

EQL Pharma: Långsiktig potential

EQL PHARMA

Analys

24 augusti, 2021

Spotlight-noterade aktien EQL Pharma har varit ett lyckopiller för ägarna. Nu behöver man se en bra bit in i framtiden för att ana potentialen.



EQL Pharma

Börskurs: 36,60 kr	Antal aktier: 29,1 m
Börsvärde: 1 064 Mkr	Nettoskuld: 6 Mkr
VD: Christer Fåhraeus	Ordförande: Anders Månsson

EQL Pharma (**36,60 kr**) utvecklar kopior av etablerade läkemedel vars patent gått ut. Alltså så kallad generika. Inriktningen är på receptbelagda, mindre produkter som de stora generikabolagen inte bryr sig så mycket om. Nischgenerika, kallas segmentet. Målet är att bli ledande i Europa på området. I dagsläget säljs 26 olika produkter främst i Sverige och Danmark vilket ger knappt 100 Mkr i årsintäkter. Bolaget startades 2006 av serieentreprenören Christer Fåhraeus. Han är VD och även storägare med 31% av aktierna. Börsvärdet är 1 miljard kr.

Affärsvärldens huvudscenari	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Omsättning	179	140	168	243
- Tillväxt	+147,1%	-22,0%	+20,0%	+45,0%
Rörelseresultat	11	4	8	36
- Rörelsemarginal	6,4%	3,0%	5,0%	15,0%
Resultat efter skatt	10	3	6	27
Vinst per aktie	0,36	0,11	0,20	0,94
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Avkastning på eget kapital	12%	3%	6%	24%
Avkastning på operativt kapital	100%+	100%+	100%+	100%+
Nettoskuld/EBIT	-2,2	1,3	-0,2	-0,9
P/E	102,4	332,7	183,0	38,9
EV/EBIT	93,5	255,3	127,6	29,3
EV/Sales	6,0	7,7	6,4	4,4
Kommentar: 2020/21 hade extra Covid-19-relaterade intäkter på 83 Mkr. Räkenskapsåret löper mellan april-mars.				

AFFÄRSMODELL

EQL har 11 anställda och låter partners sköta funktioner som tillverkning, distribution, forskning med mera. Kärnverksamheten är att identifiera möjligheter att etablera nya generikaprodukter och projektleda den processen i mål. När produkten väl är lanserad gäller det att positionera den rätt mot konkurrenter för att maximera intäkterna – något som kan vara komplext. Inriktningen är alltså främst på Sverige och Danmark. Här finns system som gynnar generikaleverantörer. I Sverige är apoteken skyldiga att erbjuda **utbyte** av en produkt till en medicinsk likvärdig, om priset är lägre. Offentliga upphandlingar till sjukhus har liknande mekanismer för att gynna lägsta-pris-produkter. Bolaget har även lanserat en produkt i Norge och står i begrepp att ta över och etablera försäljning i Finland. Systemen i dessa länder är dock mindre prisdrivna än i Sverige och Danmark. EQL har en tydlig strategi att jobba med så kallade priscentriska marknader där det finns mekanismer som pressar priserna. Bolaget vill inte bygga upp en säljkår utan det är just priset som ska sälja produkterna. Enligt EQL Pharma är trenden att sådana mekanismer införs i andra länder i syfte att hålla samhällets läkemedelskostnader nere. Lobbyaktiviteter från Big Pharma gör dock att utvecklingen ibland är långsam. Bolaget har anställt personal i England och undersöker med konsult hjälp den tyska marknaden.

PORTFÖLJ & PIPELINE

En central värde drivare för EQL Pharma är att bygga upp en stor och bred produktportfölj. Att driva en tillståndspliktig verksamhet som EQL gör är förenat med en hög fast kostnad. Men väl på plats kan plattformen hantera större volymer utan stora kostnadsökningar. Till bilden hör även att de produkter EQL sysslar med väntas ha lång livstid, kanske så lång som upp mot 40 år. När de väl är etablerade krävs inga vidare utvecklings- eller marknadskostnader. Idag finns 26 produkter marknads lanserade. Merparten är egenutvecklade. En minoritet är licensierade och då betalar EQL en rörlig kostnads komponent. Att utveckla en generikaprodukt i egen regi tar ofta 4-5 år från idé till marknads lansering. Det ställer krav på gott förarbete. Om produkt kategorins försäljning dalar eller oväntat många konkurrenter lanserar liknande produkter så kan det som ser ut som en bra investering snabbt bli en dålig. Bolaget redovisar inte försäljningen för enskilda produkter eller terapiområden. Ibland anges hur stor marknaden är. Till exempel för "Folsyra 1 mg" som kan tas av gravida eller glutenintoleranta. Den produkten lanserades i fjol och har 23 Mkr i tillgänglig marknad i Sverige. Ofta delar en originalprodukt på den kakan ihop med 1-3 kopior. **Det intryck** AFV fått är att EQL Pharma inte lyckats marknads lansera produkter i den takt som bolaget önskat. Antalet produkter på marknaden idag (26) är något färre än de 28 som det tidigare fanns en målbild kring. Då har dessutom sex produkter förvärvat (licensierats) nyligen och alltså inte kommit från bolagets egen utvecklings-pipeline. Enligt VD Christer Fåhraeus har den långsammare lanseringstakten flera orsaker. Något preparat har fått ökad konkurrens och avvecklats, något haft problem i godkännandeprocessen med mera. Det ska däremot inte vara så att marknaden totalt sett blivit mer konkurrens utsatt av aktörer som investerar i nischgenerika. Han uppger att EQL tagit höjd för dessa erfarenheter i sina planer och nya målsättningar. Man räknar numera exempelvis med en utvecklingstid på 4-5 år för en egen produkt, jämfört med att tidigare talat om 3 år. **Målen för de kommande** fyra åren fram till 2024/25 (april 2024-mars 2025) är att EQL Pharma ska växa omsättningen 40% per år under perioden och nå en rörelsemarginal som överstiger 25% mot slutet av perioden. Detta ska ske genom fortsatt produkt lansering av totalt 35 nya preparat under perioden. Jämfört med tidigare planerar EQL att satsa mer inom injektionsprodukter som används på sjukhus. Här upphandlas läkemedel av slutanvändarna vilket gynnar lågprisprodukter. Idag säljs cirka 90% av produkterna däremot i apotek. Företaget räknar också med att expansionen utanför Norden ska ge sitt första materiella bidrag till tillväxten under perioden.

NUVARANDE LÖNSAMHET

Bolagets organisation är uppbyggd för att hantera en större portfölj och internationell expansion. Dagens lönsamhet är därför inte så hög. [infogram id="_/qokyRF5O3Lk2KGX2oINA" prefix="2le" format="interactive" title="EQL Pharma stapeldia aug21"] Rörelsemarginalen snittar 1,8% de senaste fem åren. Samtidigt har tillgångarna bolaget finansierar ökat från 100 till 215 Mkr sedan 2018, vilket ställer krav

på ökad vinstnivå för konkurrenskraftig avkastning. Det är särskilt immateriella tillgångar i form av förvärvade licenser (försäljningsrätten till läkemedel) som har ökat. Corona-året 2020/21 var speciellt för EQL Pharma. Tack vare anställda med goda kontakter i Kina lyckades bolaget skaffa distribution av skyddsmaterial när bristen var som störst under första Covid- vågen. Detta såldes till kunder i Sverige. Bolaget distribuerar även Covid-19-självtester i Sverige. EQL Pharma redovisar tydligt att detta gav extra intäkter på 83,3 Mkr under året, vilket inte ska ses som återkommande. Merförsäljningen ledde till ett rekordresultat för bolaget. Även 2021/22 innehåller vissa engångsintäkter men de klingar troligen av sedan. Även om man inte bör värdera den typen av engångsvinster till en multipel så är det ett plus att EQL har en organisation som kan snappa upp och realisera den typen av möjligheter. Det kommer säkert till pass även i andra sammanhang.

LÅNGSIKTIG POTENTIAL

För att se potentialen i EQT Pharma behöver man fästa blicken en bit in i framtiden. Bolaget har uppenbarligen långsiktiga ägare som är villiga till det. Christer Fåhraeus har varit med sedan start och var villig att **köpa hela bolaget** på 12 kr häromåret vid en budpliktssituation. Näst största ägare är ett indiskt läkemedelsbolag med 30% av aktierna. I tabellen nedan finns en illustration av hur EQL Pharma kan utvecklas om bolaget i stort följer de planer som ledningen skissat upp. En kritisk punkt finns i 2023/24 då EQL planerar att lansera hela 19 nya produkter. Det krävs om omsättningen ska stiga som beräknat. Afv har laborerat med att lanseringarna faller ut som planerat och att nya produkter genererar kring 6 Mkr i årsomsättning i snitt, ungefär som nu. Bilden blir att en lönsamhetsnivå på 20% eller mer är klart realistisk.

(Mkr)	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Omsättning	139	174	287	330
Tillväxt	45%*	25%	65%	15%
Bruttomarginal	43%	48%	50%	50%
Kostnader	56	72	85	93
Rörelseresultat	4	11	58	72
Rörelsemarginal	3%	7%	20%	22%
EV/Sales	7,2	5,7	3,4	2,9
EV/Ebit	284,8	88,0	16,7	13,3
Räkenskapsåret löper april-mars				
*Tillväxt jfr med 2020/21 års läkemedelsförsäljning (96 Mkr)				

Som framgår faller värderingen ganska brant några år fram i tiden. Men utan att bli direkt låg. Den här typen av bolag värderas dock tämligen högt och det skulle inte alls förvåna om EQL värderas med en multipel på 20 gånger vinsten 2024/25. Det skulle motsvarande ett börsvärde kring 1,5 miljarder kr – ca 50% mer än idag. Det är förstås en hel del hinder på vägen dit. Etablering på nya marknader, att produktlanseringstakten inte drabbas av bakslag som tidigare med mera. I vårt huvudscenario (se reglaget nedan) antar vi något lugnare tillväxt men också en hög multipel som ska fånga en del av den långsiktiga potentialen.

AVSLUTNING

Även om EQL har en hög värdering vill vi inte direkt avråda den som är intresserad att köpa aktien. Ägarbilderna är starka och ledningen talar om förvärv som ett komplement till den egna tillväxten vilket skulle kunna ge extra fart. Samtidigt ser det ut som aktien gått väldigt starkt på basis av en icke hållbar tillväxtutveckling under Covid-19-krisen. Afv lutar åt att avvakta med EQL i nuläget. [infogram id="_/9VjXGYDtennXSwNYUnIO" prefix="p64" format="interactive" title="EQL Pharma reglage aug 21"]

Tio största ägare i EQL Pharma	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Christer Fåhraeus	320	31,2%	31,2%
Cadila Pharmaceuticals Ltd	308	30,0%	30,0%
Avanza Pension	38	3,7%	3,7%

Emanuel Eriksson	15	1,5%	1,5%
Lars Fåhraeus	14	1,4%	1,4%
Alexander Brising	13	1,2%	1,2%
Carnegie Fonder	11	1,1%	1,1%
Magnus Hansson	11	1,1%	1,1%
Martin Søkjer-Petersen	11	1,0%	1,0%
Karin Wehlin	10	1,0%	1,0%
Källa: Holdings			

Denna PDF finns tillgänglig hos Spotlight Stock Market genom ett samarbete med Affärsvärlden, där analysen tidigare publicerats för analystjänstens prenumeranter. Analysen i original inklusive kursdiagram och annan grafik nås via länken nedan.

<https://www.affarsvarlden.se/analys/eql-pharma-langsiktig-potential>
