

2024-08-13

EQL Pharma redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 82,8 MSEK (56,2), varav de återkommande intäkterna uppgick till 82,8 MSEK (56,2). EBIT uppgick till 15,2 MSEK (7,9), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 18,4 procent (14,1). Periodens kassaflöde uppgick till -7,1 MSEK (-19,6), vilket innebar att kassan minskade till 13,4 MSEK (24,8).

### Försäljningstillväxten fortsätter starkt

EQL Pharma ökade de återkommande intäkterna med 47,3 procent, vilket var precis under vår förväntan. Den höga försäljningsökningen drevs främst av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Vår bedömning är fortsatt att högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar, utökad geografisk närvaro samt färre restnoteringar kommer driva den fortsatta tillväxten under innevarande räkenskapsår.

### Förbättrad lönsamhet

EBIT å andra sidan kom in precis över vår förväntan till följd av en högre bruttomarginal än vad vi hade räknat med. Vi är imponerade över bolagets förmåga att kombinera hög försäljningstillväxt med skalbarhet på rörelsekostnaderna och en återhämtning av bruttomarginalen. Bolaget uppgav att det fortsatt var påverkade av ökade fraktkostnader och att störningarna i Röda Havet förväntas kvarstå ett tag till. Vi räknar därför med att bruttomarginalen i kvartalet är någorlunda representativ för helåret.

### Outlook

Sammantaget var rapporten i det stora hela helt i linje med våra förväntningar, vilket bekräftar tillväxt- och lönsamhetspotentialen i EQL Pharma. Vi har endast genomfört små justeringar i estimaten efter rapporten och återupprepar vår positiva syn på bolaget. Aktiekursen har välförtjänt tagit fart sedan vår senaste uppdatering, men på våra estimat finns fortfarande en attraktiv uppsida. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 23,7 procent för 2024/25.

(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	4,8	3,5
<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>84,9</b>	<b>101,9</b>
Tillväxt y-o-y	44,4%	29,0%	10,3%	3,1%	20,0%
<b>EBIT</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>32,6</b>	<b>79,4</b>	<b>122,0</b>
EBIT-marginal	9,5%	15,9%	12,4%	21,8%	24,8%
EV/EBIT	44,6	41,9	53,1	21,8	14,2

### Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Nasdaq
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	55,2
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	1 604,3
Nettoskuld (MSEK)	127,1
EV (MSEK)	1 731,4
Insiderägande	55,6%
Nästa rapport	2024-10-24

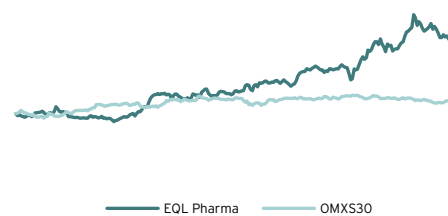
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	-1,8%	31,1%	97,1%

## 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 13 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%. 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
- Hög andel återkommande intäkter
- Inträdesbarriärerna är högre inom nischgenerika
- Begränsad konkurrens
- Konjunkturokänsligt
- Bred pipeline
- Expansion inom nya geografiska marknader
- Optionaliteter
- Kompetent ledning och erfaren styrelse
- Stark ägarbild och högt insiderägande

## Stark tillväxt under förbättrad lönsamhet

Nettoomsättningen i det första kvartalet uppgick till 82,8 MSEK (56,2), vilket motsvarade en ökning med 47,3 procent. Notera att hela nettoomsättningen bestod av återkommande intäkter och att intäkterna kom in precis under vårt estimat. Den höga försäljningsökningen drevs främst av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Därtill pågick viss försäljning av Covid-19-tester efter att en mindre våg av infektioner från Covid bröt ut i samtliga nordiska länder.

Bruttomarginalen sjönk från 46,6 till 44,7 procent. Notera dock att detta var en stor förbättring mot föregående kvartal (då bruttomarginalen uppgick till 40,3 procent), trots fortsatt påverkan av störningarna i Röda Havet. Ökningen från föregående kvartal drevs framför allt av en förbättrad produktmix. Vidare utgår vi från att högre försäljningspriser och mindre milstolpsbetalningar bidrog i viss utsträckning. Enligt bolaget påverkade extraordinära fraktkostnader bruttoresultatet med 1,1 MSEK och justerat för detta uppgick bruttomarginalen till cirka 46,0 procent. Vi räknar med att bruttomarginalen kommer stabilisera sig runt nuvarande nivåer och att ytterligare förbättringar får vänta tills fraktpriserna återgår till det mer normala.

EBIT kom in något högre än vår förväntan till följd av god kostnadskontroll och en högre bruttomarginal än vad vi hade räknat med. EBIT ökade med 92,1 procent till 15,2 (7,9), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 18,4 procent (14,1). Enligt bolaget belastades EBIT fortsatt med engångskostnader om 1,0 MSEK (0,2) kopplat till upplistingen till NASDAQ. Justerat för engångskostnaderna uppgick EBIT till 16,2 MSEK med en justerad EBIT-marginal om 19,6 procent.

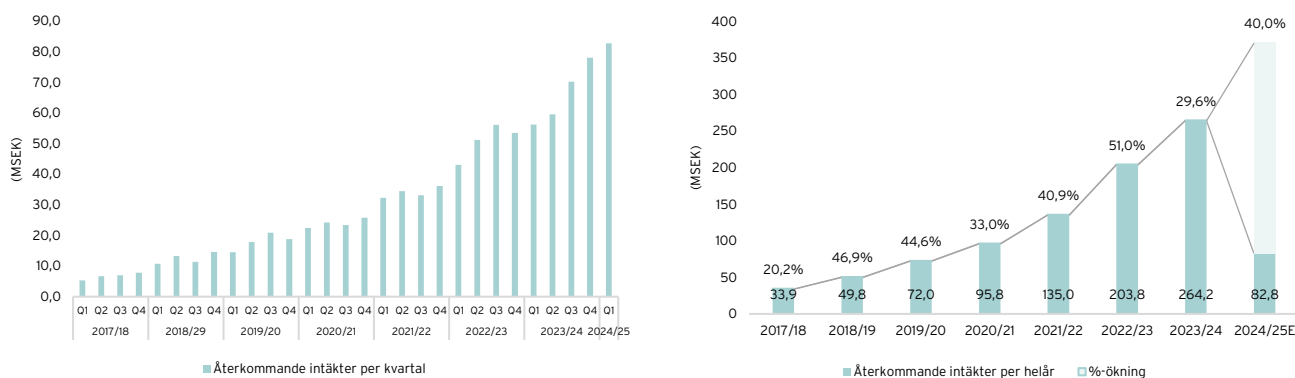
Utfall vs Estimat Q1 2024/25

(MSEK)	Q1'23/24	Q2'23/24	Q3'23/24	Q4'23/24	Q1'24/25E	Q1'24/25A	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>56,2</b>	<b>59,6</b>	<b>70,2</b>	<b>78,1</b>	<b>84,0</b>	<b>82,8</b>	<b>-1,2</b>
% y-o-y	30,7%	16,4%	25,2%	46,0%	49,5%	47,3%	1,4%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>26,2</b>	<b>23,9</b>	<b>33,5</b>	<b>31,5</b>	<b>36,1</b>	<b>37,0</b>	<b>+0,9</b>
Bruttomarginal	46,6%	40,1%	47,7%	40,3%	43,0%	44,7%	1,7pp
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-18,3</b>	<b>-17,4</b>	<b>-23,7</b>	<b>-23,1</b>	<b>-21,2</b>	<b>-21,7</b>	<b>+0,5</b>
% y-o-y	14,5%	3,6%	19,0%	4,7%	16,1%	19,1%	2,3%
<b>EBIT</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>+0,3</b>
EBIT-marginal	14,1%	11,1%	13,9%	10,7%	17,8%	18,4%	0,6pp

## Återkommande intäkter

Den höga försäljningsökningen för de återkommande intäkterna drevs bland annat av tidigare produktlanseringar efter jämförelseperioden (en i apoteksportföljen och nio i sjukhusportföljen). Vidare lanserades fyra nya produkter i apoteksportföljen under kvartalet samtidigt som försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter återhämtade sig. Därtill fortsatte den geografiska expansionen av den befintliga portföljen genom tillväxt på samtliga marknader.

### Fortsätter uppvisa hög tillväxt i ARR

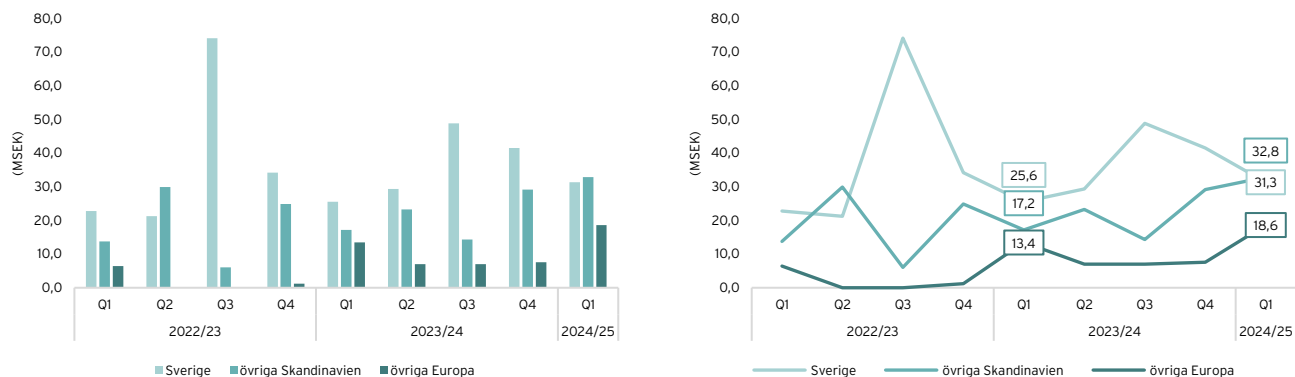


## Geografisk intäktsfördelning

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 lanserades exempelvis Mellozzan i Tyskland och Österrike<sup>1</sup>. Därtill lanserades bland annat Mellozzan i Danmark och Norge samt ett ytterligare fåtal andra produkter i portföljen till Portugal, Polen, Danmark samt Norge efter jämförelseperioden.

Vi förväntar oss att nya geografiska försäljningsmarknader tillkommer löpande framöver, både för nyckelprodukterna Mellozzan och Memprex samt andra existerande produkter i portföljen. Efter utgången av kvartalet erhöles bland annat marknadsföringsgodkännande för Mellozzan i Schweiz<sup>2</sup>.

### Försäljningen ökade i samtliga marknader



\*Notera att EQL Pharma inte särredovisade fördelningen mellan återkommande intäkter och engångsintäkter i Q3 och Q4 '22/23

## Den fina tillväxttrenden förväntas fortsätta

EQL Pharmas prognos är att de återkommande intäkterna kommer öka med 40 procent y-o-y under det finansiella räkenskapsåret 2024/25. Vår bedömning är att högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar, utökad geografisk närvaro samt färre restnoteringar kommer driva den fortsatta tillväxten. Försäljningen av Covid-19-tester (numera klassat som återkommande) förväntas fortlöpa, dock i mindre utsträckning jämfört med tidigare.

### Apoteksportföljen

Den främsta tillväxt drivaren i apoteksportföljen beräknas utgöras av nya produktlanseringar. I kvartalet lanserades produkterna Allopurinol, Amitriptylin, Nitrofurantoin samt Propranolol på den danska marknaden. Vidare lanserades Mellozzan oral lösning i Sverige under föregående kvartal. Helårseffekten från lanseringarna kommer därför att bidra till den fortsatta tillväxten. Därtill förväntar sig bolaget ytterligare en produktlansering under innevarande räkenskapsår. Bolaget räknar även med färre restnoteringar, vilket också kommer få en positiv inverkan på tillväxten. Likaså högre försäljningspriser som stegvis slår in på allt fler produkter efter Tandvårds- och Läkemedelförmånsverket höjning av takpriser.

Enligt Schörling var lanseringarna i kvartalet typiska EQL-produkter i termer av omsättning, bruttomarginal (bruttomarginalerna bedömdes till och med vara något högre än den sammanslagna i portföljen) och antal konkurrenter. 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.

Läkemedel	Typ	användningsområden	Registreringsdatum	Konkurrenter
Allopurinol	Recept	Gikt	1981-04-30	5
Amitriptylin	Recept	Depression, smärta och migrän	1977-09-30	2
Nitrofurantoin	Recept	Antibiotika (akut urinvägsinfektion)	1977-08-01	0
Propranolol	Recept	Hjärta/kärl, migrän, skakningar etc.	1982-12-07	0

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 (förvärvades i Q3'23/24) och att dessa läkemedel har haft en låg prioritet hos säljaren. Vår bedömning är att EQL Pharma har goda förutsättningar att öka försäljningen och bruttomarginalen genom rätt strategi och att vara aktiva i prissättningen, vilket kvartalet var en indikation på.

Försäljning (MDKK)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Allopurinol	5,5	6,0	3,2	1,2	4,2	2,0	0,8	1,7	1,4
Amitriptylin	5,6	5,6	5,5	4,8	1,1	3,3	2,6	1,5	3,0
Nitrofurantoin	5,0	4,8	2,8	1,7	3,0	3,1	3,2	3,2	1,1
Propranolol	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

Sjukhusportföljen förväntas bli en betydande tillväxt drivare, både under innevarande och efterföljande räkenskapsår. I föregående kvartal lanserades exempelvis sju nya produkter. 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 befintliga sjukhusprodukter väntar dessutom i takt med att tidigare vunna upphandlingar startar i fler regioner och bolaget vinner nya upphandlingar. I rapporten framgick det att bolaget vunnit upphandlingar i Danmark och Island samt fått förlängda avtal på produkter i flera svenska regioner och Danmark. Tidigare produktlanseringar beräknas därför att bidra väsentligt under innevarande räkenskapsår. Enligt Schörling kommer redan vunna upphandlingar att bidra med närmare hälften av den förväntade intäktsökningen under innevarande räkenskapsår.

Utöver ovan nämnda läkemedel förväntar sig bolaget två nya produktlanseringar i sjukhusportföljen under innevarande 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				Q4 2024/25
Okänt	Injektionslösning				Q4 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 lanserades läkemedlet i Tyskland och Österrike, vilket innebar att försäljningen nu pågår via partners i Danmark, Norge, Tyskland samt Österrike. Därtill har marknadsföringsgodkännande erhållits i Storbritannien och Schweiz samt att tillstånd inväntas i ytterligare marknader.

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 innevarande räkenskapsår. Därefter utgår vi från att försäljningen kommer öka succesivt allt eftersom marknaden byggs upp av bolagets partners och läkemedlet lanseras i fler 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 och Schweiz. Finland inväntar marknadsföringstillstånd	Lansering i Storbritannien och Schweiz under 2024. Marknadsgodkännande för Finland under 2024	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.

Marknadsgodkännande inväntas i Frankrike och Tyskland och enligt Schörling har bolaget pågående dialoger med ytterligare partners för en mängd andra marknader.

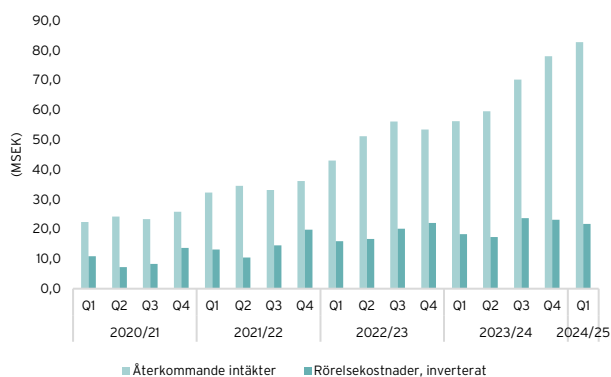
### Utlicensieringsavtal Memprex

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

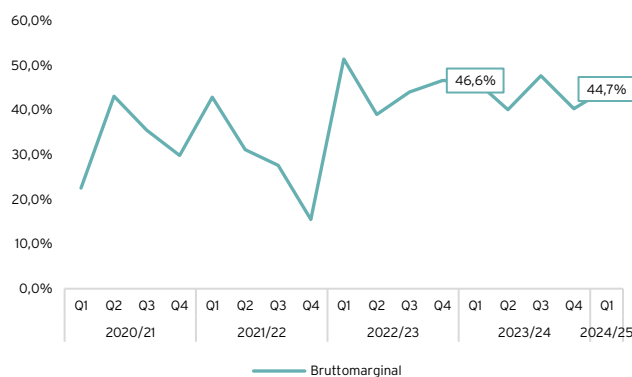
## Marginalexpansion

De återkommande intäkterna ökade med 47,3 procent och rörelsekostnaderna (försäljningskostnader, administrationskostnader och forskning och utveckling) med 19,1 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 innevarande räkenskapsår.

Hög försäljningstillväxt, god kostnadskontroll...

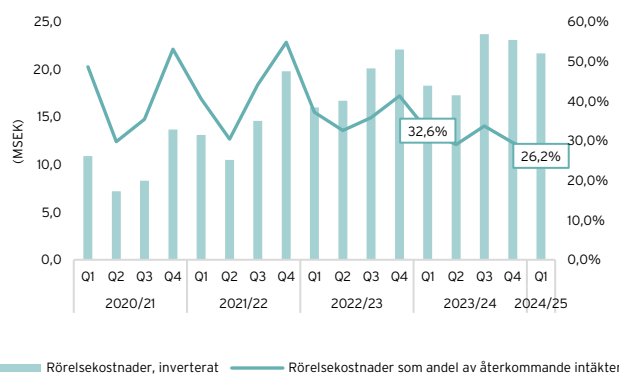


...och en återhämtning av bruttomarginalen

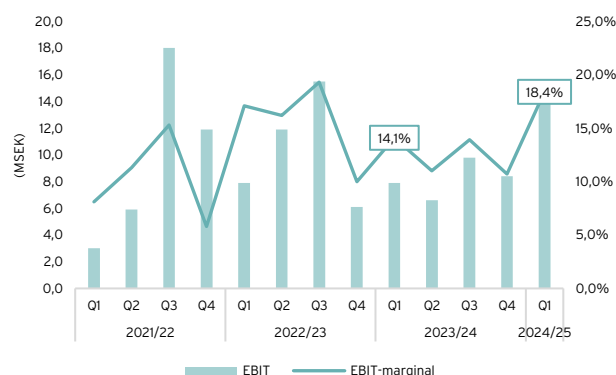


Skalbarheten kan även tydas från grafen nedan som visar rörelsekostnadernas andel av de återkommande intäkterna, vilka visar en fallande trend sedan de återkommande intäkterna stigit kraftigt och ökat som andel av nettoomsättningen. Rörelsekostnadernas andel av nettoomsättningen sjönk i kvartalet från 32,6 till 26,2 procent. Justerat för engångskostnaderna uppgick siffran till 25,0 procent. Så länge denna trend består är det inte nödvändigt att EQL Pharma stärker bruttomarginalen för att EBIT-marginalen ska öka.

Skalbarheten är intakt...



...vilket leder till ökad EBIT-marginal



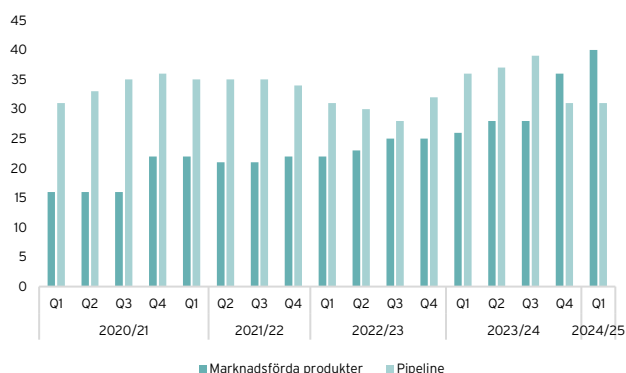


## Pipeline

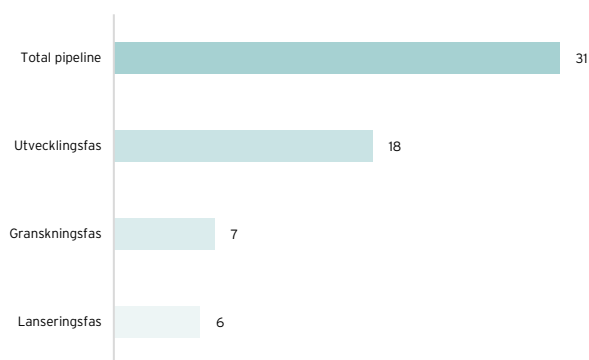
Pipelinen är bred och består av 31 potentiella produkter, varav 13 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produkterna färdigutvecklade och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter, vilket kan ta upp mot tolv månader. Väl i lanseringsfas inleds försäljning ofta efter sex till tolv månader.

Den totala pipelinen var intakt mot föregående kvartal till följd av att fyra nya produkter adderades i kvartalet (fyra lanseringar, fyra nya till pipeline). 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. Det är den största upphandlingen någonsin och kan potentiellt bli en signifikant tillväxt drivare på sikt.

Portfölj och pipeline



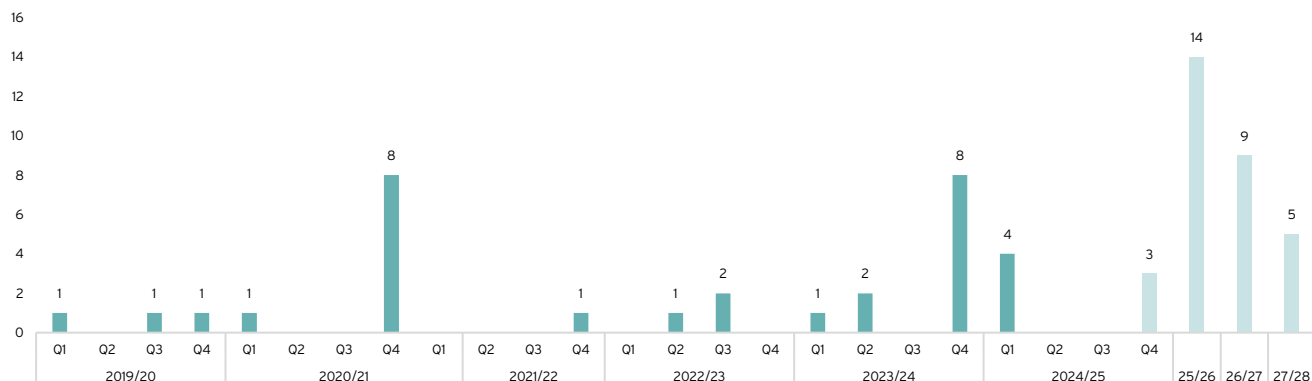
Många produkter i granskning- och lanseringsfas



## Flertalet förväntade lanseringar

Bolagets förväntan är att ytterligare tre produkter kommer att lanseras under innevarande räkenskapsår (i Q4). Två av dessa är beroende av möjlighet att buda på och vinna offentliga upphandlingar för att fastställa lanseringsdatum, vilket medför ökad osäkerhet. Med tanke på att de beräknade lanseringarna förväntas ske sent under räkenskapsåret räknar vi med att den direkta finansiella påverkan kommer bli något lägre och att det finns utrymme att kompensera tillväxten på annat håll vid potentiella förseningar.

Flertalet produktlanseringar beräknas under 2024/25



## Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -7,1 MSEK (-19,6), vilket innebar att kassan minskade till 13,4 MSEK (24,8) vid utgången av kvartalet. Fritt kassaflöde uppgick till -27,5 MSEK (-19,5). Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) var däremot positivt och uppgick till 6,0 MSEK (2,9). Det negativa kassaflödet i kvartalet var främst hänförligt till fortsatta investeringar i varulager och CAPEX, vilka finansierades med eget kassaflöde, lån och kassaposition.

Vår förhoppning är 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 positivt och i stigande trend samt att lönsamheten förväntas stiga kraftigt kommande räkenskapsår. Därtill kan ytterligare rörelsekapitalkrediter (17,3 MSEK) och faktura- och lagerbelåningslimiter (140,0 MSEK) användas vid behov.

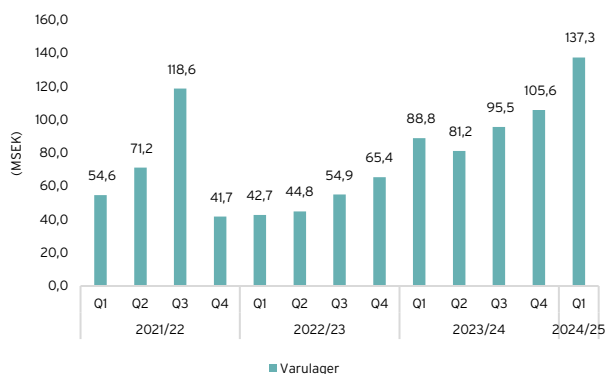
EQL Pharma hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 406,6 MSEK, varav 46,3 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Räntebärande skulder ökade till 140,5 MSEK och kassan minskade till 13,4 MSEK, vilket innebar att nettoskulden uppgick till 127,1 MSEK. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som hanterbar, även om nettoskulden ökade och osäkra immateriella tillgångar i balansräkningen utgör en viss finansiell risk.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Kassa
44,4 % (180,4 MSEK)	46,3 % (188,1 MSEK)	3,3 % (13,4 MSEK)
Nettoskuldsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)	Nuvarande låneutrymme
31,3 % (127,1 MSEK)	2,7	157,3 MSEK

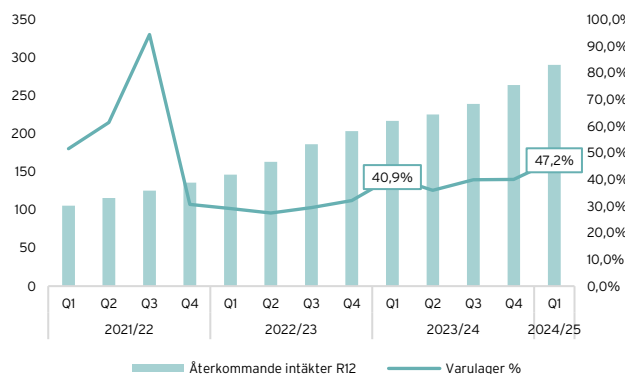
## Varulager

Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till 137,3 MSEK, vilket motsvarade en ökning om 31,7 MSEK mot föregående kvartal. Enligt bolaget var lageruppbyggnaden främst hänförligt till säkerställandet av lagernivåer på nya produktanseringar samt 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)	1 604,3
Aktiekurs (SEK)	55,2	Nettoskuld (MSEK)	127,1
		Enterprise value (MSEK)	1 731,4

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	290,8 MSEK	EV/S	6,0
EBIT	39,9 MSEK	EV/EBIT	43,4
Vinst	26,3 MSEK	P/E	61,0
FCF	-85,6 MSEK	EV/FCF	Neg.

### Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	4,8	35,3	47,8	34,2
Snitt 5 år	4,4	43,3	54,2	84,4

### Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
43,3 %	16,3 %	13,7 %	9,0 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
Neg.	Neg.	18,9 %	12,4 %

## 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 att högre genomslag från produktlanseringarna i Q1, färre restnoteringar på penicillinprodukterna och högre försäljningspriser är positivt för bruttomarginalen. Bolaget uppgav dock att det fortsatt var påverkade av ökade fraktkostnader och att störningarna i Röda Havet förväntas kvarstå ett tag till. Vår bedömning är att bruttomarginalen i kvartalet är någorlunda representativ för helåret, även om vi räknar med att den kommer variera kvartal till kvartal.

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	Q2E	Q3E	Q4E	2024/25E
Återkommande intäkter	82,8	87,0	93,5	101,2	364,5
<i>% y-o-y</i>	47,3%	45,9%	33,2%	29,5%	38,0%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>82,8</b>	<b>87,0</b>	<b>93,5</b>	<b>101,2</b>	<b>364,5</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>37,0</b>	<b>38,3</b>	<b>42,5</b>	<b>46,5</b>	<b>164,4</b>
Bruttomarginal	44,7%	44,0%	45,5%	46,0%	45,1%
<i>% y-o-y</i>	41,2%	60,1%	27,0%	48,0%	42,9%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-21,7</b>	<b>-20,8</b>	<b>-20,7</b>	<b>-21,7</b>	<b>-84,9</b>
<i>% y-o-y</i>	19,1%	19,9%	-12,8%	-6,0%	3,1%
<b>EBIT</b>	<b>15,2</b>	<b>17,5</b>	<b>21,8</b>	<b>24,9</b>	<b>79,4</b>
EBIT-marginal	18,4%	20,1%	23,4%	24,6%	21,8%
<i>% y-o-y</i>	92,1%	166,6%	123,9%	196,8%	143,5%

## 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>364,5</b>	<b>492,1</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>41,3%</i>	<i>50,5%</i>	<i>29,6%</i>	<i>38,0%</i>	<i>35,0%</i>
<b>Summa nettoomsättning</b>	<b>409,7</b>	<b>259,9</b>	<b>264,2</b>	<b>364,5</b>	<b>492,1</b>
<i>EV/S</i>	<i>4,2</i>	<i>6,7</i>	<i>6,6</i>	<i>4,8</i>	<i>3,5</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>42,8%</i>	<i>36,2%</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-57,9</b>	<b>-74,7</b>	<b>-82,4</b>	<b>-84,9</b>	<b>-101,9</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>44,4%</i>	<i>29,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>3,1%</i>	<i>20,0%</i>
<b>EBIT</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>32,6</b>	<b>79,4</b>	<b>122,0</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>9,5%</i>	<i>15,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>21,8%</i>	<i>24,8%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>240,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-21,0%</i>	<i>143,3%</i>	<i>53,6%</i>
<i>EV/EBIT</i>	<i>44,6</i>	<i>41,9</i>	<i>53,1</i>	<i>21,8</i>	<i>14,2</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	79,4	1985,2	68,3
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	55,6	1389,7	47,8

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>	1,24	23,7%	23,7%	0,87	-13,4%	-13,4%

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	1 191,1	41,0	-25,8%	833,8	28,7	-48,0%
20	1 588,2	54,6	-1,0%	1 111,7	38,3	-30,7%
<b>25</b>	<b>1 985,2</b>	<b>68,3</b>	<b>23,7%</b>	<b>1 389,7</b>	<b>47,8</b>	<b>-13,4%</b>
30	2 382,3	82,0	48,5%	1 667,6	57,4	3,9%
35	2 779,3	95,6	73,2%	1 945,5	66,9	21,3%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 23,7 procent för 2024/25, vilket ger en CAGR om 23,7 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 29 063 610.

## Källor

1. <https://www.mfn.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-mellozzan-r-melatonin-lanseras-i-tyskland-och-osterrike-1faf61e6>
2. <https://www.mfn.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-mellozzan-r-melatonin-har-fatt-marknadsforingsgodkannande-i-schweiz-2b888c1b>
3. <https://medstat.dk/en#tabs-1>

## 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