

2025-05-12

EQL Pharma redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 113,3 MSEK (78,1), motsvarande en tillväxt på 45,0 %. Bruttoresultatet uppgick till 46,5 MSEK (31,5), med en bruttomarginal på 41,1 % (40,3). EBIT uppgick till 23,0 MSEK (8,4), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 20,3 % (10,7). Periodens kassaflöde uppgick till 66,8 MSEK (10,1), vilket innebar att kassan ökade till 82,4 MSEK (20,5) vid utgången av kvartalet.

Stabilt, stabilare, EQL Pharma

Nettoomsättningen ökade med imponerande 45,0 %, främst drivet av tidigare och nya produktlanseringar, geografisk expansion samt färre restnoteringar. Bruttomarginalen på 41,1 % var marginellt högre än föregående kvartal, en effekt av förbättrad produktmix, men påverkas fortsatt negativt av logistikstörningar i Röda havet. EBIT steg med 174,4 % till följd av den höga försäljningstillväxten och fortsatt god kostnadskontroll. EQL Pharma fortsätter att leverera stabilt och har nu levererat 28 raka kvartal med tvåsiffrig tillväxt i återkommande intäkter, samtidigt som lönsamheten förbättras. Bolaget upprepar även sin historik av att leverera i linje med uppsatta finansiella mål, vilket skapar trovärdighet framåt.

Nya ambitiösa finansiella mål

EQL Pharma presenterade den 7 mars 2025 nya finansiella mål för perioden 2024/25 - 2028/29. Bolagets målsättning är att öka nettoomsättningen med en CAGR om 30 %, vilket skulle innebära att försäljningen överstiger en miljard SEK vid periodens slut. På lönsamhetssidan är ambitionen att stabilisera EBITDA-marginalen på 25 %, och därefter upprätthålla en nivå över 25 % under andra halvan av perioden. Marginalen kan dock tillfälligt hamna marginellt under 25 % under mitten av perioden till följd av strategiska investeringar kopplade till utvalda produktlanseringar. Vår bedömning är att målen är ambitiösa och realistiska, givet EQL Pharmas tillväxt- och lönsamhetspotential samt tidigare förmåga att leverera i linje med uppsatta finansiella mål.

Outlook

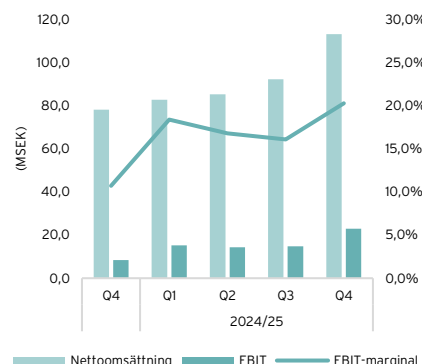
EQL Pharma redovisade ett starkt kvartal med fortsatt god operationell och finansiell utveckling. Vår bedömning är att bolagets välfyllda pipeline, växande internationella närvaro samt beprövade och lönsamma affärsmodell skapar goda förutsättningar för att nå de nya uppsatta finansiella målen och därmed fortsätta generera aktieägarvärde, både på kort och lång sikt. Vi har justerat våra antaganden med en högre nettoomsättning, ökade rörelsekostnader och något lägre bruttomarginal, där den samlade effekten får en relativt begränsad påverkan på vårt motiverade värde. Vårt motiverade värde för 2026/27E uppgår till 111,8 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 34,7 %.

(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	373,5	489,3	636,1
Tillväxt y-o-y	50,5%	29,6%	41,4%	31,0%	30,0%
Nettoomsättning	259,9	264,2	373,5	489,3	636,1
EV/S	10,7	10,5	7,4	5,7	4,4
Bruttoresultat	115,9	115,1	156,0	206,0	270,3
Bruttomarginal	44,6%	43,6%	41,8%	42,1%	42,5%
Rörelsekostnader	74,7	82,9	89,7	106,3	141,4
Tillväxt y-o-y	29,0%	10,6%	8,2%	18,5%	33,0%
EBIT	41,3	32,6	67,4	100,7	130,0
EBIT-marginal	15,9%	12,4%	18,0%	20,6%	20,4%
EV/EBIT	67,3	85,3	41,3	27,6	21,4

Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Nasdaq
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	83,0
Antal aktier (Miljoner)	29,1
Börsvärde (MSEK)	2 412,3
Nettoskuld (MSEK)	369,2
EV (MSEK)	2 781,5
Insideräggande	55,2%
Nästa rapport	-

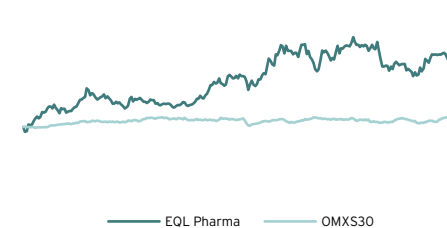
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	17,6	-0,7	96,7

Key Insights



Begränsad konkurrens

Affärsmodellen bygger på att identifiera nischade terapiområden där originalläkemedlet har varit utan patentskydd under lång tid och konkurrensen från andra generika är låg eller obefintlig. Fokus ligger ofta på produkter med lokal eller kulturell användning som inte attraherar större aktörer, eller på läkemedel med tekniska svårigheter som utgör ett hinder för andra generikabolag. Strategin möjliggör lansering av läkemedel med stabil efterfrågan, höga bruttomarginaler och betydande inträdesbarriärer, vilket ger EQL Pharma en stark och svårkopierad marknadsposition.



Återkommande intäkter

Bolagets portfölj omfattar 46 läkemedel som distribueras utan behov av en egen försäljningsorganisation, vilket ökar skalbarheten i affärsmodellen. Flera av produkterna är inriktade på kroniska eller återkommande tillstånd, vilket genererar en hög andel återkommande intäkter. Vidare är behovet av läkemedel lika omfattande oavsett konjunktur, vilket skapar en stabil efterfrågan oberoende av konjunkturläget. Det ökade fokuset på sjukhusprodukter med fleråriga upphandlingsavtal stärker ytterligare den långsiktiga stabiliteten och förutsägbarheten i verksamheten.



Bred pipeline

EQL Pharmas styrka ligger i förmågan att upprepa en beprövad och lönsam affärsmodell. Pipelinen är bred och består av 44 potentiella produkter, varav 16 av dessa befinner sig i regulatorisk granskning eller förberedelse inför lansering. Vår bedömning är att den höga förväntade lanseringstakten de kommande åren i kombination med produkternas växande internationella närvaro ger goda förutsättningar för fortsatt hög tillväxt och succesivt stigande EBIT-marginal.

"Eftersom försäljningen växte med 45% och EBITDA-marginalen uppgick till 25% har EQL klarat 'examensåret' och därmed målen som angavs i vår femårsplan 2020/21 - 2024/25. Det betyder att EQL för andra perioden i rad har levererat på sina, relativt sett, mycket aggressiva femårsmål. 2024/25 - 2028/29 är målet är att växa med i snitt 30%; stabilisera EBITDA-marginalen initialt på 25%; därefter över 25%."

- Axel Schörling, VD EQL Pharma

Investeringscase

- Lång historik av hög tillväxt under lönsamhet
- Hög andel återkommande intäkter
- Betydande inträdesbarriärer
- Begränsad konkurrens
- Konjunkturokänsligt
- Bred pipeline
- Expansion inom nya geografiska marknader
- Skalbar affärsmodell
- Optionaliteter
- Kompetent ledning och erfaren styrelse
- Stark ägarbild och högt insiderägande

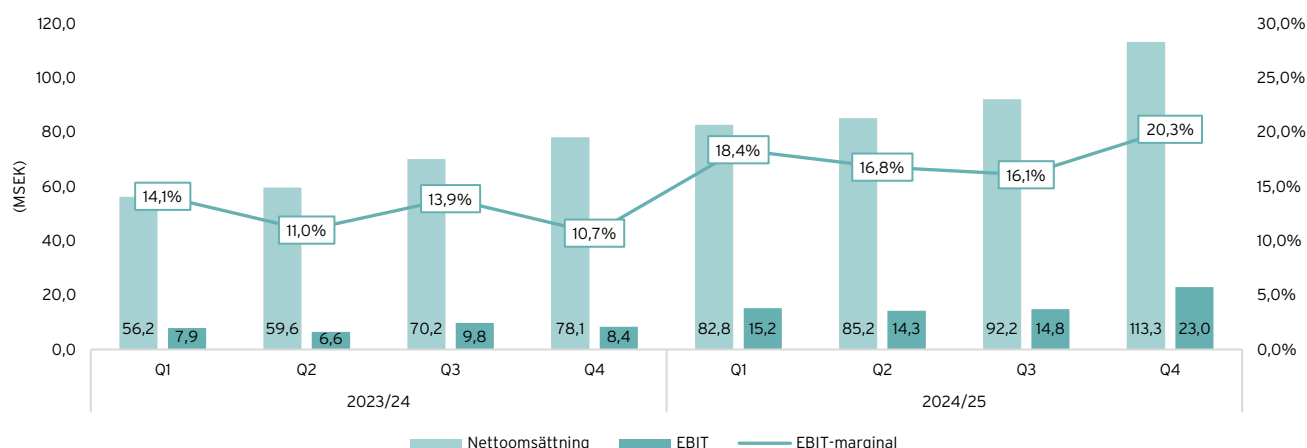
Stabilt, stabilare, EQL Pharma

EQL Pharma redovisade ett starkt fjärde kvartal med en nettoomsättning på 113,3 MSEK (78,1), motsvarande en ökning med imponerande 45,0 %. Tillväxten drevs främst av tidigare och nya produktlanseringar, geografisk expansion samt färre restnoteringar, särskilt inom penicillin- och antibiotikasegmentet. Samtliga intäkter i kvartalet var återkommande, utan något nämnvärt bidrag från Covid-19-tester, vilket understryker det starka underliggande momentumet i läkemedelsportföljen.

Bruttoresultatet ökade med 47,9 % till 46,5 MSEK (31,5), vilket motsvarade en bruttomarginal på 41,1 % (40,3). Bruttomarginalen var marginellt högre än föregående kvartal, en effekt av förbättrad produktmix, men påverkas fortsatt negativt av logistikstörningar i Röda havet. Enligt bolaget påverkar störningarna marginalen med 3,0-5,0 procentenheter.

EBIT ökade med 174,4 % till 23,0 MSEK (8,4), motsvarande en EBIT-marginal om 20,3 % (10,7). Rörelsekostnaderna steg endast marginellt med 2,0 % till 23,6 MSEK (23,2), vilket innebar att den kraftiga resultatförbättringen drevs av den höga försäljningstillväxten i kombination med fortsatt god kostnadskontroll. Justerat för engångskostnader om 2,2 MSEK i jämförelsekvartalet uppgick den underliggande EBIT-tillväxten till 117,3 %, med en marginalförbättring på 6,8 procentenheter. Detta bekräftar att bolaget fortsätter att dra nytta av tydliga skal fördelar i affärsmodellen.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Sammantaget överträffade rapporten våra förväntningar. Nettoomsättningen kom in betydligt högre än estimerat, medan bruttomarginalen var något lägre. Rörelsekostnaderna låg helt i linje med våra antaganden, vilket innebar att den starkare försäljningen fick genomslag på lönsamheten. EBIT utvecklades således bättre än väntat, trots en lägre bruttomarginal, vilket visade på styrkan och skalbarheten i affärsmodellen. Rapporten stärker vår positiva syn på EQL Pharma och bekräftar att bolaget är väl positionerat för att fortsätta leverera lönsam tillväxt.

Utfall vs Estimat Q4 2024/25

(MSEK)	Q4'23/24	Q1'24/25	Q2'24/25	Q3'24/25	Q4'24/25A	Q4'24/25E	Diff
Nettoomsättning	78,1	82,8	85,2	92,2	113,3	104,3	9,0
% y-o-y	46,0%	47,3%	43,0%	31,3%	45,0%	33,4%	8,6%
Bruttoresultat	31,5	37,0	34,7	37,7	46,5	44,8	1,7
Bruttomarginal	40,3%	44,7%	40,7%	40,9%	41,1%	43,0%	-1,9pp
% y-o-y	11,9%	41,2%	45,2%	12,7%	47,9%	42,5%	3,8%
Rörelsekostnader	-23,2	-22,5	-20,6	-23,1	-23,6	-23,7	-0,1
% y-o-y	4,7%	22,5%	17,5%	-3,4%	2,0%	2,2%	-0,4%
EBIT	8,4	15,2	14,3	14,8	23,0	21,2	1,8
EBIT-marginal	10,7%	18,4%	16,8%	16,1%	20,3%	20,4%	-0,1pp
% y-o-y	38,2%	92,1%	118,4%	52,2%	174,4%	153,5%	-8,5%

Nya ambitiösa finansiella mål

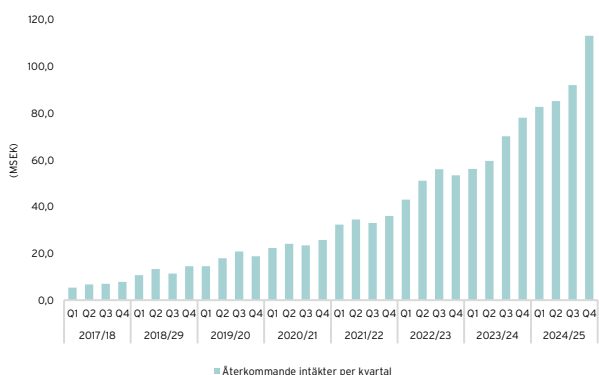
EQL Pharma presenterade den 7 mars 2025 nya finansiella mål för perioden 2024/25 - 2028/29. Bolagets målsättning är att öka nettoomsättningen med en CAGR på 30 %, vilket skulle innebära att försäljningen överstiger en miljard SEK vid periodens slut. På lönsamhetssidan är ambitionen att stabilisera EBITDA-marginalen på 25 %, och därefter upprätthålla en nivå över 25 % under andra halvan av perioden. Vår bedömning är att de nya finansiella målen är ambitiösa och realistiska, givet EQL Pharmas tillväxt- och lönsamhetspotential samt tidigare förmåga att leverera i linje med uppsatta finansiella mål.

Årlig tillväxt om 30 %

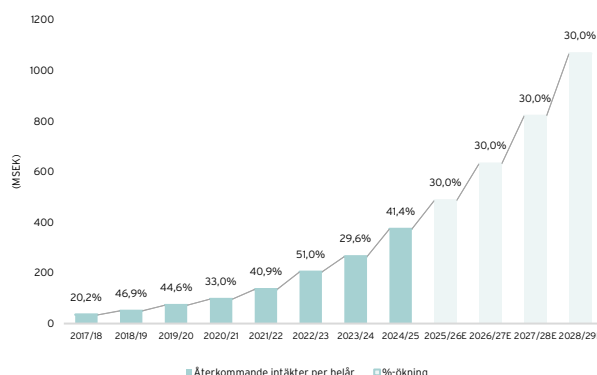
EBITDA-marginal över 25 %

Nettoomsättningen ska främst drivas av en hög takt i nya produktlanseringar, ökad försäljning av de brandade produkterna Mellozzan och Memprex på marknader utanför Skandinavien samt etablering av det nya affärsområdet Special Generics. Utöver den organiska tillväxten ser EQL Pharma förvärv som ett strategiskt komplement, där mindre bolag eller produktportföljer kan adderas för att stärka närvaron på befintliga marknader eller accelerera inträdet i nya geografier. Vi anser att kombinationen av organisk och förvärvsdriven tillväxt skapar goda förutsättningar för att nå det uppsatta omsättningsmålet och att bolagets styrka ligger i förmågan att upprepa en redan beprövad och lönsam affärsmodell.

Återkommande intäkter, kvartal

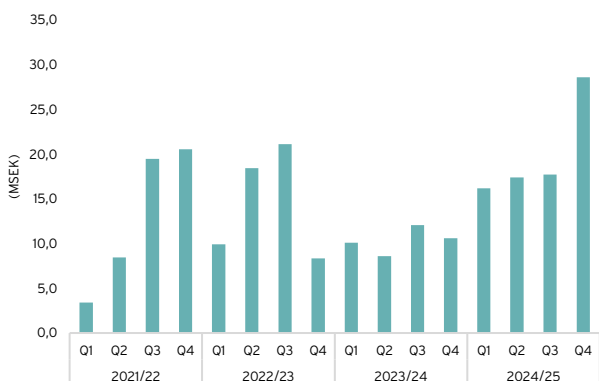


Återkommande intäkter, helår

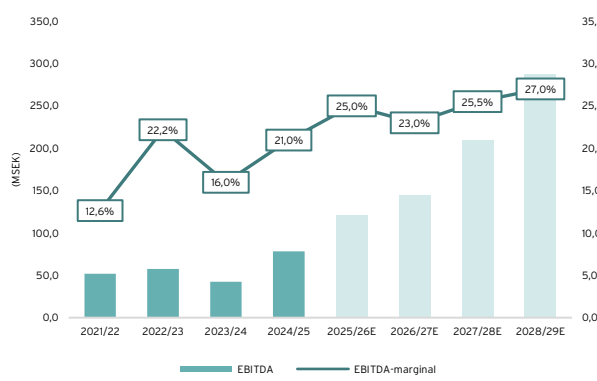


Marginalexpansionen förväntas i huvudsak drivas av en ökad bruttomarginal och fortsatt skalbarhet på rörelsekostnaderna. Marginalen kan dock tillfälligt hamna några procentenheter under 25 % under mitten av perioden till följd av strategiska investeringar kopplade till utvalda produktlanseringar. Satsningarna syftar till att bygga långsiktiga marknadspositioner inom nischade segment, snarare än att maximera kortsiktig lönsamhet. Inom Special Generics innebär detta att bolaget initialt behöver allokera specifika resurser till enskilda produkter för att etablera sig som förstahandsval hos förskrivare. Försäljningen väntas därefter kunna öka utan behov av ytterligare investeringar, vilket tydligt visar på skalbarheten över tid. Därutöver planerar bolaget att lansera Memprex innan bruttomarginalen är optimerad, i syfte att snabbt säkra ett first mover advantage. Bolaget kan därefter gradvis förbättra marginalen genom förbättrade inköps- och tillverkningsvillkor samt genom omförhandling av ersättningsnivåer. Vi anser att detta illustrerar bolagets förmåga att bygga en uthålligt lönsam affär.

EBITDA, kvartal



EBITDA, helår



Nya produktlanseringar inom apoteksportföljen

Den största tillväxt drivaren inom apoteksportföljen förväntas utgöras av nya produktlanseringar. Under kvartalet lanserades sex nya produkter, Amotaks, Testonur, Buronil, Folimet, Hydromed och Marplan, vars helårseffekt kommer att ge ett betydande bidrag till den fortsatta tillväxten. Enbart Buronil, Folimet, Hydromed och Marplan genererar tillsammans en årlig försäljning om cirka 51,0 MSEK, vilket innebär ett intäktsbidrag på omkring 42,5 MSEK under det kommande räkenskapsåret.

Förvärvet av dessa produkter är även strategiskt betydelsefullt, då det utökar bolagets närvaro på befintliga marknader och ger tillgång till nya distributörer i Europa. EQL Pharma avser därför att lansera både befintliga och nya produkter på nya geografiska marknader, vilket skapar ytterligare tillväxtpotentialer över tid.

Utöver redan lanserade läkemedel planeras fler produktlanseringar under året, vilket förväntas ge ytterligare positiv effekt på nettoomsättningen. Sammantaget skapar detta gynnsamma förutsättningar för fortsatt tillväxt inom apotekssegmentet.

Lanseringar med påverkan under aktuellt räkenskapsår

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

Stabil och långsiktig tillväxt från sjukhusportföljen

Sjukhusportföljen förväntas bli en stor tillväxt drivare både under innevarande och kommande räkenskapsår. EQL Pharma har säkrat fleråriga upphandlingsavtal för samtliga lanserade sjukhusprodukter, vilket innebär att de årliga ordervolymererna är garanterade under avtalens löptid, ofta mellan 2-5 år. Sjukhusportföljen skapar därmed en stabil och förutsägbar intäktsbas. Vi bedömer att EQL Pharma är en tillförlitlig leverantör med konkurrenskraftiga priser, vilket ökar sannolikheten för att befintliga avtal förlängs. Detta förstärks av att EQL Pharma redan har fått förlängda avtal på flera sjukhusprodukter.

Portföljen förväntas expandera ytterligare i takt med att tidigare vunna upphandlingar träder i kraft i fler regioner och nya upphandlingar vinnas. Det innebär att tidigare lanserade produkter kommer fortsätta att driva tillväxt under många år. Utöver detta kan det ske ytterligare produktlanseringar under året. Enligt bolaget har det redan säkrat en nettointäktsökning om cirka 50-60 MSEK under det kommande räkenskapsåret, vilket väntas utgöra ett väsentligt bidrag till den totala tillväxten.

Sjukhusprodukter är tekniskt mer komplexa än traditionella apoteksprodukter, vilket generellt innebär högre utvecklingsrisk men också lägre konkurrens. Därutöver kräver lanseringar att upphandlingar vinnas enligt lagen om offentlig upphandling, vilket ökar trösklarna för lansering, men fungerar också som en extra inträdesbarriär. Vår bedömning är att bolagets ökade fokus på sjukhusprodukter erbjuder god långsiktig tillväxtpotential med stabila intäkter, långa kontraktstidspunkter och högre inträdesbarriärer, trots något högre komplexitet och osäkerhet i det initiala utvecklingsskedet.

Upphandlade produkter skapar tillväxt och stabilitet

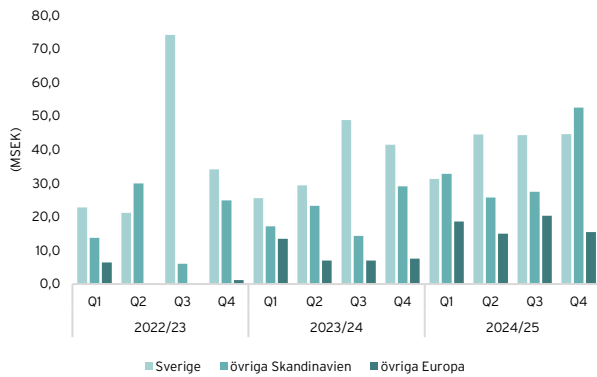
Läkemedel	Typ	Tilldelning	Lanserad	Kommande	Beräknad lansering
Ampitar	Slutenvård	Sverige	Q1'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Glyronul	Slutenvård	Sverige, Danmark	Q2'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Copneg	Slutenvård	Sverige, Danmark	Q2'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Tigecyclin	Slutenvård	Sverige, Finland, Danmark	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Piperacillin	Slutenvård	Sverige, Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Caloket	Slutenvård	Sverige, Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Penicryl	Slutenvård	Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Meropenem	Slutenvård	Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Levosimendan	Slutenvård	Sverige, Finland	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat
Sugammadex	Slutenvård	Danmark	Q4'23/24	Ej specificerat	Ej specificerat

Den geografisk expansionen fortlöper planenligt

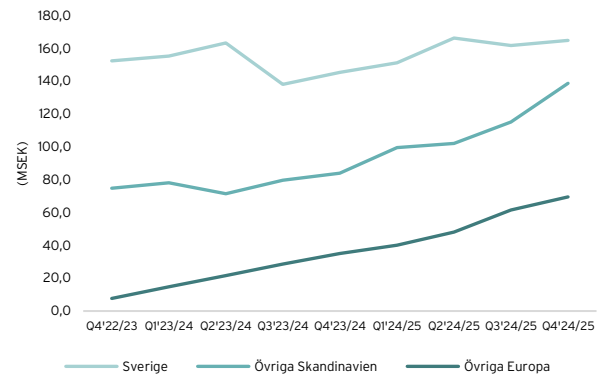
Utöver nya produktlanseringar arbetar EQL Pharma aktivt med att expandera den befintliga portföljen till nya geografiska marknader utanför Skandinavien. Försäljningen i övriga Europa har ökat kraftigt under den senaste tiden och utgör nu en högre andel av den totala försäljningen, vilket bekräftar att den geografiska expansionen fortlöper enligt plan och att bolaget framgångsrikt etablerat sig och fått genomslag på nya marknader. Tillväxten drivs främst av de strategiskt prioriterade produkterna Mellozzan och Memprex, men även andra etablerade produkter i portföljen bidrar i ökande grad till försäljningen. Den geografiska expansionen, med fokus på Mellozzan och Memprex, förväntas fortsatt utgöra en betydande tillväxtmotor.

Försäljningen i Sverige ökade med 7,6 % till 44,6 MSEK (41,5), medan övriga Skandinavien uppvisade en stark tillväxt på 80,6 % och nådde 52,6 MSEK (29,1). Skandinavien var därmed fortsatt den största drivkraften bakom tillväxten med en total försäljning på 97,2 MSEK (70,6), motsvarande en ökning om 37,7 %. I övriga Europa uppgick försäljningen till 15,5 MSEK (7,5), vilket motsvarade en tillväxt på 105,7 %. Försäljningen var något lägre än föregående kvartal, men utvecklingen visar att försäljningsvolymerna nu etablerat sig på en högre nivå. Den kvartalsvisa variationen förklaras främst av att en stor del av försäljningen i övriga Europa fortfarande består av större B2B-leveranser snarare än kontinuerliga volymflöden. Ett viktigt framsteg under kvartalet var att bolaget för första gången redovisade försäljning utanför Europa, där intäkterna uppgick till 0,6 MSEK. Detta visar på bolagets geografiska räckvidd, och framåt avser EQL Pharma att ytterligare expandera sin närvaro.

Geografisk intäktsfördelning, kvartal



Geografisk intäktsfördelning, R12



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

Utöver Mellozzan och Memprex fortsätter EQL Pharma att bredda sin internationella närvaro genom lansering av flera generikaprodukter på nya marknader. Lanseringarna visar att även generikaportföljen har kommersiell potential i övriga Europa. Hittills har expansionen främst skett inom apoteksportföljen, men även en sjukhusprodukt har lanserats internationellt, vilket sänder ett positivt signalvärde om generikaportföljens potential på nya marknader. Förvärvet av produkten Buronil från Medilink öppnade bland annat upp för direktförsäljning i Baltikum, Tjeckien, Österrike och Portugal.

Nedan är en sammanställning av de generikaprodukter som hittills har expanderats specifikt per marknad i övriga Europa.

Expansion av generikaportföljen

Läkemedel	Typ	Marknad	Status
Methenamine	Öppenvård	Storbritannien, Israel, Cypern	Pågående försäljning
Fenoximetylpenicillin	Öppenvård	Tjeckien	Pågående försäljning
Kaliumklorid	Öppenvård	Portugal	Pågående försäljning
Copneg	Slutenvård	Litauen	Pågående försäljning
Ej specificerad penicillinprodukt	Öppenvård	Polen	Pågående försäljning
Buronil	Öppen- och slutenvård	Baltikum, Tjeckien, Österrike, Portugal	Pågående försäljning

Hög potential för Mellozzan och Memprex

Mellozzan och Memprex är två strategiskt prioriterade läkemedel med hög potential i övriga Europa och andra delar av världen. Mellozzan är baserad på melatonin och riktar sig till barn med ADHD och sömnsvårigheter, ett tydligt medicinskt behov där behandlingen är etablerad i Sverige men ännu inte implementerad i vårdpraxis i många andra länder. Memprex erbjuder ett icke-antibiotiskt behandlingsalternativ för kvinnor med återkommande urinvägsinfektioner, vilket adresserar en stor och växande målgrupp i takt med ökad medvetenhet om antibiotikaresistens. Båda produkterna kännetecknas av hög klinisk relevans, stora adresserbara marknader, begränsad konkurrens och avsaknad av etablerade eller bättre alternativ, vilket skapar en attraktiv möjlighet för EQL Pharma att driva marknadsförändring och etablera nya behandlingsstandarder.

För att realisera potentialen arbetar bolaget aktivt med att utlicensiera produkterna till noggrant utvalda partners. Fokus ligger på aktörer med dokumenterad förmåga att etablera varumärken inom dessa terapiområden och driva kommersialisering över tid. Partnerskapen omfattar hela värdekedjan, från läkemedelsregistrering och subventionering till informationsinsatser mot vården för att driva förskrivning samt uppdatering av behandlingsriktlinjer. Partners ska även ha en bevisad historik av att försvara marknadsandelar över tid. Dessa faktorer är centrala och stärker vår syn på produkternas höga intäktpotential och långsiktiga tillväxtmöjligheter för EQL Pharma.

Försäljningen av Mellozzan pågår via partners i Danmark, Norge, Tyskland, Österrike samt Schweiz. Marknadsföringsgodkännande har även erhållits i Storbritannien, där lansering planeras under H1 2025. Därtill förväntas ytterligare godkännanden i fler marknader kommande period. Enligt EQL Pharma har bolagets partner Medice redan uppnått en marknadsandel på cirka 70 % i Tyskland, vilket är anmärkningsvärt med tanke på att marknaden och lanseringen fortfarande är i ett tidigt skede. Utfallet är imponerande och visar att bolagets partnerstrategi hittills varit effektiv.

Försäljningen av Mellozzan förväntas fortsätta bidra positivt till tillväxten i takt med att partners skalar upp sina insatser på befintliga marknader. Försäljningsbidraget väntas även gradvis öka i takt med att läkemedlet lanseras på nya geografiska marknader. Därutöver väntas lanseringen av Memprex på nya marknader ske inom en relativt snar framtid och addera ytterligare tillväxtkraft. Baserat på den starka starten, framtidsutsikterna och kommande lanseringar är vår bedömning att både Mellozzan och Memprex kommer att bli betydande tillväxt drivare, både på kort, medellång och lång sikt.

Utlicensieringsavtal Mellozzan

Företag	Marknader	Status	Tidslinje	Royalty %
Medice	Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien, Österrike, Schweiz, Frankrike	Pågående försäljning i Danmark, Norge, Tyskland, Österrike och Schweiz. Godkännande i Storbritannien. Finland och Frankrike inväntar tillstånd	Lansering i Storbritannien under H1'25. Marknadsgodkännande för Finland och Frankrike 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
Pharmalink	GCC-regionen	Inväntar marknadsföringstillstånd	Lansering 2027/28	Okänt

Försäljningen av Memprex via partners har ännu inte påbörjats i Frankrike och Tyskland, då marknadsgodkännande fortfarande inväntas. Enligt EQL Pharma för bolaget även aktiva dialoger med potentiella partners för ett flertal andra marknader, vilket visar på potentialen för den geografiska expansionsstrategins bredd även för Memprex.

Utlicensieringsavtal Memprex

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

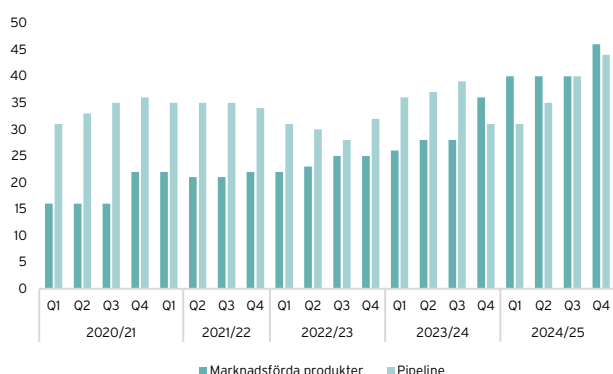
Bred pipeline

Pipelinen är bred och består av 44 potentiella produkter, varav 16 av dessa befinner sig i regulatorisk granskning eller förberedelse inför lansering. I granskningsfasen är produktdokumentationen (dossier) färdigutvecklad och inväntar marknadsgodkännande från läkemedelsmyndigheter, vilket är en process som vanligtvis tar upp till tolv månader. När marknadsgodkännande erhållits följer lanseringsfasen, där försäljningen ofta inleds inom sex till tolv månader.

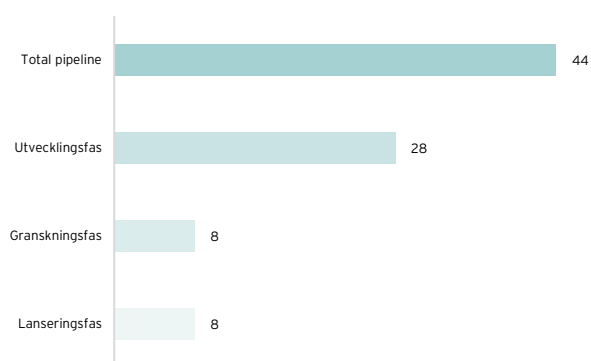
EQL Pharma arbetar aktivt med att signera nya produkter till pipeline, vilket kommer bli en viktig komponent för att upprätthålla en hög tillväxttakt över tid. I kvartalet adderades hela 11 produkter för den skandinaviska marknaden, där majoriteten avsåg egenutvecklade projekt i samarbete med externa partners. Parallellt arbetar bolaget med att skala sin beprövade affärsmodell även utanför Skandinavien med målet att identifiera och utveckla nischgenerika för nya europeiska marknader. Initiativet förväntas på sikt ge ytterligare bränsle till pipeline och bredda den geografiska exponeringen.

Vi anser att bolagets förmåga att löpande identifiera, förhandla fram och utveckla nya produkter är en styrkefaktor för caset. Det är en aspekt som ofta förbises, trots att den är avgörande för bolagets långsiktiga förmåga att kontinuerligt leverera lönsam tillväxt inom ett nischgenerikasegment som i vissa marknader riskerar att bli mättat på sikt.

Portfölj och pipeline



Många produkter i granskning- och lanseringsfas

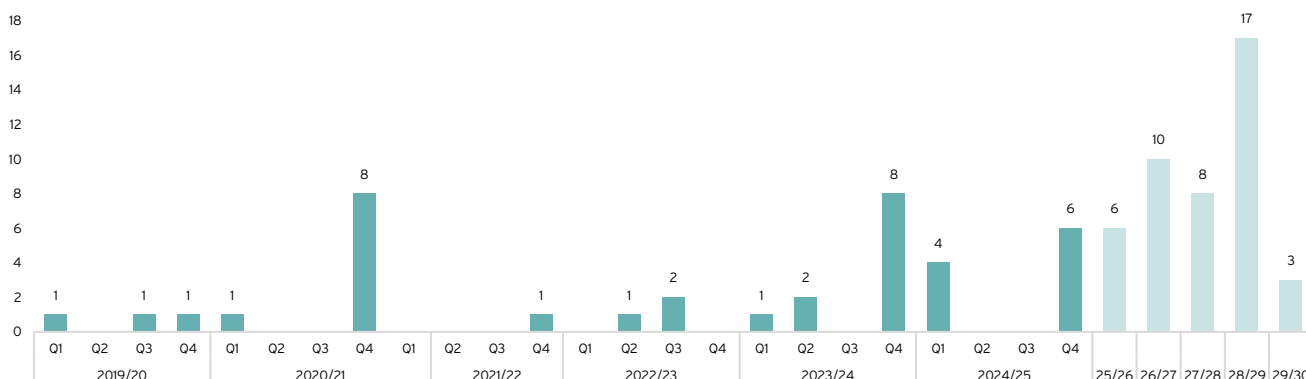


Flertalet förväntade lanseringar

Bolagets förväntan är att ytterligare sex produkter kommer att lanseras under nästa räkenskapsår. Historiskt har omkring 70 % av produkterna i utvecklingsfas nått marknaden, men i takt med att organisationen har stärkts och erfarenheten ökat bedöms sannolikheten för framgångsrika lanseringar kunna öka framöver.

En del av produkterna i pipeline avser sjukhusprodukter, där lanseringarna är beroende av att bolaget kan delta i och vinna offentliga upphandlingar. Detta kan påverka tidpunkten för lanseringarna, men enligt bolaget förväntas eventuella förseningar inte ha någon väsentlig effekt på försäljningstillväxten under det kommande räkenskapsåret. Detta tyder på att portföljen numera är tillräckligt bred för att andra produkter ska kunna kompensera för enstaka fördröjningar, vilket visar på den goda diversifieringen.

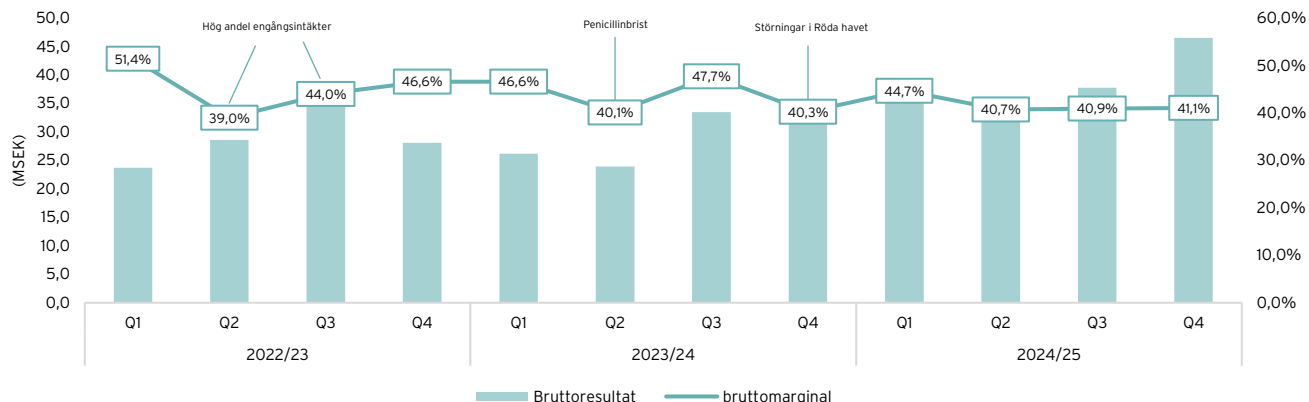
Flertalet produktlanseringar beräknas under 2024/25



Bruttomarginal

Bruttoresultatet ökade med 47,9 % till 46,5 MSEK (31,5), vilket motsvarade en bruttomarginal om 41,1 % (40,3). Bruttomarginalen var marginellt högre än de senaste två kvartalen, en effekt av förbättrad produktmix, men påverkas fortsatt negativt av logistikstörningar i Röda havet. Enligt bolaget påverkar dessa störningar bruttomarginalen med 3,0-5,0 procentenheter. Utmaningarna i Röda havet förväntas kvarstå i närtid, 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 lagret som har transporterats till en högre kostnad behöver säljas först innan de lägre transportkostnaderna får genomslag i resultaträkningen. Bruttomarginalen fluktuerar även naturligt mellan kvartalen beroende på produktmixen.

Bruttomarginal, kvartal



Bruttomarginalen var under räkenskapsåret 2023/24 påverkad av restnoteringar inom penicillin- och antibiotikasegmentet (högre bruttomarginal än flera andra läkemedel i portföljen) och nu störningar i Röda havet. Penicillin- och antibiotikaprodukterna är åter i sortimentet och bruttomarginalen bör därför återhämta sig till tidigare nivåer om 45,0-46,0 % 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 bör kunna överstiga 50,0 % på sikt. Utvecklingen väntas drivas av en förbättrad produktmix till följd av tidigare produktförvärv samt en mer selektiv pipeline-strategi där bolaget fokuserar på läkemedel med högre marginalprofil än det historiska snittet. Därtill bidrar en ökande andel försäljning från Mellozzan och Membrex positivt till bruttomarginalen. Vi ser även fortsatt potential att förvärva produkter med högre bruttomarginal än portföljens genomsnitt, vilket bolagets två senaste produktförvärv är ett bevis på. Sammantaget finns flera strukturella drivkrafter som talar för en gradvis och uthållig förbättring av bruttomarginalen framöver.

Drivare för bruttomarginalen

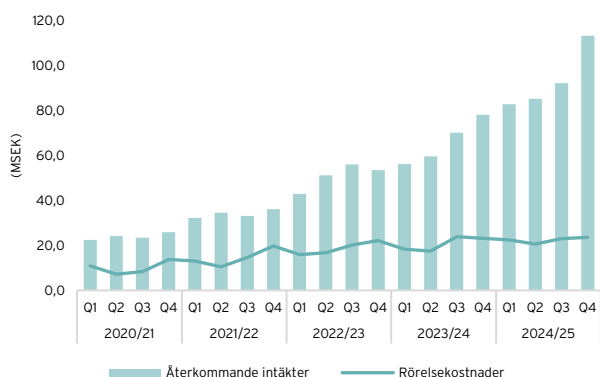
- Förbättrad produktmix
- Störningarna i Röda havet försvinner
- Nya produktlanseringar
- Ökad försäljning av Mellozzan och Membrex
- Förlängda avtal för sjukhusprodukter till högre priser
- Produktförvärv

Marginalexpansion

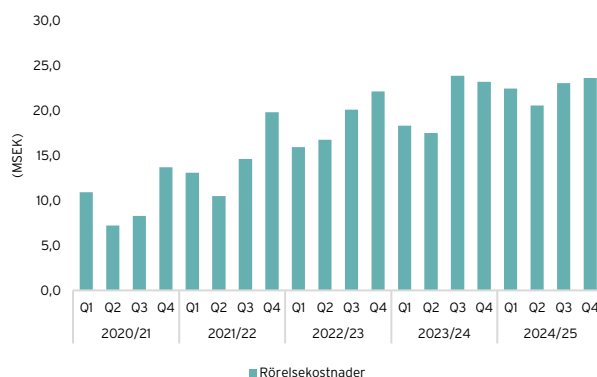
Nettoomsättningen ökade med 45,0 %, medan rörelsekostnaderna (försäljnings-, administrations- samt forsknings- och utvecklingskostnader) endast ökade med måttliga 2,0 %. Justerat för engångskostnader om 2,2 MSEK i jämförelsekvartalet ökade rörelsekostnaderna med 12,7 %. Detta innebär att försäljningstillväxten återigen översteg ökningen av rörelsekostnaderna, vilket resulterade i en markant förbättrad EBIT-marginal.

EQL Pharma fortsätter därmed att dra nytta av tydliga skalfördelar i affärsmodellen, vilket stärker vår syn på bolagets möjligheter att driva uthållig marginalexpansion i takt med att försäljningen fortsätter öka. Vi ser detta som en central del i vårt investeringscase och en stark indikation på affärsmodellens långsiktiga skalbarhet. På sikt förväntas även bruttomarginalen utvecklas positivt, vilket ytterligare stärker bolagets långsiktiga lönsamhetspotential.

Försäljningen ökade mer än rörelsekostnaderna



Imponerande kostnadskontroll

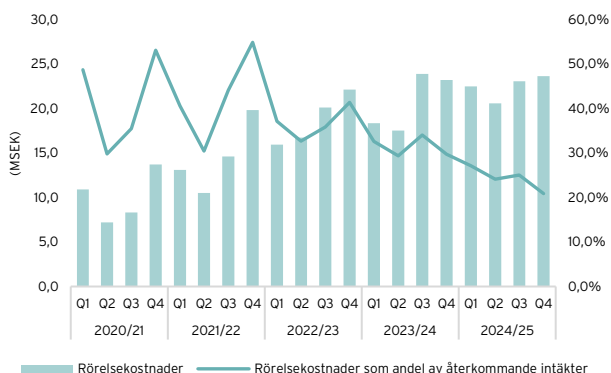


Skalbarhet blir än tydligare när vi betraktar utvecklingen av rörelsekostnadernas andel av de återkommande intäkterna. Andelen visar en tydligt fallande trend i takt med att de återkommande intäkterna vuxit kraftigt och ökat som andel av den totala nettoomsättningen. Nettoomsättningen består sedan en tid tillbaka enbart av återkommande intäkter, vilket skapar bättre förutsättningar för bolaget att arbeta mer kostnadseffektivt.

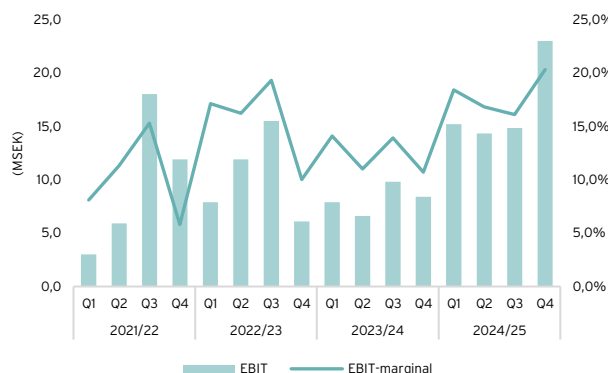
Framöver kommer EQL Pharma att stärka upp organisation inför nästa tillväxtfas, samtidigt som plattformens skalbarhet bibehålls. Vi ser positivt på detta initiativ, då det stärker den interna kompetensen och säkerställer att bolaget kan hantera en växande portfölj av läkemedel på ett effektivt sätt.

Parallellt kommer bolaget utforska nya initiativ för att identifiera och utveckla nischgenerika för fler europeiska marknader. Satsningarna kommer initialt medföra ökade kostnader, men intäkterna väntas först komma inom 3-5 år från signering av ett nytt projekt. Detta är ett strategiskt viktigt steg, då den skandinaviska pipelinen redan består av 44 produkter och marknaden på sikt riskerar att bli mer mättad. Bolaget tittar därför på att skala den beprövade affärsmodellen till nya geografier, vilket är ett ansvarsfullt och naturligt steg för fortsatt långsiktigt värdeskapande. Vår bedömning är att satsningarna stärker bolagets strukturella tillväxtpotentialer och lägger grunden för fortsatt expansion i Europa.

Hög skalbarheten på rörelsekostnaderna



Marginalexpansion



Finansiell ställning

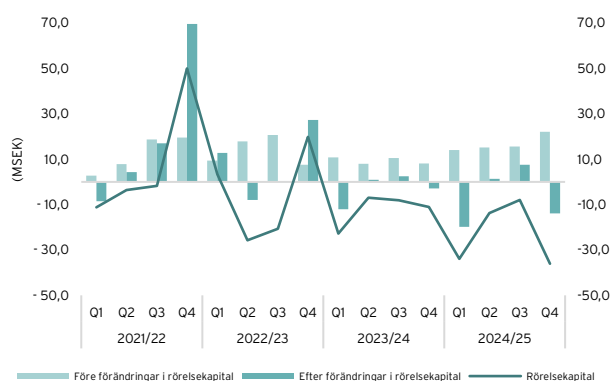
Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 22,1 MSEK (8,2), vilket speglade den starka underliggande lönsamheten. Förändringar i rörelsekapital påverkade dock kassaflödet negativt med -36,1 MSEK (-11,1), vilket medförde att kassaflödet från den löpande verksamheten efter rörelsekapital uppgick till -13,9 MSEK (-2,9). Den negativa effekten förklaras främst av lageruppbyggnad inför den intensiva perioden av nya produktlanseringar samt ökade kundfordringar till följd av att den starka försäljningstillväxten ännu inte omsatts i kassainflöden.

Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -214,5 MSEK (-9,1), där den största delen avsåg förvärvet av produktportföljen från Medilink. Justerat för detta förvärv uppgick kassaflödet från investeringsverksamheten till omkring -19,5 MSEK. Det fria kassaflödet var således negativt och uppgick till -228,5 MSEK (-12,0), men minskade till cirka -33,5 MSEK justerat för Medilink-transaktionen. Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld - förvärv) uppgick till 5,4 MSEK (-1,3).

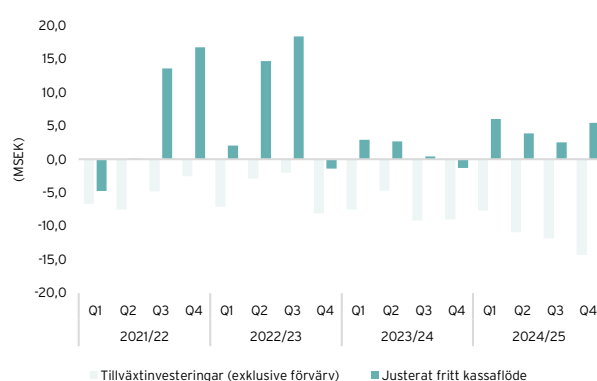
Periodens kassaflöde var trots detta positivt och uppgick till 66,8 MSEK (10,1), främst drivet av upptagning av nya lån. Likvida medel ökade därmed till 82,4 MSEK (20,5) vid periodens utgång, vilket ger ökat handlingsutrymme för framtiden.

Det negativa fria kassaflödet är i huvudsak ett resultat av bolagets strategi att återinvestera vinst och tillgängligt kapital i nya höglönsamma produkter. Investeringarna i CAPEX förväntas öka markant framöver i takt med att fler utvecklingsprojekt initieras och produktportföljen breddas. Dessa investeringar är centrala för att driva fortsatt försäljningstillväxt och stärka bolagets lönsamhet över tid. Vi ser därför mycket positivt på den fortsatta investeringsviljan, särskilt med tanke på bolagets bevisade förmåga att kombinera hög tillväxt och ökad lönsamhet. Risken för nyemission är samtidigt låg då kassapositionen stärktes och att lönsamheten förväntas öka kraftigt samt att bolaget har möjlighet att ta upp ytterligare lån.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde



EQL Pharma hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 808,8 MSEK, varav 27,3 % finansierades med eget kapital. De räntebärande skulderna uppgick till 451,6 MSEK, vilket innebar en nettoskuld på 369,2 MSEK. Det motsvarar en nettoskuld/EBITDA på 4,6x, eller cirka 3,7x proforma (med hänsyn tagen för förvärvet av produktportföljen från Medilink).

Vi ser därmed ingen anledning till oro, trots den höga skuldsättningen. Bolaget har stabila kassaflöden och goda möjligheter att förbättra lönsamheten samt en uttalad ambition att minska skuldsättningen till 2,5x EBITDA över tid, även om nivån tillfälligt kan överstiga detta vid strategiska förvärv. Vi bedömer därför att den finansiella ställningen är under kontroll, även om ökningen i nettoskuld och andelen osäkra immateriella tillgångar såklart utgör en viss finansiell risk.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Kassa
49,7 % (402,3 MSEK)	27,3 %	10,2 % (82,4 MSEK)
Nettoskuldsättning	Nettoskuld/EBITDA (R12)	Nuvarande låneutrymme
45,6 % (369,2 MSEK)	3,7*	160,6 MSEK

*Justerat för förvärvet av produktportföljen från Medilink

Värdering

Key stats

Antal aktier	29 063 610	Börsvärde (MSEK)	2 412,3
Aktiekurs (SEK)	83,0	Nettoskuld* (MSEK)	369,2
		Enterprise value* (MSEK)	2 781,5

*Säkerställda obligationer är ej inkluderat

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	373,9 MSEK	EV/S	7,7
Bruttoresultat	156,0 MSEK	EV/GP	18,1
EBITDA	78,3 MSEK	EV/EBITDA	35,5
EBIT	67,4 MSEK	EV/EBIT	41,3

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	5,3	34,5	45,9	37,6
Snitt 5 år	4,7	42,8	53,1	86,4

Källa: Börsdata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
41,8 %	21,4 %	18,0 %	11,5 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
Neg.	Neg.	13,3 %	8,5 %

Källa: Börsdata

Estimat för 2025/26

För räkenskapsåret 2025/26 räknar vi med att de återkommande intäkterna ökar med 31,0 %. Vår bedömning är att den fortsatta tillväxten kommer drivas av tidigare och nya produktlanseringar, ökad försäljning av Mellozzan på internationella marknader samt en bredare geografisk närvaro av övriga portföljen. Förvärvet av produktportföljen från Medilink och nyligen vunna upphandlingar väntas bidra väsentligt till intäktsökningen, vilket innebär att årets tillväxt i hög grad är säkrad, förutsatt att bolaget lyckas leverera enligt plan.

Bruttomarginalen påverkas positivt av förvärvet av produktportföljen från Medilink, som innehåller produkter med väsentligt högre marginaler än genomsnittet i EQL Pharmas övriga portfölj. Samtidigt förväntas logistikstörningarna i Röda havet kvarstå, vilket fortsatt medför ökade fraktkostnader och längre ledtider. Vi räknar därför med en måttlig förbättring av bruttomarginalen under året.

Vidare förväntas rörelsekostnader öka i takt med att EQL Pharma stärker upp organisationen och initierar nya satsningar i Europa. Vi bedömer dock att plattformens skalbarhet bibehålls, vilket innebär att kostnaderna inte ökar i samma takt som försäljningen. Sammantaget ser vi goda förutsättningar för fortsatt lönsamhetsförbättring under året.

Estimat för räkenskapsåret 2025/26E

(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4E	2025/26E
Återkommande intäkter	114,2	118,7	124,7	131,7	489,3
% y-o-y	37,9%	39,2%	35,2%	16,3%	31,0%
Nettoomsättning	114,2	118,7	124,7	131,7	489,3
Bruttoresultat	47,4	49,6	52,4	56,6	206,0
<i>Bruttomarginal</i>	<i>41,5%</i>	<i>41,8%</i>	<i>42,0%</i>	<i>43,0%</i>	<i>42,1%</i>
% y-o-y	28,2%	42,9%	38,8%	21,8%	32,1%
Rörelsekostnader	-24,9	-25,6	-27,0	-28,8	-106,3
% y-o-y	10,9%	24,5%	17,1%	21,9%	18,5%
EBITDA	28,3	29,9	31,2	33,7	123,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>24,8%</i>	<i>25,2%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,6%</i>	<i>25,2%</i>
% y-o-y	75,0%	71,8%	76,1%	17,8%	57,2%
EBIT	22,7	24,3	25,6	28,1	100,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,3%</i>	<i>20,6%</i>
% y-o-y	49,3%	69,4%	72,6%	22,2%	49,5%

Estimat fram till 2026/27

Estimat fram till räkenskapsåret 2025/26

(MSEK)	2022/23	2023/24	2024/25	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	373,5	489,3	636,1
% y-o-y	50,5%	29,6%	41,4%	31,0%	30,0%
Summa nettoomsättning	259,9	264,2	373,5	489,3	636,1
EV/S	10,7	10,6	7,5	5,7	4,4
Bruttoresultat	115,9	115,1	160,0	206,0	270,4
Bruttomarginal	44,6%	43,6%	41,8%	42,1%	42,5%
% y-o-y	20,2%	-0,7%	35,6%	32,1%	31,2%
Rörelsekostnader	-74,7	-82,9	-89,7	-106,3	-141,4
% y-o-y	29,0%	10,6%	8,2%	18,5%	33,0%
EBITDA	57,6	42,2	78,3	123,1	157,5
EBITDA-marginal	22,2%	16,0%	21,0%	25,2%	24,8%
% y-o-y	11,2%	-26,8%	85,5%	57,2%	27,9%
EV/EBITDA	48,5	66,2	35,7	22,7	17,7
EBIT	41,3	32,6	67,4	100,7	130,0
EBIT-marginal	15,9%	12,4%	18,0%	20,6%	20,4%
% y-o-y	6,4%	-21,0%	106,6%	59,5%	29,0%
EV/EBIT	67,6	85,7	41,5	27,7	21,5

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	130,0	3249,0	111,8
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	91,0	2274,3	78,3

Nedan följer potentiell avkastning för 2026/27E om EQL Pharma utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026/27E	1,35	34,7%	16,1%	0,94	-5,7%	-2,9%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

Känslighetsanalys

Huvudscenario 2026/27E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
20	2 599,2	89,4	7,7%	1 819,4	62,6	-24,6%
21	2 729,1	93,9	13,1%	1 910,4	65,7	-20,8%
22	2 859,1	98,4	18,5%	2 001,4	68,9	-17,0%
23	2 989,1	102,8	23,9%	2 092,3	72,0	-13,3%
24	3 119,0	107,3	29,3%	2 183,3	75,1	-9,5%
25	3 249,0	111,8	34,7%	2 274,3	78,3	-5,7%
26	3 378,9	116,3	40,1%	2 365,3	81,4	-1,9%
27	3 508,9	120,7	45,5%	2 456,2	84,5	1,8%
28	3 638,9	125,2	50,8%	2 547,2	87,6	5,6%
29	3 768,8	129,7	56,2%	2 638,2	90,8	9,4%
30	3 898,8	134,1	61,6%	2 729,1	93,9	13,1%

Källor

1. <https://mb.cision.com/Main/11664/4147076/3435592.pdf>
2. <https://youtu.be/c4ATq97a4Y8?si=VhOv6QjuwDr-RJK1>

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