

Stark underliggande tillväxt och viktiga avtal

Försäljningen fortsätter växa i hög takt

EQL Pharma redovisade en nettoomsättning för fjärde kvartalet 2021/22 om 203 MSEK, att jämföra med 25,8 MSEK för fjärde kvartalet 2020/21. Den kraftigt ökade omsättningen hänförs till försäljningsökningen av Covid-19 självtester. Om vi justerar kvartalet för intäkter av engångskaraktär uppgick nettoomsättningen till 36,1 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om höga 40 procent. Tillväxten i kärnverksamheten drevs i huvudsak av de produkter som lanserades under 2021/22. För helåret summerade nettoomsättningen till 410 MSEK gentemot 179 MSEK under räkenskapsåret 2020/21.

Försäljningen av Covid19-självtest uppgick under kvartalet till 167 MSEK, mer än dubbelt så mycket som förra kvartalets 82 MSEK. Det resulterade i en stark skjuts i rörelseresultatet som steg till 11,9 MSEK. Siffrorna inkluderar även en nedskrivning om 18 MSEK, där EQL försiktighetsvis skrivit av hela varulagret för Covid-19 självtester. Rörelsemarginalen för kvartalet uppgick till 5,8 procent. Vi räknar med att försäljningen för Covid-19 självtest kommer minska drastiskt framåt men är klart imponerande över att EQL tagit vara på denna opportunistiska möjlighet. Försäljningen av Covid-19 självtester har genererat starka kassaflöden vilka kan återinvesteras i kärnverksamheten för att ytterligare driva tillväxt och skapa aktieägarvärde.

Ingår två viktiga licensavtal med Mellozzan

I början av mars aviserade EQL att de ingått ett licensavtal med ett ledande europeiskt läkemedelsbolag med den egenutvecklade produkten Mellozzan (melatonin). Avtalet innefattar sju länder i Europa, däribland Tyskland och Storbritannien som också saknar motsvarande läkemedel för behandling av sömnstörningar hos barn med ADHD. Produkten förväntas först lanseras i Danmark och Norge, där marknadsgodkännande redan erhållits, vars marknader tillsammans uppgår till mer än 100 MSEK. För övriga marknader, där potentialen är väsentligt större, förväntas lanseringar ske löpande under kommande ett till tre år. Den 11 maj aviserades ytterligare ett licensavtal med det franska läkemedelsbolaget H.A.C. Pharma som avser den franska marknaden. Avtalen innefattade tillsammans förskottningsbetalningar samt regulatoriska milstolpar om 700 000 euro och royalties på försäljningen överstiger 10 procent. Genom att licensiera ut Mellozzan får EQL tillgång till läkemedelsbolagets stora sälj- och marknadsföringsorganisation samt väletablerade kontaktnät.

Attraktiv potential i vårt offensiva scenario

Vi prognostiserar en försäljning motsvarande 260 MSEK i vårt bullscenario och en rörelsemarginal på 17 procent för räkenskapsåret 2023/24. Om scenariot utspelar sig ser vi en attraktiv uppsida med en riktkurs på 43 kronor per aktie, motsvarande 4,7 gånger EV/Sales och 28,8 gånger EV/EBIT.

EQL Pharma

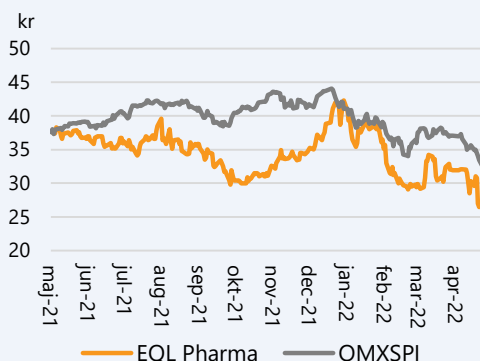
Rapportkommentar – Q4 2021/22

Datum 16 maj 2022
Analytiker Erik Pilbackes

Basfakta

Bransch Läkemedel
Styrelseordförande Anders Månsson
Vd Christer Fähræus
Noteringsår 2013
Listning Spotlight Next
Ticker EQL
Aktiekurs, kr 29,0 kr
Antal aktier, milj. 29,1
Börsvärde, mkr 843
Nettoskuld, mkr -25,7
Företagsvärde (EV), mkr 817
Webbplats www.eqlpharma.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, MSEK (bullscenario)

	20/21	21/22	22/23p	23/24p
Omsättning	179	410	176	260
Rörelseres. (ebit)	11	39	25	44
Resultat f. skatt	14	36	24	44
Nettoresultat	11	32	19	34
Vinst per aktie	0,36 kr	1,09 kr	0,65 kr	1,17 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningsstillväxt	45,0%	128,8%	-57,1%	48,0%
Rörelsemarginal	6,4%	9,5%	14,0%	17,0%
P/e-tal	79,5	26,7	44,4	24,7
EV/ebit	71,7	21,0	33,2	18,5
EV/omsättning	4,6	2,0	4,7	3,1
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Not: 20/21-21/22 inkluderar engångsintäkter om 385 MSEK

Investeringsstes

Nischstrategi innebär väsentligt mindre konkurrens

EQLs fokus är primärt riktad mot vad bolaget benämner som nisch-generika. Med det menas att konkurrensen på marknaden är begränsad eller obefintlig. Marknaden för generika är konstruerad för att pressa priserna på läkemedel, där priserna ofta är 30–80 procent lägre än för originalläkemedlet. Ökande konkurrens leder med andra ord till lägre marginaler. EQLs positionering mot marknader där konkurrensen är begränsad skapar förutsättningar för en rörelsemarginal som överstiger de jämförbara konkurrenternas historiska genomsnitt på 19,3 procent mellan 2010-2021.

Skalbar affär talar för marginalexpansion

Nischgenerika är i mångt och mycket en volymaffär. Expansion mot nya geografiska marknader, samt lansering av nya generika, skapar förutsättningar för att skala på kostnaderna. Det kommer att driva lönsamheten. Vi ser goda möjligheter för EQL att växa under marginalexpansion, vilket kan resultera i en kraftigt ökad vinst på sikt.

Starka ägare med rätt kompetens och lång erfarenhet

Något som talar för att EQL ska fortsätta lyckas är kompetensen i ledningen och bolagets starka ägare. Bland storägarna hittar vi Christer Fåhraeus, som också är koncernchef och vd. Han är för många känd som entreprenör och har varit med vid grundandet av flera börsnoterade bolag. Bland dessa är det framför allt framgångarna i Cellavision som sticker ut. En annan nyckel i företaget är den indiska storägaren Cadila Pharmaceutical, en global läkemedelskoncern som bidrar med viktig kompetens vid utvecklandet av nya produkter. Över lag består styrelse och ledning av personer med lång erfarenhet och stark kompetens, vilket är viktigt i en verksamhet där humankapitalet väger tungt.

Betydande pipeline bäddar för god tillväxt

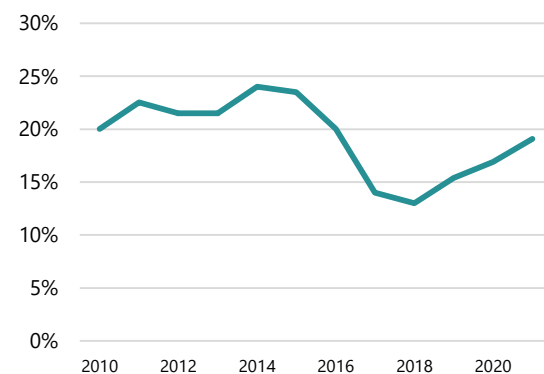
EQLs tillväxt är starkt beroende av utvecklandet och lanseringen av nya generika. I dagsläget visar bolaget upp en imponerande pipeline bestående av 34 potentiella produkter, varav 21 befinner sig i lanserings- eller granskningsfas. Fler lanseringar är med andra ord att räkna med i närtid, något som kommer att driva försäljningen.

Premievärdering rimlig om offensiva målen nås

EQL har förutsättningar för att fortsätta växa kraftigt, samt att nå en lönsamhet som ligger i linje med, eller högre än jämförbara konkurrenternas. Klarar ledningen av att leverera i nivå med de högt ställda målen är vår bild att bolaget, sett till jämförbara konkurrenter, ska värderas till en betydande premievärdering.

Hög lönsamhet i branschen

Genomsnittlig rörelsemarginal peers, 2010–2021



Källa: Refinitiv, Analysguiden

Tilltalande ägarbild

Grundare som största ägare

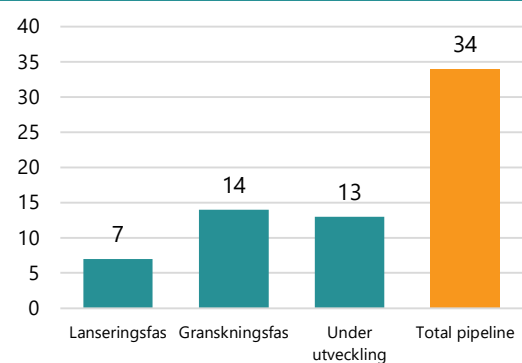
Christer Fåhraeus	30,5%
Cadila Pharmaceuticals Ltd	30,0%
Avanza Pension	2,9%
Emanuel Eriksson	2,1%
Lars Fåhraeus	1,4%
Alexander Brising	1,2%
Carnegie Fonder	1,1%
Magnus Hansson	1,1%
Jimmie Johnsson	1,1%
Martin Søkjer-Petersen	1,0%

Källa: Avanza

Data per 2022-01-21

Betydande pipeline framåt

Antal produkter per fas



Källa: Bolaget

Stabil finansiell ställning

EQLs finansiella ställning har stärkts under kvartalet. Kassen har ökat under kvartalet från 20,5 MSEK till 41,2 MSEK. Periodens kassaflöde uppgick till 20,7 MSEK. Det kraftigt förbättrade kassaflödet förklaras framför allt av den rekordstarka försäljningen av Covid-19 självtester. Sett till de senaste nio månaderna uppgick periodens kassaflöde till 29,9 MSEK. Kapitalstrukturen ser fortsatt stabil ut, där bolagets egna kapital utgör 52 procent av finansieringen.

Långsiktiga finansiella mål

- 40 % genomsnittlig årlig försäljningstillväxt för räkenskapsåren 2020/21 till 2024/25. Tillväxten inkluderar ej försäljning av engångskaraktär.
- EBIT-marginal högre än 25 procent i slutet av femårsperioden.

Utfall och värdering

Bättre försäljning än vi räknat med

Nettoomsättningen under EQL Pharmas fjärde kvartal i det brutna räkenskapsåret 2021/22 uppgick till 203 MSEK. Det är en bra bit över våra förväntningar. Vi hade räknat med en försäljning om 176 MSEK i vårt bullscenario. Det hänförs till svårigheten att på kort sikt prognostisera försäljningen av Covid-19 självtest eftersom den varierar kraftigt, från miljoner sålda test under vissa veckor och nästintill noll under andra. I vårt bullscenario hade vi räknat med en försäljning om 142 MSEK för Covid-19 självtester, gentemot redovisade 167 MSEK.

Kärnverksamheten, enkom räknat på generikaförsäljning, fortsatte att visa imponerande siffror och uppgick under kvartalet till 36,1 MSEK. Det innebär en tillväxt om 40 procent gentemot fjärde kvartalet 2020/21. Ökningen hänförs till en kraftig ökning av intäkten per generika som steg till 1,64 MSEK från 1,17 MSEK. Utfallet för generikaverksamheten var något över våra prognoser om 34,0 MSEK och förklaras av en högre intäkt per generika samt att vi inte räknat med att en produkt skulle lanseras under kvartalet.

Nedskrivning påverkade resultatet

Rörelseresultatet kom in på 11,9 MSEK, vilket inkluderar en nedskrivning om 18,0 MSEK efter att det kvarvarande varulagret av Covid-19 självtester omvärderats till noll. Exkluderat för nedskrivningen uppgick således rörelseresultatet till 29,9 MSEK, vilket är mer i linje med våra prognoser om 31,0 MSEK. Nedskrivningen gjordes på grund av ett antal osäkerhetsfaktorer såsom, när/om nästa Covid-19 våg kommer och storleken på denna, om människor fortsatt kommer testa sig (inget krav längre) och en låg försäljning i dagsläget. Marknaden är även full av Covid-19 tester och faktumet är att apoteken försökt sälja tillbaka tester till distributörerna.

Ingår viktigt licensavtal med Mellozzan

I mars månad aviserade EQL att de ingått ett licensavtal med ett ledande europeiskt läkemedelsbolag specialiserade inom behandling av ADHD med EQLs egenutvecklade produkt Mellozzan (melatonin). Melatonin ges till barn som har ADHD och lider av sömnsvårigheter, där sömnhygieniska åtgärder inte är tillräckliga. Det kan även ges som korttidsbehandling för vuxna som lider av sömnstörningar orsakade av jetlag. Avtalet avser tabletter i sex olika styrkor samt en nyutvecklad oral lösning¹ och omfattar marknaderna Tyskland, Storbritannien, Österrike, Schweiz, Finland, Danmark och Norge.

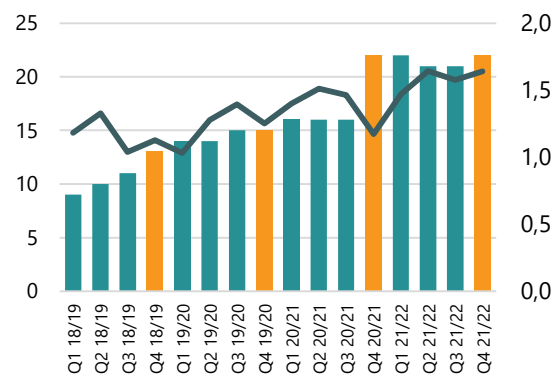
Tyskland och Storbritannien är extra intressanta eftersom motsvarande läkemedel för sömnstörningar hos barn med ADHD saknas. Det finns en förklaring till varför en licensieringsstrategi lämpar sig extra väl för Mellozzan, vilket beror på att utsöndringsprofilen är anorlunda än för liknande läkemedel. EQL beskrev i sin videopresentation för kvartalet att effekten kommer snabbare varpå det förmodas vara lämpligare för barn². Utvecklandet av en oral lösning stärker erbjudandet ytterligare och lämpar sig för barn som har svårigheter att

¹ Redo att skickas till myndigheter för registrering.

² Det finns en vetenskaplig studie som stöder detta men den är ännu inte publicerad.

Stark trend för intäkt per generika

Intäkt per generika, Mkr (höger) och antal läkemedel (vänster)



Källa: Bolaget, Analysguiden

Hög tillväxt för kärnverksamheten

Omsättning exkluderat engångsintäkter, kvartalsvis, Mkr



Källa: Bolaget, Analysguiden

svälja tabletter. Genom att licensiera ut produkten till ett stort och specialiserat läkemedelsbolag ges tillgång till deras försäljningsorganisation med tillhörande expertis, kontaktnät och regulatoriskt kunskande. Marknaden i Sverige, där EQL säljer sedan 2021, uppgår till omkring 200 miljoner kronor för en av EQLs konkurrenter. Då ska man komma ihåg att exempelvis Tyskland är en väsentligt större marknad och potentialen i Europa är förstås ännu större.

Vid tecknandet av avtalet erhöles 500 000 euro och royalties på försäljningen överstiger 10 procent. Lanseringen av Mellozzan förväntas ske snarast möjligt i Danmark och Norge där marknadsgodkännande redan erhållits. Den norska marknaden förväntas enligt EQL växa med 40 procent årligen och har två konkurrenter som tillsammans omsätter 56 MNOK, medan den danska marknaden förväntas växa med 55 procent och har tre konkurrenter som omsätter 33 MDKK. För övriga länder räknar EQL med löpande lanseringar under ett till tre år.

Tecknar licensavtal med franskt läkemedelsbolag

Ytterligare ett licensavtal ingicks den 11 maj med det franska läkemedelsbolaget H.A.C. Pharma. H.A.C Pharma omsätter omkring 33 miljoner euro i sju olika länder och har tillgång till stora resurser för sälj- och marknadsföring. Avtalet avser den franska marknaden och infattade 200 000 euro i förskotts betalning samt regulatoriska milstolpar. Royalties på försäljning beskrivs likaså vara mer än 10 procent. Likt Tyskland och Storbritannien finns inte Mellozzan på den franska marknaden vilket medför att produkten fyller ett viktigt behov. Lanseringen av Mellozzan förväntas ske så snart som möjligt, vilket beror på handläggningstid för registrering och subvention.

Fler pågående förhandlingar med Mellozzan

I pressmeddelandet framgår att fler "avancerade" förhandlingar om Mellozzan pågår med flera företag i flera länder inom och utanför Europa. Marknaden för Mellozzan skiljer sig mycket åt mellan länder vilket beror på flera faktorer. Vissa länder betraktar melatonin som ett kosttillskott varpå den inte går att förskriva och således inte kan vara en del av ett ersättningssystem. En annan faktor är att prevalensen ser väldigt olika ut mellan länder, vilket beror på bland annat graden av diagnostisering. Exempelvis i Indien anser man att ADHD överdiagnostiseras och de ser andra alternativ för barn att kanalisera sin energi, varpå prevalensen också är låg.

Guidar för framgång tillväxt kommande år

EQL har en målsättning att växa kärnverksamheten, generikaförsäljningen, med 40 procent årligen i genomsnitt från 2020/21 till 2024/25. Under 2021/22 växte EQL med 41,4 procent. I kvartalsrapporten skriver bolaget att under det kommande räkenskapsåret förväntas en tillväxt om 25 procent. Tillväxtmålet upprepas dock eftersom de två räkenskapsåren därefter förväntas väga upp för detta och växa i en snabbare takt.

Stor produktexpansion under 2023/24

EQL har en pipeline som uppgår till 34 produkter, varav 13 är i utvecklingsfas, 14 i granskningsfas och sju i lanseringsfas. Under 2022/23 förväntas åtta produkter lanseras, vilket är sänkning från tidigare 12. EQL genomför löpande utvärderingar av dessa prognoser, vilka är svårbedömda och varierar mellan kvartalen. Huvudsaken är att trenden i marknadsförda produkter på lång sikt fortsätter att öka. Den stora expansionen förväntas nu under 2023/24 med 15 lanserade produkter.

Försäljningsprognos

Likt tidigare analyser fortsätter vi prognostisera att generikaförsäljningen ökar i takt med att antalet marknadsförda produkter stiger. Efter att EQL reviderat ned lanseringstakten för 2022/23 och sänkt tillväxtförväntningarna kortsiktigt har vi också justerat våra prognoser. Vi räknar nu med en lägre tillväxt under 2022/23 men en större ökning under 2023/24, i takt med att fler produkter förväntas lanseras. Avseende försäljningen hänförd till Covid19-självtesterna har vi valt att reducera dessa till noll. Påverkan på vår värdering blir dock liten eftersom vi tidigare tilldelat engångsintäkterna en låg multipel.

I vårt bullscenario räknar vi med att EQL kan uppnå en omsättning om 260 MSEK under räkenskapsåret 2023/24 med en rörelsemarginal om 17 procent.

Värdering

Vår värdering av EQL tar sin utgångspunkt i en grupp med jämförbara bolag. Det är svårt att hitta exakta peers till ett bolag som EQL. Den största skillnaden är att de jämförbara bolagen består av större globala koncerner, att jämföra med EQL som är en mindre nischaktör. I vår mening avviker EQL positivt från jämförelsegruppen i två avseenden: en högre tillväxtpotential, samt en högre lönsamhetspotential om bolaget når sin målsättning på en rörelsemarginal om 25 procent. Så länge EQL fortsätter att leverera starka tillväxtsiffror, samt en lönsamhet i linje med eller högre än konkurrenternas är vår bild att aktien, trots dess relativa småskalighet, ska handlas till en betydande värderingspremie mot jämförelsegruppen. Om vårt bullscenario utspelar sig ser vi en riktkurs på 43 kronor för våra prognoser på räkenskapsåret 2023/24, motsvarande 4,7 gånger EV/Sales och 28,8 gånger EV/EBIT.

Överblick över generikabolag (Siffror i MSEK)

	Land	Marknadsvärde	Omsättning CAGR 2018-2021 R12	Omsättning R12	EBIT R12	EBIT-marginal R12	EV/Sales R12	EV/EBIT R12
Bausch Health Companies Inc	CAN	38 350	0,2%	84 083	15 211	18,1%	3,1	17,1
Dr Reddy's Laboratories Ltd	IND	83 712	10,1%	27 090	4 384	16,2%	3,1	19,2
Endo International PLC	USA	2 714	-0,1%	29 563	7 020	23,7%	2,4	10,0
Hikma Pharmaceuticals PLC	GBR	47 014	6,5%	25 785	5 646	21,9%	2,0	9,1
Lupin Ltd	IND	41 019	1,0%	21 197	2 249	10,6%	1,9	18,2
Sun Pharmaceutical Industries Ltd	IND	275 228	8,1%	49 050	10 378	21,2%	5,3	25,2
Teva Pharmaceutical Industries Ltd	ISR	84 355	-5,6%	157 136	34 290	21,8%	1,9	8,8
Torrent Pharmaceuticals Ltd	IND	56 810	10,4%	10 811	2 331	21,6%	5,5	25,6
Median		51 912	3,8%	28 326	6 333	21,4%	2,7	17,7
Medelvärde		78 650	3,8%	50 589	10 188	19,4%	3,2	17

Källa: Refinitiv
Data per 2022-05-13

Risker

Värderingsrisk

Värderingen av snabbt växande bolag bygger på offensiva prognoser om framtida försäljningstillväxt samt en hög framtida normalvärdering. Om tillväxtantaganden inte infrias finns en risk att den framtida normalvärderingen avviker på nedsidan från prognoserna. Ett sådant utfall kan medföra en signifikant negativ påverkan på aktiekursen.

Lanseringsrisk

En stor del av vår värdering bygger på en fortsatt hög lanseringstakt av EQLs produkter. En investerare bör vara medveten om att det finns en osäkerhet som föreligger i huruvida resurserna är tillräckliga för att finansiera denna kraftiga expansion av produkter samt diverse händelser vilka kan förhindra/försena lanseringstakten.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Erik Pilbackes äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Erik Pilbackes