



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 05 september 2023

EQL Pharma AB

Kopierar sig till tillväxt

Nischat generikabolag

EQL är ett bolag med tydligt fokus på nischgenerika. Generika är kopior på godkända läkemedel som är tillåtna att säljas när patentet på läkemedlet har löpt ut. Karaktäristiskt för EQL är att bolaget siktar in sig på originalläkemedel där konkurrensen, trots patentutgång, är mycket begränsad eller helt saknas. När EQL lanserat en produkt adderar de en intäktström som, tack vare den begränsade konkurrensen, kommer att vara ohotad under mycket lång tid.

Många attraktiva egenskaper

En potentiell investerare i EQL bör attraheras av den goda historik en av att leverera tillväxt, stabila intäktflöden, samt det positiva kassaflödet. Dessutom finns en spännande option i EQL:s varumärken Melozzan och Memprex, där det förstnämnda kommer att utvärderas (och potentiellt lanseras) av bolagets partner Adalvo i upp till 89 nya marknader. Även om vi ser nischgenerika som bolagets huvudverksamhet kan Melozzan och Memprex generera fina royaltystrommar över tid och bidra till starkare lönsamhet i bolaget.

På god väg att leverera på sina mål

I samband med bokslutet 2020/2021 fastställde EQL ett 4-årigt finansiellt mål om att uppnå en genomsnittlig omsättningstillväxt för kärnverksamheten om 40% per år. Hittills har bolaget levererat fint på detta mål och under de första två åren i perioden uppnått en genomsnittstillväxt om cirka 46% för kärnverksamheten. Vi bedömer att EQL är i en stark position att fortsätta tillväxtresan under många år framöver. Vi initierar bevakning av EQL Pharma med ett motiverat värde om 47–49 kronor per aktie, vilket representerar en uppsida på 70%. Tydliga triggers för aktiekursen är delårsrapporter, lansering av produkter i nya marknader, samt potentiella förvärv.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	22/23	23/24e	24/25e	25/26e	Motiverat värde	47.0 - 49.0 SEK	
Totala intäkter	-	-	-	Totala intäkter	260	255	350	468	Aktiekurs	27,5 SEK
EBITDA, just.	-	-	-	Tillväxt	-37%	-2%	37%	34%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-	-	-	EBITDA, just.	41	42	69	112	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	33	33	59	101			
Q2 - rapport	17 november 2023		EPS, just.	0,8	0,8	1,5	2,6			
Q3 - rapport	13 februari 2024		EPS-tillväxt, just.	-12%	5%	80%	76%			
Bolagsfakta (mSEK)			EK/aktie	5,3	6,4	8,2	11,2			
Antal aktier	29m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	799		EBIT-marginal	12,6%	13,0%	16,9%	21,6%			
Nettoskuld	-25		ROE, just.	16,0%	13,7%	19,8%	26,3%			
EV	774		ROCE, just.	15,7%	14,1%	21,5%	29,4%			
Free float	43%		EV/Sales	3,2x	3,1x	2,3x	1,7x			
Daglig handelsvolym, snitt	29k		EV/EBITDA	19,9x	18,9x	11,5x	7,1x			
Bloomberg Ticker	EQL SS EQUITY		EV/EBIT	25,1x	24,0x	13,5x	7,9x			
Analytiker			P/E, just.	35,9x	34,0x	18,9x	10,8x	Intressekonflikter		
Ludvig Svensson			P/EK	5,2x	4,3x	3,3x	2,5x		Yes	No
ludvig.svensson@penser.se			FCF yield	1%	1%	1%	3%	Likviditetsgarant		✓
			Nettoskuld/EBITDA	0,5x	0,5x	0,0x	-0,3x	Certified adviser		✓
								Transaktioner 12m		✓

Investment case

I EQL ser vi ett bolag med ett tydligt fokus inom nischgenerika. Generika är kopior på godkända läkemedel som är tillåtna att säljas när patentet på läkemedlet har löpt ut. Karaktäristiskt för EQL är att bolaget siktar in sig på originalläkemedel där konkurrensen, trots patentutgång, är mycket begränsad eller helt saknas. Det här utgör en tydlig differentiering från större generikabolag som primärt jagar storsäljande originalläkemedel. Vi gillar bolagets unika produktstrategi som visat sig fungera väl och känner konfidens kring att den kommer att fortsätta leverera.

En potentiell investerare i EQL bör attraheras av den goda historiken av att leverera tillväxt, stabila intäktsflöden, samt det positiva kassaflödet. När EQL väl har färdigutvecklat och lanserat en ny produkt adderar de en intäktsström som, tack vare den begränsade konkurrensen, kommer att vara ohotad under mycket lång tid.

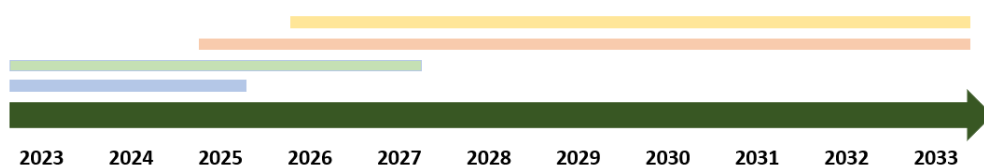
EQL:s kärnkompetens ligger i att identifiera produktmöjligheter och använda sitt existerande nätverk för att snabbt få ut produkterna på marknaden. Bolaget har i dagsläget en bred portfölj bestående av 26 marknadsförda produkter, samt ytterligare 36 projekt i pipeline. Intäktsbasen i bolaget är väldiversifierad och i dagsläget utgör de fem viktigaste läkemedlen cirka 60–65% av omsättningen.

I samband med bokslutet 2020/2021 fastställde EQL ett 4-årigt finansiellt mål om att uppnå en genomsnittlig omsättningstillväxt för kärnverksamheten om 40% per år. Så här långt har bolaget levererat på detta mål, med en genomsnittstillväxt om cirka 46% inom kärnverksamheten till och med 2022. Vi förväntar oss att bolaget fortsätter leverera på sitt mål i år och nästa.

De tydligaste tillväxtdrivarna i EQL i närtid är att addera fler produkter i Skandinavien samt att lansera befintliga produkter på nya europeiska marknader. Den riktigt stora långsiktiga tillväxtpotentialen ser vi i royaltyintäkter från bolagets varumärken, så som Mellozzan och Memprex, samt lansering av nya (regionanpassade) produkter i Europa. Dessutom ser vi en möjlighet att opportunistiska förvärv kan addera tillväxt i bolaget.

Tillväxt drivare i EQL

- 1) Addera fler produkter i Skandinavien
- 2) Lansering av skandinaviska produkter i övriga Europa
- 3) Royaltyintäkter från varumärkena Mellozzan och Memprex
- 4) Lansering av nya produkter i Europa
- 5) Förvärv



Källa: EPB

Bolagsbeskrivning

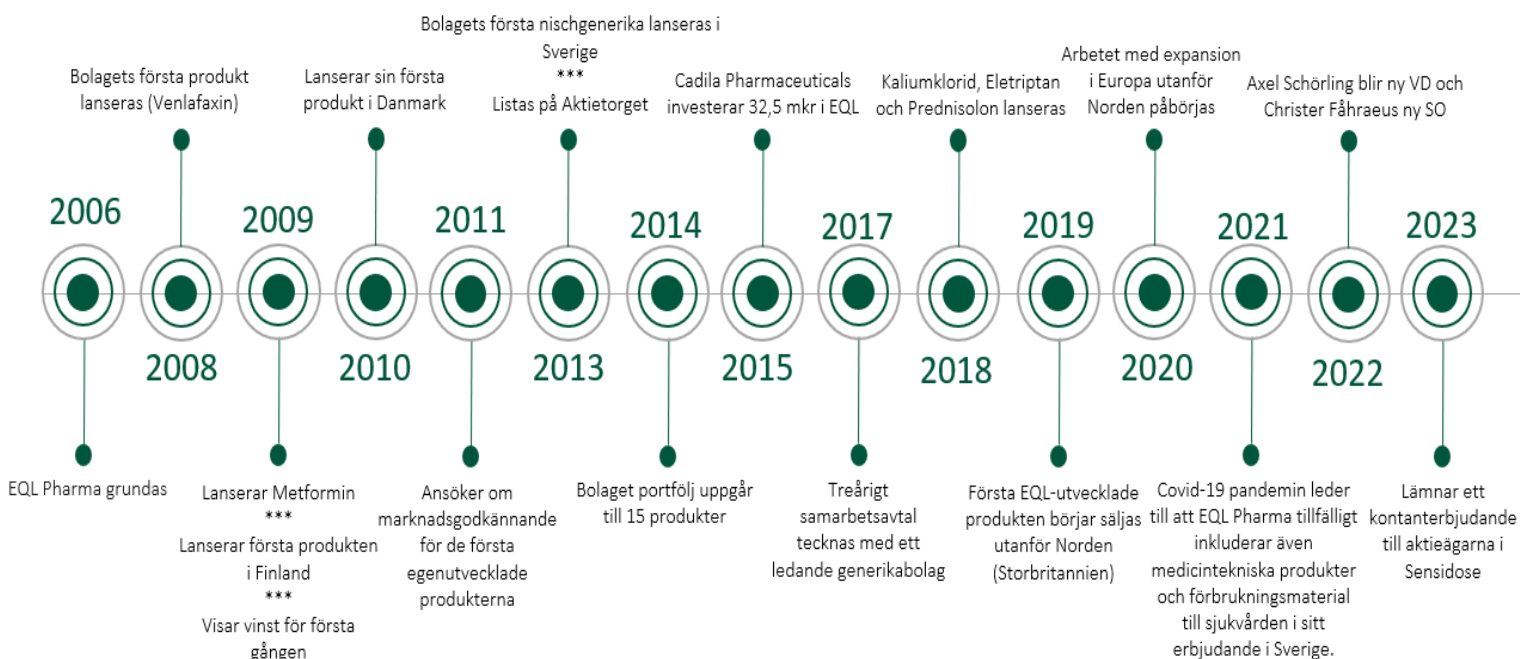
EQL Pharma är ett läkemedelsbolag med fokus på nischgenerika. Generika är enkelt beskrivet en kopia på ett godkänt läkemedel som är tillåtet att sälja när patentet har löpt ut.

EQL:s fokus på nischad generika innebär att bolaget letar efter läkemedel med utgången patent där konkurrensen är fortsatt svag eller helt saknas. Exempel på detta kan vara läkemedel med en låg omsättning globalt, men en relativt hög omsättning i ett visst land eller region. Kärnan är helt enkelt att sikta på produktmöjligheter som är attraktiva, men tillräckligt små för att de större generikabolagen inte ska tycka det är tillräckligt lönsamt att slå sig in på marknaden.

Affärsmodellen är att identifiera, utveckla, köpa/inlicensiera, samt sälja nischgenerika. Bolaget har för närvarande 26 produkter på marknad och ytterligare 36 produkter i sin pipeline. Affären är inriktad på receptbelagd nischgenerika för öppen- och slutenvård. Bolagets kunder är primärt apotek, men en del försäljning sker även till sjukhus. EQL arbetar med direktförsäljning på vissa marknader och distributörer i andra.

I dagsläget är EQL verksamma mestadels inom Europa och framför allt Norden, men långsiktigt kommer bolaget inte begränsa sig till några geografier, specifika terapiområden eller produktgrupper. Sedan 2016 arbetar EQL även med parallellimport av läkemedel, men detta är endast kompletterande till generika-affären. Bolaget har i dagsläget 18 anställda.

Bolagshistorik

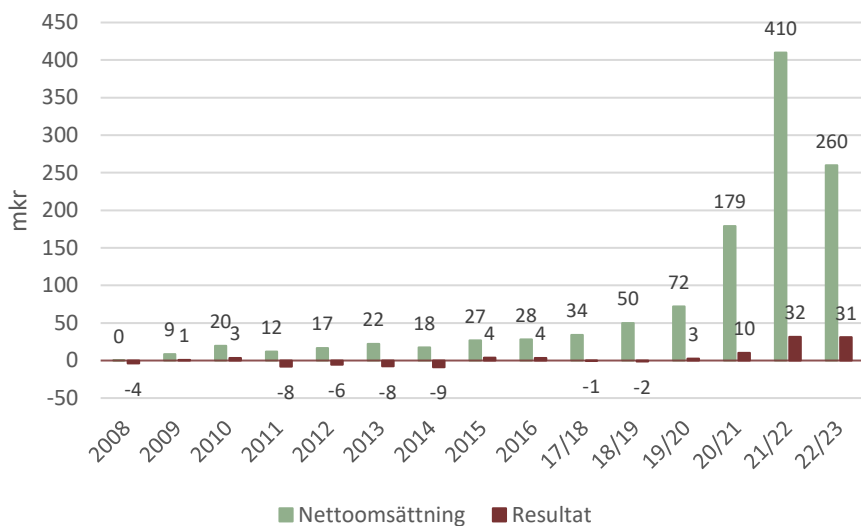


Källa: Bolaget, EPB

Finansiell historik

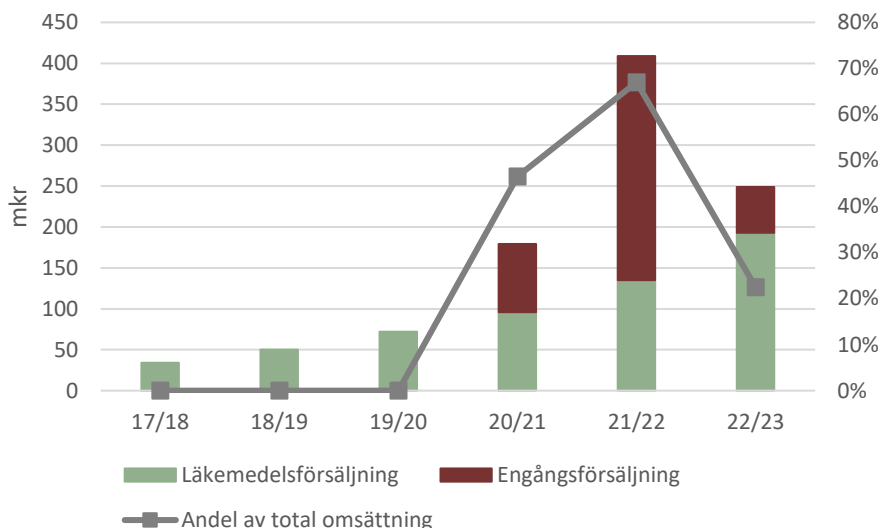
EQL lanserade sin första produkt 2008 och har sedan 2019/2020 varit ett lönsamt bolag. Omsättningen har vuxit som en konsekvens av ett ökat antal marknadsförda produkter, men även geografisk expansion. Den explosionsartade tillväxten under senare år förklaras till stor del av engångsförsäljning, i form av bolagets Covid19-tester (cirka 67% 2021/2022), men även underliggande verksamhet har sett en ordentlig tillväxt sedan 2019/2020. Vi bedömer att eran med försäljningen av Covid19-tester är förbi och våra estimat för framtida tillväxt inkluderar inga intäkter från det.

Omsättning- och resultatutveckling sedan grundandet 2008



Källa: Bolaget, EPB

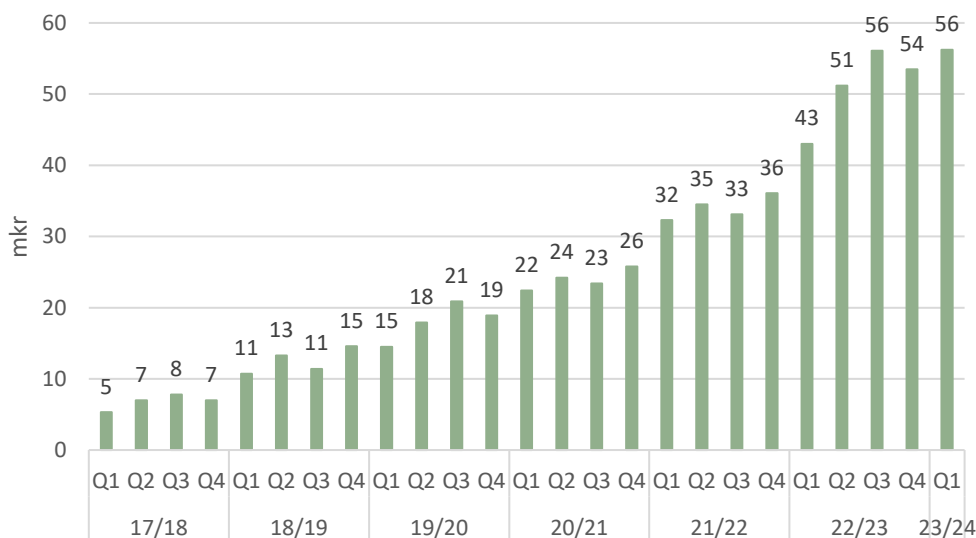
Fördelning av läkemedelsförsäljning och engångsförsäljning



Källa: Bolaget, EPB

Om vi studerar omsättningsutvecklingen på kvartalsbasis (ex. engångsförsäljning) kan vi se att EQL har haft en mycket stabil tillväxt sedan det brutna räkenskapsåret 2017/2018. Enkelt beskrivet växer EQL sin kärnverksamhet på två olika sätt: 1) bolaget adderar ytterligare produkter till sin portfölj genom att inlicensiera eller egenutveckla, eller 2) bolaget ökar försäljning per marknadsförd produkt genom att expandera en befintlig produkt till en ny marknad.

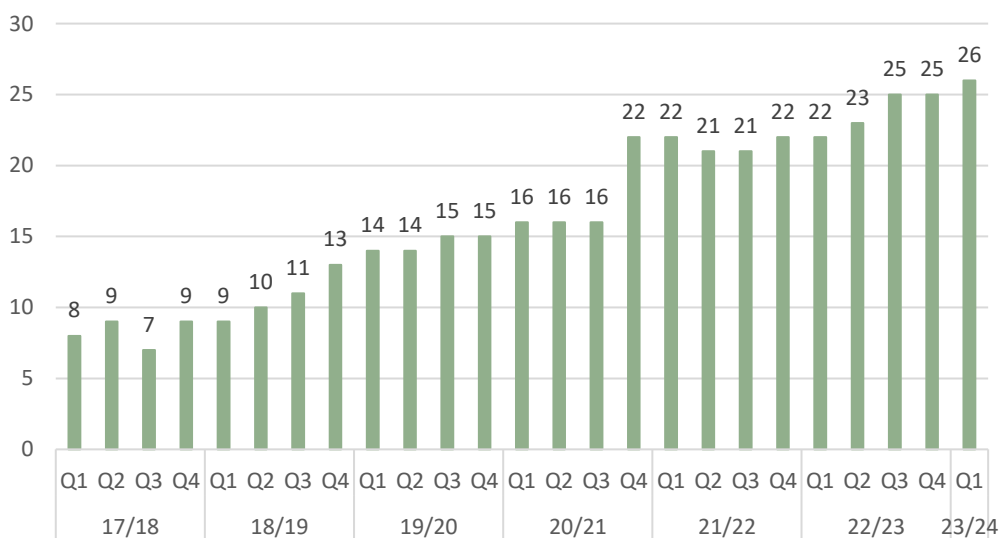
Omsättning per kvartal (ex. engångsförsäljning)



Källa: Bolaget, EPB

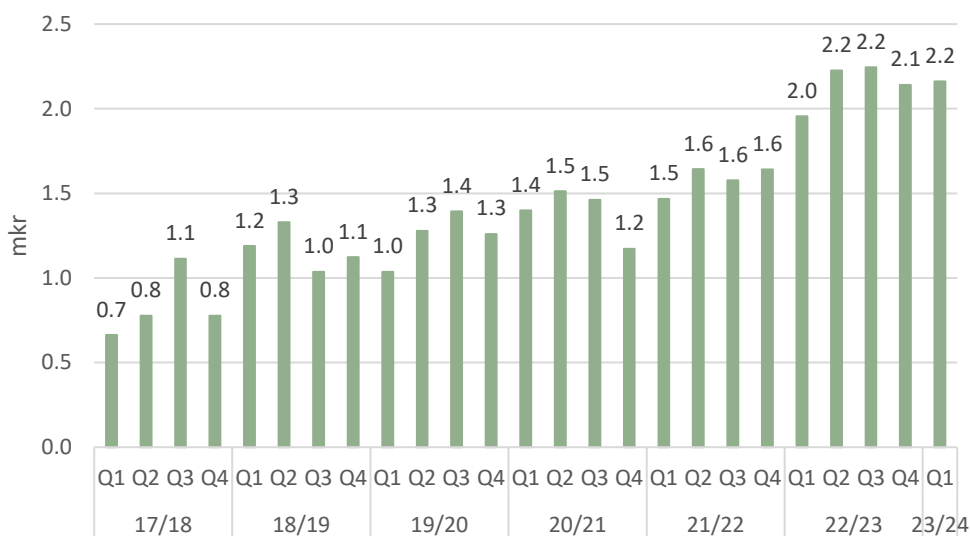
I den första grafen nedan ser vi att EQL har fått ut flertalet nya produkter på marknad och portföljen har nu vuxit till att inkludera 26 marknadsförda produkter, jämfört med nio för fem år sedan. I nästa graf ser vi att bolaget även lyckats att kontinuerligt öka snittförsäljningen per produkt de senaste åren. Det här är framför allt en konsekvens av den geografiska breddningen av befintliga produkter.

Antal marknadsförda produkter per kvartal



Källa: Bolaget, EPB

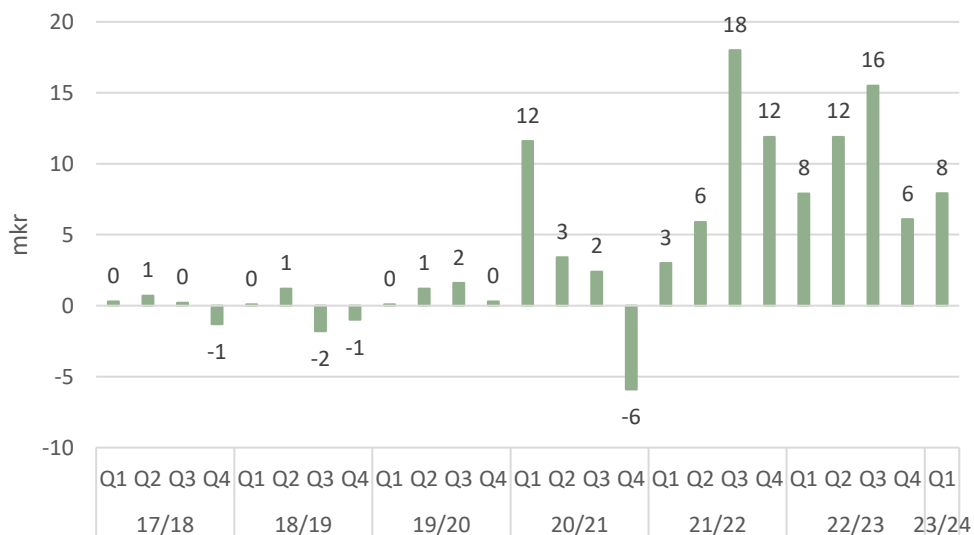
Försäljning/marknadsförda produkter (ex. engångsförsäljning), kvartalsbasis



Källa: Bolaget, EPB

EQL har de senaste åren genomfört investeringar i nya proukter samt geografisk expansion, vilket har tyngt lönsamheten. Vår uppfattning är att bolagets fokus nu börjat skifta mer mot tillväxt under lönsamhet, där de har ett uttalat mål om att uppnå en EBITDA-marginal om 25% vid slutet av räkenskapsåret 2024/2025 (19% 2022/2023).

EBIT per kvartal



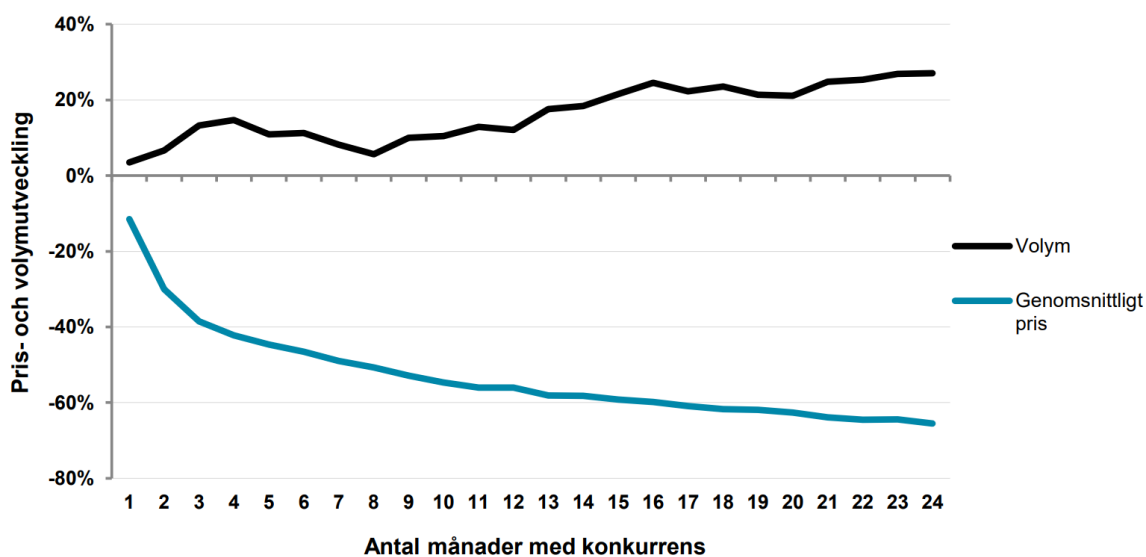
Källa: Bolaget, EPB

Vad är generika?

Generika är läkemedel som innehåller samma aktiva substans som ett tidigare godkänt läkemedel, men introduceras på marknaden efter att patentet för originalläkemedlet har löpt ut. När patentet för ett läkemedel löper ut kan andra läkemedelsföretag producera och sälja generiska versioner av läkemedlet. Generiska läkemedel måste uppfylla samma kvalitets- och effektivitetsstandard, samt innehålla samma aktiva substans i samma dosering som originalläkemedlet.

Generika är typiskt sett betydligt billigare än originalläkemedlet eftersom tillverkare av generika inte behöver spendera lika mycket pengar på forskning, kliniska prövningar och marknadsföring. Generika spelar på detta vis en viktig roll för tillgänglighet och kostnadseffektivitet inom hälso- och sjukvården genom att erbjuda likvärdiga alternativ till de ursprungliga läkemedlen till betydligt lägre kostnad. Konsekvensen vid introduktion av generika på ett läkemedel blir att pris går ned och ofta att volymer ökar. Prisnedgångarna är störst där det finns många konkurrenter och stora volymer.

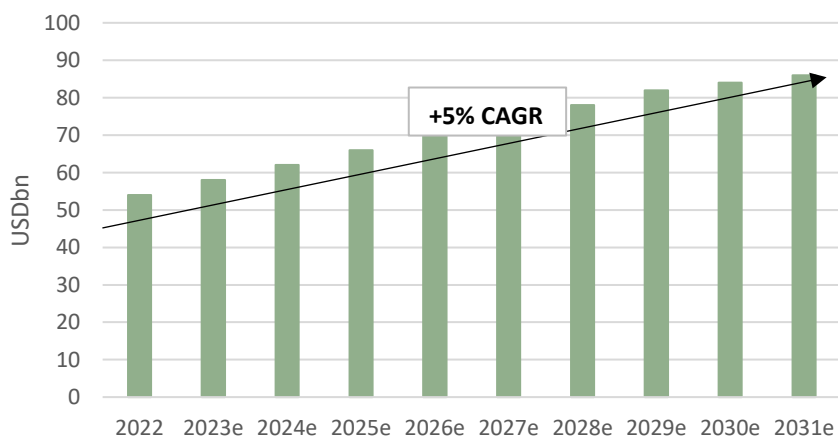
Pris- och volymutveckling för läkemedel som fått konkurrens efter 2003 (Sverige)



Källa: TLV, EPB

Den europeiska generikamarknaden var under 2022 värd cirka USD 54 mdr och förväntas växa till USD 86 mdr under 2031, motsvarande en CAGR på cirka 5%. Tydliga drivare för tillväxt i generikamarknaden är: Europas åldrande befolkning, nya patentutgångar, samt ett ökat fokus på priskontroll på läkemedel.

Värdet av den europeiska generikamarknaden



Källa: Sandoz kapitalmarknadsdag 2023, EPB

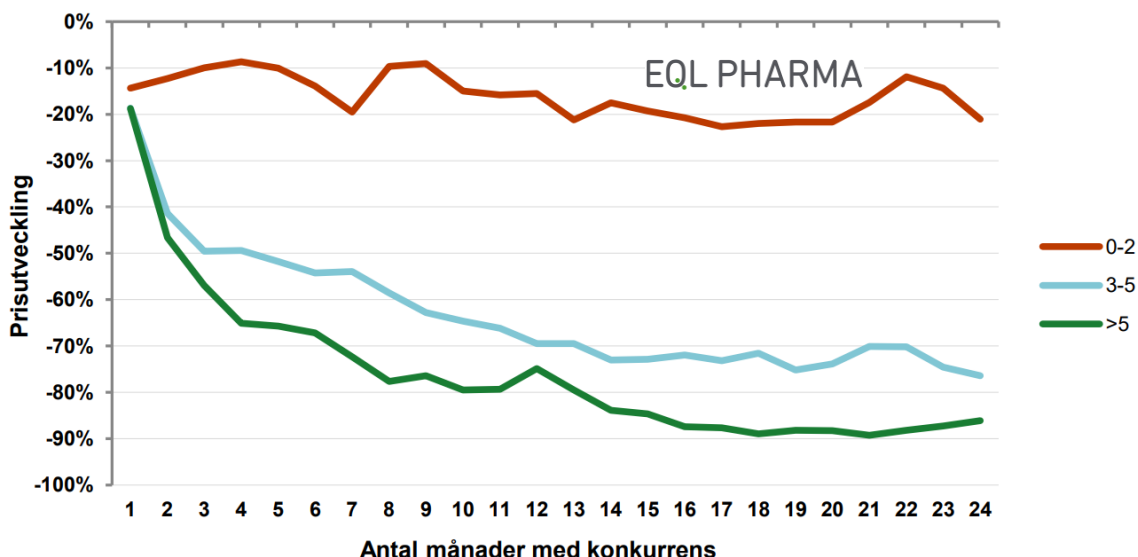
EQL:s nisch inom generikamarknaden

Generikamarknaden är som nämnt mycket stor och EQL har valt att sikta in sig på en nisch inom denna. Kärnan i EQL:s strategi är att sikta på produktmöjligheter som är tillräckligt små för att de större generikabolagen inte ska tycka det är attraktivt nog att slå sig in på marknaden.

I stället för att som större generikabolag ha en framåtblickande approach och titta på kommande patentutgångar för storsäljande läkemedel, så fokuserar EQL bakåtblickande och tittar på produkter vars patent ofta löpt ut för flertalet år sedan. Bland dessa identifierar sedan bolaget läkemedel där ingen/endast någon generika har etablerat sig.

En tydlig fördel med EQL:s strategi är att genomsnittspriset för läkemedlet på marknaden inte faller lika kraftigt som vid konkurrens från ett större antal aktörer, vilket möjliggör en bättre lönsamhet i affären. I bilden nedan kan vi tydligt se hur prisdynamiken skiljer sig åt beroende på hur många generikapreparat som finns på marknaden. Det råder en tydligt negativ korrelation mellan pris och antal konkurrerande preparat. Vid 0–2 generika tappar priset i genomsnitt 10–20%, medan vid >5 generika är det inte ovanligt att prisnedgången uppgår till ~90%.

Prisutvecklingen uppdelat på antalet aktiva konkurrenter (Sverige)



Källa: TLV, EPB

Eftersom de läkemedel som EQL har valt att utveckla generika av hittills inte upplevt någon konkurrens är vår bedömning att det, efter etablering av EQL:s generika, kommer vara ännu lägre incitament för en ny aktör att slå sig in på marknaden (på grund av prispress). I teorin innebär det här att bolaget, för varje ny generika, adderar en intäktström som kan förbli ohotad under en mycket lång tid. Risken för intäktsbortfall i denna modell är betydligt lägre än för ett traditionellt läkemedelsbolag som är starkt beroende av patent och life cycle-management för att behålla sina intäktströmmar.

Marknadsdynamik och EQL:s kunder

Enkelt beskrivet kan EQL använda två olika modeller vid försäljning av sin nischgenerika: 1) direktförsäljning i egen regi, eller 2) indirekt försäljning via distributörer/partners. I länder som tillämpar en prisbaserad modell så avser EQL att sälja mot apotek under eget varumärke. I länder som tillämpar en varumärkesbaserad modell kommer försäljning att ske via partners. Anledningen till detta är att generika under den prisbaserade modellen automatiskt byts ut hos apoteken, vilket innebär att det inte krävs någon försäljningsstyrka för att bearbeta marknaden. I en varumärkesbaserad modell finns inte samma centrala upphandling och det säljande bolaget måste investera i marknadsföring och varumärkeskänedom för att penetrera marknaden. EQL har gjort ett strategiskt val att inte bygga upp en egen säljstyrka, utan satsar på att sälja själva i länder som tillämpar en prisbaserad modell.

För tillfället säljer EQL sin nischgenerika i egen regi i Sverige, Norge och Danmark och använder sig av distributör/partner på resterande marknader. På sikt är ambitionen att etablera direktförsäljning även i Tyskland, Nederländerna och Storbritannien, då dessa marknader också bygger på en prisbaserad modell.

EQL:s nuvarande försäljningsapproach



Källa: Bolaget, EPB

EQL:s intäkter kan grovt delas in i tre olika segment: apoteksprodukter, sjukhusprodukter, samt varumärkesprodukter. I dagsläget dominerar apoteksprodukter och utgör cirka 80% av försäljningen. Sjukhusprodukter och varumärkesprodukter utgör cirka 5% respektive 15% av försäljningen.

Retail/apotek

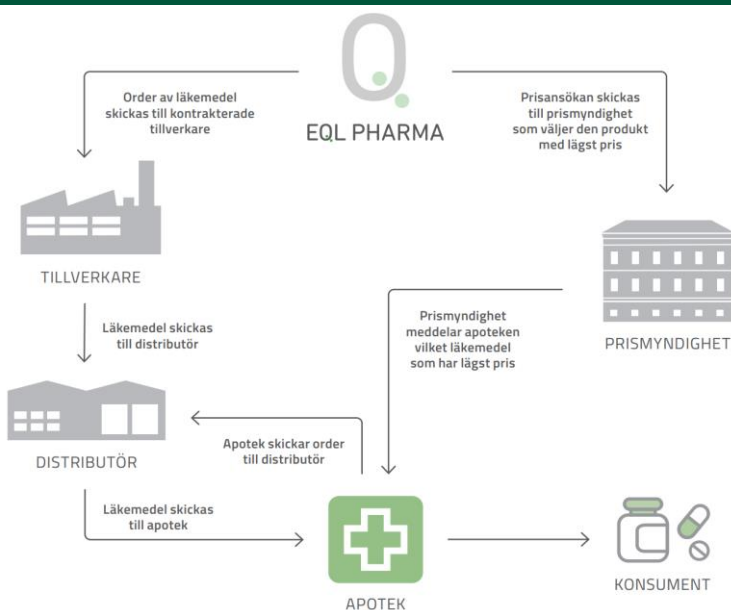
EQL:s produkter inom apotekssegmentet säljs genom olika utbytessystem styrta av pris och tillgänglighet. "Periodens vara"-systemet i **Sverige** är ett exempel på ett utbytessystem som täcker nästan 80% av alla läkemedel som distribueras på svenska apotek varje dag. "Periodens vara"-systemet innebär att det billigaste läkemedlet inom en specifik utbytesgrupp kommer att pushas av apoteken.

Förfarandet för att bestämma vilken generika som ska ersätta originalläkemedlet sker genom att alla generikabolag som vill vara med och konkurrera skickar en prisansökan till TLV. TLV väljer sedan ut produkten med lägst pris till "periodens vara". När bolagets produkt har blivit "periodens vara" kommer svenska apotek per automatik behöva erbjuda denna produkt till alla patienter som vill ha läkemedlet. Det här innebär att marknadspenetrationen för produkten blir hög och mycket snabb. Dessutom krävs, som tidigare nämnt, inga försäljningsinsatser från bolagets sida eftersom apoteken är tvungna att följa TLV:s bestämmelser. "Periodens vara" har typiskt sätt 80–85% marknadsandel. Resterande volym går för det mesta till originalläkemedlet. Generikabolagen kan varje månad ansöka om prisändring för sin produkt, vilket innebär att "periodens vara" kan komma att bytas ut relativt hastigt.

Det här skapar en dynamik som kan liknas vid ett oligopol där marknaden i praktiken delas upp mellan två aktörer som vinner priset förhandlingen och blir periodens vara varannan månad. Finns det två aktörer på marknaden kan man alltså räkna med att varje aktör har sex månader om året då dennes produkt är periodens vara. Den här dynamiken innebär att det aldrig kommer att bli ett "race to the bottom" och låter generikabolagen behålla en lönsamhet i affären.

De som ansöker men inte blir utsedd till "periodens vara" blir placerade på en reservlista. Ett krav från TLV:s sida är att generikabolaget som tillhandahåller "periodens vara" måste se till att det finns tillräcklig volym för att tillgodose läkemedlet under hela perioden. Om inte bolaget klarar av att leverera den efterfrågade volymen kommer TLV öppna upp för att apoteken får beställa en annan generika på läkemedlet (reservlistan). Det här innebär att opportunistiska aktörer med tillgängligt lager kan komma och fylla detta hål. Det är därför viktigt för bolagen som säljer generika att ha ett tillräckligt lager med produkter för att inte "ge bort" försäljningsmöjligheter under tiden de är "periodens vara".

Försäljningsmodell i Sverige och Danmark



Källa: Bolaget, EPB

Övriga Norden

Processen i de andra nordiska länderna är relativt lik den i Sverige. I **Danmark** är strukturen precis som i Sverige med skillnaden att nya priser fastställs varannan vecka i stället för varje månad. Det här innebär att marknaden blir något mer dynamisk.

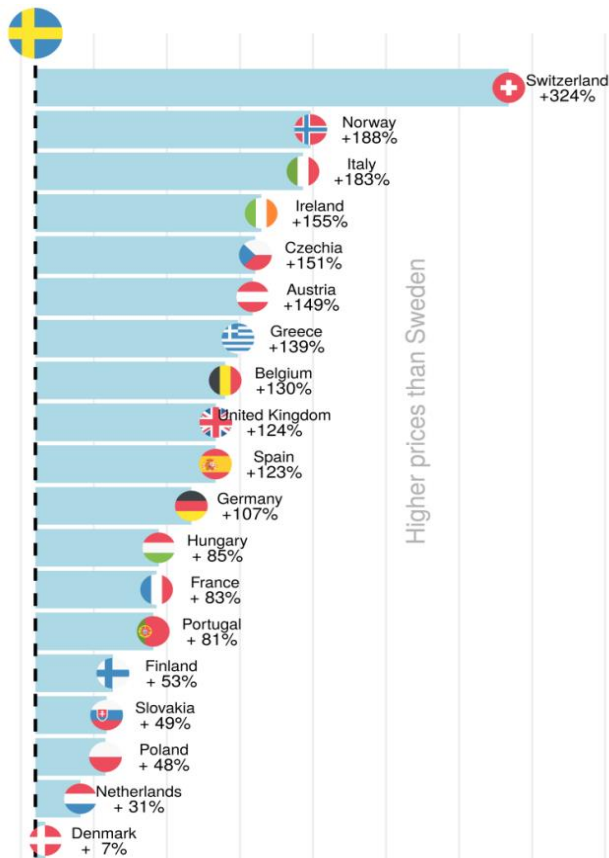
I **Finland** är principen att det billigaste läkemedlet ska väljas, men det finns utrymme för lite mer flexibilitet då generika anses vara utbytbara om de är inom ett visst prisintervall (2EUR om <40EUR och 3EUR om >40EUR). Konsekvensen av detta är att marknaden är mindre priskänslig och en specifik generika uppnår inte lika hög marknadspenetration som i Sverige och Danmark. I Finland kan prisjusteringar göras varannan vecka.

I **Norge** skiljer sig systemet en del mot övriga nordiska länder. Det norska systemet innebär att läkemedelsgrossisterna förhandlar direkt med generikabolagen om priset som därefter sätter ett pris som är inom ett, av staten, förutbestämt intervall. I Norge är det helt och hållet läkemedelsgrossisterna som kontrollerar sortimentet. Som en konsekvens av detta bedömer EQL att det är särskilt viktigt att på den norska marknaden kunna erbjuda unika generika där grossisterna har så få valmöjligheter som möjligt (för att undvika stor prispres).

Övriga Europa

Den europeiska generikamarknaden är idag fragmenterad, men EQL bedömer att flertalet europeiska länder kommer att i högre utsträckning övergå till den nordiska lägsta pris-principen. Idag bygger bland annat systemen i Tyskland, Nederländerna och Storbritannien på denna modell och EQL ser därför potential att etablera direktförsäljning i dessa länder. Övriga europeiska marknader är under utvärdering, men än så länge jobbar bolaget med en partnermodell i dessa. Som nedan bild illustrerar så skiljer sig prisnivån markant beroende på land.

Prisjämförelse på originalläkemedel med generisk konkurrens, Europa



Källa: TLV, EPB

Hospital/sjukhus

EQL har idag försäljning mot sjukhusmarknaden under eget varumärke i Sverige, Danmark, Finland och Norge. I övriga europeiska länder bedriver bolaget tills vidare en partnerstrategi. Sjukhusmarknaden i Europa är fragmenterad. Upphandling av läkemedel till sjukhus kan genomföras av enskilda sjukhus, via upphandlingsgrupper regionalt, eller via paraplyorganisationer.

Från och med 2024/2025 förväntar sig EQL att intäkter från sjukhusprodukter kommer att växa starkt. Bolaget har och kommer att delta i ytterligare upphandlingar under året för att vinna mandat att få sälja sina produkter under en bestämd period. I den inledande fasen kommer EQL att vara rätt aggressiva i sin prisstrategi med syftet att vinna upphandlingar, vilket kan tynga bruttomarginalerna något initialt.

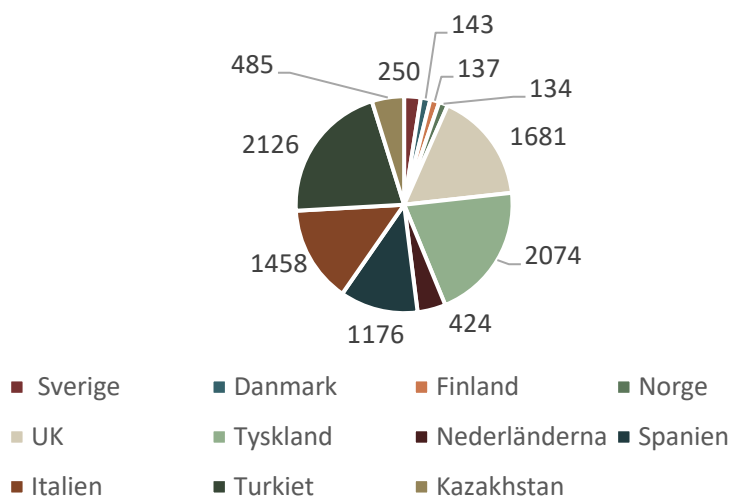
Branded - Mellozzan och Memprex, EQL:s egna varumärken

EQL:s egenutvecklade produkt **Mellozzan** är ett melatoninbaserat preparat som förskrivs till barn och ungdomar (6–17 år) med ADHD där sömnhygienåtgärder varit otillräckliga. Melatonin är kroppens eget sömnhormon och farmakologisk behandling med melatonin har länge varit standardbehandling för sömnbesvär.

EQL lanserade Mellozzan i Sverige under 2021 och erbjuder läkemedlet i sex olika styrkor samt i oral beredning. EQL säljer för närvarande Mellozzan under eget varumärke i Sverige och Norge. Danmark sköts via partner och i Finland väntar bolaget på marknadsgodkännande. Vi bedömer att Storbritannien, Tyskland och Nederländerna är marknader som EQL kommer att kunna etablera sig i framöver i eget varumärke på grund av ländernas prisbaserade modell för generika.

Nedan presenterar vi ett diagram över vår uppskattade marknadsstorlek för melatoninbaserade läkemedel till barn i dessa länder. Vi har använt oss av data från EQL för att uppskatta storleken på den svenska marknaden (200–300 mkr) och sedan extrapolerat detta till övriga relevanta marknader genom att anta samma marknadsstorlek per capita.

Uppskattad marknadsstorlek för melatonin till barn



Källa: Bolaget, EPB

Under 2023 tecknade EQL ett licensavtal med den globala generikaspelaren Adalvo för att utvärdera potentialen för Mellozzan i upp till 89 marknader utanför Europa och USA. Avtalet ger EQL exponering mot dessa marknader som de inte har resurser att bearbeta själva, vilket gör det till en bra lösning för EQL för att ändå kunna profitera på marknaderna. Efter det ingångna avtalet utvärderas nu Mellozzan för försäljning i totalt över 100 länder världen över. Vi räknar med att inom kommande tolv månader ta del av information om vilka marknader Adalvo kommer att lansera Mellozzan i.

Generellt när EQL licensierar ut rättigheter för sina varumärken erhåller de en förskottsbetalning, milstolpebetalningar, samt en royalty på försäljning av produkten. Storleken på förskottsbetalningen och milstolpebetalningarna beror på olika faktorer som till exempel kommersiell potential, risknivå och tidslinjen för produkten. Royaltysatsen varierar också, men ligger typiskt sätt på runt 20% för marknader inom Europa och 5–15% för marknader utanför Europa.

EQL:s andra varumärke, **Memprex**, är ett metenamin-baserat läkemedel som används som profylax (förebyggande behandling) vid återkommande urinvägsinfektion. Rationalen med Memprex är att kunna erbjuda en lika effektiv behandling av urinvägsinfektion som antibiotika, utan den risk för utveckling av multiresistenta bakterier som antibiotika utgör. EQL lanserade Memprex i Sverige under 2019 och Norge under 2021 genom eget varumärke. Sedan 2020 säljs det även i Storbritannien via partner och rättigheter för kommersialisering på den franska marknaden utlicenserades under 2023.

Gällande marknadspotentialen för Memprex så anger EQL att den existerande marknaden uppgår i Sverige, Norge och Storbritannien till 100 mkr. Om vi genomför samma övning som för Mellozzan och utgår ifrån försäljning per capita skulle detta implicera en total marknadspotential om 235 mkr för de marknader i Europa som EQL har som ambition att etablera varumärket i via partners.

EQL:s utveckling av nischgenerika

EQL:s process för utveckling av sin nischgenerika är betydligt kortare och mindre kostsam än ett traditionellt kliniskt program för ett nytt läkemedel. I stället för att bedriva ett program med stora och kostsamma patientstudier kräver myndigheter endast att generiska läkemedel lyckas med en bioekvivalensstudie. Det här innebär att kostnaden att utveckla generika uppgår till en bråkdel av vad originalläkemedlet har kostat att utveckla. EQL bedömer att utvecklingskostnaden för ett nytt generikapreparat ligger kring 3–8 mkr.

Faktaruta: Bioekvivalensstudie

En bioekvivalensstudie är en studie som undersöker om två läkemedel är likvärdiga. Bioekvivalens kräver att det generiska läkemedlet har samma farmaceutiska aktivitet, absorberas på samma sätt, når samma koncentration i blodet och har samma tidsmässiga distribution och eliminering som originalläkemedlet. Om de två läkemedlen anses vara bioekvivalenta betraktas de som likvärdiga i termer av säkerhet och effektivitet. Generiska läkemedel kan då godkännas för att marknadsföras och användas som substitut för originalläkemedlet.

En ytterligare positiv aspekt med generika är att utvecklingsrisken är klart lägre än vid traditionell läkemedelsutveckling och här handlar det snarare om mer tekniska utmaningar. Historisk empiri visar att ungefär 10% av alla läkemedel som går in i klinisk fas till slut når marknaden (Bio, Biomedtracker, Amplion 2020). EQL har inte gått offentligt och uttalat sig exakt om hur stor andel projekt i utvecklingsfas som till slut lyckas bli marknadsförda produkter, men VD Axel Schörling bedömer att det historiskt har legat runt cirka 65–70%. Värt att notera är dock att dessa 65% även inkluderar en kommersiell riskjustering, det vill säga inte bara själva utvecklingsfasen utan också att produkten faktiskt blir en kommersiell framgång enligt bolagets mått. Det är ett prioriterat mål i bolaget att på sikt få upp "success-raten" och målbilden på sikt är att ligga någonstans kring 90%.

EQL:s process för utveckling av nischgenerika



Källa: Bolaget, EPB

De olika stegen mot marknad

Utvecklingsfas

I utvecklingsfasen arbetar EQL tillsammans med CMO:s och CRO:s för att bedriva studier och påvisa att produkten är identisk med originalläkemedlet. I den här kategorin finns också produkter som EQL har licensierat in som har utvecklats av en partner.

Granskningsfas

Produkter som ingår i granskningsfasen är färdigutvecklade och granskas av myndigheter med uppgift att säkerställa produktens kvalitet och att de data som har genererats är godtagbara. Normalt sätt tar granskningen av en produkt cirka tolv månader.

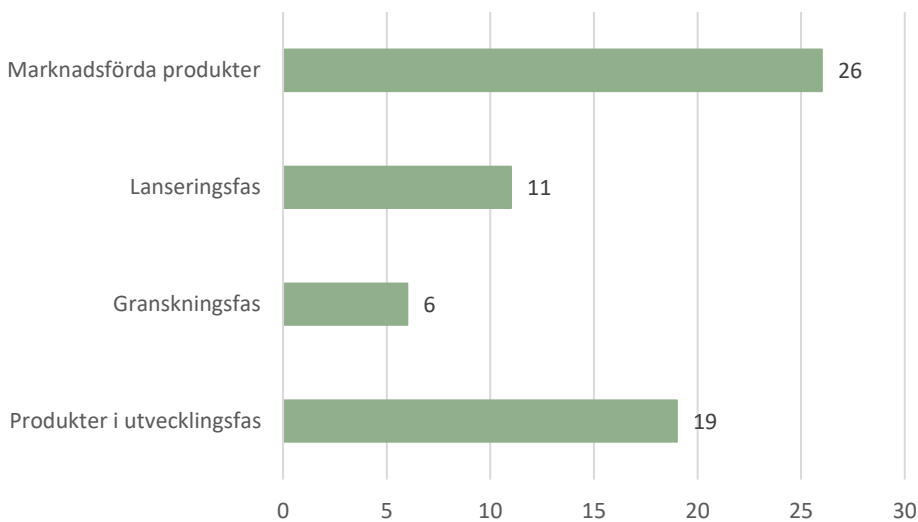
Lanseringsfas

I lanseringsfasen har produkten godkänts av myndigheterna och har tillstånd att börja säljas. EQL lägger order för tillverkning och leverans. Parallellt ansöker EQL om subvention från myndigheter i aktuella länder samt lämnar anbud på upphandlingar. Det tar i regel sex till tolv månader från godkännande tills den första förpackningen är levererad ut till apotek.

Marknadsförda produkter

De marknadsförda produkterna i EQL:s portfölj är generika som genomgått lanseringsfasen och nått marknad. De här produkterna säljs aktivt och är de som genererar intäkter till EQL.

Total pipeline av produkter, utgången Q1 2023/2024



Källa: Bolaget, EPB

Viktigt att känna till är att produkterna som finns i bolagets pipeline skiljer sig en del från de nu marknadsförda produkterna. Pipelinen består i högre grad av injicerbara produkter riktade till sjukhus, medan nuvarande produkter är orala och administreras av patienter i hemmet. Injicerbara produkter är generellt sätt mer komplexa att utveckla än orala mediciner och utvecklingsprocessen för de injicerbara läkemedlen är därmed lite mer utmanande och utgör en högre risk.

Ur ett kommersiellt perspektiv är detta dock positivt eftersom det blir en högre inträdesbarriär för nya aktörer att ta sig in. En annan kommersiellt viktig aspekt är att injicerbara läkemedel som administreras på sjukhus omfattas av en mer rigorös upphandlingsprocess som sker mer sällan än vid apoteksprodukter. Det här innebär att när bolaget väl vunnit en upphandling så stäcker sig kontraktstiden under en längre period, vilket ger stabila och förutsägbara intäkter under denna tid.

Vi bedömer att flertalet av EQL:s produkter som förväntas komma ut på marknaden under detta och nästkommande räkenskapsår kommer att vara riktade till sjukhus. De här produkterna kommer i våra estimat att vara med och driva tillväxten för EQL från 2024/2025 och framåt.

Antal förväntade produktlanseringar, utgången Q1 2023/2024



Källa: Bolaget, EPB

Konkurrens

Konkurrens från andra generikabolag

I sin årsredovisning från 2022/2023 listar EQL flertalet aktörer som de själva anser utgör konkurrenter på sina hemmarknader. De bolag som nämns är: Viatris (tidigare Mylan/Meda), Orifarm Generics, Evolan Pharma och AGB Pharma. Samtliga av dessa är inriktade på nischad generika i Norden och har produkter som direkt konkurrerar med EQL:s generika.

I de fall det finns flera generika som konkurrerar på samma originalläkemedel är vår uppfattning att det finns ett outtalat avtal mellan aktörerna att släppa fram sin konkurrent och turas om att sälja generika. Syftet med denna strategi är att hålla uppe prisnivån och behålla hälsosamma bruttomarginaler för produkterna. Denna marknadsdynamik kan i stora drag liknas med ett oligopol.

Ju större marknadspotentialen för ett patentutgången originalläkemedel är, desto fler generika kommer typiskt sätt att etablera sig. Konkurrens från andra generikabolag blir alltså naturligt när det finns goda vinster att hämta på bruttonivå.

Konkurrens från originalläkemedlet

Typiskt sett är bolaget som säljer originalläkemedlet inte aktiva i att delta i priskonkurrens då patentet löpt ut och generika etablerat sig på marknaden. Den primära anledningen till detta är att bolaget ändå lyckas sälja viss volym av originalläkemedlet (vanligt är 15–20%) även efter patentutgång på grund av varumärkeskännetecken bland patienter, samt att vissa patienter vill ha exakt det läkaren skrivit ut. Dessutom är dessa bolags kompetens oftast inriktad på forskning- och utveckling av nya produkter snarare än att priskonkurrera med generiska preparat. Vår bedömning är att den försäljningsvolym som originalläkemedlet har även efter patentutgång kommer att vara svår för EQL att vinna eftersom vissa patienter vill ha det läkemedel de alltid har tagit – speciellt om prisskillnaden inte är dramatiskt stor.

Konkurrens från nya läkemedelsklasser

En ytterligare konkurrensaspekt som vi ser det, om än indirekt, är lansering av nya läkemedel som har en tydligt bättre behandlingseffekt och/eller tolerabilitet än det originalläkemedel som EQL säljer sin generika på. I de fall som ett nytt, bättre läkemedel lanseras och subventioneras bedömer vi att en stor andel patienter kommer att byta till detta läkemedel och att EQL då kommer förlora en betydande volym av patienterna som får behandling för den sjukdomen.

Finansiella prognoser

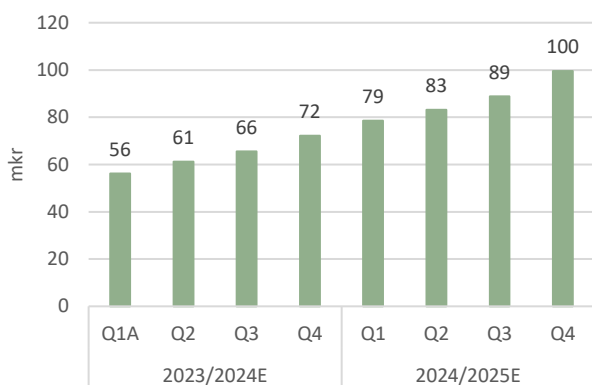
Försäljning

I samband med bokslutet 2020/2021 fastställde EQL ett 4-årigt finansiellt mål om att uppnå en genomsnittlig omsättningstillväxt för kärnverksamheten om 40% per år. Hittills har bolaget levererat på detta mål och under de första två åren uppnått en genomsnittstillväxt om cirka 46% i kärnverksamheten. För att målet ska uppnås över hela fyraårsperioden krävs en genomsnittstillväxt om cirka 34% mellan 2023/2024 och 2024/2025. Denna tillväxt skulle implicera en omsättning om 360–370 mkr under 2024/2025 (givet att bolaget växer 30% innevarande räkenskapsår).

Vi har valt att vara något konservativa i våra estimat och antagit en lägre tillväxttakt under denna period (genomsnitt ~31% per år). Anledningen till detta är att EQL guidat för en tillväxt om 30% för 2023/2024, vilket skulle implicera att EQL behöver leverera en tillväxt om 38% under sista året i perioden för att nå målet. Samtidigt som vi anser att detta är fullt möjligt att uppnå givet bolagets track-record av tillväxt så väljer vi i detta skede att vara mer försiktiga. Vi kommer att följa EQL:s expansion i Europa och lyckade lanseringar på nya marknader är något vi vill se för att skruva upp och vara mer offensiva i våra försäljningsestimat.

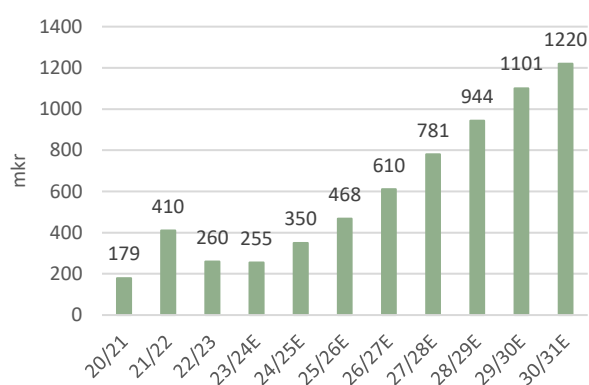
Våra försäljningsestimat bygger både på ett ökat antal marknadsförda produkter och en ökande snittintäkt per produkt. Vi har utgått från historiska siffror och antagit (konservativt) att cirka 70% av produkterna i pipelinen kommer att bli godkända och kommersiellt framgångsrika. Bolaget presenterar varje kvartalsrapport uppdaterade siffror över antal marknadsförda produkter, vilket kommer göra det enkelt att följa hur bolaget ligger till jämfört med våra estimat.

Kvartalsestimat nettoomsättning (mkr)



Källa: EPB

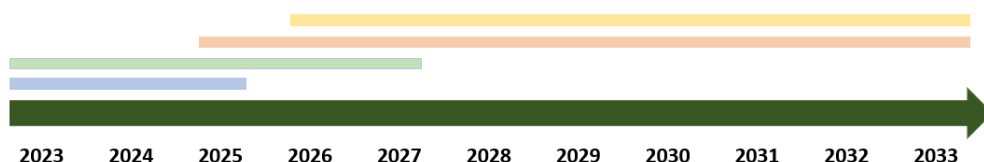
Helårsestimat nettoomsättning (mkr)



Källa: EPB

Tillväxtdrivare i EQL

- 1) Addera fler produkter i Skandinavien
- 2) Lansering av skandinaviska produkter i övriga Europa
- 3) Royaltyintäkter från varumärkena Mellozzan och Memprex
- 4) Lansering av nya produkter i Europa
- 5) Förvärv



Källa: EPB

Kvartalsestimat 2023/2024 (mkr)

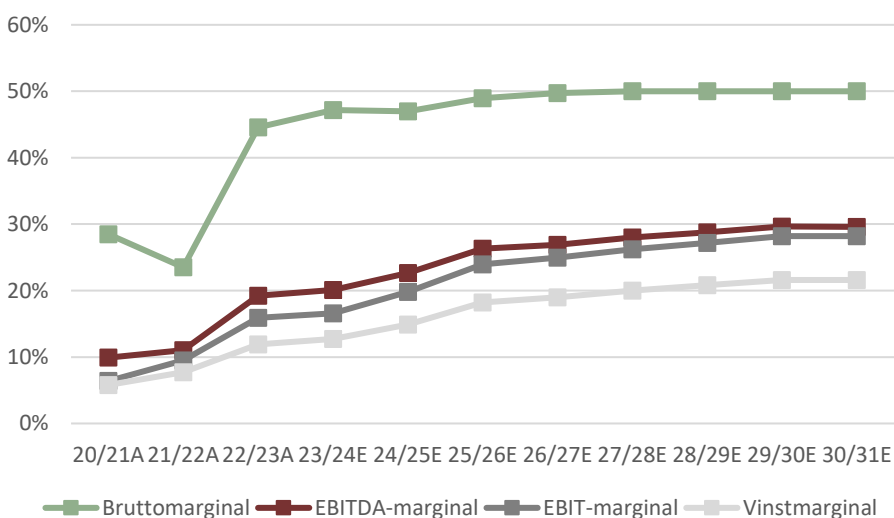
	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	2023/2024
Nettoomsättning	56	61	66	72	255
Kostnad sålda varor	-30	-32	-35	-38	-135
Bruttoresultat	26	29	31	35	120
Försäljningskostnader	-11	-12	-12	-13	-48
Administrationskostnader	-5	-4	-5	-5	-19
Forskning och utvecklingskostnader	-2	-3	-3	-4	-12
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	10	12	13	16	51
Rörelseresultat (EBIT)	8	10	11	13	42
Finansnetto	1	-1	-1	-1	-1
Resultat före skatt	9	9	11	12	41
Skatt	-2	-2	-2	-3	-8
Periodens resultat	7	7	8	10	33
<i>Bruttomarginal</i>	47%	47%	47%	48%	47%
<i>EBITDA-marginal</i>	18%	20%	20%	22%	20%
<i>EBIT-marginal</i>	14%	16%	17%	18%	17%

Källa: EPB

Lönsamhetsutveckling

EQL har ett uttalat lönsamhetsmål att under 2024/2025 nå en EBITDA-marginal om 25%. Marginalförbättringen kommer drivas av högre bruttomarginaler, hävstång på OPEX-kostnader, samt att royaltyintäkter utgör en allt högre andel av försäljningen. Sammantaget bedömer vi att EQL långsiktigt kommer att kunna uppnå EBITDA-marginaler om ~30%, vilket vi ser exempel på i andra bolag som är fokuserade på nischgenerika.

Estimerad marginalutveckling



Källa: EPB

Rörelsekapital

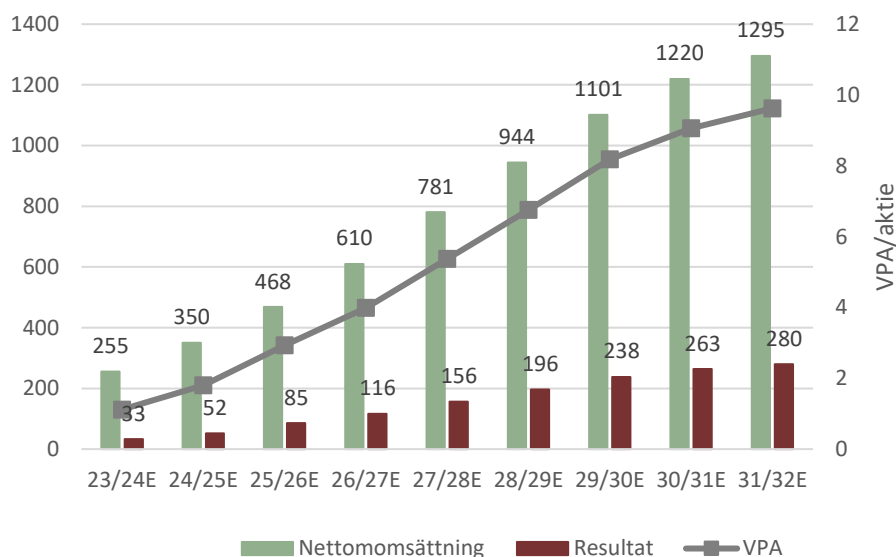
När det kommer till rörelsekapital är vår bedömning, efter kommunikation med bolaget, att rörelsekapitalet som andel av försäljning kommer att öka från nuvarande nivåer. Vi estimerar att i rörelsekapital som andel av försäljning kommer att öka till cirka 35–40% vid en mer mogen fas, jämfört med dagens 25–30%.

Den primära anledningen är bolagets ambition att ha större varulager för att kunna möta efterfrågan som kan uppstå då konkurrenter får leverans- och/eller produktproblem. Att binda mer rörelsekapital är naturligtvis inte önskvärt i sig, men vår förståelse är att det finns en betydande intäktpotential i dessa "efterfrågeluckor" som kan uppstå vid leveransproblematik hos konkurrenter.

Sammanfattning, finansiella prognoser

Totalt sett anser vi att EQL har goda framtidsutsikter med god tillväxt under förbättrad lönsamhet. Den verkligt stora tillväxtpotentialen bedömer vi finns i royaltointäkter från bolagets varumärken Mellozzan och Memprex, samt lansering av nya (regionanpassade) produkter i Europa. Lyckas EQL leverera på dessa punkter ser vi mycket goda möjligheter att tillväxtresan kommer att fortsätta under många år framöver.

Nettoomsättning, resultat och VPA (mkr)



Källa: EPB

Risker

Nya aktörer slår sig in

Trots att EQL fokuserar på nischgenerika, där ytterligare aktörer bör ha låga incitament att etablera sig, kan det inte uteslutas att ytterligare konkurrens uppstår. Det här kan potentiellt få konsekvensen att det inte längre är attraktivt för EQL att sälja en viss molekyl och leda till att EQL tappar intäkter för den produkten.

Beroende av nya geografiska marknader för tillväxt

Det som långsiktigt kommer att matta av tillväxten i Skandinavien är att de mest attraktiva produktmöjligheterna blir färre. Det här innebär att EQL är beroende av att expandera verksamheten till övriga Europa för att lyckas växa ytterligare. EQL:s kärnkompetens ligger idag i de skandinaviska marknaderna och det är inte säkert att det de lyckas uppnå samma kommersiella framgång i övriga Europa.

Värdering

I vår värdering av EQL Pharma använder vi en diskonterad kassaflödesmodell (DCF). I vår DCF använder vi ett avkastningskrav om 12% och en terminal tillväxttakt om 3%. Vår prognosperiod stäcker sig fram till räkenskapsåret 2030/2031 där vi antar att EQL går in i ett mer moget stadie och närmar sig vår antagna långsiktiga tillväxttakt. Vår DCF-värdering uppgår till ~1400 mkr, eller 48 kronor per aktie.

EQL Pharma - DCF-värdering			
Antaganden		Nuvärdesberäkning	
CAGR försäljning (22/23 - 31/32)	21%	Nuvärde (23/24 - 31/32)	410
CAGR försäljning (31/32 - ∞)	3%	Nuvärde (31/32 - ∞)	951
EBITDA-marginal (terminal)	30%	Nuvärde	1361
		Nettokassa, Q1	25
Försäljning 31/32 (SEKm)	1295		
EBITDA 31/32 (SEKm)	383	Motiverat värde	1386
		Motiverat värde/aktie	48

Källa: EPB

Vi kompletterar även vår DCF med att titta på hur jämförbara svenska noterade bolag värderas för att få en känsla kring om EQL handlas med en rabatt eller premie jämfört med dessa. Det är utmanande att hitta en passande peer-grupp till EQL eftersom det inte finns några andra noterade generikabolag i EQL:s storlek noterade i Sverige. Den bästa jämförelsen tycker vi utgörs av svenska bolag inom hälsovård som har försäljning och levererar ett positivt resultat.

Som vi kan se nedan utgörs vår peer-grupp av fyra svenska bolag: Biogaia, Magle Chemoswed, Probi och Zinzino. Vi använder oss av konsensusestimater från Factset för P/E-talet på 2025-årsvinst och applicerar sedan genomsnittet av dessa multiplar på våra vinstestimater för EQL år 2025.

Vår peer-värdering för EQL indikerar ett värde om ~51 kronor per aktie, vilket i linje med vår DCF, representerar en tydlig uppsida från nuvarande nivåer. Notera även att EQL, på våra estimater, kommer att växa resultatet betydligt snabbare än genomsnittet i peer-gruppen under kommande år, vilket skulle kunna motivera en högre multipel än den vi har applicerat.

Peer-värdering EQL Pharma, jämförbara svenska bolag			
	P/E (2025e)	EPS CAGR (22-25e)	Market cap (mkr)
Biogaia	23.9	4%	9796
Magle Chemoswed	13.4	48%	335
Probi	21.3	15%	2199
Zinzino	10.4	27%	1210
Medel	17.3	23%	3385
EQL	2025e	40%	814
Resultat (mkr)	85		
P/E (medel peer-grupp)	17.3		
Värdering	1473		
Värdering/aktie	51		

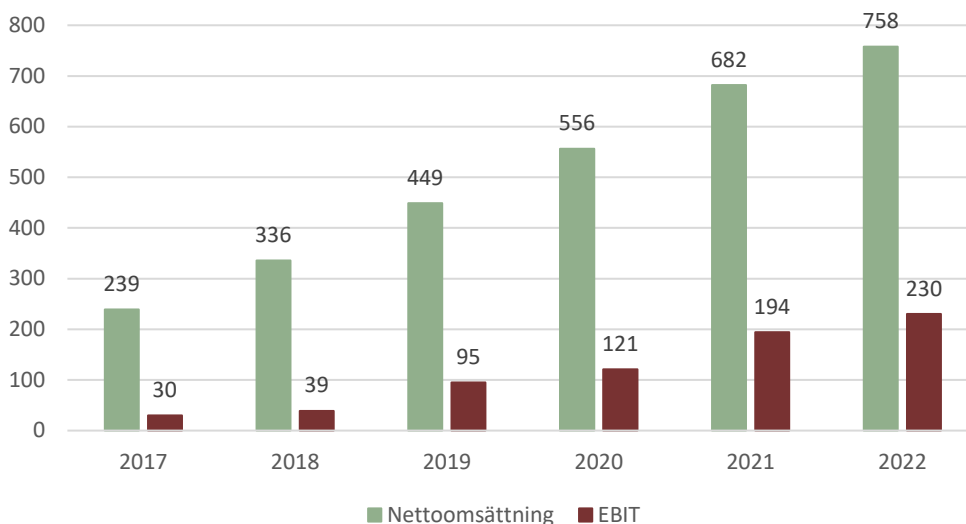
Källa: EPB, Factset

Peers

I vårt analysarbete hittade vi en peer till EQL i Evolan Pharma. Evolan är ett svenskt bolag som precis som EQL är fokuserade på utveckling och försäljning av nischgenerika. Under 2017 hade bolaget en liknande nettoomsättning och EBIT som EQL hade det senaste bokslutet. Det finns naturligtvis både likheter och skillnader mellan bolagen, men vi tycker det är kan vara intressant att studera hur Evolan har vuxit under de senaste åren som en form av sanity-check för våra estimat på EQL.

Som vi kan se har Evolan haft en fin tillväxtresa de senaste sex åren och vuxit med en CAGR om 26%. Tillväxttakten var som högst i början av perioden och har sedan mattats av något. Bolaget är inte publikt och kommunikationen är därmed skral, men vi antar att avmattningen kan bero på en viss mättnad i de marknader och geografier som bolaget är verksamma i.

Evolan Pharma - finansiell historik



Källa: Factset, Allabolag, EPB

Vi vill fortsatt framhålla att vi anser EQL:s strategi att expandera till nya marknader utanför Norden är helt rätt väg att gå för att upprätthålla en god uthållig tillväxt. Norden kommer att vara en bra kassako för bolaget under lång tid, men vi bedömer att den framtida tillväxten finns att hämta i nya geografiska marknader (och givetvis nya produkter).

Appendix: ägarbild, styrelse och ledning

Ägarbild

Största ägare i EQL Pharma sett till både kapital och röster är Cadila Pharmaceuticals Ltd med 30%. Därefter följer styrelseordförande Christer Fåhraeus med 25,56% och SEB Fonder med 3,39%.

Styrelse

EQL Pharmas styrelse består av sex ordinarie stämموvalda ledamöter, inklusive styrelseordföranden.

Christian Fåhraeus – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2016. Styrelseordförande i FlatFrog Laboratories AB, Respiratorius AB (publ) och Longboat Explorers AB. Styrelseledamot i CellaVision AB, LU Innovation AB och Reccan AB. Tidigare VD för CellaVision AB (publ), Anoto Group AB (publ), FlatFrog Laboratories och Agellis Group AB (publ). Inte oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och större aktieägare.

Anders Månsson – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2018. Har haft flera ledande befattningar inom multinationella läkemedelsföretag, både utomlands och i Sverige. Han är styrelseledamot i Amniotics AB, ett privat bioteknikföretag som arbetar med produktion och utveckling av stamceller. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen samt till större aktieägare i bolaget.

Per Ollermark – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2021. Har haft ledande ekonomibefattningar i internationella koncerner, både utomlands och i Sverige, varav flertalet bolag inom Life Science. Sedan 10 år interimskonsult och ekonomisk rådgivare via det egna bolaget Turn the Key AB, med fokus på effektiviseringsprojekt, turn-around, IPO-förberedelser och traditionella interim roller. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen samt till större aktieägare i bolaget.

Per Svangren – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2021. För närvarande seniorkonsult och VD i egna konsultbolaget Svangren Life Science Consulting AB. Har mer än 20 års erfarenhet av Pharma- och Med Tech industrin i både lokala och globala befattningar. Tidigare arbetsgivare inkluderar Pfizer, AstraZeneca, LEO Pharma samt SOBI. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen samt till större aktieägare i bolaget.

Rajiv I. Modi – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2015. Styrelseordförande och VD för Cadila Pharmaceuticals. Dr Modi, som själv är forskare, har spelat en viktig roll i utvecklingen av bolagets bioteknikavdelning till en stark FoU-enhet med fokus på utveckling och innovation. Tidigare ordförande för CII National Committee on Pharma 2015–2016 och är ordförande i styrelsen för Indian Institute of Technology, Guwahati, India. Han har tidigare varit ordförande för CII Gujarat State Council. Inte oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen samt till större aktieägare i bolaget.

Linda Neckmar – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2020. Head of Commercial Development på Chr Hansen AS. Styrelseledamot i Veg of Lund AB. Tidigare VP EMEA and APAC på Probi AB och styrelseledamot i Phase Holographic Imaging AB. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen samt till större aktieägare i bolaget.

Ledning

Axel Schörling – VD och koncernchef

Har en bakgrund som managementkonsult på BearingPoint och kommer närmast från en roll som Director i Perstorps Business Controlling team. Sammantaget har han stor erfarenhet från ett flertal branscher och uppdrag inom logistik och supply chain ur ett operativt/finansiellt perspektiv.

Martin Kristofferson – COO

Har haft flertalet Sourcing och Procurement roller inom life science industrin och kommer närmast från en tjänst med ansvar för CMO och Medical Devices Procurement hos Leo Pharma i Köpenhamn. Martin har även bott och arbetat i Indien som en del i AstraZenecas Branded Generics initiativ.

Anna Jönsson – CFO

Har mer än tio års erfarenhet från redovisning- och revisionsbranschen. Hon har arbetat som kvalificerad redovisningskonsult och kontorschef i Lund på Resursgruppen Ekonomi & Revision AB. Anna har tidigare varit CFO åt börsbolagen Amniotics AB samt Respiratorius AB.

Alexander Brising – Chief Commercial Officer

Har haft en rad marknads- och affärsutvecklingsuppdrag inom farmaindustrin, närmast kommer han från Sandoz nordiska huvudkontor i Köpenhamn och ett uppdrag som Commercial Head Sweden.

Cornelia Lindström – Reg/QA/PV Director

Har lång erfarenhet av Regulatory Affairs och Quality Assurance i olika positioner inom läkemedelsindustrin och kommer närmast från en roll som Head of Regulatory Affairs and Pharmacovigilance på Bayer Animal Health i Köpenham.

Resultaträkning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoomsättning	179	410	260	255	350	468
Totala intäkter	179	410	260	255	350	468
Kostnad sålda varor	-128	-314	-144	-135	-186	-239
Bruttoresultat	51	96	116	120	165	229
Försäljningskostnader	-19	-37	-45	-48	-55	-67
Administrationskostnader	-9	-11	-15	-19	-24	-28
R&D-kostnader	-12	-10	-15	-12	-18	-23
Övriga rörelsekostnader	1	0	0	0	1	1
EBITDA	11	39	41	42	69	112
EBITDA, justerad	11	39	41	42	69	112
EBITA, justerad	11	39	41	42	69	112
EBIT	5	33	33	33	59	101
EBIT, justerad	5	33	33	33	59	101
Finansnetto	-1	-3	-2	-1	-4	-5
Resultat före skatt	4	30	30	32	56	96
Resultat före skatt, justerad	4	30	30	32	56	96
Total skatt	0	-4	-8	-8	-14	-22
Nettoresultat	4	25	22	24	42	74
Nettoresultat, justerad	4	25	22	24	42	74
Intäktstillväxt	-	>100%	-37%	-2%	37%	34%
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	47,2%	47,0%	49,0%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	7,9%	12,6%	13,0%	16,9%	21,6%
EPS, justerad	0,14	0,87	0,77	0,81	1,45	2,56
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-12%	5%	80%	76%

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Kassaflödesanalys

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	5	33	33	33	59	101
Övriga kassaflödesposter	21	16	23	16	11	2
Förändringar i rörelsekapital	31	-2	-28	-15	-34	-58
Kassaflöde från den operationella verksamheten	58	47	28	35	36	45
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-55	-21	-20	-25	-25	-25
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-55	-22	-21	-25	-25	-25
Fritt kassaflöde	3	25	7	10	11	20
Förändring av skulder	13	-10	-3	-5	0	0
Övriga poster	0	0	-1	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	13	-10	-4	-5	0	0
Kassaflöde	15	15	3	5	11	20
Nettoskuld	-9	30	22	21	3	-33

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Balansräkning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	100	110	115	120	133	146
Materiella anläggningstillgångar	5	4	3	4	5	5
Summa anläggningstillgångar	106	114	118	124	138	151
Varulager	42	42	65	84	102	140
Kundfordringar	22	34	52	48	63	80
Övriga omsättningstillgångar	7	6	6	5	7	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	27	41	44	41	59	95
Summa omsättningstillgångar	98	123	167	179	231	324
SUMMA TILLGÅNGAR	204	238	286	303	369	475
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	91	124	155	187	239	325
Summa eget kapital	91	124	155	187	239	325
Långfristiga räntebärande skulder	11	10	2	2	2	2
Övriga långfristiga skulder	0	4	12	8	4	4
Summa långfristiga skulder	11	15	14	10	6	6
Kortfristiga räntebärande skulder	6	60	64	60	60	60
Leverantörsskulder	19	16	30	26	35	47
Övriga kortfristiga skulder	76	23	23	20	28	37
Summa kortfristiga skulder	101	100	117	106	123	144
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	204	238	286	303	369	475

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Tillväxt och marginaler

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Intäkstillväxt	-	>100%	-37%	-2%	37%	34%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	6%	2%	64%	62%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	0%	2%	78%	71%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-12%	5%	80%	76%
Bruttomarginal	28,5%	23,5%	44,6%	47,2%	47,0%	49,0%
EBITDA-marginal	6,4%	9,5%	15,9%	16,6%	19,8%	23,9%
EBITDA-marginal, justerad	6,4%	9,5%	15,9%	16,6%	19,8%	23,9%
EBIT-marginal	2,9%	7,9%	12,6%	13,0%	16,9%	21,6%
EBIT-marginal, justerad	2,9%	7,9%	12,6%	13,0%	16,9%	21,6%
Vinst-marginal, justerad	2,3%	6,2%	8,6%	9,2%	12,1%	15,9%

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Avkastning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	24%	16%	14%	20%	26%
ROCE, justerad	Neg.	22%	16%	14%	22%	29%
ROIC, justerad	Neg.	28%	20%	17%	26%	38%

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Kapitaleffektivitet

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	24%	10%	25%	33%	29%	30%
Kundfordringar / totala intäkter	12%	8%	20%	19%	18%	17%
Leverantörsskulder / KSV	15%	5%	21%	19%	19%	20%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	60%	27%	53%	50%	44%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	-13%	10%	27%	36%	31%	31%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	2,1x	1,2x	1,0x	1,2x	1,2x

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	-9	30	22	21	3	-33
Soliditet	45%	52%	54%	62%	65%	68%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-0,8x	0,8x	0,5x	0,5x	0,0x	-0,3x

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Aktiedata

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	0,14	0,87	0,77	0,81	1,45	2,56
EPS, justerad	0,14	0,87	0,77	0,81	1,45	2,56
FCF per aktie	0,09	0,86	0,24	0,33	0,39	0,70
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,14	4,25	5,32	6,44	8,24	11,2
Antal aktier vid årets slut, m	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1

Källa: EQL Pharma AB, EPB

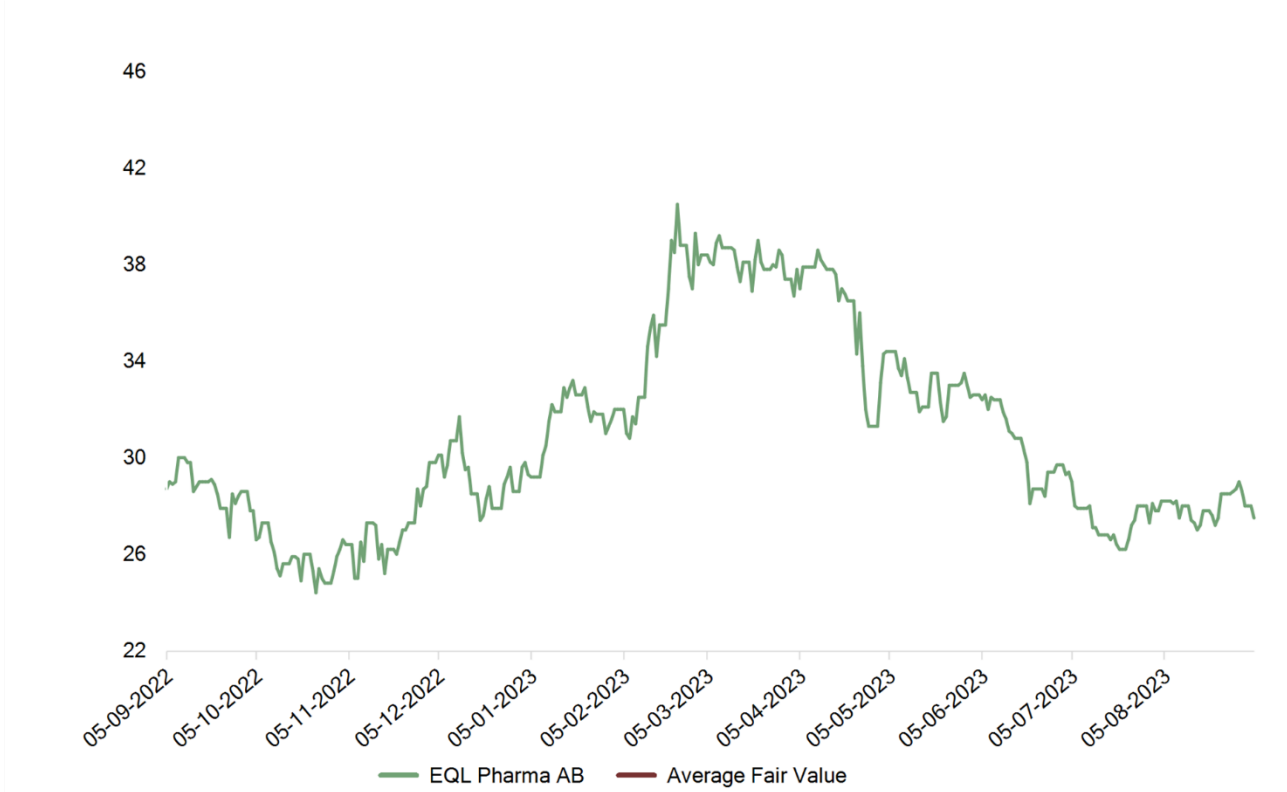
Värdering

	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	Neg.	3,6x	35,9x	34,0x	18,9x	10,8x
P/EK	Neg.	0,7x	5,2x	4,3x	3,3x	2,5x
P/FCF	Neg.	3,7x	112,9x	84,1x	69,8x	39,1x
FCF-yield	Neg.	27%	1%	1%	1%	3%
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	0,3x	3,2x	3,1x	2,3x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	3,1x	19,9x	18,9x	11,5x	7,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	3,7x	25,1x	24,0x	13,5x	7,9x
EV	Neg.	121	821	799	799	799
Aktiekurs	-		27,5	27,5	27,5	27,5

Källa: EQL Pharma AB, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

EQL Pharma AB (EQL SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner. Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se