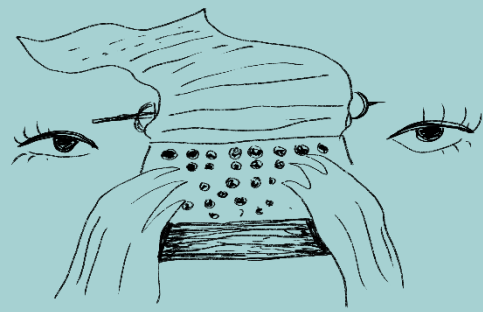




# EQL Pharma

## Rapportkommentar Q3'22/23



Läkemedelsbolaget EQL Pharma redovisade minskad omsättning och rörelseresultat i det tredje kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 80,2 MSEK (117,6)
- Rörelseresultatet uppgick till 15,5 MSEK (18,0)
- Rörelsemarginalen uppgick till 19,3 % (15,3)
- VPA uppgick till 0,41 SEK (0,59)
- Kassaflödet uppgick till -2,1 MSEK (12,4)
- Likvida medel vid utgången av kvartalet uppgick till 26,2 MSEK (20,5)
- Soliditeten uppgick till 55 % (33)

EQL Pharma redovisade återigen ett rekordkvartal för läkemedelsportföljen, drivet av nya produktlanseringar och att befintliga läkemedel i portföljen ökade i omsättning. Vidare fortsatte försäljningen av självtester för Covid-19, även om jämförelsetalen var tuffa. Justerat för försäljning av engångskaraktär ökade nettoomsättningen med hela 69 procent i kvartalet och med 52 procent under de nio första månaderna, vilket var högre än våra estimat. Vi ser att bolaget utvecklas över våra förväntningar och att tillväxtresan har hög potential att fortsätta. Till följd av detta har vi reviderat upp våra estimat. Aktien har utvecklats positivt sedan vår senaste analysuppdatering, men på våra estimat för räkenskapsåret 2024/25 finns fortfarande betydande uppsida kvar.

### Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	EQL
VD	Axel Schörling
Aktiekurs	34,40 SEK
Antal aktier	29 063 610
Börsvärde	1028,9 MSEK
Enterprise Value	1017,2 MSEK
Insiderägande	61,96 %



### Analytiker

Pontus Fredriksson

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

Twitter: @silwerskold

# EQL PHARMA

## 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 28 potentiella produkter, varav 17 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 uppdaterar tillväxtprognos för helåret från norr om 30 % till närmare 40 %".

- VD Axel Schörling

## Investeringscase

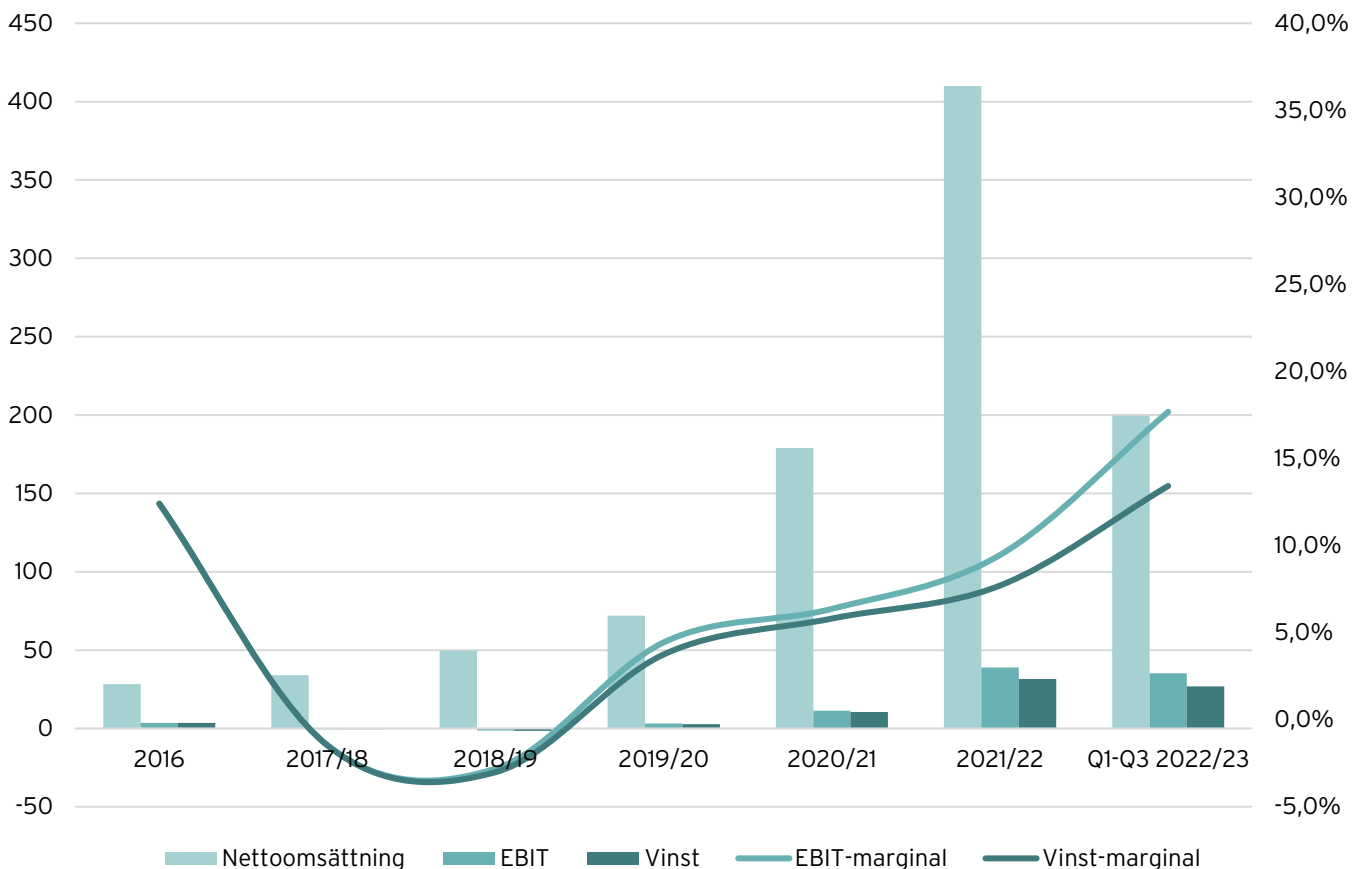
- God historik av hög tillväxt under lönsamhet
- Begränsad konkurrens
- Inträdesbarriärerna är högre inom nichgenerika
- Återkommande intäkter
- Behovet av läkemedel är lika omfattande oavsett konjunktur
- Bred pipeline
- Expansion inom nya geografiska marknader
- Försäljning av Covid-19 självtester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

## Finansiell utveckling

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 80,2 MSEK (117,6), vilket motsvarade en minskning med 32 procent. Minskningen berodde på särskilt tuffa jämförelsekvartal för självtester inom Covid-19, vilket är försäljning av engångskaraktär. Justerat för försäljning av engångskaraktär uppgick nettoomsättningen till 56,1 MSEK (33,1), vilket motsvarade en ökning med hela 69 procent. Den positiva ökningen i kärnverksamheten drevs primärt av nya produktlanseringar och att befintliga läkemedel i portföljen ökade i omsättning, vilket vi kommer återkomma till längre ned.

Rörelseresultatet uppgick till 15,5 MSEK (18,0), vilket motsvarade en minskning med 14 procent. Även här berodde minskningen på en lägre försäljning av självtester för Covid-19. Samtidigt steg bruttomarginalen från 28 till 44 procent och rörelsemarginalen från 15 till 19 procent, vilket tydligt visade den underliggande lönsamheten när kärnverksamheten ökar i andel av den totala försäljningen. Marginalutvecklingen är imponerande, i synnerhet när inflationen är hög och den svenska kronan svag mot euron som bolaget har stor exponering mot. Vidare tog bolaget ett par EBIT-sänkande smällar i kvartalet på ett par miljoner, bland annat för nedskrivningar i utvecklingsprojekt och för osäkerheter inom försäljning av självtester för Covid-19.

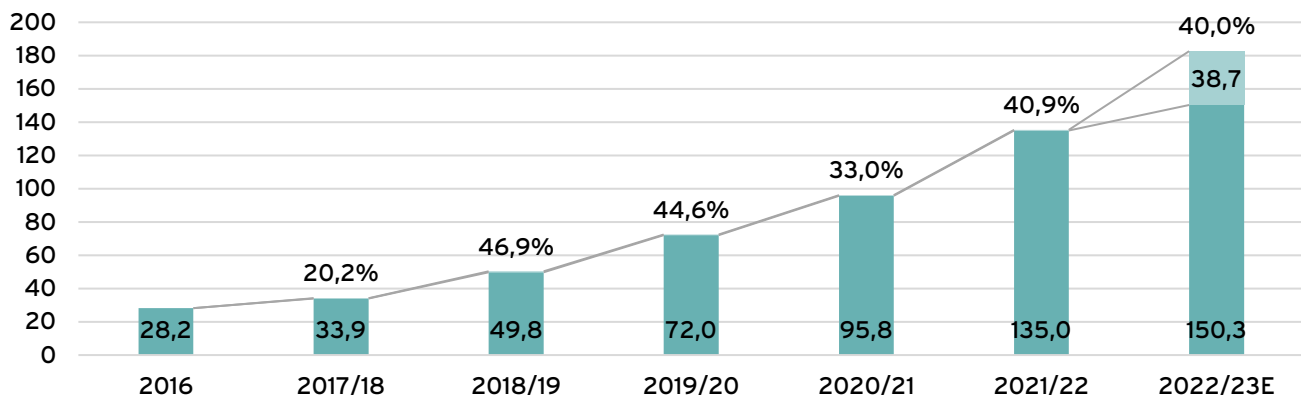
### Finansiell utveckling



## Tillväxten fortsätter i kärnverksamheten

Kärnverksamheten ökade med hela 69 procent jämfört med samma kvartal föregående år. Ökningen var delvis ett resultat av att Abiraterone Qilu och Ondansetron lanserades i kvartalet. Enligt våra beräkningar omsatte dessa läkemedel cirka 2,1 MSEK enbart i Sverige. Vidare har Colecalciferol och Phenoxyethylpenicillin lanserats under innevarande räkenskapsår, vilket innebär att ytterligare läkemedlen tillkommit sedan jämförelsekvartalet. Colecalciferol och Phenoxyethylpenicillin har haft en fin försäljningstrend i Sverige sedan lansering och enligt våra beräkningar bidrog dessa med cirka 5 MSEK till omsättningen i kvartalet. Utöver dessa har samtliga befintliga läkemedel ökat i försäljning i Sverige jämfört med samma kvartal föregående år, bortsett från Metformin, Methenamine, och Metronidazol. Ökningarna berodde dels på att det i regel tar cirka sex till tolv månader efter lansering innan intäkterna får fullt genomslag, dels att bolaget gynnades av en högre lagerhållningsstrategi och således kunde ta ut högre priser på vissa produkter när konkurrenter drabbades av restnoteringar. Anledningen bakom Metronidazols minskning var restproblematik. Vidare är Metformin mer av en opportunistisk produkt i portföljen.

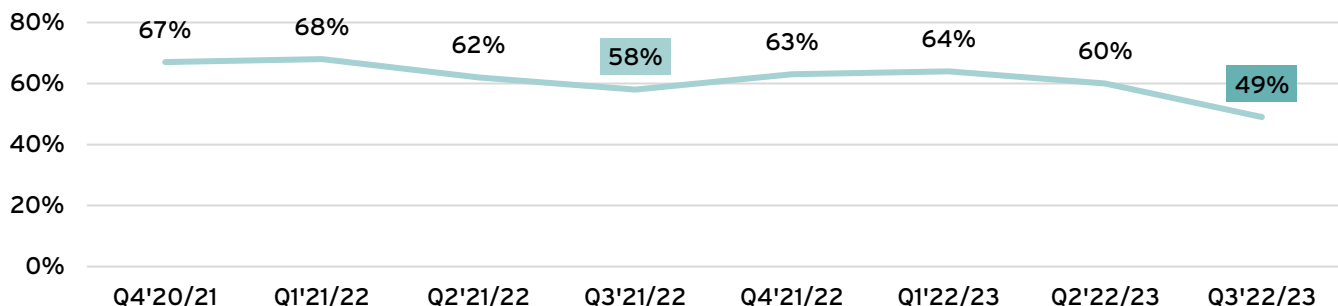
### Återkommande intäkter



### Minskat produktberoende

Till följd av lanseringarna och att befintliga läkemedel ökade i försäljning har produktberoendet minskat. De fem största molekylerna utgör i dagsläget cirka 49 % av omsättningen i Sverige. Vi ser att nya produktlanseringar kommer leda till ytterligare riskspridning under 2023/24.

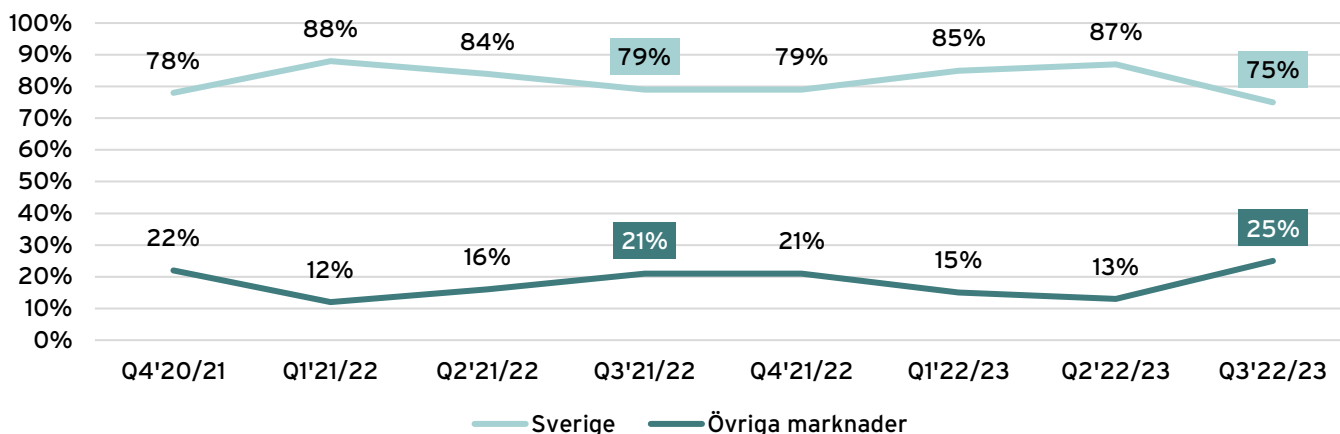
### 5 största molekylernas andel av AUP



### Geografisk intäktsfördelning

Enligt våra beräkningar utgjorde Sverige cirka 75 procent av intäkterna i kärnverksamheten, vilket innebar att övriga marknader bidrog till omsättningen i högre utsträckning jämfört med tidigare kvartal. Enligt bolaget ökade bland annat försäljningen av Methenamine kraftigt i UK, en produkt som börjat blir mer strategiskt intressant på flera marknader eftersom verkningsmekanismen kan ersätta antibiotikum för att undvika resistens. Vidare erhöles licensintäkter efter att ett exklusivt utlicensavtal för Mellozzan ingåtts med ett ledande europeiskt läkemedelsföretag för två stora Sydeuropeiska marknader. På sikt ser vi att utvecklingen för övriga marknader kommer fortsätta i takt med att befintliga läkemedel i portföljen expanderar till nya geografiska marknader. Vi förväntar oss exempelvis försäljningsintäkter för Mellozzan inom kort i Norge och i Danmark.

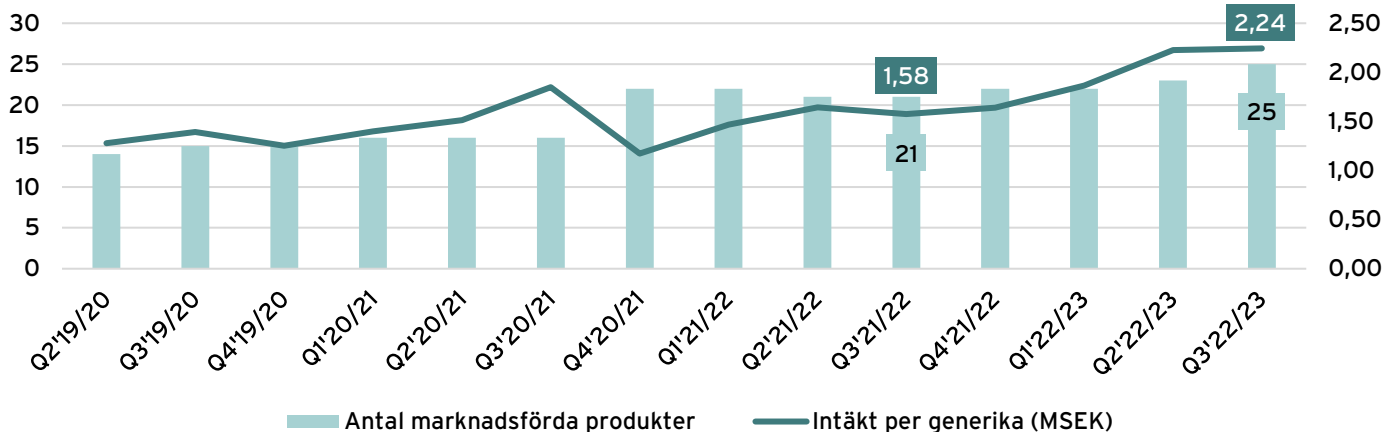
### Geografisk intäktsfördelning



### Intäkt per generika

Den positiva försäljningstrenden i kärnverksamheten visualiseras även genom att intäkten per generika ökade kraftigt från 1,58 till 2,24 MSEK. Detta trots lanseringarna i kvartalet och att de nya läkemedlen initialt har lägre potentiell marknad jämfört med flera andra i portföljen.

### Intäkt per generika



## Abiraterone Qilu

Abiraterone Qilu innehåller ett läkemedel som kallas för abirateronacetat. Det används för att behandla män för prostatacancer som har spridits till andra delar av kroppen. Abiraterone Qilu gör att kroppen slutar producera testosteron, vilket kan sakta ner tillväxten av prostatacancer. Läkemedlet lanserades i en styrka i Sverige och i Norge, och på sikt finns även en marknad i Danmark som bolaget kommer försöka adressera. Med anledning av att patenttiden för originalläkemedlet nyligen löpte ut har det varit stor prispress på marknaden, vilket medfört att marknaden i termer av antalet tabletter ökat månad för månad. Dessa faktorer gör det svårt att prognosticera den årliga marknadsstorleken i ett nuläge samt vilken marknadsandel EQL Pharma kan uppnå. Vidare har elva aktörer marknadsföringstillstånd i Sverige enligt FASS, även om vi antar att antalet aktiva konkurrenter är betydligt lägre<sup>1</sup>. Enligt bolaget har en upphandling vunnits i Norge till ett uppskattat värde om cirka 2-3 MSEK per kvartal i tolv månader, vilket vi ser kommer öka den totala försäljningen för Abiraterone. Abiraterone är den första av för närvarande fem läkemedel där EQL Pharma kommer agera nordiskt ombud åt det kinesiska läkemedelsföretaget Qilu Pharmaceuticals.

### Länder

Läkemedlet har lanserats i Sverige och i Norge. Potential finns även i Danmark.

### Marknad

Den årliga marknadsstorleken är svår att prognosticera i ett nuläge.

### Konkurrens

Antalet aktiva konkurrenter är också svårt att prognosticera i ett nuläge.

## Ondansetron

Ondansetron används för att behandla illamående och kräkningar som kan uppstå vid kemoterapi och strålbehandling, samt efter operationer. Det fungerar genom att stänga av kroppens signaler som orsakar illamående och kräkningar. Läkemedlet har lanserats i två styrkor i Sverige och en styrka i Danmark samt har en årlig marknad om cirka 15 MSEK med tre till sex aktiva konkurrenter. Vi ser att den potentiella marknaden är mindre jämfört med flera andra läkemedel i portföljen. Däremot finns ytterligare intäktspotential när den andra styrkan så småningom lanseras i Danmark.

### Länder

Läkemedlet har lanserats i Sverige och i Danmark.

### Marknad

Marknaden uppgår till cirka 15 MSEK årligen.

### Konkurrens

Det finns tre till sex aktiva konkurrenter.

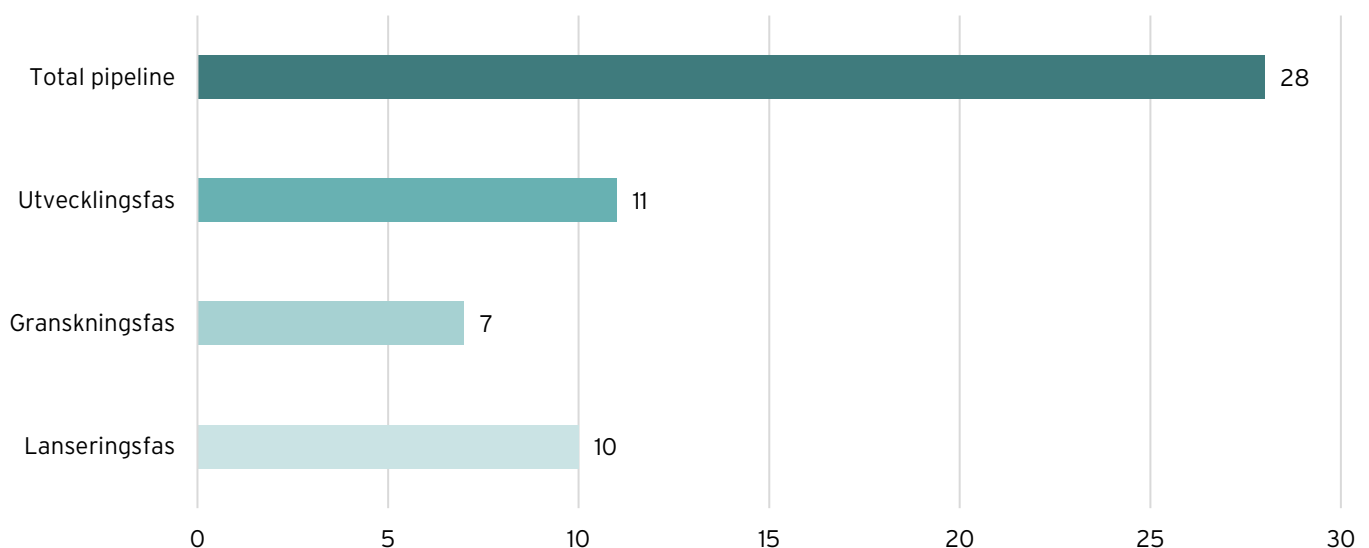
## Pipeline

Pipelinen är bred och består av 28 potentiella produkter, varav 17 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.

I kvartalet gick Abiraterone Qilu och Ondansetron från lanseringsfas till marknadsfört läkemedel, vilket innebär att den totala pipelinen minskade från 30 till 28 läkemedel. Utöver dessa godkändes sjukhusprodukterna Copneg, Levosimendan, Tigecyklin EQL, Ampitar, Penicryl Polfa, Meropenem samt Sugammadex Qilu. Dessa befinner sig nu i lanseringsfas. Vidare ser vi att ett okänt läkemedel gick vidare från utvecklingsfas till granskningsfas. Sammantaget var framstegen i pipelinen stora i kvartalet, även om nedskrivningarna i balansräkningen omfattade två läkemedel till följd av tekniska utmaningar i projekten. Av den orsaken att en hög andel läkemedel i pipelinen befinner sig i granskning- eller lanseringsfas förväntar vi oss hög lanseringstakt kommande räkenskapsår.

En stor skillnad mot nuvarande portfölj är att pipelinen i hög utsträckning består av sjukhusprodukter. Sjukhusprodukter upphandlas via lagen om offentlig upphandling, vilket kräver vunna upphandlingar för att de ska säljas. Enligt VD Axel Schörling har bolaget deltagit aktivt i upphandlingar under 2022, och vunnit upphandlingar till ett sammanlagt årligt ordervärde om cirka 12-13 MSEK som börjar gälla under 2023. Vidare är sjukhusprodukter mer komplexa att utveckla än apoteksprodukter, vilket innebär lägre konkurrens. Vi är därför av uppfattningen att potentialen för sjukhusprodukterna är högre jämfört med apoteksprodukterna. Vidare arbetar bolaget för att även utlicensiera dessa enligt VD Axel Schörling, vilket utgör ytterligare potential, även vi är medvetna om att cyklerna är långa och trögrikliga<sup>2</sup>.

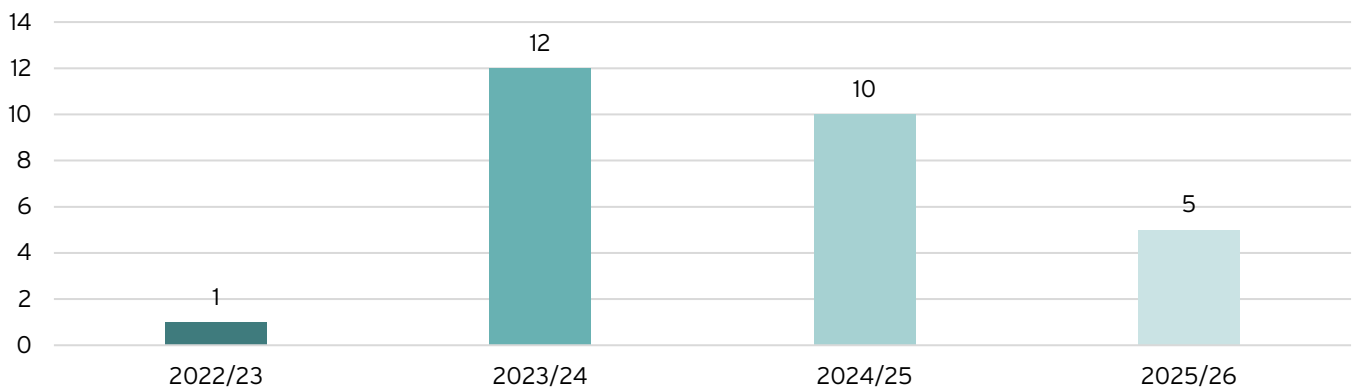
### Pipeline



## Lanseringstakt

Historiskt har cirka 60-65 procent av utvecklingsprojekten gått från utvecklingsfas till marknadsfört läkemedel. Enligt VD Axel Schörling var det mer av en slump att bolaget fick så många godkännanden i kvartalet<sup>2</sup>. Däremot har bolaget nyligen lanserat en organisatorisk enhet för att bättre samla in information över projekt och initiativ i pipelinen tillsammans med partners. Vi ser att detta har potential att öka antalet läkemedel som når kommersiell fas, minimera mängden förseningar och utgifter i projekten.

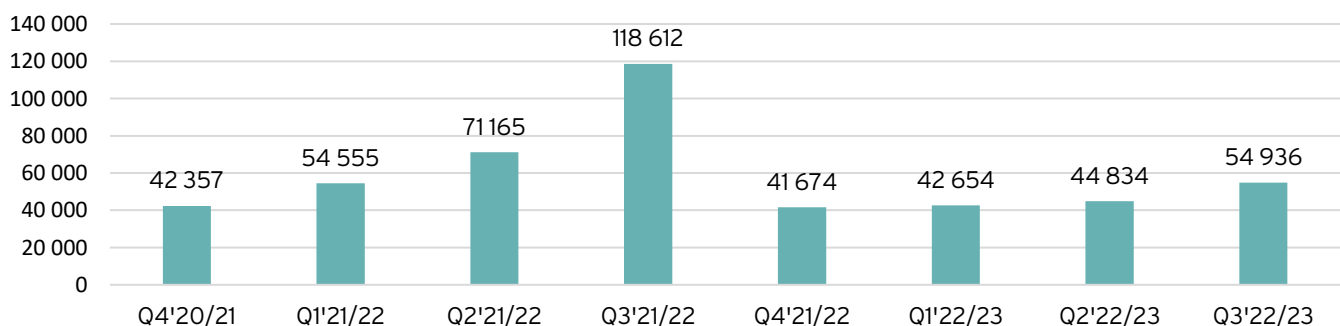
### Bolagets förväntan om lanseringar



## Varulager

Det är en utmanande tid för tillfället med brist på bland annat olika aktiva kemiska substanser. Som tidigare nämnt gynnas EQL Pharma positivt i kvartalet av en högre lagerhållningsstrategi jämfört med konkurrenter, även om bolaget också drabbades av restnoteringar för enskilda produkter. Enligt bolaget ser det att situationen fortsatt kommer vara orolig under 2023, vilket vi förväntar oss kommer vara nettopositivt för EQL Pharma. Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till cirka 55 MSEK och enligt VD Axel Schörling utgjorde självtesterna cirka 20 procent av dessa, vilket innebar 11 MSEK<sup>2</sup>. Vidare utgjorde nedskrivningen i kvartalet cirka 25 procent av självtesterna, vilket innebar cirka 3 MSEK. Sammanfattningsvis ser vi fortsatt viss risk kopplat till ytterligare nedskrivningar av tillgångar i balansräkningen, även om vi ser att den har reducerats efter kvartalet.

### Varulager





## Outlook 2022/23

Vår positiva outlook för EQL Pharma kvarstår och vi har valt att revidera upp våra estimat till följd av en högre förväntad tillväxt inom läkemedelsportföljen. Vi tror framför allt på en ökad lanseringstakt jämfört med tidigare i kombination med en högre intäkt per läkemedel. Vidare ser vi att bruttomarginalen har potential att öka i högre utsträckning än vår initiala förväntan, drivet av att sjukhusprodukterna sannolikt kommer ha en högre marginal jämfört med apoteksprodukterna. Utöver detta ser vi att kärnverksamheten kommer utgöra en högre andel av den totala försäljningen. Detta får i sin tur en positiv effekt på rörelsemarginalen som expanderar ytterligare. Aktien har utvecklats positivt sedan vår senaste analysuppdatering, men på våra estimat för räkenskapsåret 2024/25 finns fortfarande betydande uppsida kvar. Notera att försäljning av självtester för Covid-19 utgör en osäkerhet för våra estimat. Vi tycker att det är EQL Pharma bör utvärderats efter läkemedelsportföljens utveckling.

## Värdering

Antal aktier	29 063 610
Aktiekurs	35,4 SEK
Börsvärde	1 028,9 MSEK
Nettokassa	-11,7 MSEK
Enterprise value	1 017,2 MSEK

R12			
Nettoomsättning	403 MSEK	EV/S	2,6
EBIT	49,2 MSEK	EV/EBIT	21,8
Vinst	33,3 MSEK	P/E	31,2
FCF	19,4 MSEK	P/FCF	53,7

	EV/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	3,4	43,9	52,8	126,8
Snitt 5 år	4,7	11,1	22,0	60,6
Snitt 7 år	5,4	neg.	neg.	19,2

## Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att läkemedelsportföljen kommer öka i omsättning med 40 procent under 2022/23. Vi antar att bolaget kommer ha 26 läkemedel i portföljen och att intäkten per generika i genomsnitt kommer uppgå till cirka 1,8 MSEK per kvartal. Vidare räknar vi med att försäljningen från självtester inom Covid-19 kommer avta och att den uppgår till cirka 7 MSEK i Q4'22/23.

Därefter estimerar vi att läkemedelsportföljen kommer öka i omsättning med 50 procent under 2023/24. Vi antar att bolaget kommer ha 34 läkemedel i portföljen och att intäkten per generika i genomsnitt kommer uppgå till cirka 2,1 MSEK per kvartal. Vidare räknar vi med att försäljningen från självtester inom Covid-19 kommer halveras under 2023/24.

För räkenskapsåret 2024/25 estimerar vi att läkemedelsportföljen kommer öka i omsättning med 40 procent. Vi antar att bolaget kommer ha 41 läkemedel i portföljen och att intäkten per generika i genomsnitt kommer uppgå till cirka 2,4 MSEK per kvartal. Vidare räknar vi med att försäljningen från självtester inom Covid-19 kommer plana ut ytterligare. Notera att förvärv ej ingår i våra estimat.

(MSEK)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>72,0</b>	<b>179,0</b>	<b>410,0</b>	<b>245,0</b>	<b>311,7</b>	<b>403,9</b>
% y-o-y	n/a	148,6%	129,1%	-40,2%	27,2%	29,6%
<i>EV/S</i>	<i>14,1</i>	<i>5,7</i>	<i>2,5</i>	<i>4,2</i>	<i>3,3</i>	<i>2,5</i>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>37,0</b>	<b>51,0</b>	<b>96,0</b>	<b>110,3</b>	<b>155,8</b>	<b>210,0</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>51,4%</i>	<i>28,5%</i>	<i>23,4%</i>	<i>45,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>52,0%</i>
% y-o-y	n/a	37,8%	88,2%	14,9%	41,3%	34,8%
<i>EV/GP</i>	<i>27,5</i>	<i>19,9</i>	<i>10,6</i>	<i>9,2</i>	<i>6,5</i>	<i>4,8</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>68,8</b>	<b>167,6</b>	<b>371,2</b>	<b>203,7</b>	<b>245,9</b>	<b>306,9</b>
% y-o-y	n/a	143,6%	121,5%	-45,1%	20,7%	24,8%
<b>EBIT</b>	<b>3,2</b>	<b>11,4</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>65,8</b>	<b>97,0</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>9,5%</i>	<i>16,9%</i>	<i>21,1%</i>	<i>24,0%</i>
% y-o-y	n/a	256,3%	240,4%	6,4%	59,3%	47,4%
<i>EV/EBIT</i>	<i>317,9</i>	<i>89,2</i>	<i>26,2</i>	<i>24,6</i>	<i>15,5</i>	<i>10,5</i>

Vi valt att värdera EQL Pharma utifrån en multipel om 25x EBIT för räkenskapsåret 2024/25E. Utvecklas bolaget i linje med våra estimat och givet att det fortsättningsvis finns hög tillväxtpotential anser vi att detta är en motiverad multipel. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2024/25E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal på 30 % på våra estimat.

Värdering				
	Multipel	EBIT 2024/25E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2024/25E	25	97,0	2425	83,44
Säkerhetsmarginal (30%)	25	67,9	1697,5	58,41

Nedan följer potentiell avkastning för 2024/25E om EQL Pharma utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2024/25E	2,36	135,7%	45,2%	1,65	65,0%	24,3%

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

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2024/25E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
15	1 455,0	50,1	41,4%	1 018,5	35,0	-1,0%
20	1 940,0	66,8	88,6%	1 358,0	46,7	32,0%
<b>25</b>	<b>2 425,0</b>	<b>83,4</b>	<b>135,7%</b>	<b>1 697,5</b>	<b>58,4</b>	<b>65,0%</b>
30	2 910,0	100,1	182,8%	2 037,0	70,1	98,0%
35	3 395,0	116,8	230,0%	2 376,5	81,8	131,0%

## 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

## Källförteckning

1. <https://www.fass.se/LIF/interchangeableinfo?userType=2&nplld=20200624000040>
2. [https://www.youtube.com/watch?v=of\\_TLL3tSgE](https://www.youtube.com/watch?v=of_TLL3tSgE)

## Disclaimer

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

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

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

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

Analytikern Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget.