



2024-11-11

EQL Pharma redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det andra kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 85,2 MSEK (59,6), varav de återkommande intäkterna uppgick till 85,2 MSEK (59,6). EBIT uppgick till 14,3 MSEK (6,6), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 16,8 procent (11,0). Periodens kassaflöde uppgick till -1,5 MSEK (-4,0), vilket innebar att kassan minskade till 11,8 MSEK vid kvartalets utgång.

Tillväxtmaskinen tuffar på

EQL Pharma ökade nettoomsättningen med 43,0 procent i det andra kvartalet. Tillväxten drevs av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Störningarna i Röda havet påverkade försäljningen med 1,5-2,0 MSEK och justerat för detta var försäljningen helt i linje med vår förväntan. Bolaget har nu 26 kvartal i följd med kontinuerlig tvåsiffrig tillväxt i återkommande intäkter och utsikterna ser fortsatt lovande ut.

Skalbarheten bevisar sig

EBIT ökade till följd av den höga försäljningstillväxten och en imponerande kostnadskontroll. Bruttomarginalen på 40,7 procent var i linje med föregående år, men minskade sekventiell med ett par procentenheter. Detta förklarades av fortsatt höga fraktkostnader och den missade försäljningen kopplat till störningarna i Röda havet, vilket också var anledningarna till att EBIT kom in något under vår prognos. Oavsett fortsätter vi imponeras av bolagets förmåga att uppvisa hög försäljningstillväxt med skalbarhet på rörelsekostnaderna.

Outlook

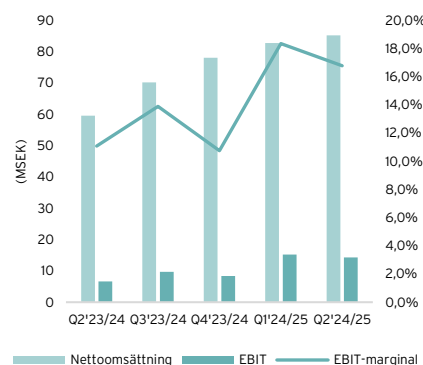
Efter rapporten har vi genomfört mindre justeringar under prognosperioden med hänsyn till de fortsatta störningarna i Röda havet och att enskilda projekt i pipeline flyttades framåt i tiden. Detta får dock endast en marginell påverkan på våra tillväxt- och lönsamhetsprognoser. Innevarande räkenskapsår närmar sig slutet och vi har därför valt att lyfta blicken i vår värdering mot räkenskapsåret 2025/26. Vårt motiverade värde för 2025/26E uppgår till 93,7 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 37,8 procent.

(MSEK)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
Engångs	274,3	56,1	0,0	0,0	0,0
Tillväxt y-o-y	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a	n/a
Återkommande	135,4	203,8	264,2	364,5	473,9
Tillväxt y-o-y	41,3%	50,5%	29,6%	38,0%	30,0%
Nettoomsättning	409,7	259,9	264,2	364,5	473,9
EV/S	5,2	8,1	8,0	5,8	4,5
Bruttoresultat	96,4	115,9	115,1	156,3	210,9
Bruttomarginal	23,5%	44,6%	43,6%	42,9%	44,5%
Rörelsekostnader	57,9	74,7	82,9	85,9	101,9
Tillväxt y-o-y	44,4%	29,0%	10,6%	3,7%	18,6%
EBIT	38,8	41,3	32,6	71,5	109,0
EBIT-marginal	9,5%	15,9%	12,4%	19,6%	23,0%
EV/EBIT	54,5	51,2	64,8	29,5	19,4

Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Nasdaq
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	68,0
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	1 976,3
Nettoskuld (MSEK)	136,4
EV (MSEK)	2 112,7
Insiderägande	55,6%
Nästa rapport	2025-02-05

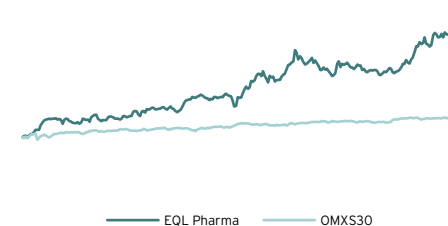
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	16,8	18,5	103,6

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 35 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%. 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% vid periodens slut. Med detta avses att EBITDA ska överstiga 25%, åtminstone sista kvartalet under 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

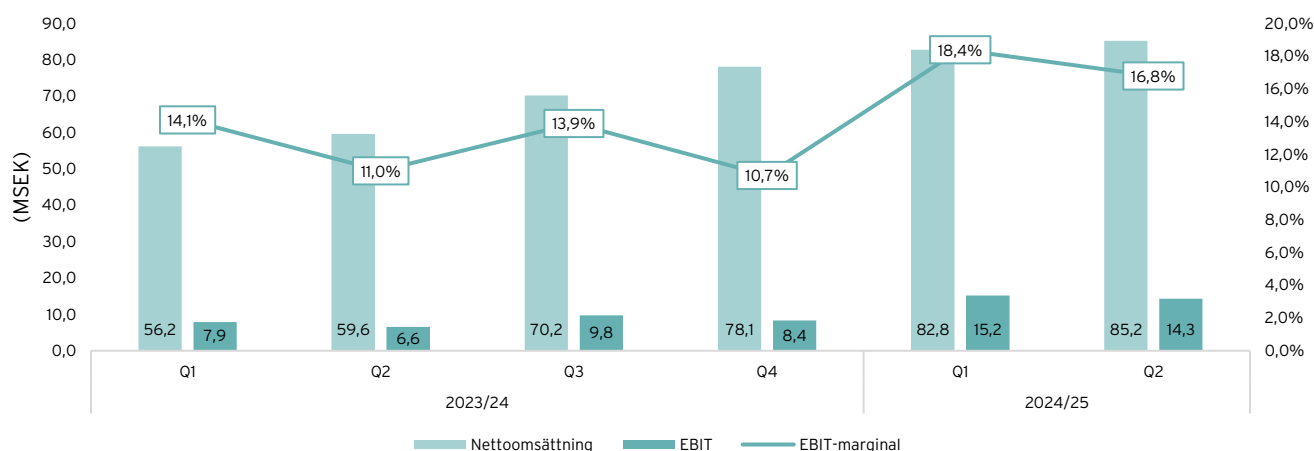
Lönsam tillväxtmaskin

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 85,2 MSEK (59,6), vilket motsvarade en ökning med 43,0 procent. Tillväxten drevs främst av nya produkt lanseringar, fortsatt geografisk expansion och försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Notera att hela nettoomsättningen bestod av återkommande intäkter.

Bruttoresultatet ökade med 45,2 procent till 34,7 MSEK (23,9), vilket motsvarade en bruttomarginal om 40,7 procent (40,1). Bruttomarginalen minskade dock sekventiellt från 44,7 procent, vilket förklarades av fortsatt höga fraktkostnader och missad försäljning på 1,5-2,0 MSEK till följd av störningarna i Röda havet.

EBIT ökade i sin tur med 118,4 procent till 14,3 MSEK (6,6), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 16,8 procent (11,0). Rörelsekostnaderna ökade med 17,5 procent till 20,6 MSEK, men minskade sekventiellt med 6,7 procent. Den kraftiga ökningen av EBIT förklarades av den fortsatt höga försäljningstillväxten och skalbarhet på rörelsekostnaderna.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten kom in relativt i linje med våra förväntningar, men något på den svagare sidan vad gäller nettoomsättning, bruttoresultat och EBIT. Rörelsekostnaderna var i linje med våra estimat, vilket visade på en imponerande kostnadskontroll. Enligt bolaget påverkade störningarna i Röda havet försäljningen med 1,5-2,0 MSEK och bruttomarginalen med ett par procentenheter. Justerat för detta var rapporten således helt i linje med våra förväntningar.

Utfall vs Estimat Q2 2024/25

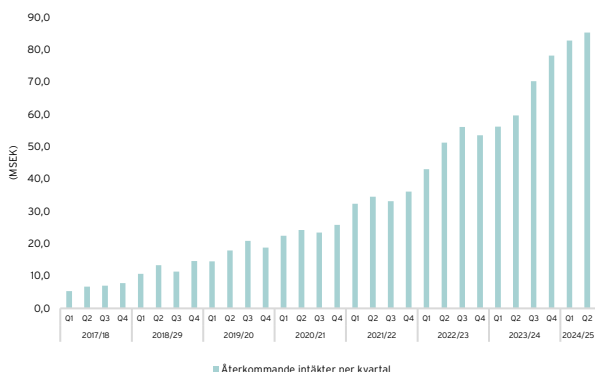
(MSEK)	Q2'23/24	Q3'23/24	Q4'23/24	Q1'24/25	Q2'24/25E	Q2'24/25A	Diff
Nettoomsättning	59,6	70,2	78,1	82,8	87,0	85,2	-2,0
% y-o-y	16,4%	25,2%	46,0%	47,3%	45,9%	43,0%	-2,0%
Bruttoresultat	23,9	33,5	31,5	37,0	38,3	34,7	-3,6
Bruttomarginal	40,1%	47,7%	40,3%	44,7%	44,0%	40,7%	-3,3pp
% y-o-y	-16,4%	-5,6%	11,9%	41,2%	60,1%	45,2%	-10,4%
Rörelsekostnader	-17,5	-23,9	-23,2	-22,5	-20,8	-20,6	-0,2
% y-o-y	4,6%	18,7%	4,7%	22,5%	19,9%	17,5%	-1,0%
EBIT	6,6	9,8	8,4	15,2	17,5	14,3	-3,2
EBIT-marginal	11,1%	13,9%	10,7%	18,4%	20,1%	16,8%	-3,3pp
% y-o-y	-44,9%	-37,1%	38,2%	92,1%	166,6%	118,4%	-18,3%

Återkommande intäkter

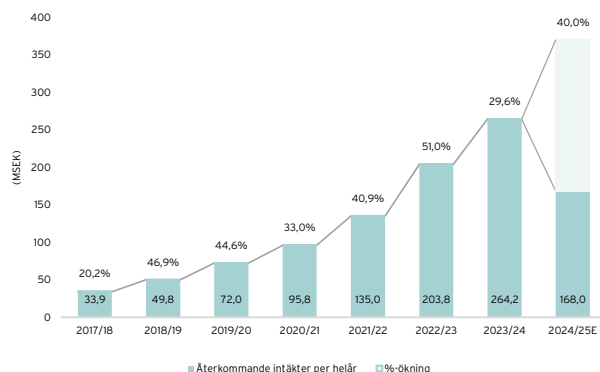
Den höga försäljningsökningen drevs av tidigare produktlanseringar i Skandinavien efter jämförelseperioden (fem i apoteksportföljen och sju i sjukhusportföljen) samt en återhämtning i försäljningen av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Dessutom fortsatte den geografiska expansionen av den befintliga portföljen efter att bolaget utökade närvaron på befintliga marknader och expanderade till nya. Vidare pågick en ökning i försäljningen av Covid-19 tester i Sverige och Finland, vilket innebar att samtliga affärsområden bidrog till tillväxten i kvartalet.

EQL Pharma har nu 26 kvartal i följd med kontinuerlig tvåsiffrig tillväxt i återkommande intäkter och utsikterna ser fortsatt lovande ut, vilket vi kommer återkomma till längre ned i analysen.

Återkommande intäkter, kvartal



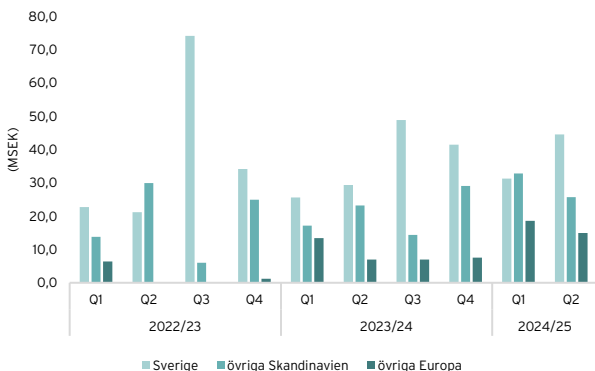
Återkommande intäkter, helår



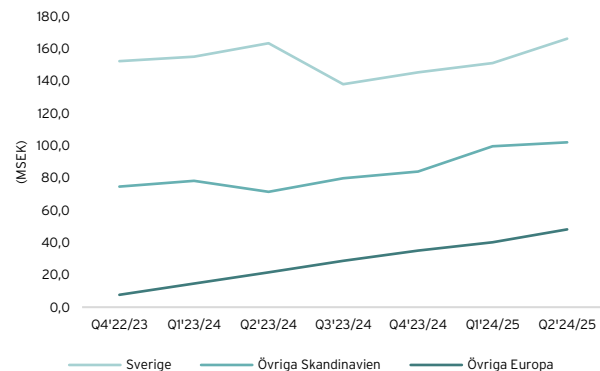
Geografisk intäktsfördelning

Det underliggande momentumet i kärnverksamheten visualiseras även av den geografiska intäktsfördelningen för de återkommande intäkterna, som visar att den geografiska expansionen fortlöper planenligt. Samtliga försäljningsmarknader uppvisade tillväxt, däribland Sverige, övriga Skandinavien och övriga Europa utanför Skandinavien. Särskilt positivt var att försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien bidrog till tillväxten i högre utsträckning jämfört med tidigare kvartal och att expansionen till nya geografiska försäljningsmarknader fortsätter, både för nyckelprodukterna Mellozzan och Memprex samt andra existerande produkter i portföljen.

Geografisk intäktsfördelning, kvartal



Geografisk intäktsfördelning, R12



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 under innevarande finansiella räkenskapsår 2024/25. Vår bedömning är att högre genomslag från tidigare produktlanseringar, nya produktlanseringar, utökad geografisk närvaro samt färre restnoteringar kommer driva den fortsatta tillväxten. Försäljningen av Covid-19-tester (numera klassat som återkommande försäljning) förväntas fortlöpa, dock i mindre utsträckning jämfört med tidigare.

Apoteksportföljen

Den främsta tillväxt drivaren i apoteksportföljen beräknas utgöras av nya produktlanseringar. Under föregående kvartal lanserades produkterna Allopurinol, Amitriptylin, Nitrofurantoin och Propranolol på den danska marknaden samt Mellozzan oral lösning i Sverige under Q4'23/24. Helårseffekten från lanseringarna kommer därför att bidra till den fortsatta tillväxten under räkenskapsåret. Därtill förväntar sig bolaget att produkten Testonur kommer att lanseras i Q4'24/25.

Vidare räknar bolaget 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.

Lanseringar med effekt under pågående räkenskapsår

Läkemedel	Typ	Marknad	Lanserad	Beräknad lansering
Mellozzan oral lösning	Öppenvård	Sverige	Q4'23/24	
Allopurinol	Öppenvård	Danmark	Q1'24/25	
Amitriptylin	Öppenvård	Danmark	Q1'24/25	
Nitrofurantoin	Öppenvård	Danmark	Q1'24/25	
Propranolol	Öppenvård	Danmark	Q1'24/25	
Testonur	Öppenvård	Sverige		Q4'24/25

Sjukhusportföljen

Sjukhusportföljen förväntas bli en betydande tillväxt drivare under innevarande och efterföljande räkenskapsår. Under Q4'23/24 lanserades sju nya produkter och helårseffekten från dessa kommer att bidra signifikant. Bolaget har vunnit fleråriga upphandlingsavtal för samtliga lanserade sjukhusprodukter, vilket betyder att de årliga ordervolymererna är garanterade under avtalsperioden. Vår uppfattning är även att EQL Pharma är en tillförlitlig leverantör med konkurrenskraftiga priser, vilket ökar sannolikheten för att avtalen kan förnyas. Detta stärks av att bolaget redan fått förlängda avtal på flertalet produkter.

Betydligt bredare lanseringar av befintliga produkter väntar dessutom i takt med att tidigare vunna upphandlingar startar i fler regioner och bolaget vinner nya upphandlingar. Enligt Schörling kommer redan vunna upphandlingar att bidra med närmare hälften av den förväntade intäktsökningen under räkenskapsåret.

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	Okänt	
Copneg	Injektionsvätska	Sverige, Danmark	Q2'23/24	Okänt	
Tigecyclin	Infusionslösning	Sverige, Finland, Danmark	Q4'23/24	Okänt	
Piperacillin	Infusionslösning	Sverige, Finland	Q4'23/24	Okänt	
Caloket	Injektionslösning	Sverige, Finland	Q4'23/24	Okänt	
Penicryl	Infusionslösning	Finland	Q4'23/24	Okänt	
Meropenem	Infusionslösning	Finland	Q4'23/24	Okänt	
Levosimendan	Infusionslösning	Sverige, Finland	Q4'23/24	Okänt	
Sugammadex	Injektionslösning	Danmark	Q4'23/24	Okänt	

Geografisk expansion

Utöver nya produktlanseringar arbetar bolaget även med att lansera den befintliga portföljen till nya geografiska marknader utanför Skandinavien. Sverige och övriga Skandinavien var fortsatt den största bidragande orsaken till försäljningsökningen i absoluta tal, men försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien bidrog i högre utsträckning jämfört med tidigare kvartal, vilket visade att den geografiska expansionen fortlöper planerligt.

Försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien ökade med 114,4 procent och översteg 15,0 MSEK för andra kvartalet i rad. Enligt bolaget har flera produkter nått en högre försäljningsnivå, men volymerna kan variera mellan kvartalen, då försäljningen främst består av större B2B-leveranser snarare än kontinuerliga flöden. Detta antyder att försäljningen stabiliserats på högre nivåer, men att de senaste två kvartalen inte är helt representativa, då de sannolikt även innehåller licensintäkter kopplade till lanseringen av Mellozzan i Tyskland, Österrike och Schweiz.

(MSEK)	2022/23				2023/24				2024/25	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Sverige	22,8	21,2	74,1	34,2	25,6	29,4	48,9	41,5	31,3	44,5
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	12,3%	38,4%	-34,1%	21,3%	22,5%	51,6%
Övriga Skandinavien	13,8	30,0	6,1	24,9	17,2	23,3	14,3	29,1	32,8	25,7
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	24,8%	-22,3%	137,1%	16,9%	91,1%	10,7%
Övriga Europa	6,4	0,0	0,0	1,2	13,4	7,0	7,0	7,5	18,6	15,0
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	108,6%	n/a	n/a	513,4%	38,6%	114,4%
Summa	43,0	51,2	80,2	60,3	56,2	59,6	70,2	78,1	82,8	85,2

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

I kvartalet startade försäljningen av Methenamine i Israel och Cypern, Fenoximetylpenicillin i Tjeckien, Copneg i Litauen samt Kaliumklorid i Portugal. Detta visade att försäljningen drivs av fler produkter än Mellozzan, vilket sänder ett positivt signalvärde om att det även finns potential för delar av generikaportföljen i övriga Europa utanför Skandinavien. Särskilt utmärkande i kvartalet var att bolaget för första gången expanderade en sjukhusprodukt, vilket belyser tillväxtpotentialerna ytterligare.

Tillväxt drivare i övriga Europa utanför Skandinavien

- Ökade försäljningsvolymerna av en produkt på befintlig marknad
- Expansion av samma produkt till flera marknader
- Expansion av nya produkter på befintliga marknader
- Expansion av nya produkter på nya marknader

Nedan är en sammanställning av befintliga utlicensieringar av generikaportföljen.

Utlicensieringar av generikaportföljen

Läkemedel	Typ	Marknad	Status
Methenamine	Öppenvård	Storbritannien, Israel, Cypern	Försäljning
Fenoximetylpenicillin	Öppenvård	Tjeckien	Försäljning
Kaliumklorid	Öppenvård	Portugal	Försäljning
Copneg	Sjukhus	Litauen	Försäljning

Mellozzan och Memprex

Mellozzan och Memprex är två högprioriterade läkemedel i övriga Europa och världen utanför Skandinavien eftersom försäljningspotentialen är hög och den generiska konkurrensen fortfarande låg.

För att realisera potentialen för Mellozzan och Memprex utanför Skandinavien arbetar bolaget löpande med att ingå utlicensieringsavtal med olika partners som har en dokumenterad förmåga av att bygga upp varumärken från grunden till en signifikant marknad inom dessa terapiområden (inkluderar registrering av läkemedel, subventionering, uppdatering av behandlingsriktlinjer, informering till läkare samt förskrivning). Partners ska även ha en historik av att försvara marknadsandelarna över tid. Dessa faktorer bidrar till vår uppfattning 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 Schweiz, vilket innebar att försäljningen via partners nu pågår i Danmark, Norge, Tyskland, Österrike samt Schweiz¹. Därtill har marknadsföringsgodkännande erhållits i Storbritannien och tillstånd inväntas i ytterligare marknader. Enligt bolaget har det fått positiva signaler från Medice i Tyskland att det lyckats växa den totala marknaden och även sin marknadsandel.

Vi förväntar oss att försäljningen från Mellozzan på nya marknader blir relativt begränsad initialt, men att den bidrar till omsättningstillväxten i viss mån redan under innevarande räkenskapsår. Därefter antar vi en successiv försäljningsökning i takt med att partners bygger upp marknaden och läkemedlet lanseras i fler länder.

Utlicensieringsavtal Mellozzan

Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Royalty %
Medice	Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien, Österrike, Schweiz	Försäljning i Danmark, Norge, Tyskland samt Österrike. Lanserad i Schweiz. Marknadsgodkännande i Storbritannien. Finland inväntar marknadsföringstillstånd	Lansering i Storbritannien under H1'25. Marknadsgodkännande för Finland 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. Marknadsgodkännande inväntas i Frankrike och Tyskland och enligt Schörling har bolaget pågående dialoger med ytterligare partners för en mängd andra marknader.

Utlicensieringsavtal Memprex

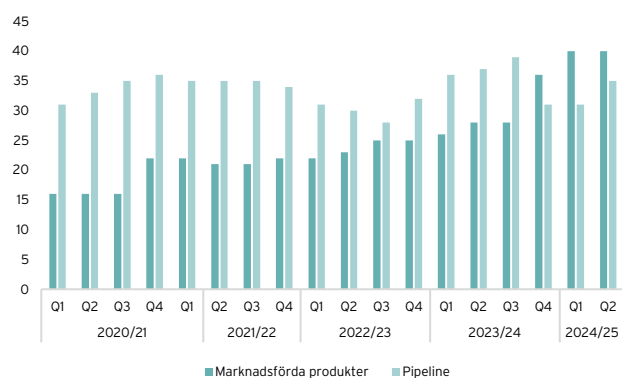
Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Pris
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande förväntas under 2024.	Volymbaserat pris
Dr. Pflieger Arzneimittel	Tyskland	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande förväntas under 2024.	Volymbaserat pris

Pipeline

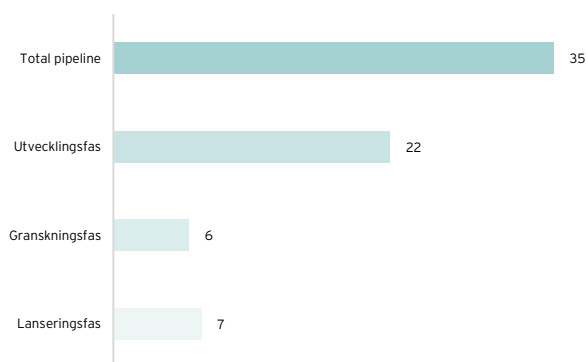
Pipelinen är bred och består av 35 potentiella produkter, varav 13 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produktdokumentationen (dossier) färdigutvecklad och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter, vilket kan ta upp mot tolv månader. Väl i lanseringsfas inleds försäljning ofta efter sex till tolv månader.

Den totala pipelinen ökade sekventiellt med fyra produkter från 31 till 35. Enligt bolaget arbetar det särskilt intensivt med att signera nya produkter till pipeline, vilket kommer bli en viktig komponent för att bibehålla den höga tillväxttakten över tid. Bolaget är exempelvis i en förhandling om 15-20 nya produkter för den nordiska marknaden, vilka samtliga avser egenutvecklade läkemedel tillsammans med partners. Hittills har fyra av dessa utvecklingsprojekt adderats till pipeline och förhandling pågår med kvarstående, vilket förväntas stödja fortsatt tillförsel av nya produkter till pipeline.

Portfölj och pipeline



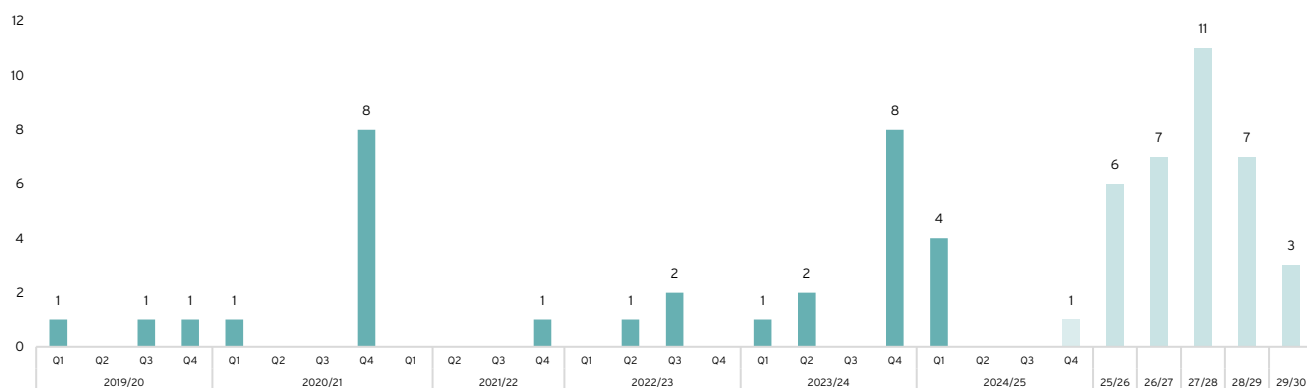
Många produkter i granskning- och lanseringsfas



Flertalet förväntade lanseringar

Bolagets förväntan är att ytterligare en produkt kommer att lanseras i Q4 innevarande räkenskapsår. Noterbart var att antalet förväntade lanseringar justerades nedåt och flyttades framåt i tiden under kvartalet baserat på bolagets bedömning när upphandlingar för sjukhusprodukter kommer att genomföras samt på grund av längre kötid hos myndigheter att börja granska ansökningar om godkännande. Bolaget ser dock inte att detta kommer få någon faktisk påverkan på tillväxten under innevarande och nästkommande räkenskapsår, vilket indikerar att bolaget ser goda möjligheter att kompensera försäljningen genom andra produkter.

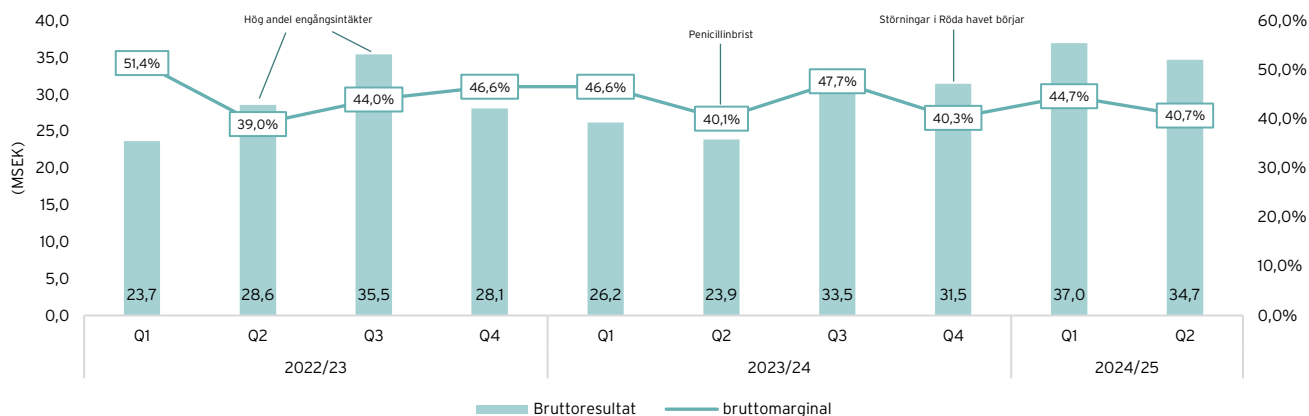
Flertalet produktlanseringar beräknas under 2024/25



Bruttomarginal

Bruttoresultatet ökade med 45,2 procent till 34,7 MSEK (23,9), vilket motsvarade en bruttomarginal om 40,7 procent (40,1). Bruttomarginalen minskade dock sekventiellt från 44,7 procent, vilket förklarades av fortsatt höga fraktkostnader och missad försäljning på 1,5-2,0 MSEK till följd av störningarna i Röda havet. Enligt bolaget påverkade störningarna bruttomarginalen med ett par procentenheter och utmaningarna förväntas kvarstå under överskådlig tid. Vi har därför dragit ned våra förväntningar något på bruttomarginalen i närtid. Vidare fluktuerar bruttomarginalen även naturligt mellan kvartalen på grund av produktmixen.

Bruttomarginal, kvartal



Bruttomarginalen har under de senaste fem kvartalen varit påverkad av restnoterade penicillinprodukter (högre bruttomarginal än flera andra läkemedel i portföljen) och störningar i Röda havet. Penicillinprodukterna är nu åter tillbaka och bruttomarginalen bör därför återhämta sig mot tidigare 45,0-46,0 procent i takt med att störningarna i Röda havet försvinner.

Vår bedömning är att potentialen för bruttomarginalen är betydligt högre än så och att den på sikt bör överstiga 50,0 procent, drivet av att bolaget är betydligt mer noggranna med att bruttomarginalen ska vara högre än det historiska genomsnittet vid signering av ett nytt läkemedel till pipeline, avtalsförlängningar för sjukhusprodukter till högre pris och en högre försäljning Mellozzan och Memprex. Därutöver finns fortsatta möjligheter till förvärv av licensprodukter med högre bruttomarginal än den sammanslagna i portföljen. Sammantaget ser vi flera gynnsamma faktorer som borde stödja uppgångar i bruttomarginalen framöver.

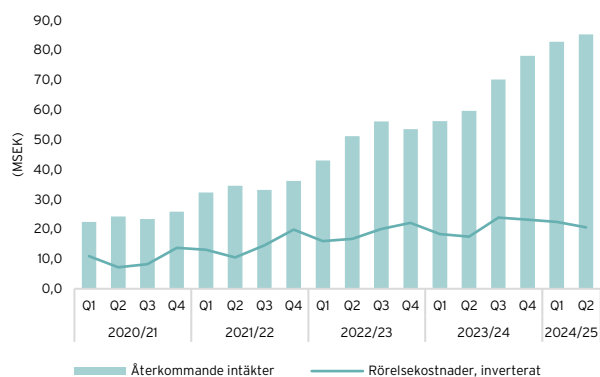
Drivare för bruttomarginalen

- Störningarna i Röda havet försvinner
- Nya produkt lanseringar
- Förlängda avtal för sjukhusprodukter
- Ökad försäljning av Mellozzan och Memprex
- Förvärv av licensprodukter

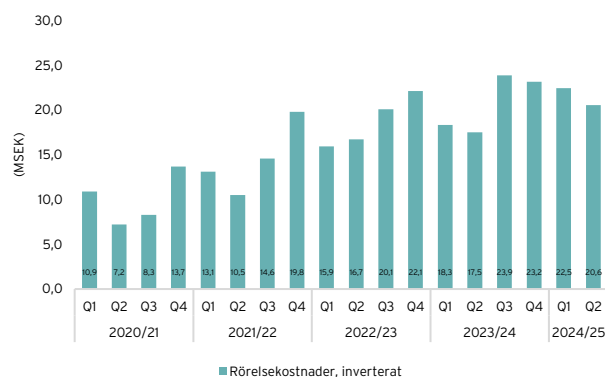
Marginalexpansion

De återkommande intäkterna ökade med 43,0 procent och rörelsekostnaderna (försäljningskostnader, administrationskostnader samt forskning och utveckling) med 17,5 procent. Försäljningstillväxten översteg återigen ökningen av rörelsekostnaderna, vilket resulterade i en ökad EBIT-marginal. 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 räkenskapsåret 2024/25.

Försäljningen ökade mer än rörelsekostnaderna

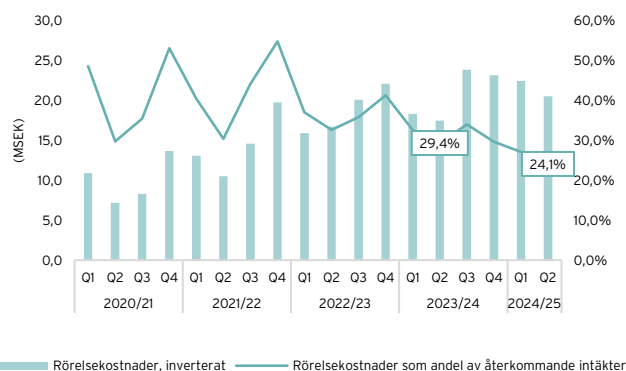


Imponerande kostnadskontroll

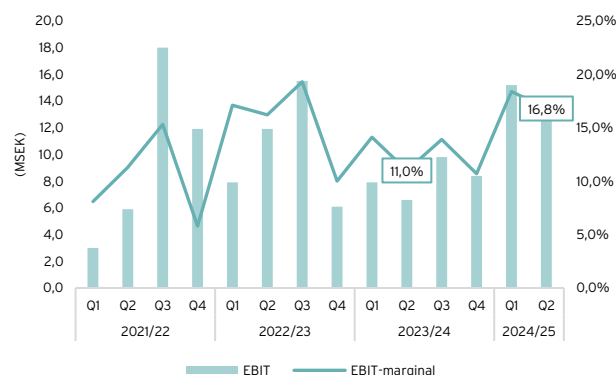


Skalbarheten kan även tydas från grafen nedan som visar rörelsekostnadernas andel av de återkommande intäkterna, vilka visar en fallande trend sedan de återkommande intäkterna stigit kraftigt och ökat som andel av nettoomsättningen. Nettoomsättningen består numera enbart av återkommande intäkter, vilket ökar bolagets möjligheter att arbeta mer kostnadseffektivt. Rörelsekostnadernas andel av nettoomsättningen sjönk i kvartalet från 29,4 till 24,1 procent.

Skalbarheten är intakt...



...vilket leder till ökad EBIT-marginal



Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -1,5 MSEK (-4,0), vilket innebar att kassan minskade till 11,8 MSEK vid kvartalets utgång. Fritt kassaflöde uppgick till -9,5 MSEK (-3,9). Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) var däremot positivt och uppgick till 3,8 MSEK (2,7). Det negativa fria kassaflödet i kvartalet var främst hänförligt till fortsatta investeringar i varulager och immateriella tillgångar (nya produkter), vilket finansierades med kassaflödet från den löpande verksamheten, banklån och befintlig kassaposition.

Det negativa fria kassaflödet beror på att bolaget investerar vinsten som verksamheten genererar och tillgängligt kapital i nya höglönsamma produkter i Skandinavien, vilket förväntas driva tillväxt i försäljning och öka framtida vinster. Produkter med potential i övriga Europa utanför Skandinavien lanseras sedan tillsammans med partners, vilket ytterligare stärker intäkt- och lönsamhetsmöjligheterna per läkemedel. Vi anser att detta är en välgrundad strategi och givet bolagets historik av hög tillväxt under ökad lönsamhet ser vi positivt på fortsatta investeringar i CAPEX och varulager för att främja framtida tillväxt.

Vi bedömer även att risken för en nyemission är låg 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 (8,6 MSEK) och faktura- och lagerbelåningslimiter (140,0 MSEK) användas vid behov.

EQL Pharma hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 423,3 MSEK, varav 46,8 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Räntebärande skulder ökade till 148,2 MSEK och kassan minskade till 11,8 MSEK, vilket innebar en nettoskuld om 136,4 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
46,8 % (188,6 MSEK)	46,8 % (197,9 MSEK)	2,8 % (11,8 MSEK)
Nettoskudsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)	Nuvarande låneutrymme
32,2 % (136,4 MSEK)	2,4	148,6 MSEK

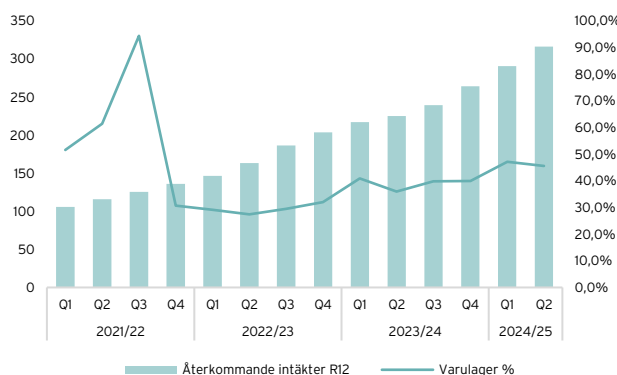
Varulager

Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till 144,4 MSEK, vilket motsvarade en ökning om 7,1 MSEK mot föregående kvartal. Vi anser att lagerupbyggnaden stärker bolagets tillväxtutsikter ytterligare.

Varulagret ökar...



Återkommande intäkter % av varulager



Värdering

Key stats

Antal aktier	29 063 610	Börsvärde (MSEK)	1 976,3
Aktiekurs (SEK)	68,0	Nettoskuld (MSEK)	136,4
		Enterprise value (MSEK)	2 112,7

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	316,4 MSEK	EV/S	6,7
Bruttoresultat	136,7 MSEK	EV/EBIT	44,3
EBIT	47,7 MSEK	P/E	63,4
FCF	-91,2 MSEK	EV/FCF	Neg.

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	5,1	35,7	48,6	33,2
Snitt 5 år	4,6	43,4	54,7	83,8

Källa: Börsdata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
43,2 %	17,8 %	15,1 %	9,9 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
Neg.	Neg.	17,0 %	11,9 %

Källa: Börsdata

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 är något mer konservativa jämfört med bolagets prognos på grund av att enstaka förväntade lanseringar har flyttats fram i tiden.

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 till följd av störningarna i Röda Havet och att utmaningarna förväntas kvarstå under överskådlig tid. Vi har därför sänkt vår prognos något för bruttomarginalen under resterande 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 under tidigare kvartal 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

(MSEK)	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2024/25E
Återkommande intäkter	82,8	85,2	93,0	103,5	364,5
% y-o-y	47,3%	43,0%	32,5%	32,5%	38,0%
Nettoomsättning	82,8	85,2	93,0	103,5	364,5
Bruttoresultat	37,0	34,7	39,1	45,5	156,3
<i>Bruttomarginal</i>	44,7%	40,7%	42,0%	44,0%	42,9%
% y-o-y	41,2%	45,2%	16,6%	44,8%	35,9%
Rörelsekostnader	-21,7	-20,6	-21,1	-21,8	-85,9
% y-o-y	19,1%	17,5%	-11,6%	-5,9%	3,7%
EBIT	15,2	14,3	18,1	23,8	71,5
<i>EBIT-marginal</i>	18,4%	16,8%	19,4%	23,0%	19,6%
% y-o-y	92,1%	118,4%	85,1%	184,7%	119,1%

Estimat fram till 2025/26

Estimat fram till räkenskapsåret 2025/26

(MSEK)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
Engångsintäkter	274,3	56,1	0,0	0,0	0,0
% y-o-y	229,3%	-79,5%	-100,0%	n/a	n/a
Återkommande intäkter	135,4	203,8	264,2	364,5	473,9
% y-o-y	41,3%	50,5%	29,6%	38,0%	30,0%
Summa nettoomsättning	409,7	259,9	264,2	364,5	473,9
EV/S	5,2	8,1	8,0	5,8	4,5
Bruttoresultat	96,4	115,9	115,1	156,3	210,9
Bruttomarginal	23,5%	44,6%	43,6%	42,9%	44,5%
% y-o-y	89,0%	20,2%	-0,7%	35,9%	34,9%
Rörelsekostnader	-57,9	-74,7	-82,9	-85,9	-101,9
% y-o-y	44,4%	29,0%	10,6%	3,7%	18,6%
EBIT	38,8	41,3	32,6	71,5	109,0
EBIT-marginal	9,5%	15,9%	12,4%	19,6%	23,0%
% y-o-y	240,4%	6,4%	-21,0%	119,1%	52,5%
EV/EBIT	54,5	51,2	64,8	29,5	19,4

Vi valt att värdera EQL Pharma utifrån en multipel om 25x EBIT för räkenskapsåret 2025/26E. 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 2025/26E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

Värdering

	Multipel	EBIT 2025/26E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025/26E	25	109,0	2724,1	93,7
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	76,3	1906,9	65,6

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
2025/26E	1,38	37,8%	28,0%	0,96	-3,5%	-2,7%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2025/26E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2025/26E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
15	1 634,5	56,2	-17,3%	1 144,1	39,4	-42,1%
20	2 179,3	75,0	10,3%	1 525,5	52,5	-22,8%
25	2 724,1	93,7	37,8%	1 906,9	65,6	-3,5%
30	3 268,9	112,5	65,4%	2 288,2	78,7	15,8%
35	3 813,7	131,2	93,0%	2 669,6	91,9	35,1%

I EQL Pharma har värderats upp välförtjänt efter att aktiekursen stigit med 103,6 procent YTD. Värderingen börjar se något mer ansträngd ut i det korta perspektivet och en hög tillväxt med stigande lönsamhet är förväntad. Det finns således inte utrymme för besvikelser. Aktiekursen har uppnått vår riktkurs om 68,3 SEK per aktie för räkenskapsåret 2024/25E och med tanke på att räkenskapsåret närmar sig slutet och har vi valt att lyfta blicken i vår värdering mot räkenskapsåret 2025/26 där värderingen fortsatt ser attraktiv ut. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 37,8 procent för 2025/26, vilket ger en CAGR om 28,0 procent (aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 29 063 610). EQL Pharma kommer snart med nya finansiella mål för nästkommande femårsperiod, vilka ska andas fortsatt tillväxt och ambition. Vår bedömning är att aktiekursen kommer fortsätta vidare om bolaget bevisar att tillväxttakten och lönsamheten kan upprätthållas.

Källor

1. <https://www.mfn.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-mellozzan-r-melatonin-har-fatt-marknadsforingsgodkannande-i-schweiz-2b888c1b>

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