. Givet bolagets dominanta marknadsposition i Sverige och i andra länder samt att benägenheten för att testa sig ökar igen så talar detta för att denna opportunistiska satsning också kommer bli framgångsrik, även om vi antar att testningen kommer vara i betydligt lägre omfattning denna gång. Det som tyder på att benägenheten för att testa sig kommer öka är att vi säsongsmässigt går in i en kallare period som främjar smittan, influensa-säsongen prognosticeras bli större i år och att Kina har öppnat upp igen.

Om vi ponerar att benägenheten för att testa sig kommer vara på en låg nivå ser vi en viss finansiell risk kopplat till den nya satsningen, dels i form av kostnader och tid, dels i form av destruktionsrisk. Vidare finns även risk för att lagerpositioner återigen kan behöva skrivas ned. Å andra sidan kan bolaget styra en del av osäkerheterna genom att endast köpa in lager när kunder finns tillgängliga. Utöver detta har bolaget flera språk på förpackningarna för att reducera beroendet av enskilda marknader. Med anledning av osäkerheterna betraktar vi dock affärsområdet som en option.

Konkurrens

EQL Pharma fokuserar på mindre och nischade marknader som ofta har en liten omsättning globalt, men som är av betydande storlek i ett land eller region. Det kan exempelvis vara läkemedel till sjukdomar och tillstånd som har en tydlig lokal och kulturell karaktär. På detta sett ser vi att bolaget undviker konkurrens från större och internationella läkemedelsbolag såsom Pfizer, som i regel fokuserar på läkemedel som i hög utsträckning kan lanseras i många länder samtidigt.

Vidare är inträdesbarriärerna högre inom nischgenerika än generika, eftersom dessa läkemedel vanligtvis inte finns att köpa eller licensiera in som färdigutvecklade produkter. Enligt bolaget tar det uppskattningsvis i regel mellan tre och fem år att utveckla ett generiskt läkemedel från idé till första intäkt. Utvecklingsarbetet är således resurskrävande både vad gäller tid samt kapital, vilket leder till att konkurrensen främst utgörs av originalläkemedel och ett fåtal generikaföretag. Konkurrerande generikaföretag i Norden är bland annat Leo Pharma, Orifarm, Evolan Pharma, Ebb Medical, Nordic Drugs, 2Care4, Viatrix, AGB Pharma samt Meda. Flertalet av dessa är dock parallellimportörer, vilket utgör lägre konkurrens än de aktörer som utvecklar egna produkter.

Det vi finner särskilt intressant avseende konkurrensbilden är att det i regel finns utrymme för cirka tre till fyra aktörer inom en enskild produkt. Vår uppfattning är att generikaföretagen har incitament för att hellre vinna en del av marknaden till ett högre pris med goda bruttomarginaler, än att ta hela marknadsandelen till ett lägre pris med låga/obefintliga bruttomarginaler. Företag agerar därför vanligtvis rationellt och släpper fram varandra i omgångar när priserna uppdateras i periodens vara. Vidare är leverantörerna till originalläkemedel sällan aktiva i prissättningen, dels på grund av att de får sin marknadsandel från trogna patienter, dels på grund av att de har fokus på att utveckla nästa läkemedel när patentet utgått. Historiskt har dock EQL Pharma tvingats fasa ut enskilda produkter ur portföljen till följd av ytterligare konkurrens, vilket vi även räknar med kan ske framåt.

Det vi ställer oss frågande till är hur länge bolaget kan fortsätta kapitalisera på mindre nischläkemedel med begränsad konkurrens inom Norden. Så småningom kommer marknaden till slut att bli exploaterad. Vi ser därför positivt på bolagets expansion inom såväl nya affärsområden som geografiska marknader. EQL Pharma har haft en imponerande resa inom Norden och när marknaden så småningom blir exploaterad i framtiden borde rimligtvis samma strategi kunna implementeras i övriga Europa, även om det sannolikt kommer kräva mer arbete vad gäller identifikation av läkemedel. Marknaden i Europa är cirka 20 gånger större än Norden avseende potentiella patienter.

Sammanfattningsvis är vår bedömning att nuvarande konkurrensbild är relativt begränsad och att den sannolikt kommer fortsätta vara det inom en överskådlig framtid. Samtidigt bör högkostnadsyddet betraktas som en risk för ökad konkurrens.

Ledning och styrelse

Ledning och styrelse består av ett flertal personer med lång erfarenhet inom Life Science, forskning och utveckling samt internationella expansioner. Vi bedömer att den interna kompetensen och erfarenheten är stark för att lyckas med bolagets tillväxtsatsningar. Vidare är det en trygghet för oss att bolagets grundare och tidigare VD är kvar som styrelseordförande. Vår positiva bild om EQL Pharmas framtidsutsikter stärks ytterligare genom det höga insiderägandet samt att flera insiders nyligen utökat sitt befintliga ägande.

Axel Schörling, VD

Axel är nytillträdd VD sedan augusti 2022 och har tidigare arbetat i bolaget som vice VD samt operativ chef. Innan EQL Pharma arbetade han som direktör för Perstorps Business Controlling team. Utöver detta har han även erfarenheter som managementkonsult på BearingPoint. Axel besitter goda erfarenheter inom försäljning, verksamhetsstyrning, logistik samt inköp. Med tanke på bolagets tillväxtsatsningar är en investering i EQL Pharma för oss även en tro på att Axel är en duktig kapitalallokerare, utöver att driva kärnverksamheten. Vår tro på Axel stärks av den anledningen att han har skolats in i bolaget under en längre tid, har stöd från en kompetent ledning och styrelse samt äger en betydande andel aktier.



Axel äger 257 133 aktier, motsvarande cirka 6,8 MSEK. Utöver detta äger han 400 000 teckningsoptioner.

Martin Kristofferson, COO

I samband med Axels tillträdande som VD utsågs även Martin som ny operativ chef från sin tidigare roll som strategisk inköpare. Martin har lång erfarenhet av inköp, logistik och marknadsföringsaktiviteter från ett flertal roller inom Life Science-sektorn. Han har bland annat ansvarat över CMO och offentliga upphandlingsprocesser av medicinska produkter hos Leo Pharma. Vidare har han internationella erfarenheter från sitt tidigare arbete i Indien som en del av AstraZenecas "Branded Generics" initiativ.



Martin äger 12 500 aktier, motsvarande cirka 0,3 MSEK. Utöver detta äger han 46 000 teckningsoptioner.

Anna Jönsson, CFO

Anna är CFO sedan 2021 och har över tio års erfarenhet från redovisning- och revisionsbranschen. Hon har tidigare arbetat som kvalificerad redovisningskonsult och kontorschef i Lund på Resursgruppen Ekonomi & Revision AB. Vidare har hon varit CFO för de börsnoterade bolagen Amniotics AB och Respiratorius AB.



Anna äger 13 729 aktier, motsvarande cirka 0,4 MSEK.

Alexander Brising, Business Development Director

Alexander är utvecklingschef sedan 2016 och har gedigen erfarenhet inom affärsutveckling. Han har bland annat haft flera marknads- och affärsutvecklingsuppdrag på Sandoz, som är ett generiskt läkemedelsföretag inom Novartis-koncernen. Alexander hade senast rollen som kommersiell chef för Sandoz-portföljen i Sverige där han framgångsrikt ansvarade över exempelvis pipelineutveckling och budget för all apoteksförsäljning. Vi noterar att pipelinen har tagit fart ordentligt sedan Alexanders inträde i EQL Pharma.



Alexander äger 356 543 aktier, motsvarande cirka 9,4 MSEK.

Cornelia Lindström, Reg/QA/PV Director

Cornelia har längre erfarenhet av Regulatory Affairs och Quality Assurance i olika positioner inom läkemedelsindustrin. Hon har exempelvis tidigare haft rollen som Head of Regulatory Affairs and Pharmacovigilance på företaget Bayer Animal Health i Köpenhamn.

Cornelia äger inga aktier i bolaget. Däremot äger hon 46 000 teckningsoptioner.



Christer Fåhraeus, styrelseordförande och medgrundare

Christer är grundare till bolaget och var även VD fram till att Axel tog över. Han har nu övertagit rollen som styrelseordförande och är fortsatt kvar som största ägare via det egna bolaget Fårö Capital, vilket vi ser mycket positivt på. Christer har ett imponerande track-record och är grundare samt har varit VD i flera börsnoterade bolag, däribland Cellavision.

Christer äger 8 727 348 aktier via bolaget Fårö Capital, motsvarande cirka 230 MSEK.



Anders Månsson, styrelseledamot

Anders är styrelseledamot sedan 2018 och har över 25 års erfarenhet inom biovetenskap. Han har bland annat haft flera ledande befattningsroller i multinationella läkemedelsbolag, både internationellt och i Sverige. Tidigare har han även varit VD för forskningsbolaget RhoVac Group.

Anders äger 10 000 aktier, motsvarande cirka 0,3 MSEK



Per Ollermark, styrelseledamot

Per är styrelseledamot sedan 2021 och har över 25 års erfarenhet från ledande ekonomibefattningar i internationella koncerner, varav flertalet har varit bolag inom Life Science. Sedan tio år tillbaka arbetar han som interimskonsult och ekonomisk rådgivare via det egna bolaget Turn the Key AB. Pers huvudfokus är på effektiviseringsprojekt, turn-around, IPO-förberedelser samt traditionella interimroller.

Per äger inga aktier eller teckningsoptioner i bolaget.



Rajiv I. Modi, styrelseledamot

Rajiv är styrelseledamot sedan 2015 och är även aktiv som VD och styrelseordförande för Cadila Pharmaceuticals, tillika bolagets andra största ägare. Cadila Pharmaceuticals är en global läkemedelskoncern från Indien med fokus på läkemedelsutveckling och innovation. Det är en strategisk partner som EQL Pharma har ett tätt distributions- och utvecklingssamarbete med. Rimligtvis är EQL Pharma en prioriterad kund hos Cadila Pharmaceuticals med tanke på deras stora ägande. Vidare är Modi själv forskare och en viktig resurs vid utvecklandet av nya produkter.

Modi äger 8 718 500 aktier via bolaget Cadila Pharmaceuticals, motsvarande cirka 230 MSEK.



Per Svangren, styrelseledamot

Per är styrelseledamot sedan 2021 och även seniorkonsult samt VD i det egna konsultbolaget Svangren Life Science Consulting AB. Han har mer än 20 års erfarenhet från både lokala och globala befattningar i bio- och medicintekniska bolag, däribland Pfizer, AstraZeneca, Leo Pharma samt SOBI.

Per äger 10 480 aktier, motsvarande cirka 0,3 MSEK.



Linda Neckmar, styrelseledamot

Linda är styrelseledamot sedan 2020 och har även en ledande befattningsroll med globalt ansvar för affärsområdet Human Health på bolaget Chr Hansen A/S. Vidare har hon tidigare varit ansvarig för global försäljning och marknadsföring på Probi AB.

Linda äger 2 500 aktier, motsvarande cirka <0,1 MSEK



Ägarlista

* Fårö Capital	30,03%
* Cadila Pharmaceuticals	30,00%
Avanza Pension	2,78%
Emanuel Eriksson	2,09%
Sten Irwe	1,28%
Lars Fåhraeus	1,27%
*Alexander Brising	1,23%
Magnus Hansson	1,13%
Carnegie Fonder	1,12%
Jimmie Johnsson	1,10%

**= Insiders*

Insiderägande = 62,31 %

Finansiell ställning

Eget kapital uppgick till 138,5 MSEK vid utgången av Q2, vilket ger en soliditet om cirka 55 procent. EQL Pharma befinner sig i en expansiv fas och investerar kraftigt i tillväxt, vilket är en av anledningarna till att soliditeten minskat sett över en femårsperiod. Det senaste räkenskapsåret har dock soliditeten stärkts ett par procentenheter. Vidare har bolaget en kassa om cirka 28 MSEK. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som god, även om osäkra tillgångar i balansräkningen utgör en viss finansiell risk.

Finansiell målsättning

Bolagets finansiella målsättning är att öka omsättningen i genomsnitt med 40 procent per år räknat från 2020/21 till och med 2024/25, exklusive försäljning av engångskaraktär. För det innevarande räkenskapsåret 2022/23 förväntar sig bolaget en tillväxt över 30 procent, vilket innebär att tillväxten prognosticeras bli högre än 40 procent åren därpå. Vidare har bolaget som mål att rörelsemarginalen ska vara högre än 25 procent under slutet av 2024/2025.

Värdering

Vi har valt att värdera EQL Pharma genom att estimerar bolagets resultaträkning fram till och med 2024/2025, för att sedan applicera en exitmultiplik (EBIT) som vi tycker är rimlig, vilket i sin tur ger oss en potentiell CAGR för aktiekursen. Syftet med detta är att visa ett scenario som vi anser är rimligt, både vad gäller framtida finansiella resultat och den potentiella avkastningen.

I vårt huvudscenario utgår vi från att produktlanseringar i kombination med ytterligare expansion inom nya geografiska marknader kommer driva fortsatt hög omsättningstillväxt kommande år. Bolaget har ökat de återkommande intäkterna i genomsnitt med cirka 40 procent per år de tre senaste åren och vi känner oss trygga med att detta även kommer införlivas framåt. Vidare räknar vi med att rörelsemarginalen kommer fortsätta expandera. Generika är i regel en volymaffär där lanseringar av nya produkter samt expansion inom nya geografiska marknader skapar förutsättningar för att skala på de fasta kostnaderna som en tillståndspliktig verksamhet medför. Notera att räkenskapsåren 2020/21 och 2021/22 inkluderar engångsintäkter om totalt 385 MSEK. Våra estimat är exklusiva engångsintäkter och berör endast de återkommande intäkterna.

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Omsättning	72	179	410	182	264	383
% y/y	77,9%	148,6%	129,1%	-55,6%	45,0%	45,0%
Bruttoresultat	37	51	96	87	124	184
*marginal	51,8%	28,5%	23,3%	48,0%	47,0%	48,0%
% y/y	76,0%	36,7%	87,6%	-8,7%	51,4%	48,2%
EBIT	3,2	11,4	38,8	29,0	50,0	90,0
*marginal	4,4%	6,4%	9,5%	15,9%	18,9%	23,5%
% y/y	245,0%	256,3%	240,4%	-25,3%	72,4%	80,0%

P / x

	Omsättning	Bruttoresultat	Rörelseresultat
2019/20	10,7	20,6	239,7
2020/21	4,3	15,0	67,3
2021/22	1,9	8,0	19,8
2022/23E	4,2	9,4	26,4
2023/24E	2,9	6,2	15,3
2024/25E	2,0	4,2	8,5

Exit multipel

	EBIT
2024/25E	25
Vikt	100%

Värdering

	EBIT	Totalt
2024/25E	2250	2250

Potentiell avkastning

	Faktor	Procent	CAGR
2024/25E	2,93	193%	24%

Säkerhetsmarginal 30%

	Faktor	Procent	CAGR
	2,05	105%	15%

Optimistiskt scenario

I vårt optimistiska scenario utgår vi från en högre lanseringstakt av nya läkemedel. Vi antar därmed att tillväxten accelererar ytterligare under 2023/24 och 2024/25. Vidare lyckas bolaget förhandla fram nya avtal med underleverantörer. Sammantaget resulterar detta i att rörelsemarginalen är högre än 25 procent för räkenskapsåret 2024/25.

Pessimistiskt scenario

I vårt pessimistiska scenario utgår vi från att majoriteten av alla läkemedel i pipelinen inte når kommersiell fas. Bolaget upplever att dessa läkemedel är betydligt svårare att utveckla än prognosticerat. Vidare är intresset för den befintliga portföljen lägre på nya marknader. Vi antar därför att omsättningstillväxten planar ut och att rörelsemarginalen försämras.

Främsta risker

- Ökad konkurrens
- Lanseringsrisk
- Regulatoriska risker
- Portföljen är vald utifrån ett nordisk fokus
- Expansion medför alltid vissa risker
- Beroendet av partners medför en förlust av viss operativ kontroll
- Nedskrivningar av tillgångar

Disclaimer

Ingen på Kalqyl äger aktier i kundbolag på grund av eventuella intressekonflikter. Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Analysen är oberoende men finansierad.