

2024-02-19

EQL Pharma redovisade minskad nettoomsättning och EBIT i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 70,2 MSEK (80,2), varav de återkommande intäkterna uppgick till 70,2 MSEK (56,1). EBIT uppgick till 9,8 MSEK (15,5), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 13,9 procent (19,3). Periodens kassaflöde uppgick till -10,4 MSEK (-2,1), vilket innebär att kassan minskade till 10,4 MSEK (26,2).

Tillväxtresan intakt

EQL Pharma ökade de återkommande intäkterna med 25,2 procent, trots tuffare jämförelsetal och att penicillinprodukterna endast var tillbaka i mindre omfattning. Bolaget redovisade försäljning av Covid-19-tester som återkommande intäkter, vilket hade en viss positiv effekt på tillväxten. EBIT belastades med engångskostnader om 3,0 MSEK och justerat för dessa var både återkommande intäkter och EBIT ungefär i linje med våra estimat.

Det bubblar i portföljen

Vid utgången av kvartalet var många av de viktiga penicillinprodukterna åter tillbaka i lager. Vidare förväntas åtta nya produktansökningsansökningar i Q4'23/24. Under kvartalet köpte bolaget även en handfull licensprodukter, vilka förväntas lanseras tidigt under nästa finansiella räkenskapsår. Pipelinen befinner sig nu på rekordhög nivåer samtidigt som den geografiska expansionen fortlöper. Sammantaget stärker rapporten vår syn om de ljusa framtidsutsikterna för bolaget.

Outlook

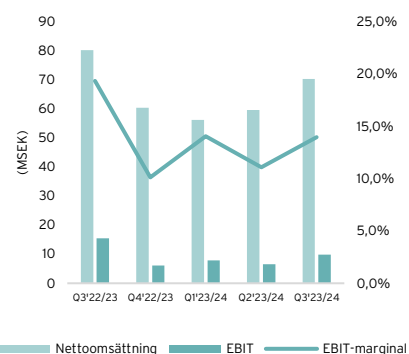
Vi återupprepar vår positiva syn på EQL Pharma efter rapporten. Våra estimat för Q4'23/24 kvarstår, där vi räknar med att de återkommande intäkterna kommer öka kraftigt. Bolaget flaggade för tillfälligt ökade fraktkostnader till följd av attackerna i Röda havet, men vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas givet större bidrag från penicillinprodukterna och högre försäljningspriser. I vårt huvudscenario ser vi nu en uppsida om 97,7 procent för 2024/25. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 38,4 procent.

(MSEK)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E
Engångs	83,3	274,3	56,1	0,0	0,0
Tillväxt y-o-y	n/a	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a
Återkommande	95,8	135,4	203,8	264,0	366,8
Tillväxt y-o-y	32,1%	41,3%	50,5%	29,5%	38,9%
Nettoomsättning	179,1	409,7	259,9	264,0	366,8
EV/S	6,4	2,8	4,4	4,3	3,1
Bruttoresultat	51,0	96,4	115,9	121,8	176,1
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	46,1%	48,0%
Rörelsekostnader	40,1	57,9	74,7	81,4	92,4
Tillväxt y-o-y	33,7%	44,4%	29,0%	8,9%	15,0%
EBIT	11,4	38,8	41,3	40,5	83,7
EBIT-marginal	6,4%	9,5%	15,9%	15,3%	22,8%
EV/EBIT	100,5	29,5	27,7	28,3	13,7

Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Spotlight
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	36,4
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	1057,9
Nettoskuld (MSEK)	87,6
EV (MSEK)	1145,5
Insiderägande	55,5%
Nästa rapport	2024-05-14

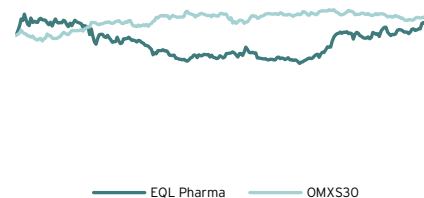
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	7,1%	22,6%	2,5%

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. Vidare är behovet av läkemedel lika omfattande oavsett konjunktur. Vi ser därför att en hög andel av bolagets intäkter är återkommande. Bolagets ökade fokus mot sjukhusprodukter med fleråriga upphandlingsavtal bidrar dessutom till ytterligare stabilitet i affären.



Bred pipeline

Pipelinen är bred och består av 39 potentiella produkter, varav 23 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.

"Våra långsiktiga finansiella mål ligger fast. Det gör även försäljningsprognosen för helåret 2023/24 där vi prognosticerar 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

Tillväxtresan är intakt

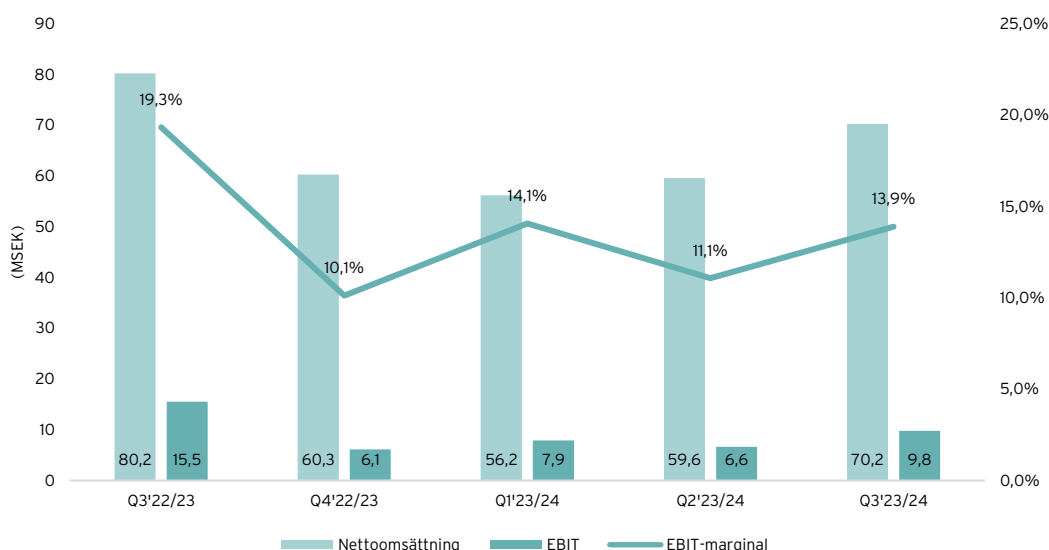
Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 70,2 MSEK (80,2), vilket motsvarade en minskning med 12,4 procent. Justerat för försäljning av engångskaraktär uppgick nettoomsättningen till 70,2 MSEK (56,1), vilket innebar att hela nettoomsättningen bestod av återkommande intäkter. De återkommande intäkterna ökade med 25,2 procent, vilket var något högre än vårt estimat, även om den nya redovisningen av Covid-19-tester hade en viss positiv effekt och gjorde jämförelsen något missvisande.

Bruttomarginalen uppgick till 47,7 procent (44,0), vilket var en stor förbättring både y-o-y och mot föregående kvartal. Detta var även något högre än vårt estimat. Bruttomarginalen gynnades av att penicillinprodukterna var tillbaka i mindre omfattning, högre försäljningspriser på enskilda produkter och en generellt mer gynnsam produktmix samt betydligt lägre försäljning av Covid-19-tester.

Vidare uppgick EBIT till 9,8 MSEK (15,5), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 13,9 procent (19,3). EBIT belastades med engångskostnader om 3,0 MSEK kopplade till en eventuell upplisting till NASDAQ. Justerat för dessa kostnader uppgick EBIT till 12,8 MSEK med en justerad EBIT-marginal om 18,2 procent, vilket var i linje med vårt estimat.

Utfall vs Estimat Q3 2023/24

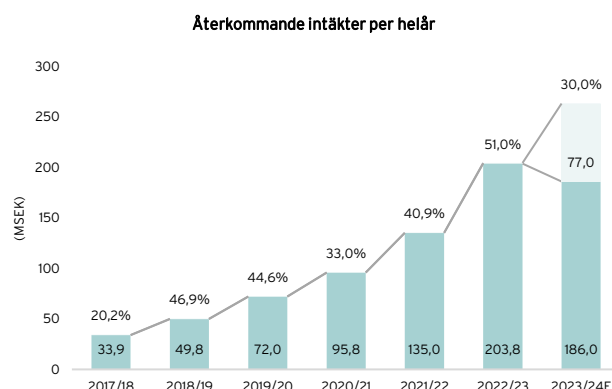
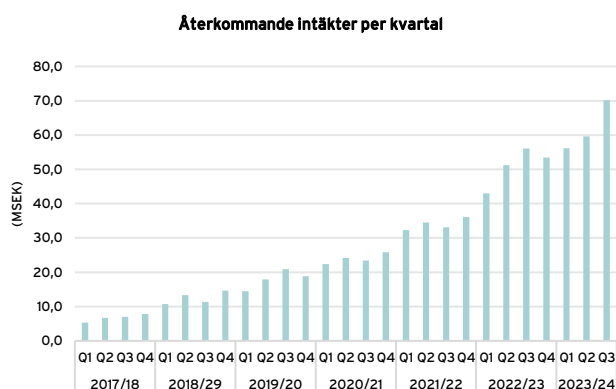
(MSEK)	Q1	Q2	Q3E	Q3A	Diff
Nettoomsättning	56,2	59,6	67,0	70,2	+3,2
<i>% y-o-y</i>	<i>30,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>19,4%</i>	<i>25,2%</i>	<i>4,8%</i>
Bruttoresultat	26,2	23,9	31,5	33,5	+2,0
<i>Bruttomarginal</i>	<i>46,6%</i>	<i>40,1%</i>	<i>47,0%</i>	<i>47,7%</i>	<i>0,7pp</i>
Rörelsekostnader	-18,3	-17,4	19,0	23,7	+4,7
<i>% y-o-y</i>	<i>14,5%</i>	<i>3,6%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>19,0%</i>	<i>24,7%</i>
EBIT	7,9	6,6	12,5	9,8	-2,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>14,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>18,6%</i>	<i>13,9%</i>	<i>-4,7pp</i>



Återkommande intäkter

Tillväxten för de återkommande intäkterna uppnåddes trots tuffare jämförelsetal och att penicillinprodukterna endast var tillbaka i mindre omfattning. Omsättningen påverkades bland annat positivt av att apoteksprodukten Ondansetron och sjukhusprodukterna Ampitar, Glyronul och Copneg lanserades efter jämförelseperioden. Vidare ökade försäljningen för flera övriga befintliga läkemedel i apoteksportföljen, både på befintliga marknader och genom geografisk expansion. Mellozzan lanserades exempelvis i Danmark och Norge av bolagets licenspartner Medice i föregående kvartal. Under kvartalet expanderade bolaget även ytterligare ett fåtal existerande produkter i portföljen till Portugal och Polen, även om volymerna fortfarande var små.

Notera att EQL Pharma nu redovisar försäljning av Covid-19-tester som återkommande intäkter. Försäljningen av Covid-19-tester har pågått i tre år och bedöms fortsätta, dock i mindre utsträckning jämfört med tidigare. Enligt Schörling var försäljningen av Covid-19-tester betydligt lägre y-o-y, även om den hade en viss positiv effekt på tillväxten i kvartalet. Bolaget räknar med att den årliga försäljningen av Covid-19-tester kommer uppgå mellan cirka 5-15 MSEK och att den primärt kommer ske i det tredje kvartalet då smittspridningen är som störst.

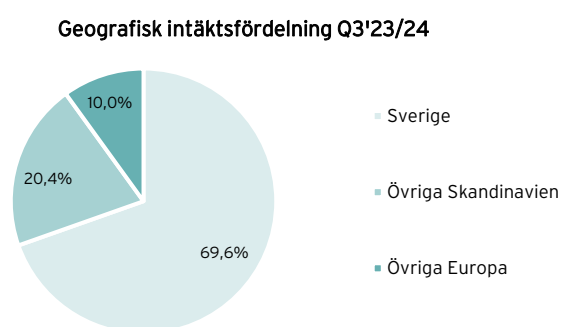


Geografisk intäktsfördelning

Det underliggande momentumet i kärnverksamheten visualiseras även av den geografiska intäktsfördelningen för de återkommande intäkterna, som visar att den geografiska expansionen fortlöper. Enligt bolaget kommer det tillkomma nya geografiska försäljningsmarknader löpande. Notera att EQL Pharma inte särredovisade fördelningen mellan återkommande intäkter och engångsintäkter för jämförelsekvartalet, vilket gör jämförelsen något missvisande.

(MSEK)	Q3'23/24	Q3'22/23
Sverige	48,9	74,1
Tillväxt y-o-y	-34,1%	-
Övriga Skandinavien	14,3	6,1
Tillväxt y-o-y	137,1%	-
Övriga Europa	7,0	0,0
Tillväxt y-o-y	n/a	-
Totalt	70,2	80,2

Intäkter per geografisk marknad enligt Q3'23/24



Det bubblar i portföljen

EQL Pharma har hittills ökat de återkommande intäkterna med 23,8 procent under innevarande räkenskapsår 2023/24, vilket innebär att bolaget ligger efter tillväxtprognosen om 30,0 procent. Bolaget väljer trots detta att bibehålla försäljningsprognosen, vilket talar för ett starkt Q4'23/24. Vi ser att det finns substans bakom detta och att gapet till prognosen har hög sannolikhet att stängas.

Apoteksportföljen

Vid utgången av kvartalet var en hög andel av de viktiga penicillinprodukterna åter tillbaka i lager. Schörling beskrev dessutom lagernivåerna som relativt goda för penicillinprodukterna. Vidare var Periodens vara-listan för februari betydligt starkare än tidigare månader, varav flera penicillinprodukter i portföljen omfattades. Detta i kombination med högre försäljningspriser som stegvis slår in på allt fler produkter efter Tandvårds- och Läkemedelförmånsverket höjning av takpriser gör att vi förväntar oss att få se ett betydligt högre bidrag från penicillinprodukterna och apoteksportföljen i stort under Q4'23/24. I tillägg till denna kraftfulla kombination förväntas även produkten Mellozzan oral lösning att lanseras under Q4'23/24.

Periodens vara-lista i Sverige

2023			2024	
Oktober	November	December	Januari	Februari
Doxycyklin	Doxycyklin	Abiraterone	Doxycyklin	Abiraterone
Fenoximetylpenicillin	Fenoximetylpenicillin	Doxycyklin	Fenoximetylpenicillin	Doxycyklin
Folsyra	Klindamycin	Fenoximetylpenicillin	Folsyra	Fenoximetylpenicillin
Klindamycin	Kolekalciferol	Hydroxyzine	Kaliumklorid	Hydroxyzine
Metformin	Methenamine	Kaliumklorid	Klindamycin	Kaliumklorid
Metronidazol	Metformin	Klindamycin	Metformin	Klindamycin
Ondansetron	Metronidazol	Magnesium	Metronidazol	Kolekalciferol
Pregabalin	Ondansetron	Metformin	Prednisolon	Lamotrigin
	Paracetamol	Metronidazol	Pregabalin	Methenamine
	Pregabalin	Prednisolon		Metformin
		Pregabalin		Metronidazol
				Ondansetron
				Paracetamol
				Pregabalin

Förvärv av licensprodukter

En stor nyhet under kvartalet var att EQL Pharma köpte en handfull licensprodukter från en konkurrent vid två olika tillfällen. Enligt Schörling var det typiska EQL-produkter i termer av omsättning, bruttomarginal och antal konkurrenter. Vidare avsåg köpen färdiga licenser av existerande produkter på marknaden till ett av de nordiska länderna, vilket innebär att de kan lanseras redan tidigt under nästa finansiella räkenskapsår 2024/25. Bolaget valde dock att inte delge mer information om produkterna på grund av dess känslighet till konkurrenter.

Köpen av licensprodukterna medförde att bolaget hade en exceptionellt hög CAPEX i kvartalet. CAPEX har historiskt uppgått till cirka 5,0-8,0 MSEK på kvartalsbasis och justerat för detta uppgick prislappen till cirka 33,0-36,0 MSEK. Schörling uppgav att bolaget kräver multiplar om 2,5-3,0x bruttoresultat vid nuvarande ränteklimat för den här typen av tillgångsslag, vilket innebär att produkterna har potential att generera ett årligt bruttoresultat om cirka 11,0-14,4 MSEK. Adderandet av dessa produkter kan dessutom hanteras av befintlig organisation, vilket kommer få en positiv inverkan på EBIT. Vi bedömer därför att licensprodukterna är en investering med stora möjligheter till hög avkastning och kort återbetalningstid.

Sjukhusportföljen

Sjukhusportföljen förväntas bli en betydande tillväxt drivare, både under innevarande och efterföljande räkenskapsår. Under innevarande räkenskapsår lanserades produkterna Ampitar, Glyronul och Copneg. Betydligt bredare lanseringar av produkterna väntar dessutom i takt med att EQL Pharma vinner fler upphandlingar för dessa produkter.

Utöver ovan nämnda läkemedel förväntar sig bolaget en våg av nya produkt lanseringar. EQL Pharma har bland annat vunnit fleråriga upphandlingsavtal för samtliga sju produkter i lanseringsfas med tilldelning under Q4'23/24, vilka vi bedömer kommer bli en signifikant tillväxt drivare, både på kort och lång sikt. Bolaget arbetar nu hårt för att producera och lansera dessa läkemedel i kommande kvartal och enligt Schörling har bolaget god möjlighet att lyckas med samtliga.

Lanseringar

Läkemedel	Typ	Tilldelning	Lanserad	Kommande	Beräknad lansering
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	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24
Piperacillin	Infusionslösning	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24
Caloket	Injektionslösning	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24
Penicryl	Infusionslösning	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24
Meropenem	Infusionslösning	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24
Levosimendan	Infusionslösning	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24
Sugammadex	Injektionslösning	Sverige och Finland	-	-	Q4'23/24

Utlicensieringar

Utöver nya produktanseringar arbetar EQL Pharma även med att lansera den befintliga portföljen inom nya geografiska marknader. Mellozzan och Memprex är två högprioriterade läkemedel eftersom försäljningspotentialen är hög och den generiska konkurrensen låg 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 erhöles marknadsgodkännande i Tyskland och Österrike, vilket var en stor milstolpe då inga myndigheter tidigare godkänt Mellozzan utanför Norden¹. Godkännandet blev bland annat starten för produktion och distribution av Mellozzan till dessa länder samt fortsatt arbete för att få läkemedlet subventionerat. Enligt Schörling är Tyskland en av flera marknader som bolaget har stora förhoppningar om signifikant försäljning i.

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 2024 samt Schweiz under 2025.	Tvåsiffrig
H.A.C. Pharma	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande i H2 2024.	Tvåsiffrig
Europeiskt	Italien och Spanien	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande 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

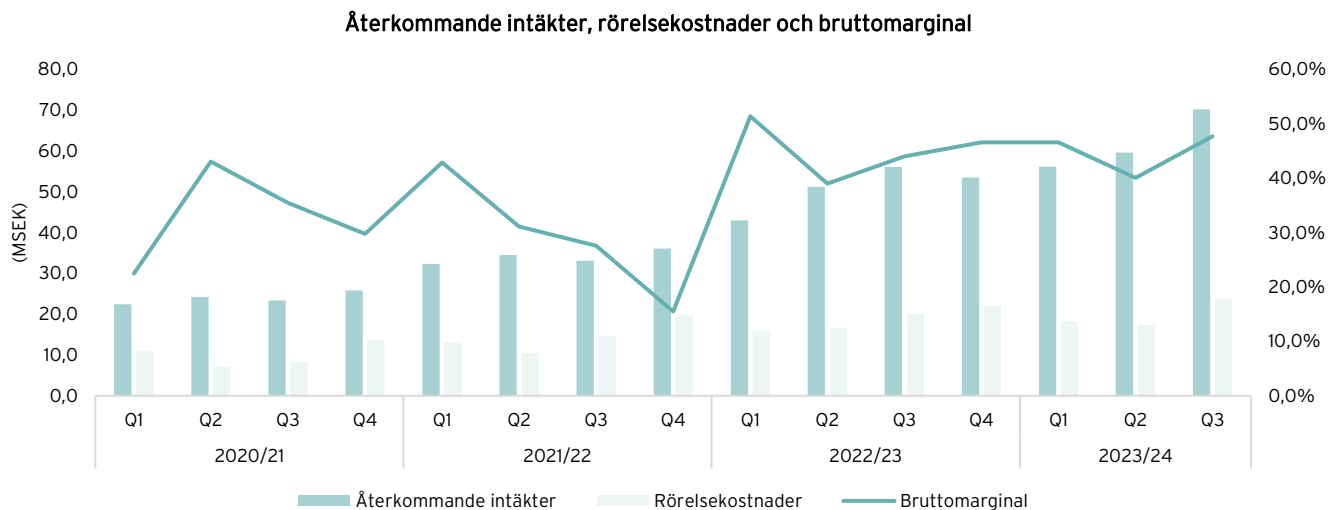
Nedan har vi sammanställt samtliga utlicensieringsavtal med partners för Memprex. Enligt VD Axel Schörling har bolaget pågående dialoger med ytterligare partners för en mängd andra marknader.

Utlicensieringsavtal Memprex

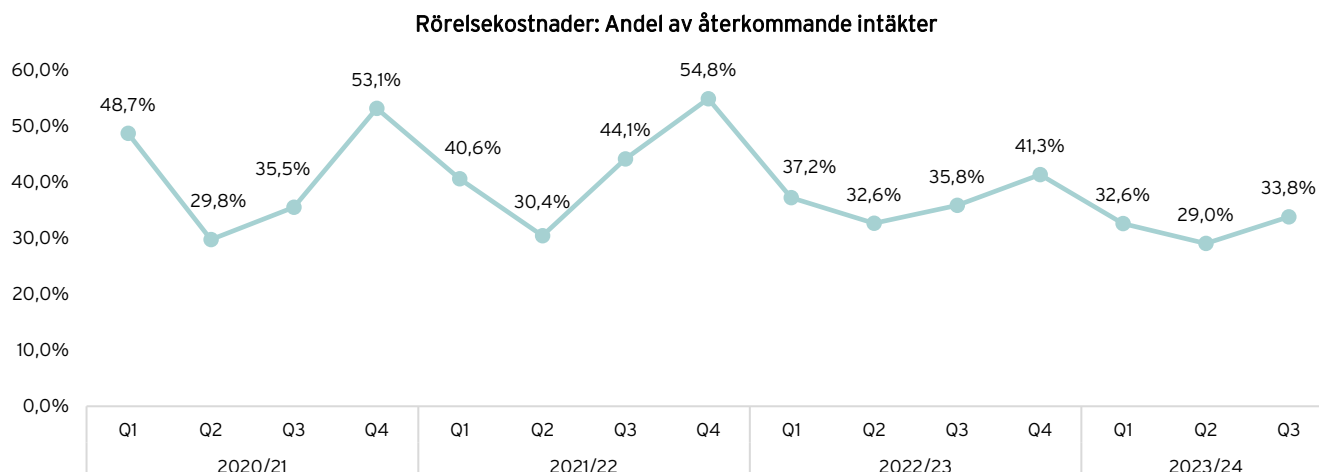
Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Pris
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Ansökan om marknadsgodkännande förväntas skickas in under 2024.	Volymbaserat pris
Dr. Pflieger Arzneimittel	Tyskland	Inväntar marknadsföringstillstånd	Ansökan om marknadsgodkännande skickades in i slutet av 2023.	Volymbaserat pris

Marginalexpansion

De återkommande intäkterna steg med 25,2 procent samtidigt som rörelsekostnaderna (försäljningskostnader, administrationskostnader och forskning och utveckling) ökade med 19,0 procent. Försäljningstillväxten översteg återigen ökningen i rörelsekostnader och därmed ser vårt investeringscase om marginalexpansion fortsatt attraktivt ut. Notera att kvartalet innehöll engångskostnader om 3,0 MSEK och 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.



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. Bolaget flaggade för tillfälligt ökade fraktkostnader till följd av attackerna i Röda havet, men vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas kommande kvartal givet högre försäljningspriser och försäljning av viktiga penicillinprodukter, vilket kan medföra ökad skalbarhet. Justerat för engångskostnaderna i kvartalet uppgick rörelsekostnadernas andel av nettoomsättningen till 29,5 procent.

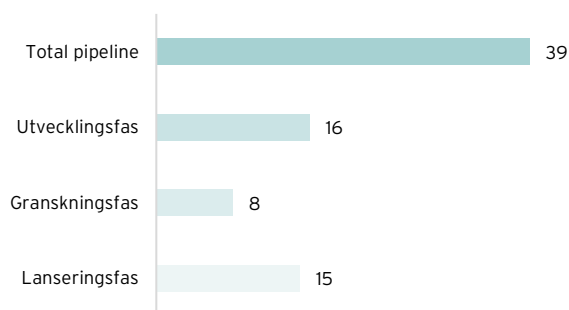


Ökad pipeline

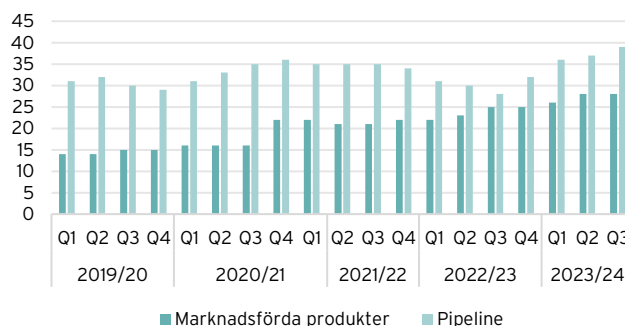
Pipelinen är bred och består av 39 potentiella produkter, varav 23 av dessa befinner sig i gransknings- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produkterna färdigutvecklade och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter, vilket kan ta upp mot tolv månader. Väl i lanseringsfas inleds försäljning ofta efter sex till tolv månader.

Den totala pipelinen ökade med två läkemedel mot föregående kvartal, vilket innebar att hela 14 läkemedel adderades till pipelinen under 2023. Vi ser att ökningen är en viktig komponent för att bibehålla den höga tillväxttakten över tid. Bolaget är även i processen med att starta en upphandling om 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



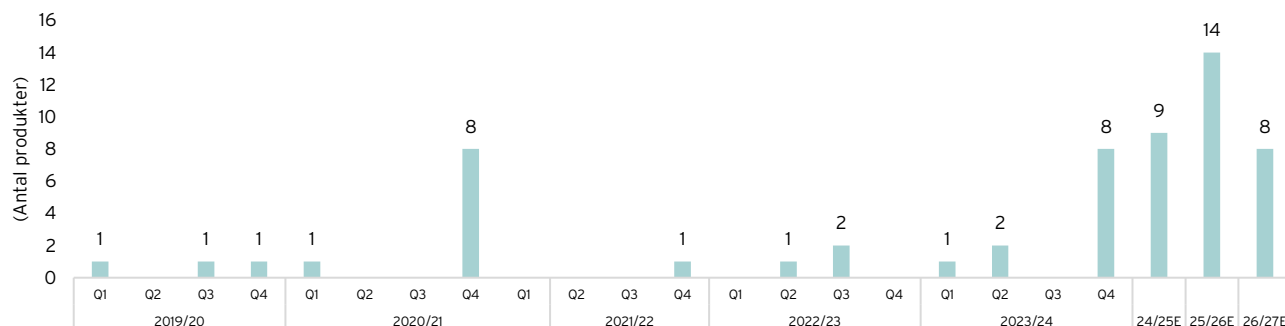
Portfölj och pipeline



Flertalet förväntade lanseringar

Bolagets förväntan är att ytterligare åtta produkter kommer att lanseras under innevarande räkenskapsår. Enligt Schörling har bolaget god möjlighet att klara av samtliga lanseringar under Q4'23/24, vilket vi anser är en stor framgång eftersom en hög andel av produkterna är egenutvecklade sjukhusprodukter. Vi har därför valt att revidera upp vår prognos från sju till åtta ytterligare produktlanseringar under räkenskapsåret 2023/24. Värt att notera var att enstaka projekt flyttades bakåt i pipelinen under kvartalet främst till följd av försenade upphandlingar, någon förlorad upphandling och tekniska svårigheter i utvecklingen. Schörling betonade att flera av dessa var sjukhusprodukter med förväntade lanseringar sent under räkenskapsåret 2024/25. Vi ser därför att den finansiella påverkan blir lägre och att det finns utrymme att kompensera tillväxten på annat håll.

Produktlanseringar



Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -10,4 MSEK, vilket innebar att kassan minskade till 10,4 MSEK vid utgången av kvartalet. CAPEX var exceptionellt hög och uppgick till 44,1 MSEK, vilket främst var hänförligt till engångsköpen av licensprodukterna. Vidare ökade varulagret med 14,3 MSEK och de kortfristiga skulderna med 16,2 MSEK. EQL Pharma tog därför upp ett banklån om 31,6 MSEK i kvartalet.

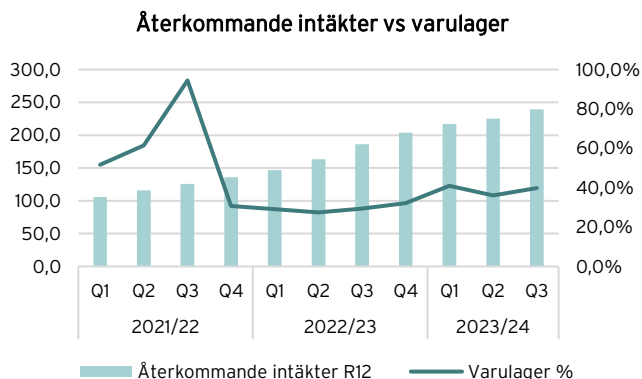
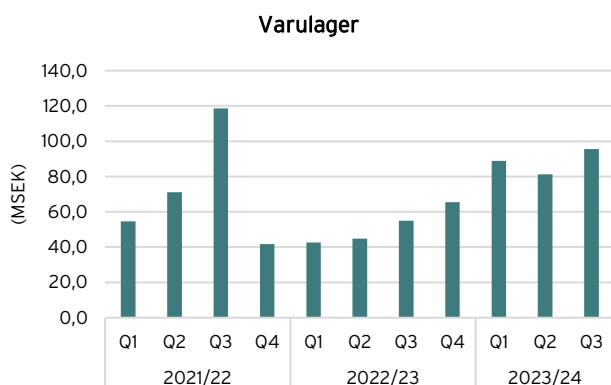
Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingskuld) uppgick till -34,6 MSEK. Justerat för CAPEX av engångskaraktär uppgick det justerade fria kassaflödet till cirka 1,6-3,6 MSEK, vilket visade att det underliggande kassaflödet var positivt. Vi bedömer fortsatt att risken är låg för en nyemission för att finansiera den löpande verksamheten. Det underliggande kassaflödet var positivt och i stigande trend. Schörling betonade också att ytterligare rörelsekapitalkrediter 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 339,6 MSEK, varav cirka 50,9 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Räntebärande skulder ökade till 98,0 MSEK och kassan minskade till 10,4 MSEK, vilket ger en nettoskuld om 87,6 MSEK. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som god, även om nettoskulden ökade och osäkra immateriella tillgångar i balansräkningen utgör en viss finansiell risk.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Kassa
48,9 % (166,1 MSEK)	50,9 % (173,0 MSEK)	3,1 % (10,4 MSEK)
Nettoskuld	Nettoskulsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)
87,6 MSEK	25,8 %	2,9

Varulager

Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till 95,5 MSEK, vilket motsvarade en ökning om 14,3 MSEK mot föregående kvartal. Enligt Schörling var lageruppbyggnaden främst hänförligt till kommande lanseringar av sjukhusprodukterna i Q4'23/24, strategiska satsningar på högvolumprodukter och att penicillinprodukterna var åter tillbaka i lager. Vi anser att lageruppbyggnaden stärker bolagets tillväxtutsikter ytterligare.



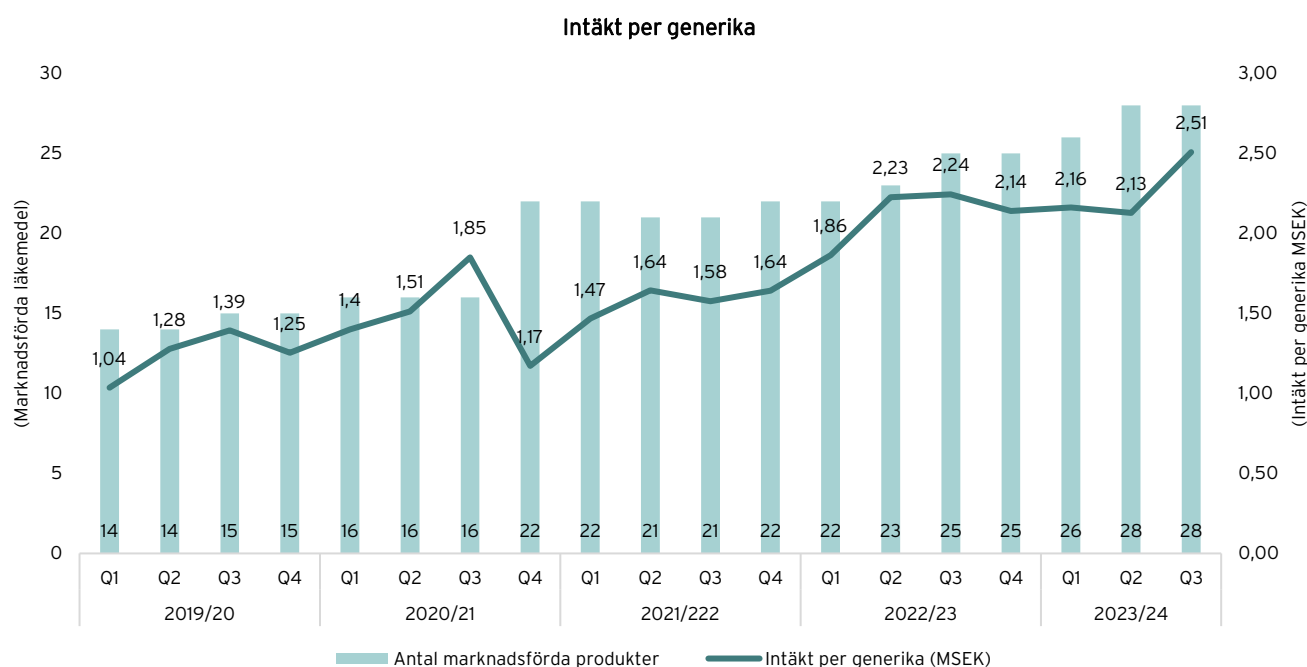
Nuläge och outlook

EQL Pharma ökade de återkommande intäkterna med 25,2 procent, trots tuffare jämförelsetal och att penicillinprodukter endast var tillbaka i mindre omfattning. Bolaget redovisar nu försäljning av Covid-19-tester som återkommande intäkter, vilket hade en viss positiv effekt på tillväxten. EBIT belastades med engångskostnader om 3,0 MSEK och justerat för dessa var både återkommande intäkter och EBIT ungefär i linje med våra estimat.

Vid utgången av kvartalet var många av de viktiga penicillinprodukterna åter tillbaka i lager. Schörling beskrev dessutom lagernivåerna som relativt goda för penicillinprodukterna. Detta i kombination med högre försäljningspriser som stegvis slår in på allt fler produkter efter Tandvårds- och Läkemedelförmånsverket höjning av takpriser gör att vi förväntar oss att få se ett betydligt högre bidrag från penicillinprodukterna och apoteksportföljen i stort under Q4'23/24. Vidare förväntas åtta nya produktlanseringar i Q4'23/24, vilket sammantaget talar för att kommande kvartal kommer bli starkt.

En stor nyhet under kvartalet var att EQL Pharma köpte en handfull licensprodukter från en konkurrent vid två olika tillfällen. Enligt Schörling var det typiska EQL-produkter i termer av omsättning, bruttomarginal och antal konkurrenter. Vidare avsåg köpen färdiga licenser av existerande produkter på marknaden till ett av de nordiska länderna, vilket innebär att de kan lanseras redan tidigt under nästa finansiella räkenskapsår 2024/25. Licensprodukterna finansierades med egen kassa och banklån. Vår uppskattning är att produkterna har potential att generera ett årligt bruttoresultat om cirka 11,0-14,4 MSEK. Vi bedömer därför att detta var en investering med stora möjligheter till hög avkastning och kort återbetalningstid.

Vi återupprepar vår positiva syn på EQL Pharma efter rapporten. 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.



Värdering

Key stats

Antal aktier	29 063 610	Börsvärde (MSEK)	1057,9
Aktiekurs (SEK)	36,4	Nettoskuld (MSEK)	87,6
		Enterprise value (MSEK)	1145,5

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	246,4 MSEK	EV/S	4,6
EBIT	30,3 MSEK	EV/EBIT	37,5
Vinst	22,1 MSEK	P/E	47,4
FCF	-46,9 MSEK	EV/FCF	Neg.

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	3,5	27,6	35,3	52,0
Snitt 5 år	4,6	65,1	77,8	78,3

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
45,3 %	12,3 %	12,3 %	9,0 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
7,6 %	Neg.	15,5 %	11,3 %

Estimat för Q4 och 2023/24

Efter kvartalet kvarstår våra estimat för Q4. Vi räknar med att de återkommande intäkterna kommer öka kraftigt sekventiellt, främst till följd av nya produktlanseringar, större bidrag från penicillinprodukterna och högre försäljningspriser på enskilda produkter. Vi räknar fortsatt med att bruttomarginalen kommer stärkas, trots att bolaget flaggade för tillfälligt ökade fraktkostnader kopplade till attackerna i Röda havet. Vår bedömning är att större bidrag från penicillinprodukterna och högre försäljningspriser väger tyngre samt att fraktkostnadernas påverkan kommer bli något utspridd, eftersom effekten i resultaträkningen kommer synas först när produkterna har blivit sålda. Notera att vi dock höjer rörelsekostnaderna med 1,0 MSEK jämfört med tidigare estimat.

Estimat för räkenskapsåret 2023/24					
(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4	2023/24
Återkommande intäkter	56,2	59,6	70,2	78,0	264,0
% y-o-y	30,7%	16,4%	25,2%	45,8%	29,6%
Nettoomsättning	56,2	59,6	70,2	78,0	264,0
Bruttoresultat	26,2	23,9	33,5	38,2	121,8
Bruttomarginal	46,6%	40,1%	47,7%	49,0%	46,1%
% y-o-y	10,5%	-16,4%	-5,6%	36,0%	5,1%
Rörelsekostnader	18,3	17,4	23,7	22,0	81,4
% y-o-y	14,5%	3,6%	19,0%	-0,2%	8,9%
EBIT	7,9	6,6	9,8	16,2	40,5
EBIT-marginal	14,1%	11,1%	13,9%	20,8%	15,3%
% y-o-y	0,7%	-44,9%	-37,1%	167,7%	-2,1%

Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att de återkommande intäkterna ökar med 29,6 procent under 2023/24. Vi utgår från att bolaget kommer ha 36 marknadsförda läkemedel i portföljen vid utgången av räkenskapsåret och att intäkten per generika sjunker till cirka 1,83 MSEK i genomsnitt på kvartalsbasis. Minskningen per generika är hänförligt till att intäkterna från nya produktlanseringar inte har fått fullt genomslag ännu.

För räkenskapsåret 2024/25 estimerar vi att de återkommande intäkterna ökar med 38,9 procent. Vi bedömer att nya produktlanseringar, högre genomslag från tidigare lanseringar och geografisk expansion kommer stödja tillväxten. Vi utgår från att bolaget kommer ha 45 marknadsförda läkemedel i portföljen vid utgången av räkenskapsåret och att intäkten per generika ökar till cirka 2,03 MSEK på kvartalsbasis. Ökningen per generika är främst hänförligt till ett högre genomslag i intäkterna från tidigare produktlanseringar och geografisk expansion. Notera att förvärv ej ingår i våra estimat.

(MSEK)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E
Engångsintäkter	83,3	274,3	56,1	0,0	0,0
% y-o-y	n/a	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a
Återkommande intäkter	95,8	135,4	203,8	264,0	366,8
% y-o-y	32,1%	41,3%	50,5%	29,6%	38,9%
Summa nettoomsättning	179,1	409,7	259,9	264,0	366,8
EV/S	6,4	2,8	4,4	4,3	3,1
Bruttoresultat	51,0	96,4	115,9	121,8	176,1
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	46,1%	48,0%
% y-o-y	36,7%	89,0%	20,2%	5,1%	44,5%
Rörelsekostnader	40,1	57,9	74,7	81,4	92,4
% y-o-y	33,7%	44,4%	29,0%	8,9%	15,0%
EBIT	11,4	38,8	41,3	40,5	83,7
EBIT-marginal	6,4%	9,5%	15,9%	15,3%	22,8%
% y-o-y	256,3%	240,4%	6,4%	-2,1%	101,8%
EV/EBIT	100,5	29,5	27,7	28,3	13,7

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 att bolaget utvecklas i linje med våra estimat, den stabila intjäningen, skalbarheten i affärsmodellen samt framtidsutsikterna bortom 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)
2024/25E	25	83,7	2091,6	72,0
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	58,6	1464,1	50,4

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	1,98	97,7%	72,5%	1,38	38,4%	29,7%

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	1 255,0	43,2	18,6%	878,5	30,2	-17,0%
20	1 673,3	57,6	58,2%	1 171,3	40,3	10,7%
25	2 091,6	72,0	97,7%	1 464,1	50,4	38,4%
30	2 509,9	86,4	137,3%	1 756,9	60,5	66,1%
35	2 928,2	100,8	176,8%	2 049,8	70,5	93,8%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 97,7 procent för 2024/25, vilket ger en CAGR om 72,5 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 38,4 procent, vilket ger en CAGR om 29,7 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 29 063 610.

Källor

1. <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