



2024-05-17

EQL Pharma redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 78,1 MSEK (60,3), varav de återkommande intäkterna uppgick till 78,1 MSEK (53,5). EBIT uppgick till 8,4 MSEK (6,1), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 10,7 procent (10,0). Periodens kassaflöde uppgick till 10,1 MSEK (18,2), vilket innebar att kassan ökade till 20,5 MSEK (44,4).

### Hög försäljningstillväxt

EQL Pharma ökade de återkommande intäkterna med 46,0 procent, vilket var i linje med vår förväntan. Den höga försäljningsökningen drevs främst av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och högre försäljning från de viktiga penicillinprodukterna. Vår bedömning är att högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar, utökad geografisk närvaro samt färre restnoteringar kommer driva den fortsatta tillväxten under nästa finansiella räkenskapsår.

### Svagare lönsamhet

Rapportens besvikelse var att bruttomarginalen sjönk från 46,6 till 40,3 procent. Vi hade räknat med högre bruttomarginal, men missbedömde produktmixen och omfattningen av ökade fraktkostnader kopplat till attackerna i Röda havet. Avvikelsen på EBIT blev därmed stora mot våra förväntningar. Faktorerna bakom den svaga bruttomarginalen är dock tillfälliga och av övergående karaktär. Vi förväntar oss därför en högre marginal redan i nästa kvartal och en fortsatt återhämtning därefter.

### Outlook

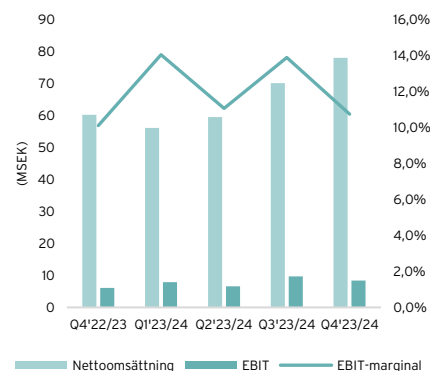
Efter rapporten återupprepar vi vår positiva syn på EQL Pharma. Vi har valt att behålla vår försäljningsprognos för nästa finansiella räkenskapsår. Vi har sänkt våra förväntningar något avseende bruttomarginalen och reducerat rörelsekostnaderna. Vår bedömning är att tillväxt- och lönsamhetspotentialen är betydande. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 59,9 procent för 2024/25. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 12,0 procent.

(MSEK)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
<b>Engångs</b>	<b>274,3</b>	<b>56,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Tillväxt y-o-y	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a	n/a
<b>Återkommande</b>	<b>135,4</b>	<b>203,8</b>	<b>264,2</b>	<b>364,5</b>	<b>492,1</b>
Tillväxt y-o-y	41,3%	50,5%	29,6%	38,0%	35,0%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>409,7</b>	<b>259,9</b>	<b>264,0</b>	<b>364,5</b>	<b>492,1</b>
EV/S	3,3	5,2	5,2	3,7	2,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>96,4</b>	<b>115,9</b>	<b>115,1</b>	<b>164,4</b>	<b>223,9</b>
Bruttomarginal	23,5%	44,6%	43,6%	45,1%	45,5%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>57,9</b>	<b>74,7</b>	<b>82,4</b>	<b>82,7</b>	<b>100,4</b>
Tillväxt y-o-y	44,4%	29,0%	10,3%	1,5%	20,0%
<b>EBIT</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>32,6</b>	<b>80,7</b>	<b>123,5</b>
EBIT-marginal	9,5%	15,9%	12,4%	22,1%	25,1%
EV/EBIT	35,1	33,0	41,7	16,9	11,0

### Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Spotlight
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	43,4
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	1 261,4
Nettoskuld (MSEK)	99,6
EV (MSEK)	1 361,0
Insiderägande	55,5%
Nästa rapport	2024-08-08

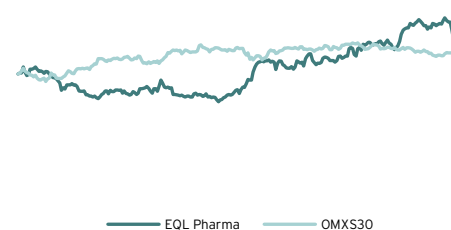
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	-0,2%	14,8%	36,1%

## 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 31 potentiella produkter, varav 16 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. Vår bedömning är att den höga förväntade lanseringstakten kommande år i kombination med expansion inom nya geografiska marknader kommer möjliggöra fortsatt hög tillväxt med stigande EBIT-marginal.

*"För helåret 2024/25 projekterar vi en försäljningstillväxt på omkring 40%. Att uppnå detta skulle ligga i linje med våra långsiktiga försäljningsmål som anges i vår femårsplan. Vårt mål är att nå en EBITDA-marginal på minst 25% år 2024/25"*

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

## Hög försäljningstillväxt men svagare lönsamhet

Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 78,1 MSEK (60,3), vilket motsvarade en ökning med 29,6 procent. Justerat för försäljning av engångskaraktär uppgick nettoomsättningen till 78,1 MSEK (53,5), vilket innebar att hela nettoomsättningen bestod av återkommande intäkter. De återkommande intäkterna ökade med 46,0 procent, vilket var i linje med vår förväntan. Den höga försäljningsökningen drevs främst av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och högre försäljning från de viktiga penicillinprodukterna.

Rapportens besvikelse var att bruttomarginalen sjönk från 46,6 till 40,3 procent. Vi hade räknat med högre bruttomarginal till följd av en förbättrad produktmix och högre försäljningspriser, men missbedömde produktmixen och omfattningen av ökade fraktkostnader kopplat till attackerna i Röda havet. Enligt bolaget var lagernivåerna begränsade för flertalet produkter efter utmaningarna som varit i leveranskedjan under året, vilket medförde att bolaget tvingades flyga in produkter i högre skala för att möta kortsiktiga krav på leverans. Ökade fraktkostnader påverkade bruttoresultatet med 1,6 MSEK och justerat för detta uppgick bruttomarginalen till 42,3 procent.

Faktorerna bakom den svaga bruttomarginalen är av övergående karaktär som tur är och enligt bolaget har det gradvis börjat övergå till båttransport igen. Utöver detta har licensprodukterna som förväntas lanseras under nästa kvartal en generellt högre bruttomarginal än den sammanslagna i portföljen. Vi förväntar oss därför en sekventiellt högre marginal redan i nästa kvartal och en fortsatt succesiv återhämtning därefter.

EBIT ökade till 8,4 MSEK (6,1), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 10,7 procent (10,0). Enligt bolaget belastades EBIT med engångskostnader om 2,2 MSEK kopplade till upplistingen till NASDAQ. Den lägre bruttomarginalen och engångskostnaderna medförde att avvikelserna på EBIT blev stora mot våra förväntningar. Justerat för engångskostnader och ökade fraktkostnader uppgick EBIT till 12,2 MSEK med en justerad EBIT-marginal om 15,6 procent, vilket var betydligt närmare vårt estimat. Positivt var att bolaget fortsatte uppvisa en imponerande tillväxt i de återkommande intäkterna med intakt skalbarhet på rörelsekostnaderna.

Utfall vs Estimat Q4 2023/24

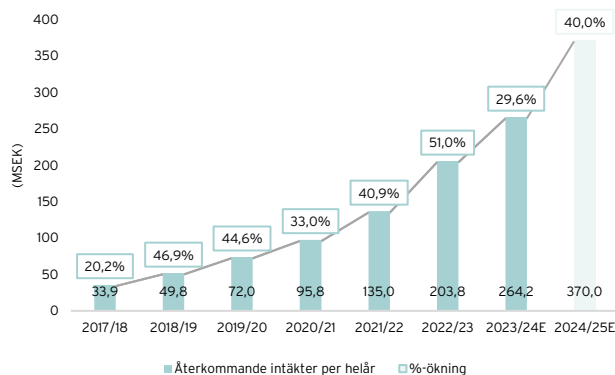
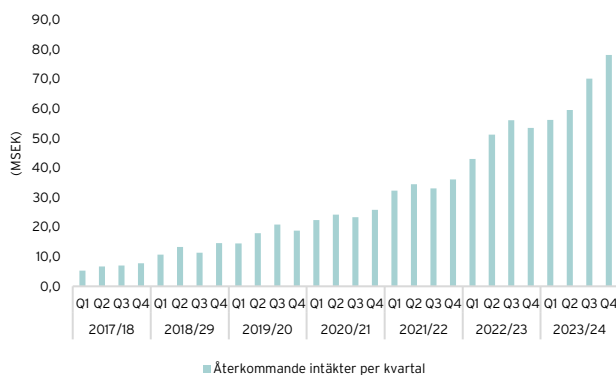
(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4E	Q4A	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>56,2</b>	<b>59,6</b>	<b>70,2</b>	<b>78,0</b>	<b>78,1</b>	<b>0,1</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>30,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>25,2%</i>	<i>45,8%</i>	<i>46,0%</i>	<i>0,1%</i>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26,2</b>	<b>23,9</b>	<b>33,5</b>	<b>38,2</b>	<b>31,5</b>	<b>6,7</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>46,6%</i>	<i>40,1%</i>	<i>47,7%</i>	<i>49,0%</i>	<i>40,3%</i>	<i>-8,7pp</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-18,3</b>	<b>-17,4</b>	<b>-23,7</b>	<b>-22,0</b>	<b>-23,1</b>	<b>+1,1</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>14,5%</i>	<i>3,6%</i>	<i>19,0%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,9%</i>
<b>EBIT</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>9,8</b>	<b>16,2</b>	<b>8,4</b>	<b>-7,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>14,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>20,8%</i>	<i>10,7%</i>	<i>-10,1pp</i>

## Återkommande intäkter

Den höga försäljningsökningen för de återkommande intäkterna drevs bland annat av åtta nya produktlanseringar (en i apoteksportföljen och sju i sjukhusportföljen). Vidare påverkades omsättningen positivt av tidigare produktlanseringar i sjukhusportföljen efter jämförelseperioden. Därtill fortsatte den geografiska expansionen av den befintliga portföljen, både i Norden och i övriga Europa utanför Norden.

Bolagets prognos är att de återkommande intäkterna kommer öka med 40 procent y-o-y under nästa finansiella räkenskapsår (2024/25). Vår bedömning är att högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar och utökad geografisk närvaro kommer driva den fortsatta tillväxten.

### Fortsätter uppvisa hög tillväxt i ARR

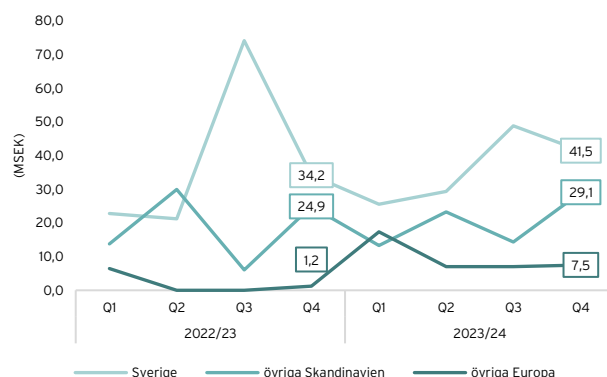
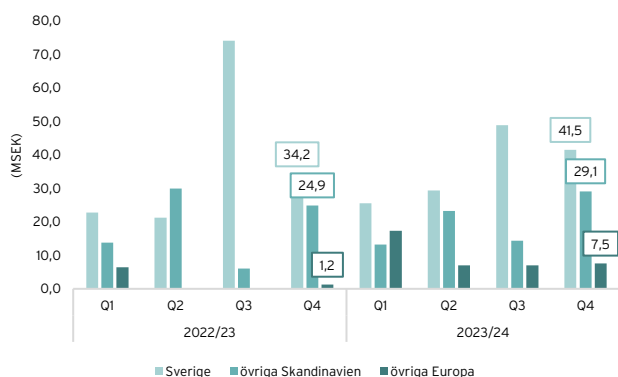


## Geografisk intäktsfördelning

Det underliggande momentumet i kärnverksamheten visualiseras även av den geografiska intäktsfördelningen för de återkommande intäkterna, som visar att den geografiska expansionen fortlöper planenligt. I kvartalet expanderade bolaget produkten Kaliumklorid till Norge. Därtill lanserades Mellozzan i Danmark och Norge samt ett ytterligare fåtal andra produkter i portföljen till Portugal och Polen efter jämförelseperioden.

Vi förväntar oss att nya geografiska försäljningsmarknader tillkommer löpande framöver, både för nyckelprodukterna Mellozzan och Memprex samt andra existerande produkter i portföljen. Ett tecken på detta var att Mellozzan lanserades i Tyskland och Österrike efter utgången av kvartalet<sup>1</sup>.

### Försäljningen ökade i samtliga marknader



<sup>1</sup>Notera att EQL Pharma inte särredovisade fördelningen mellan återkommande intäkter och engångsintäkter i Q3 och Q4 '22/23

## Den fina tillväxttenden förväntas fortsätta

EQL Pharmas prognos är att de återkommande intäkterna kommer öka med 40 procent y-o-y under det finansiella räkenskapsåret 2024/25. Vi bedömer att högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar och utökad geografisk närvaro kommer driva den fortsatta tillväxten.

### Apoteksportföljen

Den främsta tillväxt drivaren i apoteksportföljen beräknas utgöras av nya produktlanseringar. Vidare räknar bolaget med färre restnoteringar, vilket också kommer få en positiv inverkan på tillväxten. I kvartalet lanserades dessutom Mellozzan oral lösning. Därtill kommer högre försäljningspriser som stegvis slår in på allt fler produkter efter Tandvårds- och Läkemedelförmånsverket höjning av takpriser att få en fortsatt positiv inverkan på helåret.

I föregående kvartal köpte EQL Pharma en handfull licensprodukter från en konkurrent vid två olika tillfällen. Enligt Schörling var det typiska EQL-produkter i termer av omsättning, bruttomarginal (bruttomarginalerna bedömdes till och med vara något bättre än den sammanslagna i portföljen) 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 räkenskapsåret 2024/25. I rapporten framgick det att licensprodukterna beräknas lanseras redan under det första kvartalet, vilken var en positiv nyhet.

Läkemedel	Typ	Reg.	Konkurrenter
Allopurinol "DAK"	Recept	1981-04-30	5
Amitriptylin "DAK"	Recept	1977-09-30	2
Nitrofurantoin "DAK"	Recept	1977-08-01	0
Propranolol "DAK"	Recept	1982-12-07	0

Under kvartalet noterade vi att EQL Pharma stegvis övertog licenser för ovanstående läkemedel i Danmark<sup>2</sup>. Vi kan konstatera att det är läkemedel med gamla patentutlöp och generellt låg konkurrens. Därutöver har de en liten omsättning globalt, men en relativt större omsättning i Danmark. Detta följer bolagets strategi för att lansera läkemedel med långsiktigt höga och stabila bruttomarginaler samt med inträdesbarriärer för nya konkurrenter.

Noterbart är att den årliga försäljningen för dessa läkemedel har en avtagande trend sedan ett par år tillbaka<sup>3</sup>. Vi antar att detta korrelerar med anledningen bakom försäljningen och att dessa läkemedel har haft en låg prioritet hos säljaren. Vår bedömning är att EQL Pharma bör ha goda förutsättningar att öka försäljningen och bruttomarginalen genom rätt strategi och att vara aktiva i prissättningen.

Försäljning (MDKK)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Allopurinol "DAK"	5,5	6,0	3,2	1,2	4,2	2,0	0,8	1,7	1,4
Amitriptylin "DAK"	5,6	5,6	5,5	4,8	1,1	3,3	2,6	1,5	3,0
Nitrofurantoin "DAK"	5,0	4,8	2,8	1,7	3,0	3,1	3,2	3,2	1,1
Propranolol "DAK"	3,7	3,5	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1	4,5
<b>Summa</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>	<b>14,7</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>
SEK*	31,2	31,3	23,2	17,4	18,0	18,1	15,4	15,1	15,8

\*DKK/SEK 1,57

## Sjukhusportföljen

I kvartalet lanserades sjukhusprodukterna Piperacillin/Tazobactam Qilu, Meropenem Qilu, Sugammadex Qilu, Tigecyclin EQL Pharma, Levosimendan EQL Pharma, Caloket/ketorolac samt Penicryl/benzylpenicillin. Detta innebar att hela tio nya produkter adderades till sjukhusportföljen under räkenskapsåret 2023/24. EQL Pharma har vunnit fleråriga upphandlingsavtal för samtliga lanserade sjukhusprodukter, vilket betyder att de årliga ordervolymerna är garanterade även för kommande räkenskapsår. Helårseffekten från tidigare lanseringar kommer därför att bidra till den fortsatta tillväxten. Betydligt bredare lanseringar av produkterna väntar dessutom i takt med att tidigare vunna upphandlingar startar i fler regioner och bolaget vinner nya upphandlingar. Tidigare produktlanseringar beräknas därför öka försäljningen väsentligt under räkenskapsåret 2024/25.

Utöver ovan nämnda läkemedel förväntar sig bolaget tre nya produktlanseringar i sjukhusportföljen under räkenskapsåret 2024/25. Sjukhusportföljen förväntas därmed bli en fortsatt betydande tillväxt drivare, både under kommande och efterföljande räkenskapsår.

### Lanseringar

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

## Utlicensieringar

Utöver nya produktlanseringar arbetar EQL Pharma även med att lansera den befintliga portföljen till nya geografiska marknader. Mellozzan och Memprex är två högprioriterade läkemedel eftersom försäljningspotentialen är hög och den generiska konkurrensen fortfarande 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 (inkluderar registrering av läkemedel, subventionering, uppdatering av behandlingsriktlinjer, informering till 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 Storbritannien<sup>4</sup>. Vidare lanserades läkemedlet i Tyskland och Österrike efter utgången av kvartalet, vilket innebar att försäljningen nu pågår i Danmark, Norge, Tyskland samt Österrike. Enligt Schörling är Tyskland en av flera marknader som bolaget har stora förhoppningar om signifikant försäljning i.

Vi räknar med att försäljningen från Mellozzan i de nya marknaderna kommer att vara relativt begränsad inledningsvis, men att den bidrar till omsättningstillväxten i viss mån redan under räkenskapsåret 2024/25. Därefter utgår vi från att försäljningen kommer öka succesivt allt eftersom marknaden byggs upp av bolagets partners och läkemedlet lanseras i ytterligare länder.

### Utlicensieringsavtal Mellozzan

Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Royalty %
Medice	Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien, Österrike, Schweiz	Lanserad i Danmark, Norge, Tyskland samt Österrike. Marknadsgodkännande i Storbritannien. Övriga marknader inväntar marknadsföringstillstånd.	Lansering i Storbritannien under 2024. Marknadsgodkännande för Finland under 2024 och 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	Ensiffrig
Adalvo	89 länder utanför Europa och USA	Utvärdering av marknader	Återkoppling under 2024	Okänt

Nedan har vi sammanställt samtliga utlicensieringsavtal med partners för Memprex. Positivt var att ansökan om marknadsgodkännande i Frankrike skickades in under kvartalet. Enligt Schörling har bolaget pågående dialoger med ytterligare partners för en mängd andra marknader.

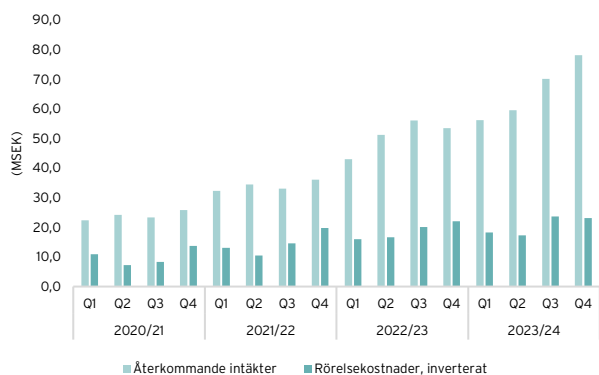
### Utlicensieringsavtal Memprex

Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Pris
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande förväntas under 2024.	Volymbaserat pris
Dr. Pflieger Arzneimittel	Tyskland	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande förväntas under 2024.	Volymbaserat pris

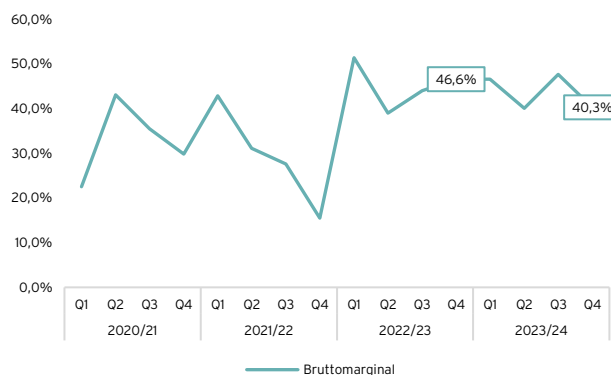
## Marginalexpansion

De återkommande intäkterna ökade med 46,0 procent och rörelsekostnaderna (försäljningskostnader, administrationskostnader och forskning och utveckling) med 4,7 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 och att räkenskapsåret 2023/24 innehöll engångskostnader om 5,2 MSEK. Vi förväntar oss därmed en låg ensiffrig ökning av rörelsekostnaderna under 2024/25.

Fortsatt god kostnadskontroll...

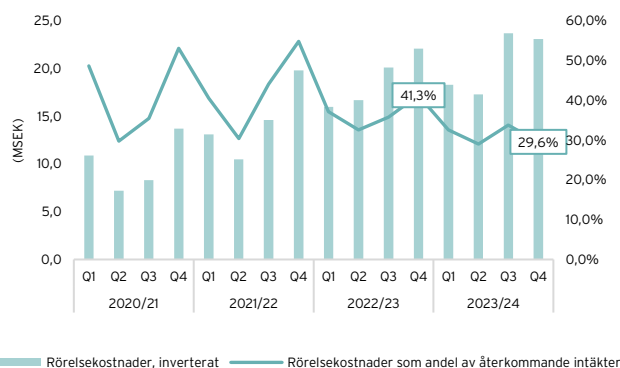


...men svag bruttomarginal tyngde lönsamheten

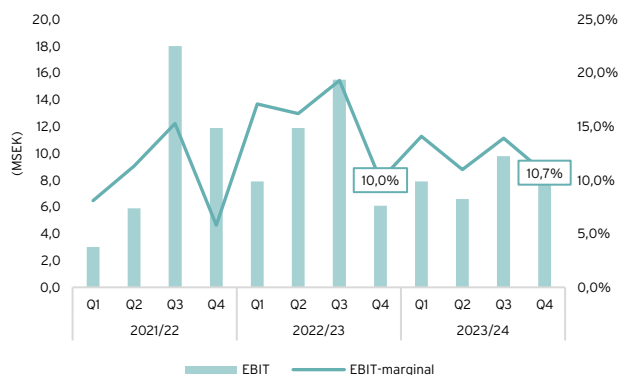


Skalbarheten kan även tydas från grafen nedan som visar rörelsekostnadernas andel av de återkommande intäkterna, vilka visar en fallande trend sedan de återkommande intäkterna stigit kraftigt och ökat som andel av nettoomsättningen. Så länge denna trend består är det inte nödvändigt att EQL Pharma stärker bruttomarginalen för att EBIT-marginalen ska öka. Vår bedömning är att bruttomarginalen kommer stärkas kommande kvartal till följd av lägre fraktkostnader, nya produktlanseringar, högre försäljningspriser samt färre restnoteringar på penicillinprodukterna, vilket kommer medföra ökad skalbarhet. Justerat för engångskostnaderna i kvartalet uppgick rörelsekostnadernas andel av nettoomsättningen till 26,8 procent.

Skalbarheten är intakt...



...vilket leder till ökad EBIT-marginal





## Pipeline

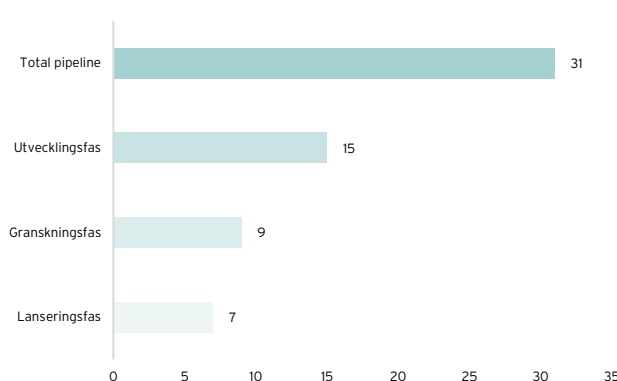
Pipelinen är bred och består av 31 potentiella produkter, varav 16 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produkterna färdigutvecklade och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter, vilket kan ta upp mot tolv månader. Väl i lanseringsfas inleds försäljning ofta efter sex till tolv månader.

Den totala pipelinen minskade med åtta läkemedel mot föregående kvartal till följd av produktlanseringarna i kvartalet. Vi räknar med att nya produkter kommer adderas löpande till pipeline, vilket kommer bli en viktig komponent för att bibehålla den höga tillväxttakten över tid. Bolaget är exempelvis 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.

Portfölj och pipeline



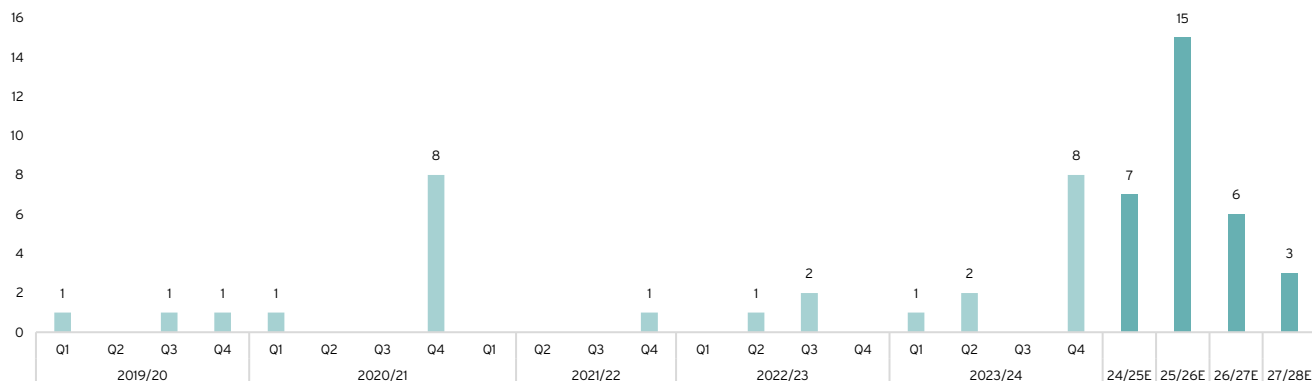
Många produkter i granskning- och lanseringsfas



## Flertalet förväntade lanseringar

Bolagets förväntan är att sju produkter kommer att lanseras under räkenskapsåret 2024/25. Fyra av dessa beräknas ske redan under det första kvartalet och resterande tre är beroende av möjlighet att buda på och vinna offentliga upphandlingar för att fastställa lanseringsdatum. Värt att notera var att bolaget förväntar sig två mindre produktlanseringar under räkenskapsåret jämfört med föregående kvartal. Vi anser att det finns utrymme för att kompensera tillväxten på annat håll.

Flertalet produktlanseringar beräknas under 2024/25



## Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till 10,1 MSEK (18,2), vilket innebar att kassan ökade till 20,5 MSEK (44,4) vid utgången av kvartalet. Fritt kassaflöde uppgick till -12,0 MSEK (18,8) och justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) till -1,3 MSEK (-1,4). Det positiva kassaflödet under perioden var hänförligt till att bolaget tog upp ett lån om 22,4 MSEK för att finansiera fortsatta investeringar i CAPEX och uppbyggnad av varulagret.

Vi räknar med att investeringar i CAPEX och varulager kommer fortsätta för att driva framtida tillväxt. Vi bedömer dock att risken är låg för en nyemission för att finansiera den löpande verksamheten. Det underliggande kassaflödet är i stigande trend och lönsamheten förväntas förbättras kraftigt kommande räkenskapsår. Därtill kan ytterligare rörelsekapitalkrediter användas vid behov och lagernivåerna sänkas om så måste för att frigöra kapital.

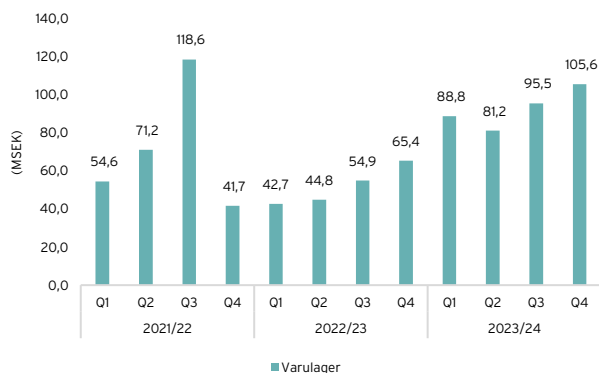
EQL Pharma hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 373,8 MSEK, varav cirka 47,6 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Räntebärande skulder ökade till 120,1 MSEK och kassan till 20,5 MSEK, vilket ger en nettoskuld om 99,6 MSEK. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som hanterbar, även om nettoskulden ökade och osäkra immateriella tillgångar i balansräkningen utgör en viss finansiell risk.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Kassa
46,4 % (173,3 MSEK)	47,6 % (177,7 MSEK)	5,5 % (20,5 MSEK)
Nettoskuld	Nettoskuldsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)
99,6 MSEK	26,7 %	2,4

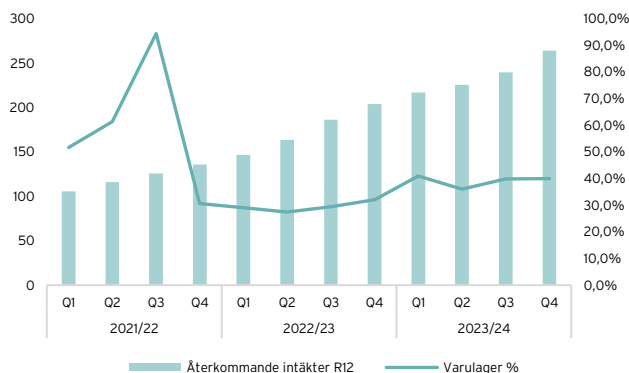
## Varulager

Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till 105,6 MSEK, vilket motsvarade en ökning om 10,1 MSEK mot föregående kvartal. Vi utgår från att lageruppbyggnaden främst var hänförligt till kommande produkt lanseringar och säkerställande av lagernivåer på strategiskt viktiga produkter. Vi anser att lageruppbyggnaden stärker bolagets tillväxtutsikter ytterligare.

Varulagret ökar...



...vilket är i linje med bolagets strategi



## Värdering

### Key stats

Antal aktier	29 063 610	Börsvärde (MSEK)	1261,4
Aktiekurs (SEK)	43,4	Nettoskuld (MSEK)	99,6
		Enterprise value (MSEK)	1361,0

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	262,2 MSEK	EV/S	5,2
EBIT	32,6 MSEK	EV/EBIT	41,7
Vinst	22,7 MSEK	P/E	55,6
FCF	-77,7 MSEK	EV/FCF	Neg.

### Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	3,7	28,9	37,9	54,3
Snitt 5 år	4,7	65,9	79,4	79,7

### Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
43,5 %	16,0 %	12,3 %	8,6 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
Neg.	Neg.	17,0 %	11,9 %

## Estimat för 2024/25

För räkenskapsåret 2024/25 räknar vi med att bolaget ökar de återkommande intäkterna med 38,0 procent. Vår bedömning är att högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar, utökad geografisk närvaro samt färre restnoteringar kommer driva den fortsatta tillväxten.

Vi utgår från en högre bruttomarginal redan i Q1 och en fortsatt succesiv återhämtning därefter. Vår bedömning är att faktorerna bakom den svaga bruttomarginalen är av övergående karaktär. Därutöver förväntar vi oss nya produktlanseringar, färre restnoteringar på penicillinprodukterna och högre försäljningspriser kommer driva den sekventiella förbättringen.

Vidare har vi justerat majoriteten av rörelsekostnaderna av engångskaraktär under 2023/24, adderat 0,7 MSEK per produktlansering och räknat med en låg löneökning. Vår bedömning är att rörelsekostnaderna kommer att vara relativt intakta. Bolaget har tidigare bevisat att det kan uppvisa en imponerande tillväxt i de återkommande intäkterna med intakt skalbarhet på rörelsekostnaderna.

Sammantaget leder detta till en kraftigt förbättrad EBIT och EBIT-marginal. Vår bedömning är att tillväxt- och lönsamhetspotentialen i EQL Pharma är betydande.

### Estimat för räkenskapsåret 2024/25

<i>(MSEK)</i>	Q1	Q2	Q3	Q4	2024/25
Återkommande intäkter	84,0	87,0	93,5	100,0	364,5
% y-o-y	49,5%	45,9%	33,2%	28,0%	38,0%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>84,0</b>	<b>87,0</b>	<b>93,5</b>	<b>100,0</b>	<b>364,5</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>36,1</b>	<b>38,3</b>	<b>43,0</b>	<b>47,0</b>	<b>164,4</b>
Bruttomarginal	43,0%	44,0%	46,0%	47,0%	45,1%
% y-o-y	37,9%	60,1%	28,4%	49,4%	42,9%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>21,2</b>	<b>20,1</b>	<b>20,7</b>	<b>21,7</b>	<b>83,7</b>
% y-o-y	16,1%	15,9%	-12,8%	-6,0%	1,5%
<b>EBIT</b>	<b>14,9</b>	<b>18,2</b>	<b>22,3</b>	<b>25,3</b>	<b>80,7</b>
EBIT-marginal	17,8%	20,9%	23,9%	25,3%	22,1%
% y-o-y	88,1%	177,3%	128,7%	202,2%	147,5%

## Estimat fram till 2025/26

Estimat fram till räkenskapsåret 2025/26					
(MSEK)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
<b>Engångsintäkter</b>	<b>274,3</b>	<b>56,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>229,3%</i>	<i>-79,5%</i>	<i>-100,0%</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
<b>Återkommande intäkter</b>	<b>135,4</b>	<b>203,8</b>	<b>264,2</b>	<b>366,8</b>	<b>492,1</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>41,3%</i>	<i>50,5%</i>	<i>29,6%</i>	<i>38,9%</i>	<i>35,0%</i>
<b>Summa nettoomsättning</b>	<b>409,7</b>	<b>259,9</b>	<b>264,2</b>	<b>366,8</b>	<b>492,1</b>
<i>EV/S</i>	<i>3,3</i>	<i>5,2</i>	<i>5,2</i>	<i>3,7</i>	<i>2,8</i>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>96,4</b>	<b>115,9</b>	<b>115,1</b>	<b>164,4</b>	<b>223,9</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>23,5%</i>	<i>44,6%</i>	<i>43,6%</i>	<i>45,1%</i>	<i>45,5%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>89,0%</i>	<i>20,2%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>42,9%</i>	<i>36,2</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>57,9</b>	<b>74,7</b>	<b>82,4</b>	<b>83,7</b>	<b>100,4</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>44,4%</i>	<i>29,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>20,0%</i>
<b>EBIT</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>32,6</b>	<b>80,7</b>	<b>123,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>9,5%</i>	<i>15,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>22,1%</i>	<i>25,1%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>240,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-21,0%</i>	<i>147,3%</i>	<i>53,0%</i>
<i>EV/EBIT</i>	<i>35,1</i>	<i>33,0</i>	<i>41,7</i>	<i>16,9</i>	<i>11,0</i>

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)
<b>2024/25E</b>	25	80,7	2017,5	69,4
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	56,5	1412,3	48,6

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
<b>2024/25E</b>	1,60	59,9%	59,9%	1,12	12,0%	12,0%

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

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2024/25E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
15	1 210,5	41,7	-4,0%	847,4	29,2	-32,8%
20	1 614,0	55,5	28,0%	1 129,8	38,9	-10,4%
<b>25</b>	<b>2 017,5</b>	<b>69,4</b>	<b>59,9%</b>	<b>1 412,3</b>	<b>48,6</b>	<b>12,0%</b>
30	2 421,0	83,3	91,9%	1 694,7	58,3	34,4%
35	2 824,5	97,2	123,9%	1 977,2	68,0	56,7%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 59,9 procent för 2024/25, vilket ger en CAGR om 59,9 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 12,0 procent, vilket ger en CAGR om 12,0 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-lanseras-i-tyskland-och-osterrrike-1faf61e6>
2. <https://laegemiddelstyrelsen.dk/en/licensing/authorisation-procedures/>
3. <https://medstat.dk/en#tabs-1>
4. <https://mf.n.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-mellozzan-r-melatonin-har-fatt-marknadsforingsgodkannande-i-storbritannien-e8821c51>

## 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