

2023-11-21

EQL Pharma redovisade minskad nettoomsättning och EBIT i det andra kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 59,6 MSEK (73,3), varav de återkommande intäkterna uppgick till 59,6 MSEK (51,2). EBIT uppgick till 6,6 MSEK (11,9), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 11,1 procent (16,2). Periodens kassaflöde uppgick till -4,0 MSEK (-18,3), vilket innebar att kassan minskade till 20,8 MSEK (28,3).

### Fortsatt tillväxt i läkemedelsportföljen

EQL Pharma rapporterade en tillväxt om 16,4 procent för de återkommande intäkterna, vilket var lägre än vårt estimat och bolagets guidning för räkenskapsåret som helhet. Detta var främst hänförligt till redan kommunicerade restnoteringar på viktiga penicillinprodukter och tuffare jämförelsetal. Enligt Schörling ser penicillinprodukterna ut att vara tillbaka i slutet av Q3'23/24, vilket tillsammans med nya produktansökaner bäddar för en stark avslutning på räkenskapsåret.

### Svagare lönsamhet

EBIT var något lägre än vår förväntan och skillnaden mot våra estimat var främst hänförligt till en svagare bruttomarginal, vilket orsakades av en mer ofördelaktig produktmix. Vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas avsevärt kommande kvartal, givet att de viktiga penicillinprodukterna är tillbaka i slutet av Q3'23/24. Positivt var att rörelsekostnaderna i kvartalet var lägre än våra estimat, vilket visade på god kostnadskontroll.

### Outlook

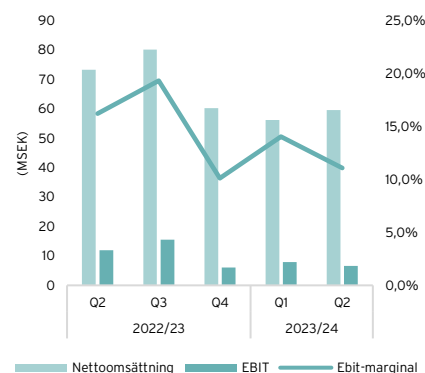
Efter kvartalet har vi justerat ned vår tillväxtprognos för de återkommande intäkterna från 30,0 till 28,0 procent under 2023/24. Vi har även exkluderat försäljning av engångskaraktär. Vi utgår från att penicillinprodukterna kommer tillbaka stegvis i Q3 och att full skala kan uppnås i Q4. Vi har till följd av detta reducerat vår estimerade EBIT något jämfört med tidigare estimat. Sammantaget är vår positiva bild om EQL Pharma intakt. I vårt huvudscenari ser vi nu en uppsida om 146,5 procent för 2024/25. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 72,6 procent.

(MSEK)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E
<b>Engångs</b>	<b>83,3</b>	<b>274,3</b>	<b>56,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Tillväxt y-o-y	n/a	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a
<b>Återkommande</b>	<b>95,8</b>	<b>135,4</b>	<b>203,8</b>	<b>260,8</b>	<b>366,8</b>
Tillväxt y-o-y	32,1%	41,3%	50,5%	28,0%	40,6%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>179,1</b>	<b>409,7</b>	<b>259,9</b>	<b>260,8</b>	<b>366,8</b>
EV/S	5,1	2,2	3,5	3,5	2,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>51,0</b>	<b>96,4</b>	<b>115,9</b>	<b>119,8</b>	<b>176,1</b>
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	45,9%	48,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>40,1</b>	<b>57,9</b>	<b>74,7</b>	<b>75,6</b>	<b>90,7</b>
Tillväxt y-o-y	33,6%	44,5%	28,9%	1,2%	19,9%
<b>EBIT</b>	<b>11,4</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>44,2</b>	<b>85,4</b>
EBIT-marginal	6,4%	9,5%	15,9%	16,9%	23,3%
EV/EBIT	80,0	23,5	22,1	20,6	10,7

### Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Spotlight
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	29,8
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	866,1
Nettoskuld (MSEK)	45,4
EV (MSEK)	911,5
Insiderägande	56,6%
Nästa rapport	2024-02-13

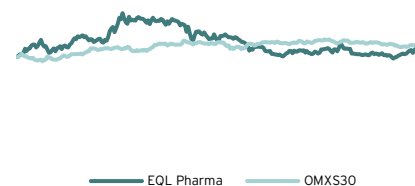
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	15,5%	9,7%	16,4%

## Key Insights



### Begränsad konkurrens

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



### Återkommande intäkter

Flera läkemedel i portföljen är inriktade mot sjukdomar och tillstånd som har en återkommande karaktär såsom smärta och infektioner. 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 37 potentiella produkter, varav 22 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. Vi ser att den höga förväntade lanseringstakten kommande år i kombination med expansion inom nya geografiska marknader kommer möjliggöra fortsatt hög tillväxt med stigande EBIT-marginal.

*"Mot slutet av året finns våra viktiga antibiotikum åter tillgängliga för försäljning. Våra långsiktiga finansiella mål ligger fast. Så gör även försäljningsprognosen för helåret 2023/24, där vi ser en tillväxt på runt 30%."*

Axel Schörling, VD EQL Pharma

## Investeringscase

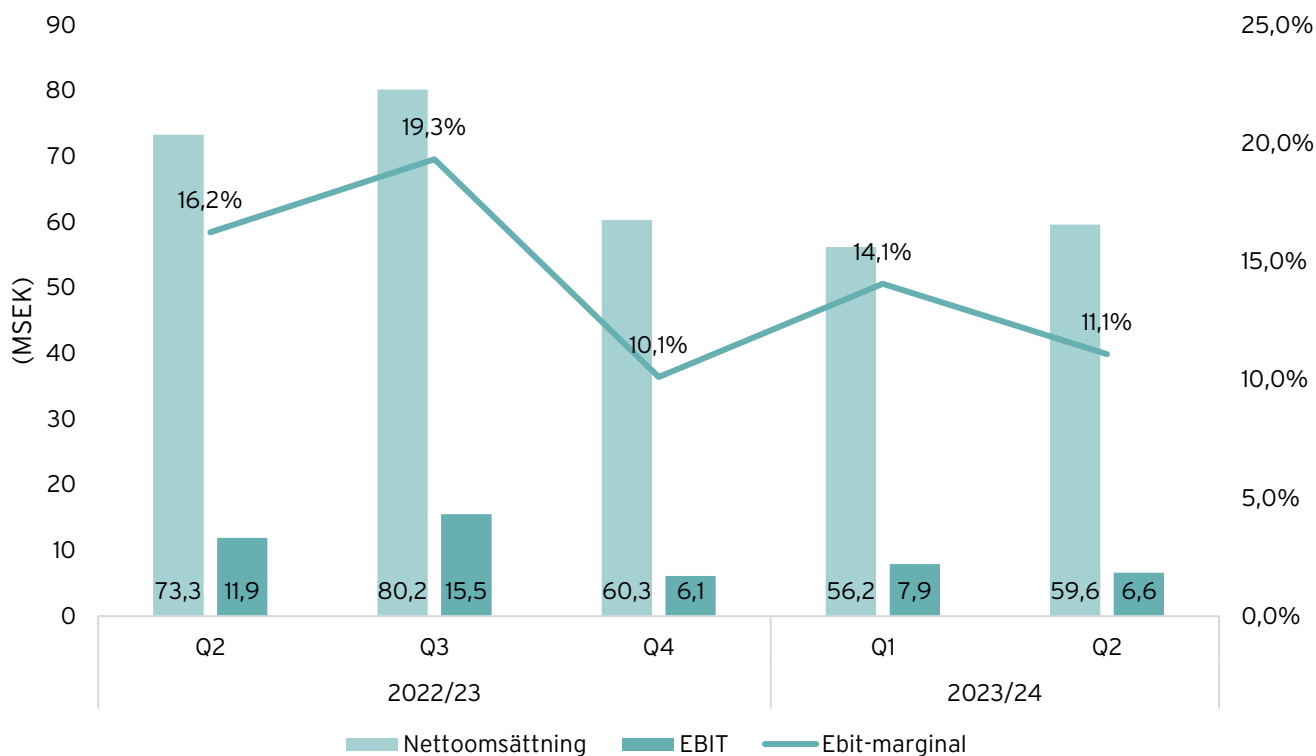
- God historik av hög tillväxt under lönsamhet
- Begränsad konkurrens
- Inträdesbarriärerna är högre inom nischgenerika
- Hög andel återkommande intäkter
- Konjunkturokänsligt
- Bred pipeline
- Expansion inom nya geografiska marknader
- Optionaliteter
- Kompetent ledning och erfaren styrelse
- Stark ägarbild och högt insiderägande

## Svagare andra kvartal

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 59,6 MSEK (73,3), vilket motsvarade en minskning med 18,7 procent. Justerat för försäljning av engångskaraktär uppgick nettoomsättningen till 59,6 MSEK (51,2), vilket motsvarade en ökning med 16,4 procent. Detta innebar att ingen engångsförsäljning av Covid-19-tester skedde i kvartalet och att hela nettoomsättningen bestod av de återkommande intäkterna i läkemedelsportföljen. Tillväxten i de återkommande intäkterna var lägre än vårt estimat och bolagets guidning för räkenskapsåret, vilket främst var hänförligt till redan kommunicerade restnoteringar på viktiga penicillinprodukter i apoteksportföljen och tuffare jämförelsetal. Vi hade därför tagit höjd för en mjukare tillväxttakt i kvartalet. Vi anser dock att den i förhållandevis höga tillväxten gav en fortsatt indikation på ett starkt underliggande momentum i kärnverksamheten.

Vidare uppgick EBIT till 6,6 MSEK (11,9), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 11,1 procent (16,2). EBIT var något lägre än vår förväntan och skillnaden mot våra estimat var främst hänförligt till en svagare bruttomarginal, vilket orsakades av en mer ofördelaktig produktmix. Bruttomarginalen stärktes dock y-o-y till 40,1 procent (39,0) eftersom inga Covid-19-tester såldes i kvartalet. Vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas avsevärt kommande kvartal, givet att de viktiga penicillinprodukterna är tillbaka i slutet av Q3'23/24.

Positivt var att rörelsekostnaderna i kvartalet var lägre än våra estimat, vilket visade på god kostnadskontroll. Rörelsekostnaderna uppgick till 17,4 MSEK (16,7), vilket motsvarade en ökning med 3,6 procent. Enligt bolaget har delvis konsulter blivit ersatta med fast anställda, vilket har reducerat kostnader utan att påverka produktiviteten. Vi ser att EQL Pharma har en organisation som möjliggör framtida tillväxt, vilket innebär att de fasta kostnaderna inte ska behöva öka väsentligt från nuvarande nivå för att hantera en ökad mängd läkemedel.



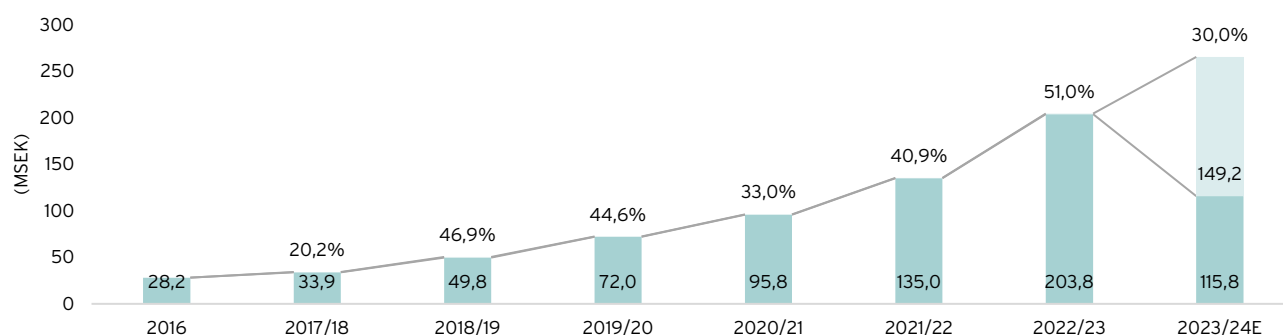
## Starkt underliggande momentum

Tillväxten för de återkommande intäkterna uppgick till 16,4 procent, trots att viktiga penicillin- och vitaminprodukter i apoteksportföljen drabbades av restnoteringar. Vi anser att den i förhållandevis höga tillväxten i kärnverksamheten ger en fortsatt indikation på ett starkt underliggande momentum i kärnverksamheten.

Den uteblivna försäljningen av penicillin- och vitaminprodukter kompenseras av att apoteksprodukterna Abiraterone Qilu och Ondansetron lanserades efter jämförelseperioden. Samtidigt ökade försäljningen för flera övriga befintliga läkemedel i apoteksportföljen. Utöver detta lanserades Mellozzan i Danmark och Norge av bolagets licenspartner Medice.

Vidare lanserades sjukhusprodukterna Glyronul och Copneg i Sverige och Danmark samt att Ampitar lanserades i Sverige under föregående kvartal. Penicillinprodukterna i apoteksportföljen har dock traditionellt högre försäljning och bruttomarginaler jämfört med flera övriga läkemedel i portföljen, vilket sammantaget ledde till en mer ofördelaktig produktmix för den sammanslagna bruttomarginalen.

## Återkommande intäkter



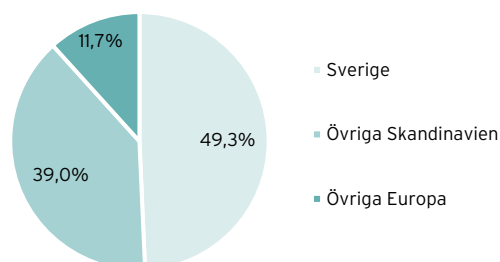
## Geografisk intäktsfördelning

Det underliggande momentumet i kärnverksamheten visualiseras även av den geografiska intäktsfördelningen för de återkommande intäkterna, som visade att expansionen inom nya geografiska marknader fortlöpte. Sammantaget ökade försäljningen kraftigt i Sverige och i övriga Europa. Övriga Skandinavien såg en minskning y-o-y till följd av ovan nämnda restnoteringar. Lanseringar i nya geografiska marknader skapar ytterligare förutsättningar för EQL Pharma att öka intäkten per generika.

(MSEK)	Q2'23/24	Q2'22/23
Sverige	29,4	21,2
Tillväxt y-o-y	38,4%	-
Övriga Skandinavien	23,3	30,0
Tillväxt y-o-y	-22,3%	-
Övriga Europa	7,0	0,0
Tillväxt y-o-y	n/a	-
<b>Totalt</b>	<b>59,6</b>	<b>51,2</b>

Intäkter per geografisk marknad enligt Q2'23/24

Geografisk intäktsfördelning Q2'23/24

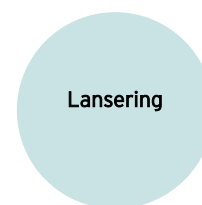


## Stark avslutning på räkenskapsåret att vänta

Den lägre tillväxten i kvartalet för de återkommande intäkterna innebär att EQL Pharma ligger efter tillväxtprognosen om 30,0 procent för innevarande räkenskapsår 2023/24. Bolaget väljer trots detta att bibehålla försäljningsprognosen, vilket talar för ett starkt andra halvår. Vi ser att det finns substans bakom detta och att gapet till prognosen kan stängas.

### Apoteksportföljen

Penicillinprodukterna ser ut att vara åter i lager i slutet av Q3'23/24. Enligt Schörling har EQL Pharma historiskt varit snabbare tillbaka med produkter i lager jämfört med konkurrenter till följd av ett nära samarbete med undertillverkare. Bolaget ser därför möjligheter att kunna utnyttja den korta marknadssituationen som uppstått genom att vara ensamma på marknaden under en tidsperiod och därmed ta större marknadsandelar än de historiska. Schörling uppgav också att bolaget kommer fortsätta utnyttja uppkomna situationer i marknaden inom andra terapiområden, vilket är möjligt tack vare strategin att upprätthålla ett högre varulager än konkurrenter. I tillägg till dessa förväntas ytterligare en apoteksprodukt att lanseras under Q4'23/24.



### Sjukhusportföljen

Sjukhusportföljen förväntas bli en betydande tillväxt drivare, både under innevarande och efterföljande räkenskapsår. I kvartalet lanserades Glyronul och Copneg samt att Ampitar lanserades i föregående kvartal. Betydligt bredare lanseringar av produkterna väntar dessutom i takt med att EQL Pharma vinner fler upphandlingar. Utöver nämnda läkemedel förväntar sig bolaget en våg av nya produktlanseringar. Enligt bolaget har det vunnit upphandlingar för majoriteten av produkterna i lanseringsfas med tilldelning under Q4'23/24, vilka vi ser kommer bli en signifikant tillväxt drivare. Bolaget arbetar nu hårt för att producera dessa läkemedel till tilldelningsdatumen. Utmaningen är att majoriteten av produkterna är injektionslösningar, vilket innebär hårda sterilitetskrav. Vidare är en hög andel av produkterna egenutvecklade och därmed första tillfället som de ska tillverkas för kommersiellt bruk. Schörling förväntar sig därför att någon enstaka lansering kan bli något försenad.

Lanseringar					
Läkemedel	Typ	Tilldelning	Lanserad	Kommande	Period
Ampitar	Injektionslösning	Svensk region	Q1'23/24	Finlands största region	2024/25
Glyronul	Injektionsvätska	Sverige och Danmark	Q2'23/24	-	
Copneg	Injektionsvätska	Sverige och Danmark	Q2'23/24	-	
Tigecyclin	Infusionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24
Piperacillin	Infusionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24
Caloket	Injektionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24
Penicryl	Infusionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24
Meropenem	Infusionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24
Levosimendan	Infusionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24
Sugammadex	Injektionslösning	Okänt	-	-	Q4'23/24

## Utlicensieringar

Utöver nya produktlanseringar arbetar EQL Pharma även med att lansera den befintliga portföljen inom nya geografiska marknader. Mellozzan och Memprex är två högprioriterade läkemedel eftersom dessa saknar generisk konkurrens utanför Norden.

För att realisera potentialen för Mellozzan och Memprex utanför Norden arbetar bolaget löpande med att ingå utlicensieringsavtal med olika partners som har en bevisad meritlista av att kunna bygga upp ett varumärke från grunden till en signifikant marknad inom dessa terapiområden. Detta inkluderar registrering av läkemedel, subventionering, uppdatera behandlingsriktlinjer, informera läkare samt förskrivning. Det vi finner mest intressant är att ett av EQL Pharmas kriterier också är att partners ska ha en historik av att försvara marknadsandelarna över tid. Dessa faktorer bidrar till vår syn om att nyckelprodukterna Mellozzan och Memprex potentiellt kan bli stora tillväxt drivare på sikt.

Nedan har vi sammanställt samtliga utlicensieringsavtal med partners för Mellozzan. I kvartalet lanserades läkemedlet i Danmark och Norge<sup>1</sup>. Vidare erhöles marknadsgodkännande i Tyskland och Österrike efter utgången av kvartalet, vilket var en stor milstolpe då inga myndigheter tidigare godkänt Mellozzan utanför Norden<sup>2</sup>.

### Utlicensieringsavtal Mellozzan

Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Royalty %
Medice	Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien, Österrike, Schweiz	Lanserad i Danmark och Norge. Marknadsgodkännande i Tyskland och Österrike. Övriga marknader inväntar marknadsföringstillstånd	Lansering i Tyskland och Österrike under 2024. Marknadsgodkännande för Finland och Storbritannien under 2023 samt Schweiz under 2025.	Tvåsiffrig
H.A.C. Pharma	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande i H2 2024.	Tvåsiffrig
Europeiskt	Italien och Spanien	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande förväntas ske i H1 2026.	Tvåsiffrig
Turkiskt	Turkiet, Kazakstan	Inväntar marknadsföringstillstånd	Okänt	Ensisiffrig
Adalvo	89 länder utanför Europa och USA	Utvärdering av marknader	Återkoppling under 2024	Okänt

Nedan har vi sammanställt samtliga utlicensieringsavtal med partners för Memprex. Enligt VD Axel Schörling har bolaget pågående dialoger med ytterligare partners för en mängd andra marknader.

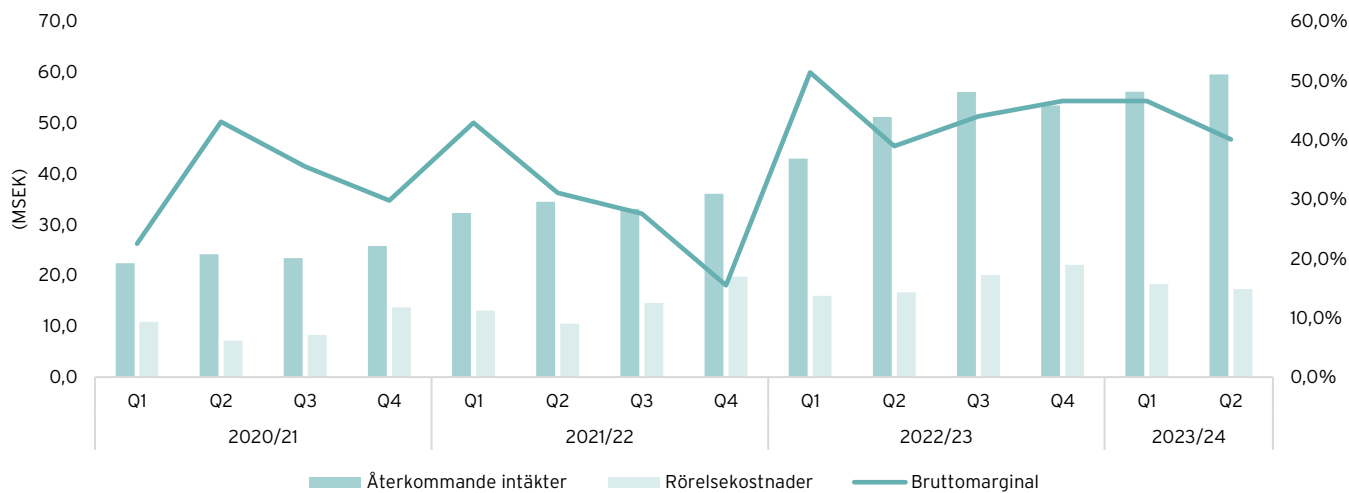
### Utlicensieringsavtal Memprex

Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Pris
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Ansökan förväntas skickas in under 2023 eller 2024 så att marknadsgodkännande kan erhållas under 2024.	Volymbaserat pris
Dr. Pflieger Arzneimittel	Tyskland	Inväntar marknadsföringstillstånd	Ansökan förväntas skickas in under 2023 eller 2024 så att marknadsgodkännande kan erhållas under 2024.	Volymbaserat pris

## Marginalexpansion

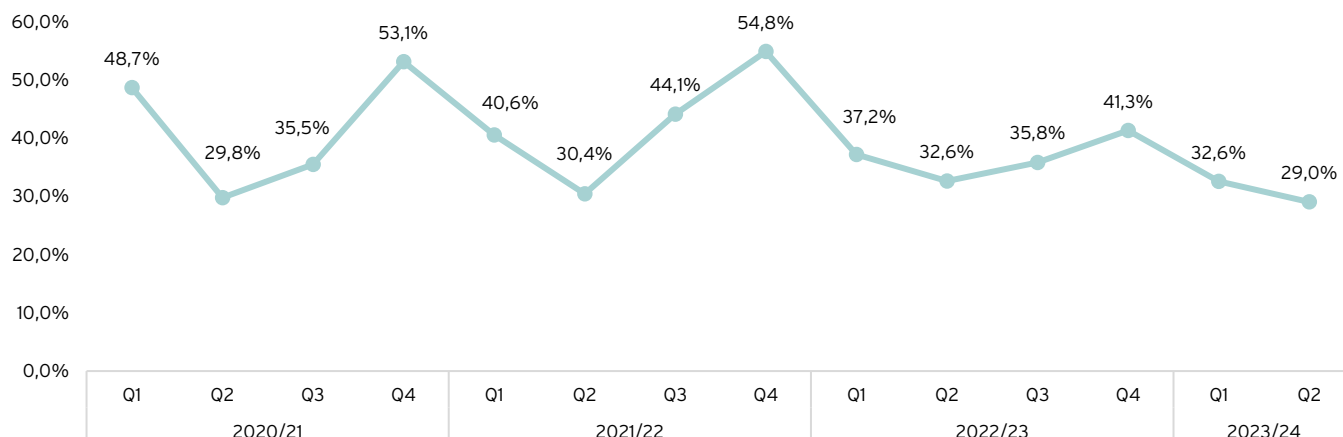
De återkommande intäkterna steg med 16,4 procent samtidigt som rörelsekostnaderna (försäljningskostnader, administrationskostnader och forskning och utveckling) endast ökade med 3,6 procent. Försäljningstillväxten översteg återigen ökningen i rörelsekostnader - därmed ser vårt investeringscase om marginalexpansion fortsatt attraktivt ut. Notera att rörelsekostnaderna historiskt delvis även inkluderar kostnader som är hänförliga till försäljning av engångskaraktär. Vi förväntar oss därmed en lägre ökning av rörelsekostnaderna framåt än vad det ökat historiskt.

Återkommande intäkter, rörelsekostnader och bruttomarginal



Skalbarheten kan även tydas från grafen nedan som visar rörelsekostnadernas andel av de återkommande intäkterna, vilka visar en fallande trend sedan de återkommande intäkterna stigit kraftigt och ökat som andel av nettoomsättningen. Så länge denna trend består är det inte nödvändigt att EQL Pharma stärker bruttomarginalen för att EBIT-marginalen ska öka. Vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas avsevärt kommande kvartal givet att viktiga penicillinprodukter i apoteksportföljen är tillbaka i slutet av Q3'23/24, vilket medför att skalbarheten i verksamheten bör synas kommande kvartal.

Rörelsekostnader: Andel av återkommande intäkter



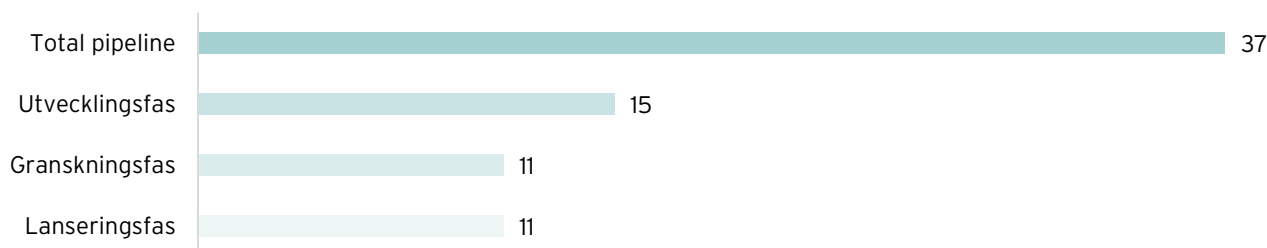
## Ökad pipeline

Pipelinen är bred och består av 37 potentiella produkter, varav 22 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produkterna färdigutvecklade och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter, vilket kan ta upp mot tolv månader. Väl i lanseringsfas inleds försäljning ofta efter sex till tolv månader.

Den totala pipeline ökade med ett läkemedel från föregående kvartal, trots att två läkemedel lanserades i kvartalet. Detta innebar att hela tolv läkemedel har adderats till pipeline sedan ingången av 2023. Vi ser att ökningen är en viktig komponent för att bibehålla den höga tillväxttakten över tid. Enligt bolaget är det främst licens- och distributionsprodukter som har adderats, vilka är mindre komplexa att utveckla och har en snabbare väg till marknaden. Schörling uppgav även att bruttomarginalerna såg mer lovande ut vid signeringarna än vad de har gjort historiskt, vilket vi ser är ett steg i rätt riktning för bolagets målsättning att öka den sammanslagna bruttomarginalen på sikt.

Trots den positiva ökningen i pipeline är Schörling inte helt nöjd med den befintliga pipeline. Bolaget är därför i processen med att starta en upphandling av 15-20 nya produkter för den nordiska marknaden, vilka samtliga avser egenutvecklade läkemedel tillsammans med partners. Detta är den största upphandlingen någonsin och kan potentiellt bli en signifikant tillväxt drivare på sikt.

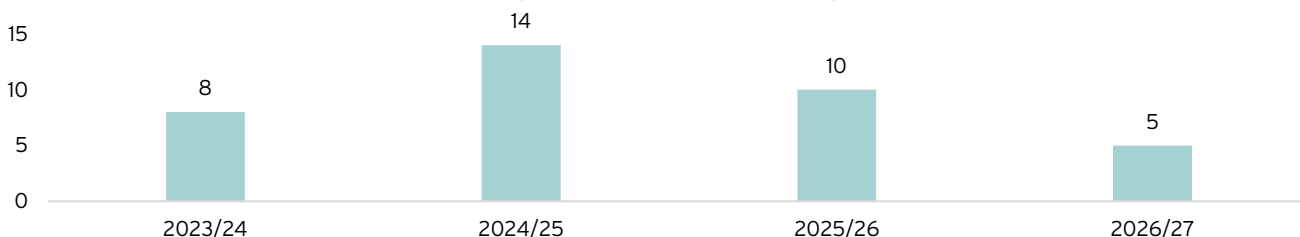
Pipeline



## Flertalet förväntade lanseringar

I kvartalet lanserades sjukhusprodukterna Glyronul och Copneg. Bolagets förväntan är nu att ytterligare åtta produkter kommer att lanseras under innevarande räkenskapsår, varav sju är sjukhusprodukter. Enligt Schörling har det vunnit upphandlingar för majoriteten av samtliga sju läkemedel, vilket vi anser är en stor framgång. Vi har därför valt att behålla vår prognos om ytterligare totalt sju produktlanseringar under räkenskapsåret 2023/24. Vi räknar i nuläget med att en lansering kommer bli framflyttad under innevarande räkenskapsår till följd av förseningar i produktionen.

Bolagets förväntan om lanseringar





## Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -4,0 MSEK, vilket innebar att kassan minskade till 20,8 MSEK vid utgången av kvartalet. Det negativa kassaflödet var hänförligt till förändring av kortfristiga skulder i rörelsekapitalet. Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) uppgick till 2,7 MSEK, vilket visade att det underliggande kassaflödet var positivt. Vi bedömer sannolikheten som låg för en nyemission för att finansiera den löpande verksamheten. Det underliggande kassaflödet är positivt och i stigande trend, samtidigt som en checkkredit om 20,0 MSEK kan användas vid behov. Vi utgår dock från att kassaflödet kommer vara fortsatt slagigt mellan kvartalen.

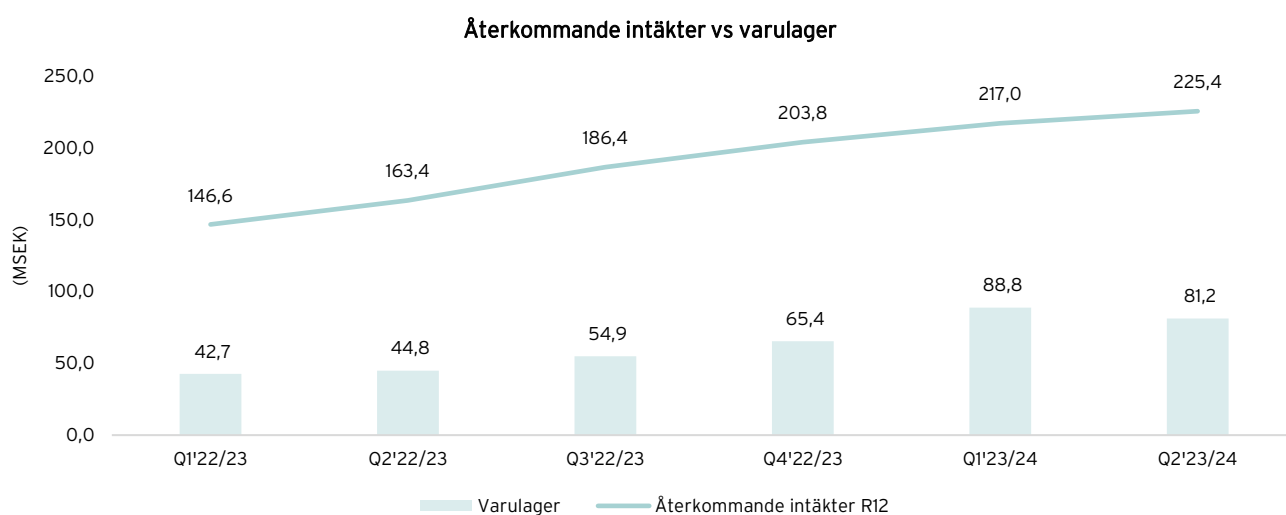
EQL Pharma hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 277,1 MSEK, varav cirka 60,1 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Räntebärande skulder uppgick till 66,2 MSEK och kassan till 20,8 MSEK, vilket ger en nettoskuld om 45,4 MSEK. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som fortsatt god, även om osäkra immateriella tillgångar i balansräkningen utgör en viss finansiell risk.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Kassa
44,7 % (123,9 MSEK)	60,1 % (166,5 MSEK)	7,5 % (20,8 MSEK)
Nettoskuld	Nettoskuldsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)
45,4 MSEK	16,4 %	1,3

## Varulager

Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till 81,2 MSEK, vilket var en minskning med 7,6 MSEK från föregående kvartal. Enligt bolaget är det höga varulagret hänförligt till kommande lanseringar och strategiska satsningar på befintliga produkter. Vi utgår från att bolaget är i en god position för att kunna nyttja kortsiktiga situationer som uppstår i marknaden till följd av restnoteringar hos konkurrenter.

Vi anser även att det i förhållandevis höga varulagret sänder ett positivt signalvärde om ledningens tilltro till framtiden och bolagets förmåga att arbeta aktivt med underleverantörer samt nyttja uppkomna situationer i marknaden.



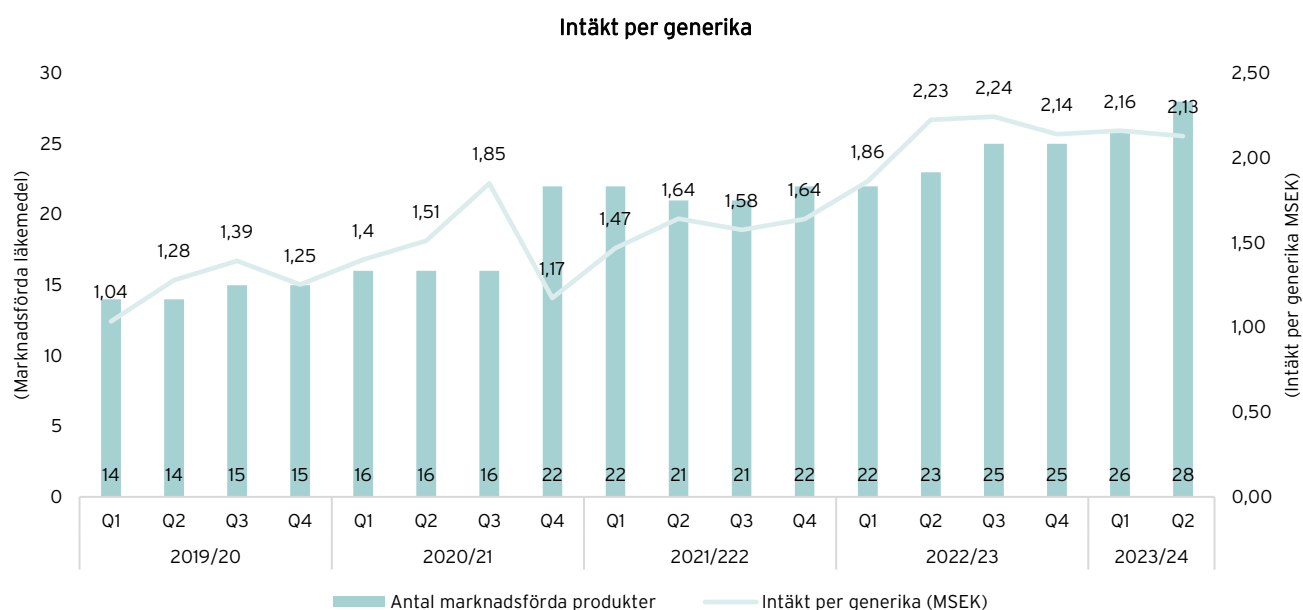
## Nuläge och outlook

EQL Pharma rapporterade fortsatt tillväxt för de återkommande intäkterna. Ökningen om 16,4 procent var dock lägre än vårt estimat och bolagets guidning för räkenskapsåret, vilket främst var hänförligt till redan kommunicerade restnoteringar på viktiga penicillinprodukter i apoteksportföljen och tuffare jämförelsetal. EBIT var likaså något lägre än vår förväntan och skillnaden mot våra estimat var främst en svagare bruttomarginal, vilket orsakades av en mer ofördelaktig produktmix. Positivt var att rörelsekostnaderna i kvartalet var lägre än våra estimat, vilket visade på god kostnadskontroll.

Penicillinprodukterna ser nu ut att vara åter i lager i slutet av Q3'23/24. Enligt bolaget har det historiskt dessutom varit snabbare tillbaka med produkter i lager jämfört med konkurrenter till följd av ett nära samarbete med undertillverkare. EQL Pharma ser därför möjligheter att kunna utnyttja den korta marknadssituationen som uppstått genom att vara ensamma på marknaden under en tidsperiod och därmed ta större marknadsandelar än de historiska. Bolaget kommer också fortsätta utnyttja uppkomna situationer i marknaden inom andra terapiområden, vilket är möjligt tack vare strategin att upprätthålla ett högre varulager än konkurrenter. I tillägg till dessa förväntas ytterligare en apoteksprodukt att lanseras under Q4'23/24.

Vi anser att den stora händelsen i EQL Pharma för tillfället är att bolaget vunnit en mängd upphandlingar inom sjukhusportföljen. I kvartalet lanserades exempelvis sjukhusprodukterna Glyronul och Copneg i Sverige och Danmark. Vidare har bolaget vunnit upphandlingar för majoriteten av produkterna i lanseringsfas med tilldelning under Q4'23/24, vilka kommer innebära flertalet nya produktlanseringar. Sjukhusportföljen förväntas bli en betydande tillväxt drivare, både under innevarande och efterföljande räkenskapsår.

Sammantaget är vår positiva bild om EQL Pharma intakt efter kvartalet. Vi anser att både tillväxt- och lönsamhetspotentialen är betydande. Nedan visualiseras den historiska intäkten per läkemedel, vilket vi anser visar på ett starkt underliggande momentum i kärnverksamheten.



## Värdering

### Key stats

Antal aktier	29 063 610	Börsvärde (MSEK)	866,1
Aktiekurs (SEK)	29,8	Nettoskuld (MSEK)	45,4
		Enterprise value (MSEK)	911,5

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	256,3 MSEK	EV/S	3,6
EBIT	36,1 MSEK	EV/EBIT	25,2
Vinst	27,6 MSEK	P/E	31,4
FCF	-6,7 MSEK	EV/FCF	<i>neg</i>

### Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	3,1	23,6	30,1	13,5
Snitt 5 år	4,4	62,7	74,7	55,2

### Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
44,3 %	14,1 %	14,1 %	10,8 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
6,4 %	<i>neg</i>	22,2 %	17,0 %

## Justeringar i estimaten för 2023/24

Efter kvartalet har vi justerat ned vår helårsprognos för de återkommande intäkterna från 30,0 till 28,0 procent. Vi har även exkluderat försäljning av engångskaraktär. Vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas avsevärt kommande kvartal, givet att de viktiga penicillinprodukterna är tillbaka i slutet av Q3'23/24. Vi utgår från att penicillinprodukterna kommer tillbaka stegvis i Q3'23/24 och att full skala kan uppnås i Q4'23/24.

Vidare har vi sänkt vår helårsprognos för rörelsekostnaderna efter bättre kostnadskontroll än väntat. Vi ser att bolaget har sjösatt initiativ för att reducera kostnader utan att påverka produktiviteten. Sammantaget räknar vi dock med en något lägre EBIT för helåret jämfört mot våra tidigare estimat till följd av att vi exkluderat försäljning av engångskaraktär och sänkt bruttomarginalen med två procentenheter.

Estimat för räkenskapsåret 2023/24					
(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4	2023/24
Engångsintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% y-o-y	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%
Återkommande intäkter	56,2	59,6	67,0	78,0	260,8
% y-o-y	30,7%	16,4%	19,4%	45,8%	28,0%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>56,2</b>	<b>59,6</b>	<b>67,0</b>	<b>78,0</b>	<b>260,8</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26,2</b>	<b>23,9</b>	<b>31,5</b>	<b>38,2</b>	<b>119,8</b>
Bruttomarginal	46,6%	40,1%	47,0%	49,0%	45,9%
% y-o-y	10,5%	-16,4%	-11,2%	36,0%	3,4%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>18,3</b>	<b>17,4</b>	<b>19,0</b>	<b>21,0</b>	<b>75,6</b>
% y-o-y	14,5%	3,6%	-4,8%	-4,7%	1,2%
<b>EBIT</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>12,5</b>	<b>17,2</b>	<b>44,2</b>
EBIT-marginal	14,1%	11,1%	18,6%	22,1%	16,9%
% y-o-y	0,7%	-44,9%	-19,5%	184,3%	6,9%

## Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att de återkommande intäkterna ökar med 28,0 procent under 2023/24. Vi utgår från att bolaget kommer ha 35 marknadsförda läkemedel i portföljen vid utgången av räkenskapsåret och att intäkten per generika sjunker till cirka 1,86 MSEK på kvartalsbasis.

Minskningen per generika är hänförlig till att intäkterna från sjukhusprodukterna inte har fått fullt genomslag. Vidare har vi exkluderat försäljning av engångskaraktär.

För räkenskapsåret 2024/25 estimerar vi att de återkommande intäkterna ökar med 40,6 procent. Vi bedömer att nya produktlanseringar, högre genomslag från tidigare lanseringar och geografisk expansion kommer stödja tillväxten. Vi utgår från att bolaget kommer ha 47 marknadsförda läkemedel i portföljen vid utgången av räkenskapsåret och att intäkten per generika ökar till cirka 1,95 MSEK på kvartalsbasis. Ökningen per generika är hänförlig till att intäkterna från sjukhusprodukterna har fått högre genomslag. Notera att förvärv ej ingår i våra estimat.

(MSEK)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E
<b>Engångsintäkter</b>	<b>83,3</b>	<b>274,3</b>	<b>56,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
% y-o-y	n/a	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a
<b>Återkommande intäkter</b>	<b>95,8</b>	<b>135,4</b>	<b>203,8</b>	<b>260,8</b>	<b>366,8</b>
% y-o-y	32,1%	41,3%	50,5%	28,0%	40,6%
<b>Summa nettoomsättning</b>	<b>179,1</b>	<b>409,7</b>	<b>259,9</b>	<b>260,8</b>	<b>366,8</b>
EV/S	5,1	2,2	3,5	3,5	2,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>51,0</b>	<b>96,4</b>	<b>115,9</b>	<b>119,8</b>	<b>176,1</b>
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	45,9%	48,0%
% y-o-y	36,7%	89,0%	20,2%	3,4%	47,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>40,1</b>	<b>57,9</b>	<b>74,7</b>	<b>75,6</b>	<b>90,7</b>
% y-o-y	33,7%	44,4%	29,0%	1,2%	19,9%
<b>EBIT</b>	<b>11,4</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>44,2</b>	<b>85,4</b>
EBIT-marginal	6,4%	9,5%	15,9%	16,9%	23,3%
% y-o-y	256,3%	240,4%	6,4%	6,9%	93,2%
EV/EBIT	80,0	23,5	22,1	20,6	10,7

Vi valt att värdera EQL Pharma utifrån en multipel om 25x EBIT för räkenskapsåret 2024/25E. Vi anser att detta är en motiverad multipel givet den stabila intjäningen, skalbarheten i affärsmodellen och att bolaget utvecklas i linje med våra estimat. 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 om 30,0 procent på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 2024/25E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2024/25E</b>	25	85,4	2135,2	73,5
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	59,8	1494,7	51,4

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	2,47	146,5%	82,5%	1,73	72,6%	43,9%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2024/25E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2024/25E			Säkerhetsmarginal (30%)			
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
15	1 281,1	44,1	47,9%	896,8	30,9	3,5%
20	1 708,2	58,8	97,2%	1 195,7	41,1	38,1%
<b>25</b>	<b>2 135,2</b>	<b>73,5</b>	<b>146,5%</b>	<b>1 494,6</b>	<b>51,4</b>	<b>72,6%</b>
30	2 562,2	88,2	195,8%	1 793,6	61,7	107,1%
35	2 989,3	102,9	245,1%	2 092,5	72,0	141,6%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 146,5 procent för 2024/25, vilket ger en CAGR om 82,5 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 72,6 procent, vilket ger en CAGR om 43,9 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 29 063 610.

## Källor

1. <https://mf.n.se/cis/a/eql-pharma/mellozzan-r-melatonin-lanseras-i-danmark-och-norge-av-eql-pharmas-licenspartner-medice-arzneimittel-putter-gmbh-and-co-kg-583e0d20>
2. <https://mf.n.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-mellozzan-r-melatonin-har-fatt-marknadsforingsgodkannande-i-tyskland-och-osterrike-5ee9ca00>

## Disclaimer

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

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

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

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

### Intressekonflikt

---

Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys