

2025-02-07

EQL Pharma redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 92,2 MSEK (70,2), där hela nettoomsättningen bestod av återkommande intäkter. Bruttoresultatet uppgick till 37,7 MSEK (33,5), vilket motsvarade en bruttomarginal om 40,9 procent (47,7). EBIT uppgick till 14,8 MSEK (9,8), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 16,1 procent (13,9). Periodens kassaflöde uppgick till 3,7 MSEK (-10,4), vilket innebar att kassan ökade till 15,6 MSEK vid kvartalets utgång.

Ökad försäljning och lönsamhet

EQL Pharma ökade nettoomsättningen med 31,3 procent, främst drivet av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Bruttomarginalen på 40,9 procent var i linje med föregående kvartal, men lägre än samma period föregående år på grund av pågående störningar i Röda havet. Samtidigt ökade EBIT med 52,2 procent till följd av den höga försäljningstillväxten och en fortsatt god kostnadskontroll. Bolaget har nu levererat 27 raka kvartal med tvåsiffrig tillväxt i återkommande intäkter, samtidigt som verksamhetens skalbarhet blir allt tydligare.

Förvärv av nischade originalprodukter

Under kvartalet förvärvade EQL Pharma en produktportfölj bestående av fyra nischade originalläkemedel, som tillsammans genererar en årlig försäljning på cirka 51,0 MSEK med en hög bruttomarginal på cirka 71,0 procent. Försäljningen kommer att övergå till bolagets räkenskaper den 1 februari 2025, vilket innebär att produkterna kommer bidra positivt till försäljning och lönsamhet redan under nästa kvartal. Förvärvet tillför återkommande intäkter med en högre bruttomarginal än den genomsnittliga i portföljen, vilket ökar lönsamheten. Vi bedömer även att förvärvet är strategiskt betydelsefullt, då det utökar bolagets närvaro på befintliga marknader och ger tillgång till nya distributörer i Europa.

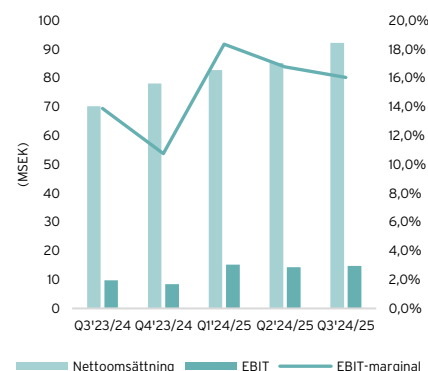
Outlook

Vi behåller våra estimat relativt intakta för nettoomsättning och bruttomarginal för innevarande räkenskapsår. Vi har dock justerat EBIT marginellt nedåt för att återspegla de nyrekryteringar som genomfördes under kvartalet för att stärka bolaget inför nästa tillväxtfas. Vi ser nu fram emot de nya finansiella målen och den strategiska planen som kommer att presenteras på kapitalmarknadsdagen den 7 mars. Vår förväntan är att EQL Pharma kan öka nettoomsättningen med 30,0 procent och fortsätta öka lönsamheten under de kommande åren, vilket reflekteras i våra estimat. Vårt motiverade värde för 2026/27E uppgår till 128,4 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 54,0 procent.

Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Nasdaq
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	83,4
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	2 423,9
Nettoskuld (MSEK)	141,5
EV (MSEK)	2 565,4
Insideräggande	55,6%
Nästa rapport	2025-05-08

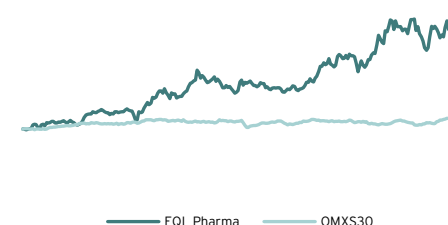
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	-0,7	21,2	131,7

(MSEK)	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
Engångsintäkter	56,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt y-o-y	-79,5%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
Återkommande	203,8	264,2	364,5	473,9	616,1
Tillväxt y-o-y	50,5%	29,6%	38,0%	30,0%	30,0%
Nettoomsättning	259,9	264,2	364,5	473,9	616,1
EV/S	9,9	9,7	7,0	5,4	4,2
Bruttoresultat	115,9	115,1	154,3	207,7	276,6
Bruttomarginal	44,6%	43,6%	42,3%	43,8%	44,9%
Rörelsekostnader	74,7	82,9	89,8	108,5	128,4
Tillväxt y-o-y	29,0%	10,6%	8,3%	20,8%	18,3%
EBIT	41,3	32,6	65,6	101,2	149,3
EBIT-marginal	15,9%	12,4%	18,0%	21,2%	24,2%
EV/EBIT	62,1	78,7	39,1	25,6	17,2

Key Insights



Begränsad konkurrens

EQL Pharma fokuserar på mindre och nischade marknader där konkurrensen från andra generiska läkemedel är begränsad.

Detta skapar en högre förutsägbarhet kring framtida efterfrågan och bidrar till långsiktigt höga samt stabila bruttomarginaler.

Inträdesbarriärerna är dessutom högre inom nischgenerika än för traditionella generiska läkemedel, eftersom utvecklingsarbetet är betydligt mer resurskrävande.



Återkommande intäkter

Flera läkemedel i portföljen är inriktade på återkommande sjukdomar och tillstånd, vilket resulterar i en hög andel återkommande intäkter. Vidare är behovet av läkemedel lika omfattande oavsett konjunktur, vilket skapar en stabil efterfrågan oberoende av konjunkturläget. Bolagets ökade fokus mot sjukhusprodukter med fleråriga upphandlingsavtal bidrar dessutom till ytterligare stabilitet i affären.



Bred pipeline

Pipelinen är bred och består av 40 potentiella produkter, varav 20 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.

"Tredje kvartalet 2024/25 var händelserikt för EQL Pharma. Det första förvärvet av mer signifikant karaktär signerades, försäljningen växte med 31% och rörelsevinsten med 52%. Efter kvartalets utgång har finansiering av förvärvet säkrats och affären slutfördes 31 januari. Ambitionerna för kommande 4 årsperiod finslipas och kommer att presenteras fredag 7 mars."

- 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

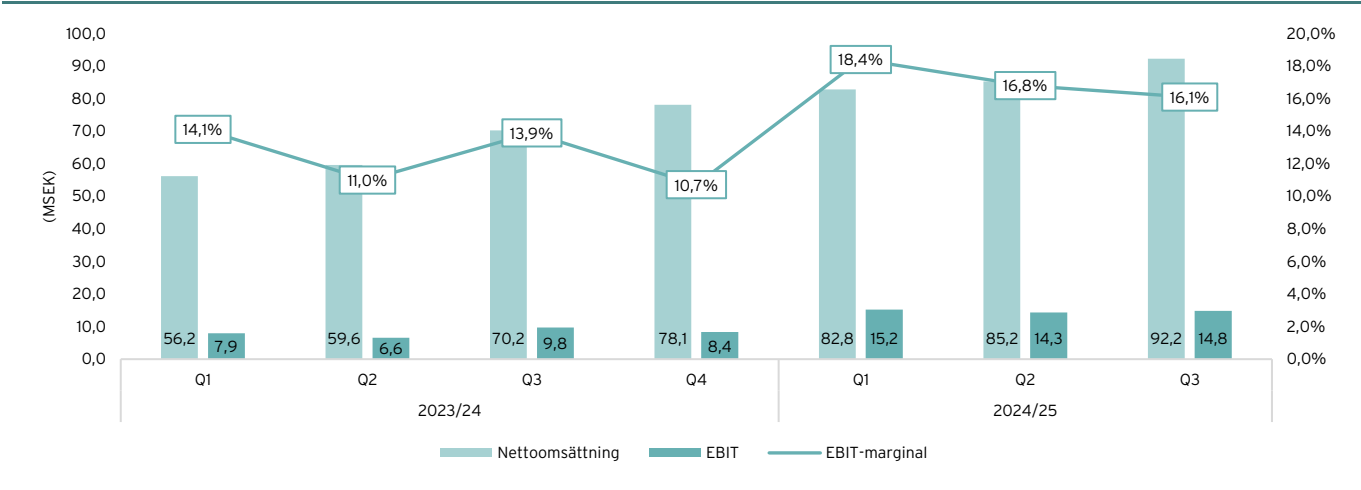
Ökad försäljning och lönsamhet

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 92,2 MSEK (70,2), vilket motsvarade en ökning med 31,3 procent. Tillväxten drevs främst av nya produktlanseringar, fortsatt geografisk expansion och försäljning av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Notera att hela nettoomsättningen bestod av återkommande intäkter.

Bruttoresultatet ökade med 12,7 procent till 37,7 MSEK (33,5), vilket motsvarade en bruttomarginal om 40,9 procent (47,7). Bruttomarginalen var i linje med föregående kvartal, men lägre än samma period föregående år, främst på grund av pågående störningar i Röda havet. Enligt bolaget påverkade störningarna i Röda havet bruttomarginalen med 3,0-5,0 procentenheter.

EBIT ökade med 52,2 procent till 14,8 MSEK (9,8), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 16,1 procent (13,9). Rörelsekostnaderna minskade med 3,4 procent till 23,1 MSEK (23,9). Den kraftiga ökningen av EBIT förklarades således av den höga försäljningstillväxten och en god kostnadskontroll, även om rörelsekostnaderna ökade sekventiellt för att förbereda bolaget inför nästa tillväxtfas, samtidigt som plattformens skalbarhet bibehålls.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten var i linje med våra förväntningar vad gäller nettoomsättning, men något svagare på bruttoresultat och EBIT. Detta berodde främst på en något lägre bruttomarginal samt högre rörelsekostnader än beräknat. Under kvartalet nettoanställde bolaget åtta personer för att stärka organisation och ersätta konsulter med egen personal, vilket vi inte hade förutsett. Vi ser dock positivt på detta initiativ, då det stärker den interna kompetensen och säkerställer att bolaget kan hantera en växande portfölj av läkemedel och nya initiativ.

Utfall vs Estimat Q2 2024/25

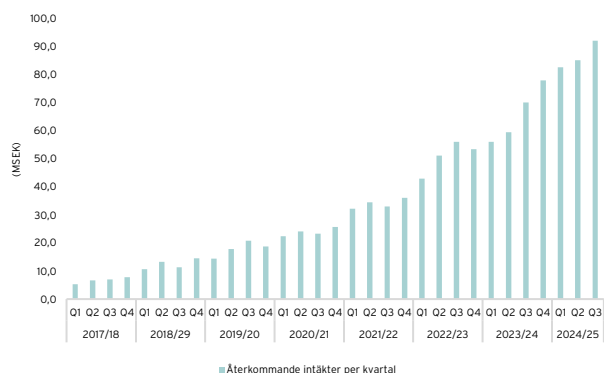
(MSEK)	Q3'23/24	Q4'23/24	Q1'24/25	Q2'24/25	Q3'24/25E	Q3'24/25A	Diff
Nettoomsättning	70,2	78,1	82,8	85,2	93,0	92,2	-0,8
% y-o-y	25,2%	46,0%	47,3%	43,0%	32,5%	31,3%	-0,9%
Bruttoresultat	33,5	31,5	37,0	34,7	39,1	37,7	-1,4
Bruttomarginal	47,7%	40,3%	44,7%	40,7%	42,0%	40,9%	-1,1pp
% y-o-y	-5,6%	11,9%	41,2%	45,2%	16,6%	12,7%	-3,6%
Rörelsekostnader	-23,9	-23,2	-22,5	-20,6	-21,1	-23,1	2,0
% y-o-y	18,7%	4,7%	22,5%	17,5%	-11,6%	-3,4%	9,5%
EBIT	9,8	8,4	15,2	14,3	18,1	14,8	-3,3
EBIT-marginal	13,9%	10,7%	18,4%	16,8%	19,4%	16,1%	-3,1pp
% y-o-y	-37,1%	38,2%	92,1%	118,4%	85,1%	52,2%	-18,2%

Återkommande intäkter

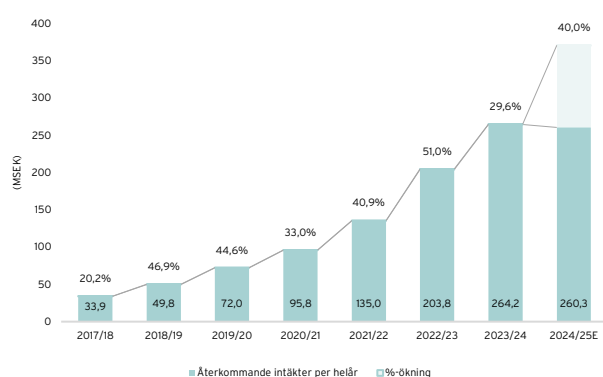
Den höga försäljningstillväxten drevs av tidigare produktlanseringar i Skandinavien efter jämförelseperioden (fem i apoteksportföljen och sju i sjukhusportföljen) samt en återhämtning i försäljningen av tidigare restnoterade penicillinprodukter. Därtill bidrog den fortsatta geografiska expansionen av den befintliga portföljen. Notera att ingen försäljning av Covid-19 tester förekom under perioden, vilket innebär att hela nettoomsättningen genererades från läkemedelsportföljen.

EQL Pharma har nu levererat 27 raka kvartal med tvåsiffrig tillväxt i återkommande intäkter och framtidsutsikterna förblir starka, vilket vi kommer återkomma till längre fram i analysen.

Återkommande intäkter, kvartal



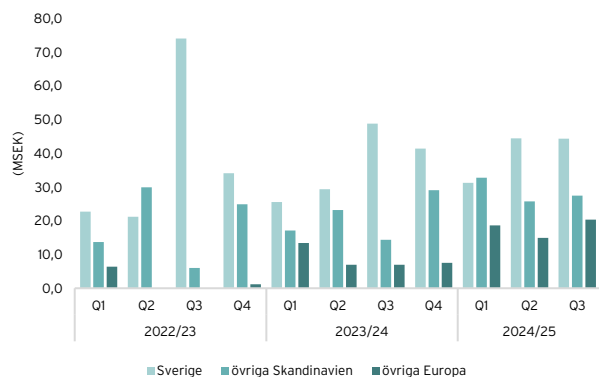
Återkommande intäkter, helår



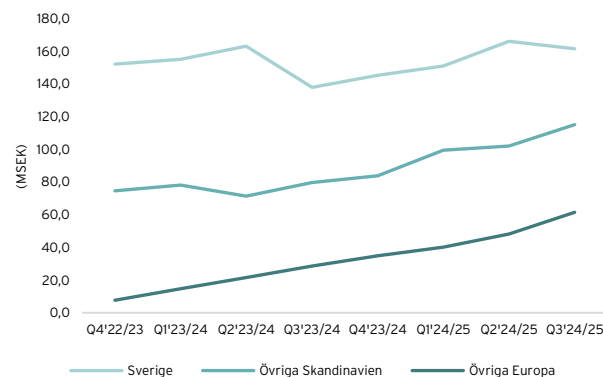
Geografisk intäktsfördelning

Det starka momentumet i kärnverksamheten visualiseras även i den geografiska intäktsfördelningen för de återkommande intäkterna, som visar att den geografiska expansionen fortlöper enligt plan. Det relativa bidraget från Sverige var något lägre under kvartalet till följd av utebliven försäljning av Covid-19 tester. Övriga Skandinavien och övriga Europa utanför Skandinavien uppvisade däremot stark tillväxt. Särskilt glädjande var att försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien nådde nya nivåer och bidrog kraftigt till den totala tillväxten, främst drivet av en stark utveckling för nyckelprodukten Mellozzan samt andra etablerade produkter i portföljen. Detta bekräftar att EQL Pharma har lyckats etablera sig och skapa genomslag på nya geografiska marknader.

Geografisk intäktsfördelning, kvartal



Geografisk intäktsfördelning, R12



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

Förvärv av nischade originalprodukter

Under kvartalet förvärvade EQL Pharma en produktportfölj bestående av nischade originalläkemedel från det danska läkemedelsbolaget Medilink för en köpeskilling om cirka 185,0 MSEK¹. Portföljen omfattar produkterna Buronil, Folimet, Hydromed och Marplan, som tillsammans genererar en årlig försäljning på cirka 51,0 MSEK med en imponerande bruttomarginal på cirka 71,0 procent. Försäljningen kommer att övergå till bolagets räkenskaper den 1 februari 2025, vilket innebär att produkterna kommer bidra positivt redan under nästa kvartal.

Förvärvet tillför återkommande försäljning med en högre bruttomarginal än den genomsnittliga i portföljen, vilket ökar lönsamheten framåt. Vi bedömer även att förvärvet är strategiskt betydelsefullt, då det utökar bolagets närvaro på befintliga marknader och ger tillgång till nya distributörer i Europa utanför Skandinavien. Framöver kommer EQL Pharma fokusera på att optimera försäljningen och bruttomarginalen för portföljen samt lansera både befintliga och nya produkter på nya marknader, vilket skapar ytterligare tillväxtpotentialer.

Väletablerade läkemedel med låg konkurrens

Buronil, Folimet, Hydromed och Marplan är väletablerade läkemedel som används för att behandla tillstånd av återkommande karaktär, vilket begränsar behovet av ytterligare marknadsföringsaktiviteter. Konkurrensen är dessutom väldigt låg trots att produkterna har varit utan patentskydd under en längre tid, vilket indikerar att konkurrenssituationen kommer förbli begränsad även under överskådlig framtid. Sammantaget skapar detta en hög förutsägbarhet kring framtida efterfrågan och bidrar till långsiktigt höga och stabila bruttomarginaler, vilket återspeglas i den fördelaktiga bruttomarginalprofilen. Vi anser att produkterna är väldigt attraktiva och att de tydligt belyser styrkan i EQL Pharmas produktportfölj och affärsmodell.

Läkemedel	Typ	Form	Styrka	Reg.	Diagnos/användningsområde	Konkurrenter	Parallellimport
Buronil	Recept	Tablett	25 mg	1972	Oro, ångest	0	0
Folimet	Recept	Tablett	1 mg	1950	Folsyrabrist	1	0
Folimet	Recept	Tablett	5 mg	1950	Folsyrabrist	2	0
Hydromed	Recept	Tablett	12,5 mg	1959	Ödem, högt blodtryck	0	2
Hydromed	Recept	Tablett	25 mg	1959	Ödem, högt blodtryck	1	2
Marplan	Recept	Tablett	10 mg	1960	Depression	0	0

Betydande synergieffekter

EQL Pharma har under flera år etablerat en kostnadseffektiv plattform för att hantera nischade generika och originalläkemedel, vilket gör denna typ av produktförvärv särskilt fördelaktiga. Enligt bolaget kan produkterna hanteras med befintlig personal, vilket betonar plattformens och affärsmodellens skalbarhet. Bolaget räknar endast med en ökning av rörelsekostnaderna på 8,0 MSEK för att hantera portföljen, vilket främst är relaterat till årsavgifter, registreringar och farmakovigilans (biverkningsövervakning). Detta innebär att skillnaden mellan bruttoresultat och EBITDA förväntas vara liten och att bidraget till EBITDA uppskattas till 27,7 MSEK. Portföljen förvärvades till en bakåtblickande multipel om 5,1x EV/GP och 6,6x EV/EBITDA, vilket vi bedömer som mycket attraktivt, särskilt med tanke på framtida möjligheter att optimera både försäljning och bruttomarginal.

Förvärvet omfattar globala rättigheter, men portföljen säljs för närvarande endast på ett fåtal marknader i Skandinavien och övriga Europa. Detta skapar möjligheter att öka försäljningen på sikt genom lansering på nya marknader där EQL Pharma redan har etablerade kanaler. Enligt bolaget finns det flest konkreta arbetsspår för Buronil, som har en historik av försäljning utanför Skandinavien, men samma potential kan även finnas för de övriga produkterna. Genom förvärvet fick EQL Pharma dessutom direkt tillgång till nya distributörer i övriga Europa utanför Skandinavien, vilket öppnar upp möjligheter att expandera befintliga produkter med potential på dessa marknader. När EQL Pharma sedan har etablerat lokal närvaro kan bolaget samarbeta med kompetenta distributörer och representanter kring affärsutveckling, exempelvis för att identifiera nischgenerika och applicera samma framgångsrika strategi som det använt i Norden på nya marknader. Förvärvet är därför särskilt intressant och har potential att generera betydande möjligheter utöver den direkta finansiella effekten.

Försäljningstillväxt på omkring 40,0 procent

EQL Pharmas prognostiserar en ökning av de återkommande intäkterna på omkring 40,0 procent under det finansiella räkenskapsåret 2024/25. Vår bedömning är att den fortsatta tillväxten främst kommer att drivas av ökat genomslag från tidigare produktlanseringar, nya produktlanseringar, en bredare geografisk närvaro samt färre restnoteringar. Försäljningen av Covid-19-tester, som numera klassas som återkommande intäkter, förväntas fortsätta men i en mer begränsad utsträckning än tidigare.

Apoteksportföljen

Den största tillväxt drivaren inom apoteksportföljen förväntas utgöras av nya produktlanseringar. Efter jämförelseperioden lanserades produkterna Allopurinol, Amitriptylin, Nitrofurantoin och Propranolol på den danska marknaden. Helårseffekten av dessa lanseringar kommer att fortsätta bidra till tillväxten under räkenskapsåret. Bolaget planerar även att lansera produkterna Testonur, Buronil, Folimet, Hydromed och Marplan under Q4'24/25, vilket förväntas ha en betydande påverkan på försäljningstillväxten. Därtill väntas färre restnoteringar och succesivt högre försäljningspriser på fler produkter till följd av Tandvårds- och Läkemedelsförmånsverkets höjning av takpriserna också ha en positiv effekt.

Lanseringar med effekt under pågående räkenskapsår

Läkemedel	Typ	Marknad	Lanserad	Beräknad lansering
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
Buronil	Öppen- och slutenvård	Danmark & övriga Europa		Q4'24/25
Folimet	Öppenvård	Initialt Danmark		Q4'24/25
Hydromed	Öppenvård	Initialt Danmark		Q4'24/25
Marplan	Öppen- och slutenvård	Initialt Danmark		Q4'24/25

Sjukhusportföljen

Sjukhusportföljen förväntas vara en viktig tillväxt drivare både under innevarande och kommande räkenskapsår. EQL Pharma har vunnit fleråriga upphandlingsavtal för samtliga lanserade sjukhusprodukter, vilket innebär att de årliga ordervolymererna är säkrade under avtalsperioden. Vi bedömer även att bolaget är en tillförlitlig leverantör med konkurrenskraftiga priser, vilket ökar chansen för att avtalen kan förnyas. Detta förstärks av att EQL Pharma redan har fått förlängda avtal på flera produkter. Betydligt bredare lanseringar av produkterna väntar dessutom i takt med att tidigare vunna upphandlingar startar i fler regioner och nya upphandlingar vinnas. Enligt Schörling kommer redan vunna upphandlingar att bidra med omkring 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	Ej specificerat	Ej specificerat
Copneg	Injektionsvätska	Sverige, Danmark	Q2'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Tigecyclin	Infusionslösning	Sverige, Finland, Danmark	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Piperacillin	Infusionslösning	Sverige, Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Caloket	Injektionslösning	Sverige, Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Penicryl	Infusionslösning	Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Meropenem	Infusionslösning	Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Levosimendan	Infusionslösning	Sverige, Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Sugammadex	Injektionslösning	Danmark	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat

Geografisk expansion

Förutom nya produktlanseringar arbetar EQL Pharma även med att lansera den befintliga portföljen på nya geografiska marknader utanför Skandinavien. Försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien ökade mest under kvartalet och stod för en större andel av den totala försäljningen än tidigare, vilket bekräftade att den geografiska expansionen fortlöper enligt plan och att bolaget framgångsrikt etablerat sig och fått genomslag på nya marknader.

Försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien ökade med 191,0 procent och översteg för första gången 20,0 MSEK. Enligt bolaget var ökningen framför allt hänförlig till en ökande försäljning av Mellozzan i Tyskland, Methenamine i Storbritannien och en penicillinprodukt i Polen. Detta var särskilt positivt med tanke på att kvartalet inte bör ha påverkats av några större engångslicensintäkter. Volymerna kan dock fortsatt variera mellan kvartalen, då försäljningen främst består av större B2B-leveranser snarare än kontinuerliga flöden.

(MSEK)	2022/23				2023/24				2024/25		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Sverige	22,8	21,2	74,1	34,2	25,6	29,4	48,9	41,5	31,3	44,5	44,4
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	12,3%	38,4%	-34,1%	21,3%	22,5%	51,6%	-9,2%
Övriga Skandinavien	13,8	30,0	6,1	24,9	17,2	23,3	14,3	29,1	32,8	25,7	27,5
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	24,8%	-22,3%	137,1%	16,9%	91,1%	10,7%	91,6%
Övriga Europa	6,4	0,0	0,0	1,2	13,4	7,0	7,0	7,5	18,6	15,0	20,4
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	108,6%	n/a	n/a	513,4%	38,6%	114,4%	191,0%
Summa	43,0	51,2	80,2	60,3	56,2	59,6	70,2	78,1	82,8	85,2	92,2

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

Under räkenskapsåret inleddes försäljningen av Methenamine i Israel och Cypern, Fenoximetylpenicillin i Tjeckien, Copneg i Litauen, Kaliumklorid i Portugal samt en penicillinprodukt i Polen. Detta visar att försäljningen i övriga Europa utanför Skandinavien drivs av fler produkter än Mellozzan, vilket sänder ett positivt signalvärde om generikaportföljens potential på nya marknader. EQL Pharma har dessutom expanderat en sjukhusprodukt, vilket belyser tillväxtpotentialerna ytterligare.

Tillväxt drivare i övriga Europa utanför Skandinavien

- Ökad försäljningsvolym för 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 specificerade 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
Ej specificerad penicillinprodukt	Öppenvård	Polen	Försäljning

Mellozzan och Memprex

Mellozzan och Memprex är två prioriterade läkemedel på marknader utanför Skandinavien, både i övriga Europa och världen, eftersom försäljningspotentialen är hög och den generiska konkurrensen fortfarande relativt låg.

För att realisera potentialen för Mellozzan och Memprex utanför Skandinavien arbetar bolaget löpande med att ingå utlicensieringsavtal med partners som har en bevisad förmåga att etablera varumärken inom dessa terapiområden. Detta inkluderar läkemedelsregistrering, subventionering, uppdatering av behandlingsriktlinjer, informationsinsatser till läkare och förskrivning. Partners ska dessutom ha en bevisad historik av att försvara marknadsandelar över tid. Dessa faktorer stärker vår uppfattning om att Mellozzan och Memprex har potential att bli betydande tillväxt drivare på sikt.

Försäljningen av Mellozzan pågår via partners i Danmark, Norge, Tyskland, Österrike samt Schweiz. Marknadsföringsgodkännande har även erhållits i Storbritannien med planerad lansering under våren 2025. Därtill inväntas tillstånd på ytterligare marknader. Enligt bolaget har Medice nått en marknadsandel på cirka 75,0 procent i Tyskland, där försäljningen fortsätter att öka, om än från låga nivåer. Prestationen är imponerande och visar att bolagets strategi och val av partners varit rätt hittills.

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 succesiv 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 under 2025	Tvåsiffrig
Europeiskt	Italien och Spanien	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande under 2026	Tvåsiffrig
Turkiskt	Turkiet, Kazakstan	Inväntar marknadsföringstillstånd	Ej specificerat	Ensiffrig
Adalvo	89 länder utanför Europa och USA	Utvärdering av marknader	Återkoppling under 2025	Okänt

Försäljningen av Memprex har ännu inte startat på nya marknader via partners, då marknadsgodkännande fortfarande inväntas i Frankrike och Tyskland. Enligt Schöring har bolaget pågående dialoger med ytterligare partners för en mängd andra marknader.

Utlicensieringsavtal Memprex

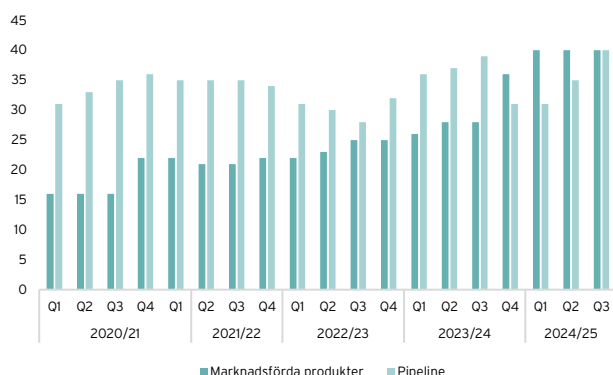
Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Pris
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande under 2025	Volymbaserat pris
Dr. Pflger Arzneimittel	Tyskland	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande under 2025	Volymbaserat pris

Pipeline

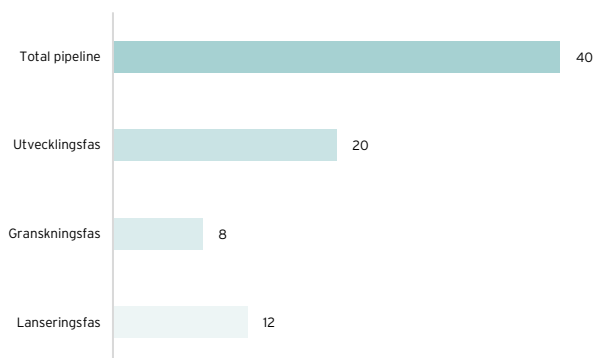
Pipelinen är bred och består av 40 potentiella produkter, varav 20 av dessa befinner sig i granskning- eller lanseringsfas. I granskningsfasen är produktdokumentationen (dossier) färdigutvecklad och inväntar marknadsföringstillstånd från läkemedelsmyndigheter, vilket kan ta upp mot tolv månader. Väl i lanseringsfas inleds försäljning ofta efter sex till tolv månader.

Den totala pipelinen ökade sekventiellt med fem produkter från 35 till 40, varav fyra av dessa avsåg de förvärvade produkterna från Medilink. Enligt bolaget arbetar det intensivt med att signera nya produkter till pipeline, vilket kommer bli en viktig komponent för att bibehålla den höga tillväxttakten över tid. EQL Pharma är exempelvis i en förhandling om 15-20 nya produkter för den nordiska marknaden, vilka samtliga avser egenutvecklade läkemedel tillsammans med partners. Hittills har en handfull utvecklingsprojekt adderats och förhandling pågår med kvarstående, vilket förväntas stödja det fortsatta bidraget av nya produkter till pipeline.

Portfölj och pipeline



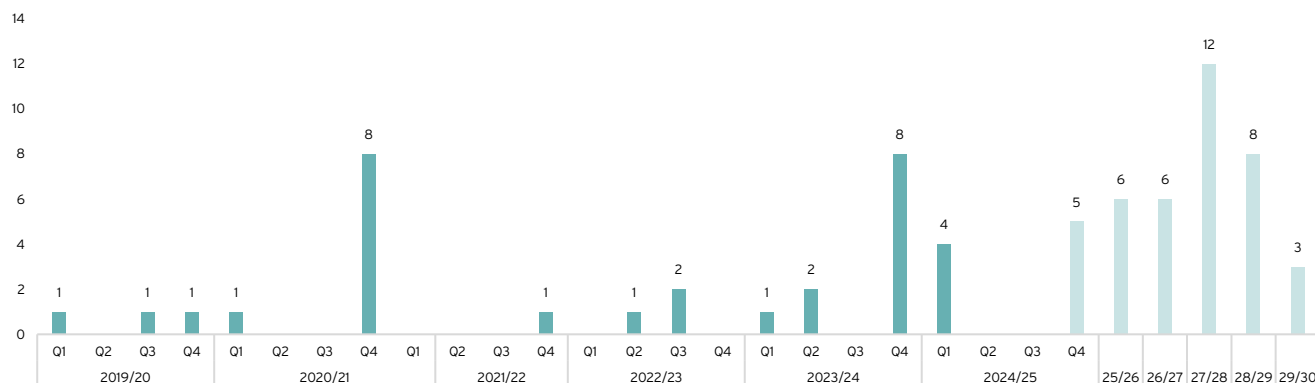
Många produkter i granskning- och lanseringsfas



Flertalet förväntade lanseringar

Bolaget förväntar sig att ytterligare fem produkter kommer att lanseras under Q4 innevarande räkenskapsår. De övriga sju produkterna i lanseringsfasen inkluderar tre öppenvårdsprodukter och fyra sjukhusprodukter. Sjukhusprodukterna är beroende av att bolaget kan delta i och vinna offentliga upphandlingar, vilket kan påverka tidpunkten för lanseringarna. Myndigheter har för närvarande även längre handläggningstider för att börja granska godkännandeansökningar, vilket skapar ökad osäkerhet kring exakt när produkterna kan lanseras. Bolaget bedömer dock att dessa faktorer inte kommer att påverka tillväxten under nästa räkenskapsår, vilket tyder på goda möjligheter att kompensera försäljning på andra produkter vid eventuell försening av lanseringar.

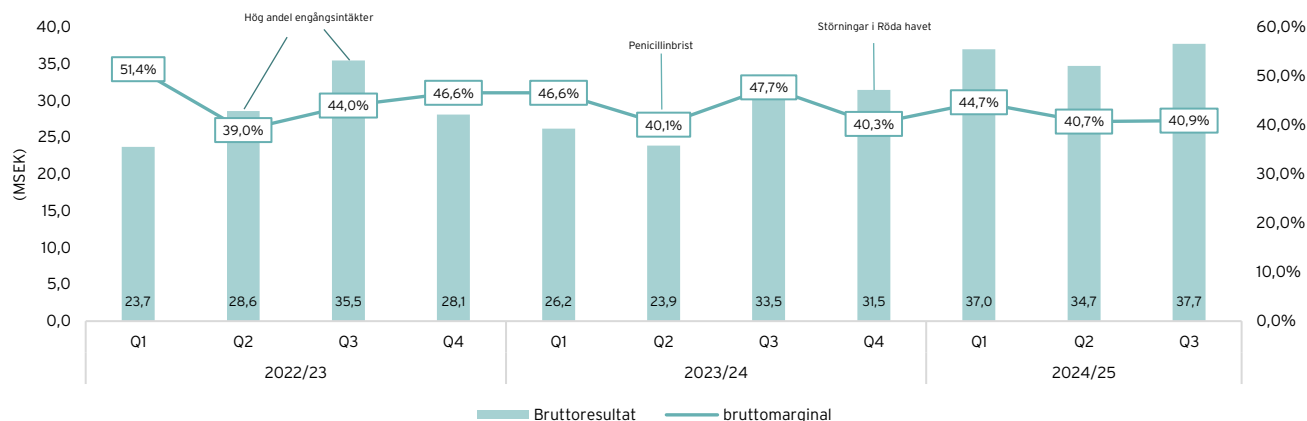
Flertalet produktlanseringar beräknas under 2024/25



Bruttomarginal

Bruttoresultatet ökade med 12,7 procent till 37,7 MSEK (33,5), vilket motsvarade en bruttomarginal om 40,9 procent (47,7). Bruttomarginalen var i linje med föregående kvartal, men lägre än samma period föregående år, främst på grund av pågående störningar i Röda havet. Enligt bolaget påverkade dessa störningar bruttomarginalen med 3,0-5,0 procentenheter. Utmaningarna i Röda havet förväntas kvarstå, även om det finns vissa positiva tecken på att situationen kan förbättras under 2025, vilket skulle leda till en ökad bruttomarginal, men med viss förskjutning. Detta beror på att nuvarande lager har transporterats till en högre kostnad och att det måste säljas först innan de lägre transportkostnaderna för genomslag i resultaträkningen. Bruttomarginalen kan även fluktuerar mellan kvartalen beroende på produktmixen.

Bruttomarginal, kvartal



Bruttomarginalen har den senaste tiden varit påverkad av restnoteringar på penicillinprodukter (högre bruttomarginal än flera andra läkemedel i portföljen) och störningar i Röda havet. Penicillinprodukterna är nu åter i sortimentet och bruttomarginalen bör därför återhämta sig till tidigare nivåer om 45,0-46,0 procent i takt med att störningarna i Röda havet försvinner och lagret ersätts med varor med lägre transportkostnader.

Vår bedömning är att bruttomarginalens potential är avsevärt högre och på sikt bör överstiga 50,0 procent. Utvecklingen ska drivas av en mer selektiv strategi där bolaget fokuserar på produkter med högre bruttomarginal än det historiska genomsnittet vid signering av ett nytt läkemedel till pipeline, avtalsförlängningar för sjukhusprodukter till högre priser och en ökad försäljning av Mellozzan och Memprex. Därutöver finns fortsatta möjligheter att förvärva licensprodukter med högre bruttomarginal än den sammanslagna i portföljen, vilket bolagets två senaste produktförvärv är ett bevis på. Sammantaget ser vi flera faktorer som talar för en succesiv ökning av bruttomarginalen framöver.

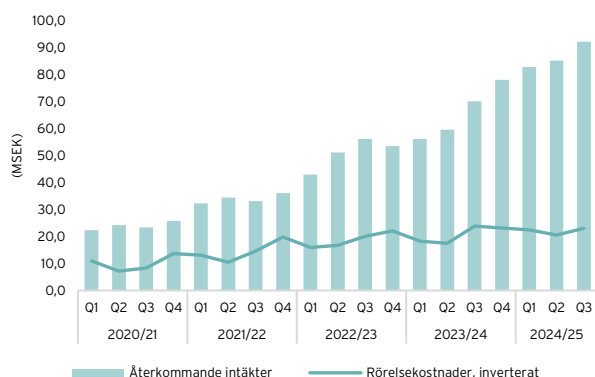
Drivare för bruttomarginalen

- Störningarna i Röda havet försvinner
- Nya produktlanseringar
- Förlängda avtal för sjukhusprodukter till högre priser
- Ökad försäljning av Mellozzan och Memprex
- Förvärv av licensprodukter

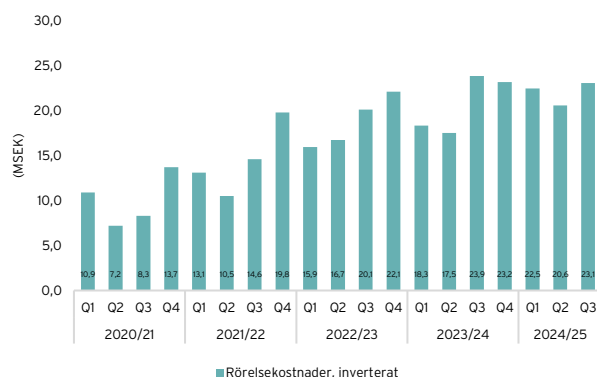
Marginalexpansion

Nettoomsättningen ökade med 31,3 procent, samtidigt som rörelsekostnaderna (försäljnings-, administrations- samt forsknings- och utvecklingskostnader) minskade med 3,4 procent. Försäljningstillväxten översteg återigen ökningen av rörelsekostnaderna, vilket resulterade i en förbättrad EBIT-marginal. Detta stärker vårt investeringscase kring marginalexpansion. Värt att notera är att rörelsekostnaderna historiskt delvis även inkluderar kostnader kopplade till försäljning av engångskaraktär samt att räkenskapsåret 2023/24 innehöll engångskostnader om 5,2 MSEK. För räkenskapsåret 2024/25 förväntar vi oss därför en ensiffrig ökning av rörelsekostnaderna.

Försäljningen ökade mer än rörelsekostnaderna

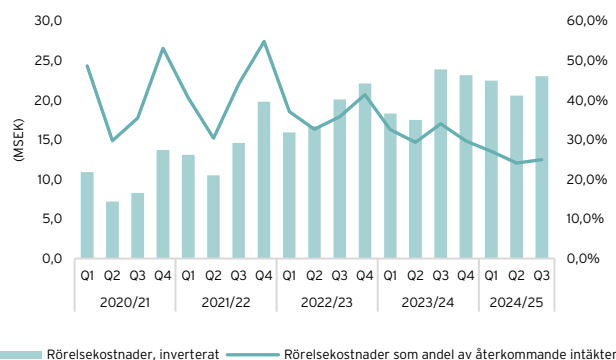


Imponerande kostnadskontroll

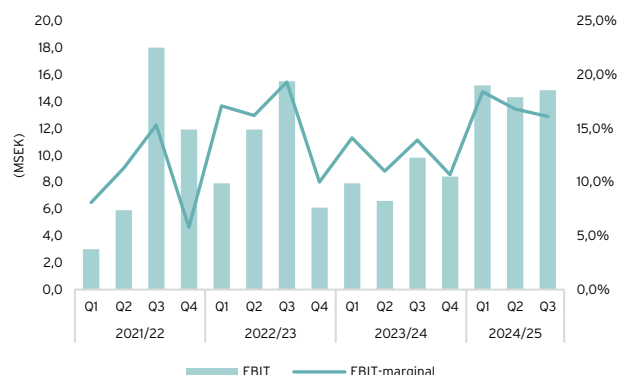


Skalbarheten tydliggörs även av grafen nedan till vänster som visar rörelsekostnadernas andel av de återkommande intäkterna, vilka visar en fallande trend sedan de återkommande intäkterna ökat kraftigt och utgjort en större andel av nettoomsättningen. Nettoomsättningen består numera enbart av återkommande intäkter, vilket skapar bättre förutsättningar för bolaget att arbeta mer kostnadseffektivt. Under kvartalet sjönk rörelsekostnadernas andel av nettoomsättningen från 34,0 till 25,0 procent.

Skalbarheten är intakt...



...vilket leder till ökad EBIT-marginal



Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till 3,7 MSEK (-10,4), vilket resulterade i att kassan ökade till 15,6 MSEK vid kvartalets utgång. Fritt kassaflöde uppgick till -5,1 MSEK (~9,7) och justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingskuld) till 2,5 MSEK (~0,4). Det negativa fria kassaflödet berodde främst på fortsatt investering i varulager och immateriella tillgångar (nya produkter), vilket finansierades genom kassaflödet från den löpande verksamheten och banklån.

Det negativa fria kassaflödet är en följd av att bolaget främst återinvesterar vinsten och tillgängligt kapital i nya höglönsamma produkter i Skandinavien, vilket förväntas driva försäljningstillväxt och ökad lönsamhet. Produkter med potential utanför Skandinavien lanseras sedan tillsammans med partners, vilket ytterligare förbättrar intäkts- och lönsamhetsmöjligheterna per läkemedel. Vi anser att denna strategi är välgrundad och ser positivt på fortsatta investeringar och tillväxtinitiativ, särskilt med tanke på bolagets historik av hög tillväxt kombinerat med ökad lönsamhet. Vi bedömer även att risken för en nyemission är låg för att finansiera den löpande verksamheten, då det underliggande kassaflödet är positivt samt att lönsamheten förväntas öka kraftigt.

Förvärvet av produktportföljen från Medilink finansierades genom lån efter kvartalets utgång via seniora säkerställda obligationer om 350,0 MSEK inom ett ramverk på upp till 700,0 MSEK, med en löptid på tre år². Utöver produktportföljen kommer likviden att användas för återbetalning av existerande skuld samt för allmänna företagsändamål. Detta kommer resultera i en högre skuldsättningsgrad i förhållande till EBITDA jämfört med tidigare nivåer. Vi ser dock ingen anledning till oro, då verksamheten genererar stabila kassaflöden och har goda möjligheter att stärka lönsamheten. EQL Pharma har också uttryckt en tydlig plan att aktivt arbeta för att minska skulden och sikta på en nettoskuld/EBITDA om 2,5x, även om denna tillfälligt kan öka när attraktiva möjligheter uppstår. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som väl hanterbar, även om nettoskulden ökade efter utgången av kvartalet och att osäkra immateriella tillgångar i balansräkningen utgör en viss finansiell risk.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Kassa
43,0 % (200,0 MSEK)	45,1 % (208,0 MSEK)	3,4 % (15,6 MSEK)
Nettoskuldsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)	Nuvarande låneutrymme
30,7* % (141,5 MSEK)	2,3*	700,0 MSEK

*Säkerställda obligationer är ej inkluderat

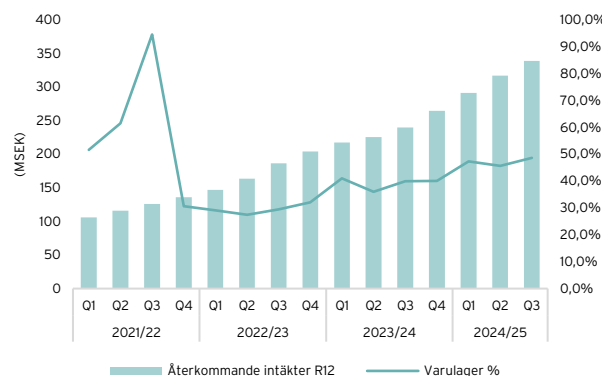
Varulager

Vid utgången av kvartalet uppgick det totala varulagret till 164,5 MSEK, vilket motsvarade en ökning om 20,1 MSEK mot föregående kvartal. Vi anser att lageruppbbyggnaden stärker bolagets tillväxtutsikter ytterligare.

Varulager, kvartal



Återkommande intäkter % av varulager



Värdering

Key stats

Antal aktier	29 063 610	Börsvärde (MSEK)	2 323,9
Aktiekurs (SEK)	83,4	Nettoskuld* (MSEK)	141,5
		Enterprise value* (MSEK)	2 112,7

*Säkerställda obligationer är ej inkluderat

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	338,4 MSEK	EV/S	7,5
Bruttoresultat	140,9 MSEK	EV/EBIT	47,8
EBIT	52,7 MSEK	P/E	68,6
FCF	-54,0 MSEK	EV/FCF	Neg.

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	5,3	36,8	50,4	25,4
Snitt 5 år	4,7	44,1	55,7	79,1

Källa: Börsdata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
41,6 %	18,3 %	15,6 %	10,2 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
Neg.	Neg.	22,6 %	14,9 %

Källa: Börsdata

Estimat för 2024/25

För räkenskapsåret 2024/25 förväntar vi oss att bolaget ökar de återkommande intäkterna med 38,0 procent. Vår bedömning är att den fortsatta tillväxten kommer drivas av högre genomslag från tidigare lanseringar, nya produktlanseringar, utökad geografisk närvaro samt färre restnoteringar. Vi är något mer försiktiga jämfört med bolagets prognos på grund av att enstaka planerade lanseringar flyttades fram i tiden under föregående kvartal samt att pågående störningar i Röda havet påverkar försäljningen med cirka 1,5-2,0 MSEK per kvartal.

Vi bedömer att en återhämtning i försäljningen av tidigare restnoterade penicillinprodukter, de två senaste produktförvärven och högre försäljningspriser kommer att ha en positiv effekt på bruttomarginalen. Bruttomarginalen påverkas samtidigt fortsatt negativt av de pågående störningarna i Röda havet. Vi förväntar oss därför en måttlig ökning av bruttomarginalen under nästa kvartal.

Vi har även justerat för majoriteten av engångskostnaderna under räkenskapsåret 2023/24, adderat 0,7 MSEK per produktlansering och räknat med en låg löneökning. Under kvartalet nettoanställde bolaget åtta personer för att stärka organisation, vilket vi också tagit hänsyn till. Vi förväntar oss därför en ensiffrig ökning av rörelsekostnaderna för helåret.

Sammantaget leder detta till en kraftigt förbättrad EBIT och EBIT-marginal. Bolaget har tidigare bevisat förmågan leverera hög tillväxt i de återkommande intäkterna med skalbarhet på rörelsekostnaderna.

Estimat för räkenskapsåret 2024/25

(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4E	2024/25E
Återkommande intäkter	82,8	85,2	92,2	104,3	364,5
% y-o-y	47,3%	43,0%	33,3%	33,4%	38,0%
Nettoomsättning	82,8	85,2	92,2	104,3	364,5
Bruttoresultat	37,0	34,7	37,7	44,8	154,3
<i>Bruttomarginal</i>	44,7%	40,7%	40,9%	43,0%	42,3%
% y-o-y	41,2%	45,2%	12,7%	42,5%	34,1%
Rörelsekostnader	-21,7	-20,6	-23,1	-23,7	-89,8
% y-o-y	19,1%	17,5%	-3,4%	2,2%	8,3%
EBIT	15,2	14,3	14,8	21,2	65,6
<i>EBIT-marginal</i>	18,4%	16,8%	16,1%	20,4%	18,0%
% y-o-y	92,1%	118,4%	52,2%	153,5%	101,2%

Estimat fram till 2026/27

Estimat fram till räkenskapsåret 2025/26

(MSEK)	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
Engångsintäkter	56,1	0,0	0,0	0,0	0,0
% y-o-y	-79,5%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
Återkommande intäkter	203,8	264,2	364,5	473,9	616,1
% y-o-y	50,5%	29,6%	38,0%	30,0%	30,0%
Summa nettoomsättning	259,9	264,2	364,5	473,9	616,1
EV/S	9,9	9,7	7,0	5,4	4,2
Bruttoresultat	115,9	115,1	154,3	207,7	276,6
Bruttomarginal	44,6%	43,6%	42,3%	43,8%	44,9%
% y-o-y	20,2%	-0,7%	34,1%	34,7%	33,2%
Rörelsekostnader	-74,7	-82,9	-89,8	-108,5	-128,4
% y-o-y	29,0%	10,6%	8,3%	20,8%	18,3%
EBIT	41,3	32,6	65,6	100,2	149,3
EBIT-marginal	15,9%	12,4%	18,0%	21,2%	24,2%
% y-o-y	6,4%	-21,0%	101,2%	52,7%	48,9%
EV/EBIT	62,1	78,7	39,1	25,6	17,2

Vi valt att värdera EQL Pharma utifrån en multipel om 25x EBIT för räkenskapsåret 2026/27E. 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 2026/27E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

Värdering

	Multipel	EBIT 2026/27E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026/27E	25	149,3	3732,5	128,4
Säkerhetsmarginal (30%)	25	104,5	2612,8	89,9

Nedan följer potentiell avkastning för 2026/27E 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
2026/27E	1,54	54,0%	20,6%	1,08	7,8%	3,3%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2026/27E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

Känslighetsanalys

Huvudscenario 2026/27E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
20	2 986,0	102,7	23,2%	2 090,2	71,9	-13,8%
21	3 135,3	107,9	29,3%	2 194,7	75,5	-9,5%
22	3 284,6	113,0	35,5%	2 299,2	79,1	-5,1%
23	3 433,9	118,2	41,7%	2 403,7	82,7	-0,8%
24	3 583,2	123,3	47,8%	2 508,2	86,3	3,5%
25	3 732,5	128,4	54,0%	2 612,8	89,9	7,8%
26	3 881,8	133,6	60,1%	2 717,3	93,5	12,1%
27	4 031,1	138,7	66,3%	2 821,8	97,1	16,4%
28	4 180,4	143,8	72,5%	2 926,3	100,7	20,7%
29	4 329,7	149,0	78,6%	3 030,8	104,3	25,0%
30	4 479,0	154,1	84,8%	3 135,3	107,9	29,3%

Aktiekursen har haft en stark utveckling och stigit med 131,7 procent under de senaste tolv månaderna, vilket vi anser vara välförtjänt. På kort sikt börjar värderingen se mer ansträngd ut och marknaden förväntar sig fortsatt hög tillväxt med stigande lönsamhet, vilket innebär att utrymmet för besvikelser är begränsat. Bolaget har dock bevisat sin förmåga att leverera stark tillväxt med skalbarhet på rörelsekostnaderna. Framöver förväntas även bruttomarginalen att stärkas, vilket kan förbättra lönsamheten ytterligare.

Vi ser fortsatt lovande framtidsutsikter och inom kort kommer EQL Pharma att presentera nya finansiella mål och en strategisk plan, vilket bör signalera fortsatt tillväxt och ökad lönsamhet³. Vi har därför riktat vår värdering mot räkenskapsåret 2026/27 för att spegla detta, där aktien fortfarande ser attraktiv ut. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida på 54,0 procent, motsvarande en CAGR på 20,6 procent. Vi bedömer att aktiekursen kommer fortsätta uppåt om bolaget fortsätter att leverera på sina tillväxt- och lönsamhetsmål.

Källor

1. <https://www.mfn.se/cis/a/eql-pharma/rattelse-eql-pharma-ab-publ-ingar-ett-inkramsoverlatelseavtal-avseende-forvarv-av-en-portfolj-med-originallakemedel-3b95fa0d>
2. <https://www.mfn.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-ab-publ-emitterar-seniora-sakerstallda-obligationer-e2b8d6c7>
3. <https://www.mfn.se/cis/a/eql-pharma/eql-pharma-bjuder-in-till-kapitalmarknadsdag-den-7-mars-2025-04566034>

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