

2026-08-11

EQL Pharma redovisade oförändrad nettoomsättning och minskad EBIT i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 106,9 MSEK (107,2), motsvarande en tillväxt om -0,3 % (29,5). Bruttoresultatet uppgick till 17,8 MSEK (46,2), med en bruttomarginal på 16,7 % (43,0). EBIT uppgick till -13,6 MSEK (20,5), motsvarande en EBIT-marginal om -12,7 % (19,1). Periodens kassaflöde uppgick till -25,7 MSEK (-26,3) och kassan till 61,1 MSEK (56,1) vid kvartalets slut.

Lagernedskrivning och lagerbrist pressade resultatet

Nettoomsättningen uppgick till 106,9 MSEK (107,2), där den oförändrade försäljningen drevs av kvarstående lagerbrister inom flera viktiga produkter, trots att två produkter lanserades under kvartalet. Bruttomarginalen sjönk till 16,7 % (43,0), främst till följd av lagernedskrivningar om 20 MSEK kopplade till sjukhusprodukter där faktiska avrop blev lägre än de volymer som tidigare angivits i upphandlingar. Justerat för nedskrivningen uppgick bruttomarginalen till cirka 35,4 %, fortsatt pressad av den svaga produkttillgängligheten. Rörelsekostnaderna ökade med 19,8 % till 32,0 MSEK (26,7), drivet av en större organisation och fortsatta investeringar i struktur och processer. EBIT uppgick till -13,6 MSEK (20,5), motsvarande en EBIT-marginal om -12,7 % (19,1). EBIT justerat för nedskrivningen uppgick till 6,4 MSEK, vilket visar att den svaga utvecklingen även förklaras av kvarstående operationella utmaningar i den löpande verksamheten.

Förbättrad lagersituation skapar förutsättningar för återhämtning

EQL Pharma upprepar prognosen om cirka 15 % försäljningstillväxt under 2026/27, vilket innebär att försäljningen behöver öka tydligt under resterande del av året efter den oförändrade utvecklingen under första kvartalet. Bolagets bedömning baseras främst på en förbättrad tillgänglighet i den befintliga portföljen och beskriver att antalet produkter med lagerbrist har minskat som mest från fem till sju till en eller två inför Q2, vilket väntas ge ett tydligt lyft i försäljningen. Bolaget beskriver även orderläget för Mempoex och Mellozzan som starkt inför hösten, där efterfrågan på Mempoex fortsatt överstiger leveranskapaciteten. Utöver den förbättrade lagersituationen väntar bolaget sig ytterligare sju produktlanseringar, där merparten planeras till det fjärde kvartalet. Bolaget betonar dock att det fortsatt finns en risk för förseningar kopplade till tekniska utmaningar i lanseringsfasen. Vi bedömer att den förbättrade produkttillgängligheten skapar förutsättningar för en relativt snabb återhämtning, men att osäkerheten fortsatt är hög givet beroendet av stabila leveranser.

Outlook

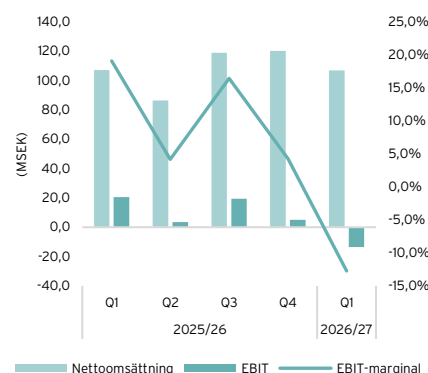
Kvartalet var svagare än våra förväntningar, även justerat för lagernedskrivningen. Den förbättrade lagersituationen inför Q2 ger dock stöd för att kvartalet kan ha utgjort en botten, även om vi anser att det är för tidigt att dra slutsatsen att problemen är lösta. EQL Pharma behöver nu visa att den förbättrade produkttillgängligheten består, att flaskhalsarna för Mellozzan och Mempoex kan hanteras och att bolaget kan återgå till en stabil lanseringstakt. Den finansiella ställningen är ansträngd, men bolaget ser utifrån nuvarande information inget behov av en nyemission. Ambitionen är i stället att successivt minska skuldsättningsgraden genom en återhämtning i lönsamheten, selektiva investeringar i pipelinen och en minskning av varulagret. Vi vill samtidigt se två till tre kvartal med förbättrad försäljning och lönsamhet innan vi bedömer att den operationella vändningen är bekräftad. Vi har mot bakgrund av rapporten reviderat ned våra estimat för nettoomsättning med 3,5 % och EBIT med 46,0 % för 2026/27. För 2027/28 har vi sänkt estimaten för nettoomsättning med 5,1 % och EBIT med 17,3 %. Vårt motiverade värde för 2027/28E uppgår till 40,3 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 96,3 %.

(MSEK)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E
Nettoomsättning	264,2	373,5	432,7	485,0	636,9
Tillväxt y-o-y	29,6%	41,4%	15,8%	12,1%	31,3%
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,1	3,1	2,0	2,0
Summa intäkter	264,7	374,6	435,8	487,0	638,9
EV/S	3,8	2,7	2,3	2,1	1,6
Bruttoresultat	115,1	156,0	162,8	159,9	244,3
Bruttomarginal	43,6%	41,8%	37,6%	33,0%	38,4%
Rörelsekostnader	-82,9	-89,7	-117,2	-128,7	-140,3
Tillväxt y-o-y	10,6%	8,2%	30,7%	9,8%	9,0%
EBIT	32,6	67,4	48,7	33,3	106,0
EBIT-marginal	12,3%	18,0%	11,3%	6,9%	16,6%
Tillväxt y-o-y	-21,1%	106,7%	-27,7%	-31,6%	218,4%
EV/EBIT	30,8	14,9	20,7	30,2	9,5

Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Nasdaq
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	20,6
Antal aktier (Miljoner)	29,5
Börsvärde (MSEK)	606,8
Nettoskuld (MSEK)	398,6
EV (MSEK)	1 005,4
Insideräggande	54,6%
Nästa rapport	2026-11-05

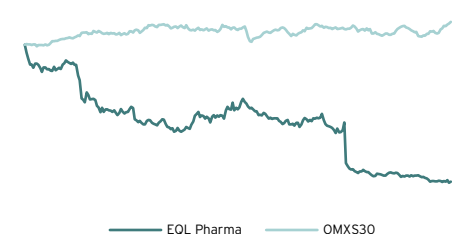
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
EQL Pharma	-12,0	-33,0	-77,7

Investeringscase

1. Nischstrategi med strukturellt låg konkurrens

Affärsmodellen bygger på att identifiera äldre läkemedel i mogna och nischade marknader där patentskyddet sedan länge löpt ut och där konkurrensen från andra generikaaktörer är begränsad eller obefintlig. Fokus är på tekniskt krävande produkter i små generikamarknader (10-50 MSEK i årlig omsättning), där få aktörer har incitament eller kapacitet att etablera sig. Strategin möjliggör lansering av läkemedel på marknader som generellt kännetecknas av relativt stabil efterfrågan och prissättning, goda bruttomarginaler och betydande inträdesbarriärer, vilket ger bolaget en stark och svårkopierad marknadsposition.

2. Skalbar affärsmodell med bevisad lönsam tillväxt

EQL Pharma har ökat nettoomsättningen med en CAGR på cirka 40 % sedan 2019, främst drivet av nya produktlanseringar och geografisk expansion. EBIT har under samma period vuxit med en CAGR på cirka 85 % genom hög skalbarhet på de fasta kostnaderna. Generika är en volymaffär där ökad försäljning skapar förutsättningar att skala på de fasta kostnaderna som en tillståndspliktig verksamhet medför. Bolagets förväntade lanseringstakt och fortsatta geografiska expansion väntas driva fortsatt hög tillväxt och succesiv marginalexpansion.

3. Bred pipeline med betydande försäljningspotential

Pipelinen består av 44 potentiella produkter som väntas lanseras inom 4-5 år. Dessa utgör den främsta tillväxt drivaren i den pågående femårsplanen. Bolaget har lång erfarenhet och ett starkt nätverk för att ta dessa läkemedel till marknaden. Enligt bolaget har historiskt cirka 70 % av produkterna i pipeline nått marknaden, vilket är en hög success rate och stärker förtroendet för bolagets långsiktiga förmåga att leverera uthållig tillväxt. Ledningen bedömer att sannolikheten framgent är ännu högre, givet starkt organisation och förbättrade processer.

4. Varumärkesportföljen som kompletterande tillväxt- och värdedrivare

Utöver nischgenerikaportföljen driver EQL Pharma internationell expansion av de varumärkesbyggda produkterna Mellozzan och Memprex. Dessa adresserar större och strukturellt växande marknader där etablerade eller bättre behandlingsalternativ saknas, vilket ger väsentligt högre försäljningspotential per produkt. Etableringen skapar även förutsättningar för en högre och mer uthållig bruttomarginal än i generikasegmentet. Den initiala marknadsetableringen har varit framgångsrik och lanseringar på ytterligare marknader väntas.

5. Befintlig portfölj och pipeline skapar grund för framtida tillväxt

EQL Pharma återinvesterar kassaflöden från den befintliga produktportföljen för att löpande finansiera nya produkter, vilket över tid ska bidra till tillväxt och ökad lönsamhet. Egenutvecklade läkemedel kräver normalt 3-5 års utvecklingstid och investeringar om cirka 10 MSEK per produkt. Efter lansering uppnås ofta en återbetalningstid på cirka två år, vilket innebär att kassaflödet snabbt överstiger den initiala investeringen. Stabiliteten i bolagets portfölj, den breda pipelinen och lanseringstakten ger därmed visibilitet i framtida intäkter.

6. Betydande långsiktig potential vid lyckad geografisk expansion

EQL Pharmas styrka ligger i förmågan att upprepa en beprövad och lönsam affärsmodell. Bolaget expanderar nu till Tyskland och Nederländerna genom att bygga upp lokalt anpassade portföljer av nischgenerika, där samma urvalskriterier, regulatoriska processer och kommersiella struktur som i Norden appliceras på större geografier med liknande marknadsdynamik. Dessa marknader bedöms vara relativt outforskade, vilket förlänger bolagets tillväxtutsikter och skapar förutsättningar för marginalexpansion över en lång tidshorisont.

Motargument

1. Förseningar i pipeline

EQL Pharmas värdeskapande är i hög grad beroende av bolagets förmåga att kontinuerligt lansera nya nischgenerika enligt plan. Utvecklingsprocessen omfattar flera kritiska moment och förseningar i något av dessa steg kan leda till att planerade lanseringar skjuts fram i tiden, vilket direkt påverkar bolagets försäljningstillväxt och potentiellt marknadens förtroende för bolagets tillväxtprognoser.

2. Låg visibilitet i pipeline

EQL Pharma har valt att i begränsad omfattning offentliggöra detaljer kring sin produktpipeline för att undvika att attrahera konkurrerande aktörer. Den låga visibiliteten i pipeline kan leda till överskattning av framtida möjligheter för bolaget.

3. Ökad konkurrens

Trots höga inträdesbarriärer finns en risk att andra aktörer identifierar samma nischmarknader och läkemedel som bolaget har i sin portfölj eller pipeline. Detta kan öka volatiliteten i intäkter per produkt och negativt påverka bolagets lönsamhet och tillväxtutsikter.

4. Utmaningar i leveranskedjan

EQL Pharma är beroende av ett begränsat antal kontraktstillverkare och leverantörer för flera av sina nischade produkter, vilket ökar sårbarheten i leverantörskedjan. Om leveransstörningar inträffar samtidigt som säkerhetslagret är lågt kan detta leda till utebliven försäljning på enskilda produkter, och negativ påverkan på lönsamhet och kassaflöde.

5. Portföljen är vald utifrån ett nordiskt fokus

Bolagets produktportfölj är stor utsträckning anpassad för Norden. Avsaknad av etablerade behandlingsriktlinjer och ersättningssystem för varumärkesportföljen i övriga Europa kan leda till längre marknadsetablering samt osäker volym- och prisutveckling. Det finns även en osäkerhet att marknadsdynamiken i Tyskland och Nederländerna skiljer sig mer än väntat från de nordiska gällande nischgenerika. Detta ställer ökade krav på EQL Pharma att bevisa att nischgenerika och varumärkesportföljen kan skalas kommersiellt utanför Norden.

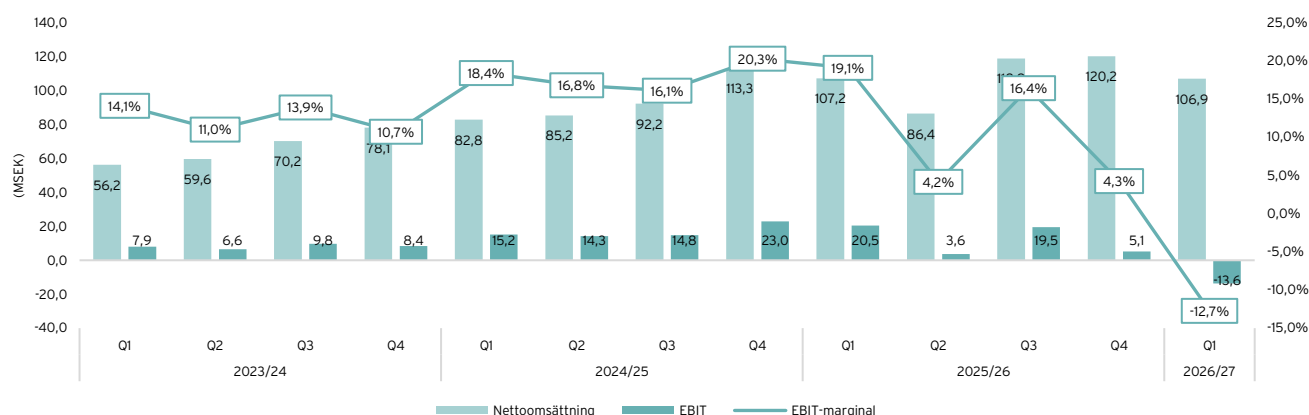
Lagernedskrivning och lagerbrist pressade resultatet

Nettoomsättningen uppgick till 106,9 MSEK (107,2), motsvarande en tillväxt om -0,3 %. Den i stort sett oförändrade försäljningen förklarades främst av kvarstående lagerbrister inom flera viktiga produkter, vilket begränsade bolagets leveransförmåga, trots två produktlanseringar under kvartalet och fortsatt stark efterfrågan på Mellozzan och Memprex. De logistiska störningarna kopplade till konflikten i Iran eskalerade under mars 2026, vilket innebär att föregående kvartal endast påverkades under en månad jämfört med tre månader under kvartalet.

Bruttoresultatet minskade med 61,4 % till 17,8 MSEK (46,2), motsvarande en bruttomarginal om 16,7 % (43,0). Den kraftiga försämringen drevs främst av lagernedskrivningar om 20 MSEK kopplade till sjukhussegmentet, där faktiska avrop blev betydligt lägre än de prognoser som legat till grund för bolagets lageruppbbyggnad. Justerat för lagernedskrivningen uppgick bruttomarginalen till cirka 35,4 %, vilket speglar en fortsatt svag produkttillgänglighet och en mindre gynnsam produktmix.

Rörelsekostnaderna ökade med 19,8 % till 32,0 MSEK (26,7), drivet av en större organisation efter de investeringar som genomförts under det senaste året samt fortsatta satsningar på struktur och processer. EBIT uppgick till -13,6 MSEK (20,5), motsvarande en EBIT-marginal om -12,7 % (19,1). Justerat för lagernedskrivningen uppgick EBIT till 6,4 MSEK, där resultatförsämringen främst förklaras av en lägre underliggande bruttomarginal och en högre kostnadsbas. Kvartalet visar att utmaningarna i leveranskedjan fortsatt hade en betydande negativ påverkan på lönsamheten, även exklusive den stora lagernedskrivningen.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Kvartalet var klart svagare än våra förväntningar. Nettoomsättningen uppgick till 106,9 MSEK, vilket var 7,0 % under vårt estimat om 115,0 MSEK. Den största negativa avvikelser återfanns i bruttomarginalen, som uppgick till 16,7 % jämfört med vårt estimat om 34,0 %. Den kraftiga marginalförsämringen drevs främst av lagernedskrivningar om 20 MSEK kopplade till sjukhussegmentet. Rörelsekostnaderna uppgick till 32,0 MSEK, vilket var 10,3 % högre än vårt estimat om 29,0 MSEK. Avvikelsen var dock begränsad i absoluta tal och hade en relativt liten påverkan på resultatet. EBIT uppgick till -13,6 MSEK, jämfört med vårt estimat om 10,6 MSEK. Resultatavvikelsen förklaras därmed i huvudsak av det lägre bruttoresultatet, där den kraftiga lagernedskrivningen stod för merparten av avvikelsen.

Utfall vs Estimat Q1 2026/27

(MSEK)	Q1'25/26	Q2'25/26	Q3'25/26	Q4'25/26A	Q1'26/27A	Q1'26/27E	Diff
Nettoomsättning	107,2	86,4	118,9	120,2	106,9	115,0	-7,0%
% y-o-y	29,5%	1,3%	28,9%	6,1%	-0,3%	7,3%	-7,6pp
Bruttoresultat	46,2	32,4	50,3	34,0	17,8	39,1	-54,4%
Bruttomarginal	43,0%	37,5%	42,3%	28,3%	16,7%	34,0%	-17,3pp
% y-o-y	24,8%	-6,7%	33,2%	-26,9%	-61,4%	-15,3%	-46,1pp
Rörelsekostnader	-26,7	-28,9	-32,2	-29,4	-32,0	-29,0	10,3%
% y-o-y	18,8%	40,6%	39,7%	24,5%	19,8%	8,7%	11,1pp
EBITDA	25,8	9,0	24,9	12,1	-5,9	17,7	n/a
EBITDA-marginal	24,1%	10,4%	20,9%	10,1%	-5,5%	15,4%	-20,9pp
% y-o-y	59,4%	-48,5%	40,3%	-57,5%	-122,9%	-31,4%	-91,5pp
EBIT	20,5	3,6	19,5	5,1	-13,6	10,6	n/a
EBIT-marginal	19,1%	4,2%	16,4%	4,3%	-12,7%	9,2%	-21,9pp
% y-o-y	34,3%	-74,9%	31,5%	-77,7%	n/a	-48,1%	-118,5pp

Förbättrad lagersituation skapar förutsättningar för återhämtning

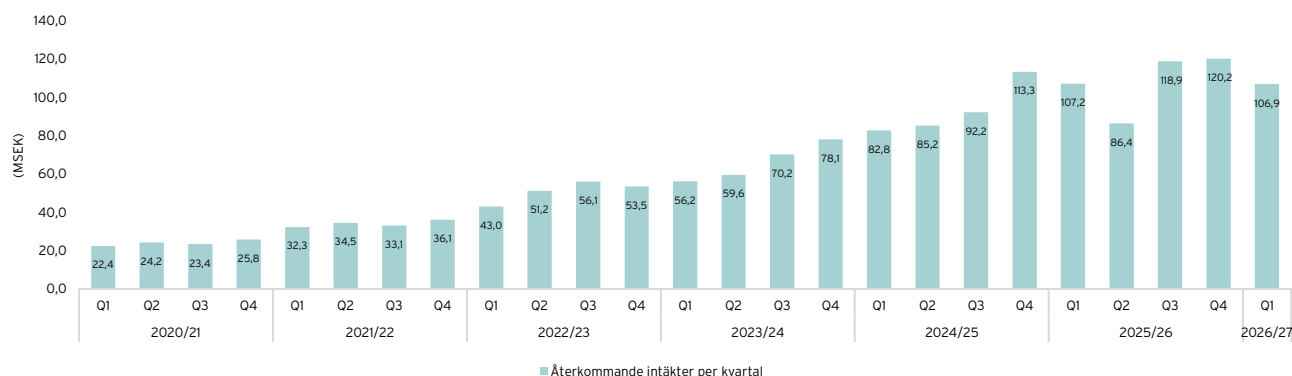
EQL Pharma behåller prognosen om cirka 15 % försäljningstillväxt under räkenskapsåret 2026/27, trots den svaga inledningen på året. Det innebär att försäljningen behöver öka tydligt under resterande del av året efter den oförändrade utvecklingen i Q1. Bolagets bedömning baseras främst på en högre tillgänglighet i den befintliga produktportföljen, där antalet produkter med lagerbrist minskat från omkring fem till sju under den mest utmanande perioden till en eller två inför Q2, vilket väntas ge ett tydligt lyft i försäljningen. Bolaget räknar därför med ett bättre andra kvartal och ser även förutsättningar för en god utveckling i Q3 om förbättringen visar sig vara varaktig.

Vi bedömer att detta är rimligt, då en högre produkttillgänglighet skapar förutsättningar för en relativt snabb återhämtning. En mer normaliserad leveransförmåga bör därför kunna ge ett tydligt genomslag på både försäljning och bruttomarginal, särskilt eftersom lagerbristerna har omfattat flera viktiga produkter. Vi vill samtidigt se att förbättringen visar sig vara uthållig innan vi blir mer optimistiska, då bolaget vid flera tidigare tillfällen räknat med en snabbare återhämtning än vad som faktiskt blivit utfallet.

För att komma till rätta med utmaningarna inom leveranskedjan har bolaget initierat en rad förbättringsinitiativ, bland annat genom att stärka planering, prognosarbete och styrning av nyckelleverantörer. Bolaget har även arbetat med att identifiera och åtgärda rotorsaker bakom kvalitetsavvikelser, infört key account managers för strategiskt viktiga partners, identifierat produkter med behov av högre säkerhetslager samt inlett implementeringen av ett ERP-system och dual sourcing för utvalda nyckelprodukter.

Vi noterade även att EQL Pharma missade att lämna anbud i Periodens Vara-systemet för juli till följd av ett administrativt misstag. Enligt bolaget väntas detta påverka nettoomsättningen med cirka 6,5 MSEK och bruttoresultatet med knappt 3 MSEK under Q2. Bolaget beskriver händelsen som isolerad och uppger att processen kommer att förstärkas ytterligare för att minska risken för liknande misstag framöver. Vi ser händelsen som ytterligare ett tecken på att bolaget behöver fortsätta stärka sina interna processer i takt med att verksamheten blivit mer komplex, även om den finansiella effekten är begränsad.

Återkommande intäkter, kvartal



Varumärkesportföljen fortsätter utvecklas

En annan viktig tillväxt drivare på kort och lång sikt är varumärkesportföljen. Efterfrågan på Memprex beskrivs fortsatt överstiga bolagets nuvarande leveranskapacitet och orderläget inför hösten uppges vara starkt för både Memprex och Mellozzan. Detta indikerar att den största begränsningen för den kortsiktiga tillväxten fortsatt är bolagets leveransförmåga snarare än efterfrågan.

Mellozzan med genomslag i Tyskland

Mellozzan säljs idag via partners i Danmark, Norge, Tyskland, Österrike, Schweiz och Storbritannien. Under kvartalet lyfte bolaget återigen fram en positiv utveckling i Tyskland och Storbritannien, vilket indikerar att produkten fortsätter att vinna mark även efter de initiala lanseringarna. Marknadsgodkännande återfinns även i Turkiet, Italien och på en av styrkorna i Kazakstan, där Italien och Turkiet ligger närmast till hands för lansering. Därutöver pågår regulatoriska processer på flera andra marknader, vilket breddar den adresserbara marknaden och minskar beroendet av enskilda marknader.

EQL Pharma genomför för närvarande ett fabriksbyte för Mellozzan, då den nuvarande produktionslösningen enligt bolaget medför för höga tillverkningskostnader och ett mindre effektivt leveransupplägg. Enligt bolaget kommer projektet att slutföras under året och de finansiella effekterna väntas framför allt materialiseras under nästa räkenskapsår. Vi bedömer att fabriksbytet är ett viktigt steg i den fortsatta kommersialiseringen av Mellozzan, då en lägre kostnadsbas och ett effektivare leveransupplägg bör skapa bättre förutsättningar att skala upp försäljningen med förbättrad bruttomarginal.

Utficensieringsavtal Mellozzan

Partner	Marknader	Status	Tidslinje
Medice	Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien, Österrike, Schweiz, Frankrike	Pågående försäljning i Danmark, Norge, Tyskland, Österrike, Schweiz, Storbritannien. Finland och Frankrike inväntar tillstånd	Marknadsgodkännande i Finland och Frankrike väntas under 2026/27
Europeiskt	Spanien	Inväntar marknadsföringstillstånd	Marknadsgodkännande under 2026/27
Italfarmaco	Italien	Godkänd	Lansering under 2026/27
Turkiskt	Turkiet, Kazakstan	Godkänd i Turkiet och på en styrka i Kazakstan	Lansering i Turkiet under 2026/27 och Kazakstan under 2027/28
Adalvo	89 länder utanför Europa och USA	Utvärdering av marknader	Inväntar vidare återkoppling
Pharmalink	GCC-regionen	Inväntar marknadsföringstillstånd	Lansering väntas under 2026/27
Azure	Irland	Inväntar marknadsföringstillstånd	

Memprex fokuserar på ökad produktionskapacitet

Memprex säljs via partners i Storbritannien och Tyskland. Enligt bolaget har försäljningen i Storbritannien vuxit till en nivå där leveranser nu sker mer eller mindre varje kvartal. Under kvartalet lanserades produkten i Tyskland och bolaget räknar med lanseringar i Frankrike och Israel under innevarande räkenskapsår. Frankrike lyfts fram som en särskilt intressant marknad, där bolaget ser en liknande potential som i Tyskland. Under kvartalet tecknades även ett licensavtal för Spanien, en av Europas fem största läkemedelsmarknader. Enligt bolaget väntas den regulatoriska processen gå relativt snabbt, med förhoppningar om marknadsgodkännande redan under nästa räkenskapsår. Därutöver pågår regulatoriska processer och dialoger på ytterligare marknader, vilket successivt breddar produktens internationella närvaro.

Efterfrågan beskrivs fortsatt överstiga nuvarande leveransförmåga och för att undanröja denna flaskhals arbetar bolaget med att kvalificera en ny API-leverantör. Enligt bolaget väntas detta både öka produktionskapaciteten och reducera produktionskostnaden väsentligt. Om tidsplanen håller väntas ansökan om den nya API:n lämnas in under hösten, med ett regulatoriskt godkännande i början av nästa år. Givet en ledtid om cirka sex månader bedömer bolaget att leveranser med den nya API:n kan påbörjas omkring mitten av nästa räkenskapsår. Vi ser API-projektet som ett av de viktigaste värdeskapande initiativen i varumärkesportföljen på kort sikt, då det både väntas undanröja den främsta begränsningen för fortsatt försäljningstillväxt och skapa förutsättningar för en väsentlig förbättring av bruttomarginalen.

Utficensieringsavtal Memprex

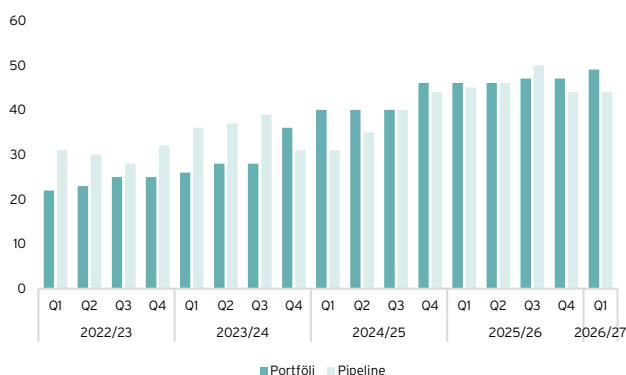
Partner	Marknader	Status	Tidslinje
Mercury Pharmaceuticals	Storbritannien	Pågående försäljning	
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Godkänd	Lansering väntas under 2026/27
Dr. Pfleger Arzneimittel	Tyskland	Pågående försäljning	
Goodlife Specialty BV	BeNeLux	Inväntar marknadsföringstillstånd	Lansering väntas under 2026/27
Azure	Irland	Inväntar marknadsföringstillstånd	
Gebro Holding GmbH	Spanien	Inväntar marknadsföringstillstånd	

Portfölj och pipeline präglas fortsatt av översyn och lanseringsutmaningar

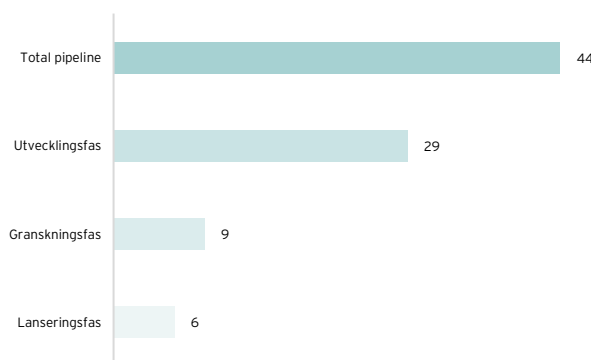
Under kvartalet lanserades två produkter samtidigt som tre nya produkter adderades till pipeline och en produkt togs bort. Produktportföljen ökade därmed sekventiellt till 49 produkter (47) medan pipeline var oförändrad på 44 produkter (44). De nytilkomna produkterna i pipeline beskrivs av bolaget ha kommersiell potential i Norden, Tyskland och i vissa fall även Nederländerna. Vi ser detta som en naturlig följd av att marknaden för nischgenerika i Norden blir alltmer mogen och att bolaget breddar sitt produkturval mot produkter med potential på de nya geografiska marknaderna. Bolaget prioriterar fortsatt ett lägre inflöde av nya produkter och en ersättningsmodell som är mer baktung för att begränsa de initiala investeringarna under den nuvarande perioden med hög skuldsättning. Vi anser att återhållsamheten är förnuftig på kort sikt, men mindre önskvärd om den blir bestående, då det dämpar den långsiktiga tillväxtpotentialen.

Den senaste tiden har präglats av lanseringsutmaningar och en översyn av portfölj och pipeline, vilket bidragit till den svagare tillväxten. Syftet med översynen är att fokusera resurserna på de produkter och marknader där den kommersiella potentialen och sannolikheten för en framgångsrik lansering bedöms vara störst. Enligt bolaget utgör merparten av de produkter som nu närmar sig marknaden de sista projekten från det äldre utvecklingssamarbetet med Cadila. Dessa produkter beskrivs som tekniskt mer komplexa, vilket bidragit till längre utvecklingstider och återkommande förseningar. Bolaget bedömer att utmaningarna är tillfälliga och att den framtida pipeline som väntas lanseras under de kommande två till tre åren till stor del består av mindre tekniskt komplexa produkter med bättre förutsättningar att nå marknaden enligt plan. Vi ser detta som en rimlig förklaring till utmaningarna, men efter flera kvartal med uppskjutna lanseringar anser vi att bolaget först behöver visa en mer stabil genomförandeförmåga innan förtroendet för lanseringsplanerna fullt ut kan återställas.

Portfölj och pipeline



Många produkter i granskning- och lanseringsfas



Osäkerhet kring lanseringstakten

Under kvartalet lanserades Bimatoprost + Timolol och Fluttasino. Ambitionen är fortsatt att lansera ytterligare sju produkter under innevarande räkenskapsår, där merparten väntas under det fjärde kvartalet. Detta är en produkt färre än bolagets tidigare ambition och speglar en mer försiktig syn på tidpunkten för kommande lanseringar. Bolaget medger att ytterligare förseningar inte kan uteslutas givet de utmaningar som kvarstår för produkterna i lanseringsfasen. Vi bedömer därför att risken fortsatt är förhöjd för att en del lanseringar skjuts fram, även om vi ser förutsättningar för att pipeline åter kan bli en viktig drivkraft för den långsiktiga tillväxten bortom innevarande räkenskapsår. Mot den bakgrunden har vi valt att vara något mer konservativa än bolaget i våra estimat för 2026/27, då vi bedömer att osäkerheten kring tidpunkten för kommande lanseringar motiverar en försiktigare syn på försäljningstillväxten under året.

Historiska och planerade produktlanseringar



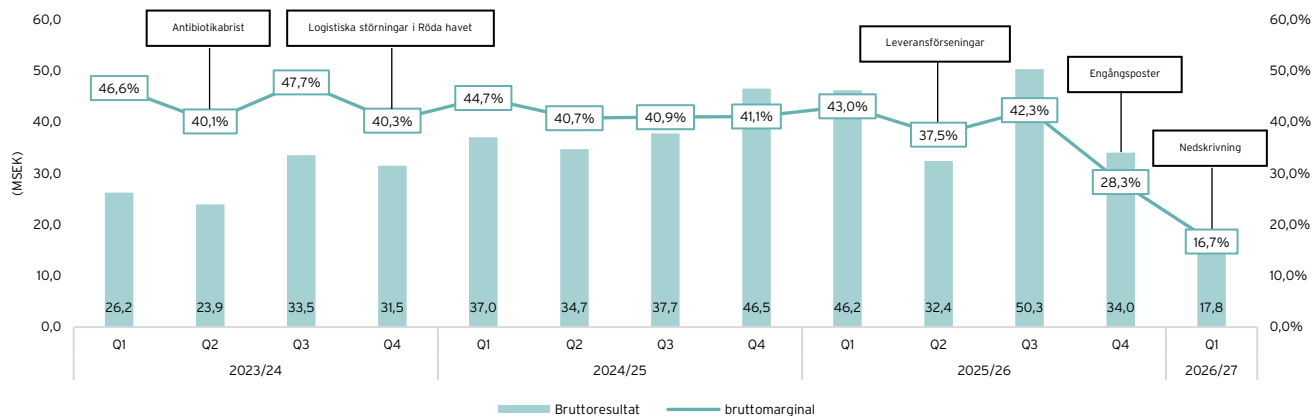
Bruttomarginalen väntas normaliseras

Den rapporterade bruttomarginalen uppgick till 16,7 % under kvartalet, men justerat för lagernedskrivningen om cirka 20 MSEK uppgick den underliggande bruttomarginalen till omkring 35,4 %. Enligt bolaget är detta en representativ nivå för kvartalet, men fortfarande lägre än den nivå som bedöms vara möjlig när leveransförmågan och produkttillgängligheten normaliserats. Den främsta orsaken var att flera viktiga produkter fortsatt präglades av lagerbrister under kvartalet, vilket påverkade både försäljningen och produktmixen negativt.

Lagernedskrivningen var huvudsakligen kopplad till sjukhussegmentet, där faktiska avrop i vissa finska upphandlingar blev betydligt lägre än de volymer som regionerna tidigare prognostiserat. Bolaget betonar att sjukhussegmentet fortsatt utgör en attraktiv marknad, men att händelsen tydliggjort behovet av en mer försiktig lagerplanering och en förbättrad samordning mellan försäljning, prognoser och inköp. Sjukhussegmentet ställer högre krav på prognosarbete och lagerplanering, vilket gör att en mer konservativ planeringsmodell sannolikt minskar risken för framtida kassationer. Bolaget har dessutom genomfört en bred genomgång av lagret och de kommande 24 månadernas prognoser samt avser att arbeta mer framåtblickande med reserveringar för framtida kassationer. Bolaget fortsätter att utvärdera värderingen av lager och andra balansposter, vilket innebär att ytterligare nedskrivningar eller värdejusteringar inte kan uteslutas under räkenskapsåret. Löpande reserveringar kan innebära en något lägre redovisad bruttomarginal, men bör minska risken för större engångsnedskrivningar och bidra till en jämnare kostnadsbild över tid. För att ta höjd för detta har vi inkluderat reserveringar om 3,0 MSEK under resterande del av räkenskapsåret 2026/27 och därefter antagit löpande reserveringar motsvarande 1,5 % av nettoomsättningen under 2027/28, vilket ligger i den övre delen av bolagets ambition om en normaliserad nivå på omkring 1-1,5 % av nettoomsättningen.

Vi bedömer att bruttomarginalen bör förbättras under de kommande kvartalen, förutsatt att lagerbristerna fortsätter att minska. Därutöver arbetar bolaget med flera initiativ för att sänka produktionskostnaderna, där fabriksbytet för Mellozzan och bytet av API-leverantör för Memprex är de mest betydelsefulla. Enligt bolaget har båda projekten möjlighet att strukturellt förbättra bruttomarginalen genom lägre tillverkningskostnader från och med nästa räkenskapsår. Vi bedömer därför att dessa initiativ successivt kan stärka lönsamheten om projekten genomförs enligt plan. Vi har samtidigt sänkt våra antaganden för bruttomarginalen något för att spegla en lägre underliggande bruttomarginal än tidigare samt bolagets ambition att löpande reservera för framtida kassationer. Vi bedömer att osäkerheten kring den långsiktigt normaliserade bruttomarginalen fortfarande är hög och vill därför se flera kvartal med stabil leveransförmåga och en bruttomarginal fri från större engångsposter innan vi ökar vår tilltro till den långsiktiga marginalutvecklingen.

Bruttomarginal, kvartal

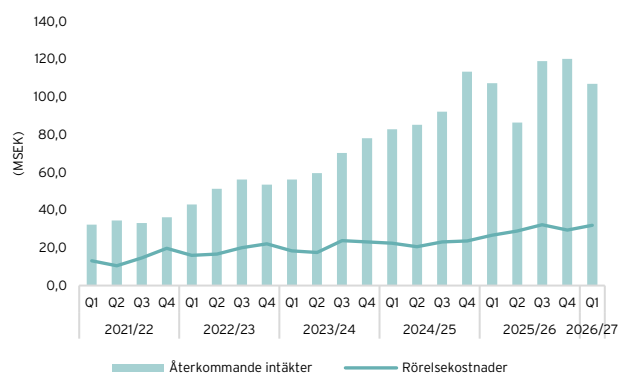


Kostnadsbasen skapar hävstång vid en återhämtning

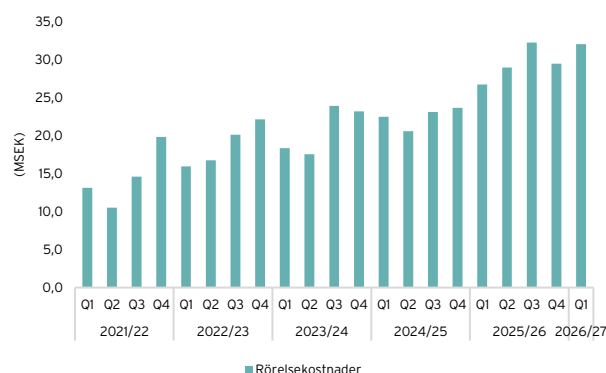
Ökningen i rörelsekostnaderna drevs främst av den större organisation som byggts upp under de senaste åren samt fortsatta investeringar i processer och system. Enligt EQL Pharma utvecklades kostnadsbasen i linje med bolagets egna förväntningar. Under conference callen upprepade bolaget ambitionen att hålla den årliga ökningen i rörelsekostnaderna på ensiffriga nivåer inom ramen för femårsplanen, vilket ska möjliggöras genom effektivare arbetsprocesser, operativa förbättringar och en ökad användning av AI. Ambitionen ligger väl i linje med våra tidigare antaganden och vi har därför inte gjort några större förändringar i våra estimat för rörelsekostnaderna, där vi räknar med att effekterna av genomförda effektiviseringsinitiativ blir mer synliga under H2.

Vi ser kostnadsdisciplinen som en viktig del i återhämtningen av lönsamheten. EQL Pharma har under de senaste åren investerat i organisation, processer och internationell expansion, vilket tillsammans med den lägre tillväxten och den pressade bruttomarginalen tyngt rörelseresultatet på kort sikt. Enligt bolaget är organisationsuppbyggnaden nu i huvudsak genomförd, vilket innebär att framtida försäljningstillväxt i högre utsträckning bör kunna omsättas i ökad lönsamhet genom operationell hävstång.

Återkommande intäkter & rörelsekostnader, kvartal

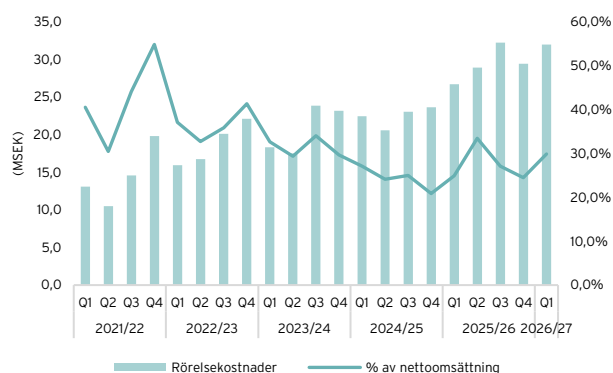


Rörelsekostnader, kvartal

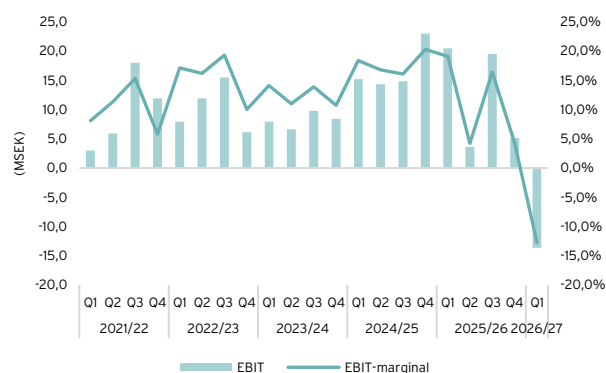


Vi bedömer att en försäljningstillväxt som överstiger ökningen i rörelsekostnaderna och en normalisering av bruttomarginalen utgör de viktigaste drivkrafterna för en gradvis förbättring av rörelsemarginalen och ett successivt återställande av skuldsättningsgraden.

Rörelsekostnader % av nettoomsättning, kvartal



EBIT och EBIT-marginal, kvartal

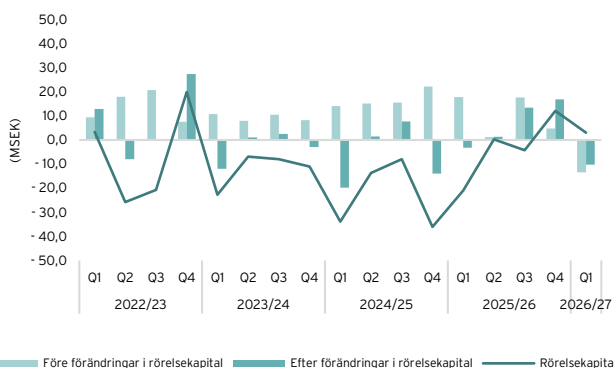


Kassaflöde och finansiell ställning fortsatt i fokus

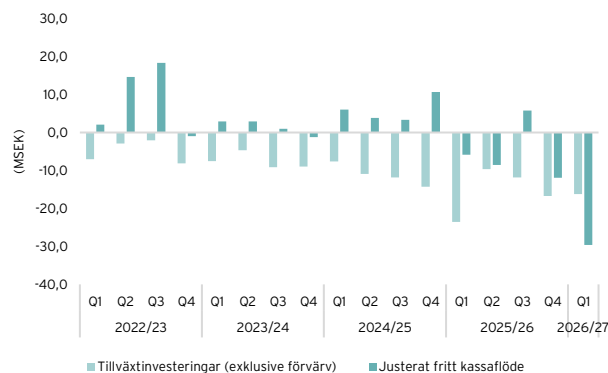
Det svaga rörelseresultatet och den fortsatta höga kapitalbindningen medförde att kassaflödet under kvartalet utvecklades svagt. Vid utgången av kvartalet uppgick nettoskulden till 398,6 MSEK, motsvarande en nettoskuld/EBITDA om 9,9x. Den höga skuldsättningen begränsar det finansiella handlingsutrymmet och gör det extra viktigt att bolaget återgår till en stabil lönsamhet och ett starkare kassaflöde.

Bolaget betonade under conference callen att fokus ligger på att stärka kassagenereringen genom ett högre rörelseresultat, lägre lagerbindning och en mer aktiv styrning av investeringarna i produktportföljen. Investeringarna i nya produkter (CAPEX) uppgick till -16,2 MSEK (-23,6), vilket var betydligt lägre än motsvarande period föregående år. Enligt bolaget är utgifterna för de sju produktlanseringar som planeras under innevarande räkenskapsår i huvudsak redan genomförda, vilket innebär att eventuella justeringar av investeringstakten främst påverkar projekt längre fram i pipeline. Bolaget framhåller att ambitionen fortsatt är att driva samtliga projekt vidare, men att ett eller två projekt kan komma att senareläggas om det skulle krävas för att stärka likviditeten på kort sikt. Vi bedömer att detta ger bolaget ett visst finansiellt handlingsutrymme, även om en längre period med lägre investeringstakt riskerar att dämpa den långsiktiga tillväxten.

Kassaflöde från den löpande verksamheten, kvartal



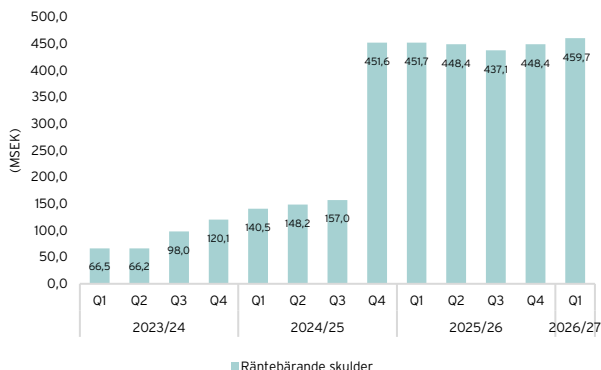
Fritt kassaflöde justerat för förvärv och rörelsekapital, kvartal



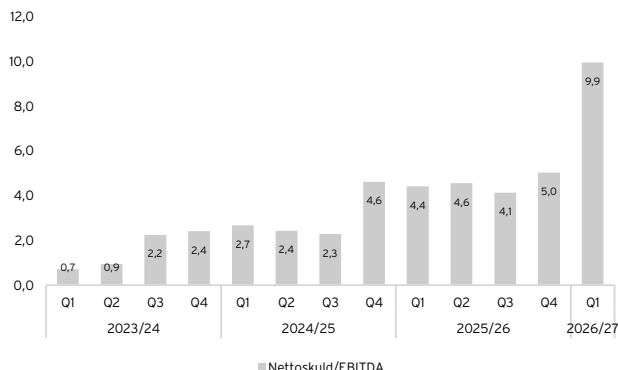
Bolaget upprepade att det inte ser något behov av en nyemission utifrån den information som finns i dagsläget och att det har god marginal till obligationsvillkoren. Likviditetskravet om minst 20 MSEK inkluderar dessutom outnyttjade rörelsekapitalkrediter, vilka uppgår till omkring 27 MSEK. Den höga skuldsättningsgraden visar samtidigt hur känslig kapitalstrukturen blivit när både lönsamheten och kassaflöde pressas.

Vi bedömer att den finansiella risken i dagsläget främst är kopplad till hur snabbt den operativa återhämtningen materialiseras. Bolaget har möjligheter att påverka det kortsiktiga kassaflödet genom en mer aktiv styrning av inköp av lager och investeringar. Den mest hållbara vägen till en lägre skuldsättning är dock ett förbättrat operativt kassaflöde drivet av högre försäljning, en normaliserad bruttomarginal och ett högre rörelseresultat. Om den operativa återhämtningen utvecklas enligt bolagets förväntningar ser vi möjligheter att successivt stärka kassaflödet och minska skuldsättningen. Om återhämtningen däremot skulle försenas ytterligare bedömer vi att bolaget i större utsträckning kan behöva prioritera likviditet framför investeringar i den långsiktiga produktportföljen.

Räntebärande skulder, kvartal



Nettoskuld/EBITDA, kvartal



Förtroendet behöver återuppbyggas

Utöver den svaga operationella utvecklingen har EQL Pharma under den senaste tiden präglats av flera händelser som sannolikt påverkat marknadens förtroende, däribland förändringar i ledningsgruppen, insynsförsäljningar, den pågående insiderutredningen samt frågor kring varför marknaden inte tidigare informerats om den svagare resultatutvecklingen. Vi bedömer att den samlade effekten av dessa händelser har ökat osäkerheten kring bolaget. Även om den pågående insiderutredningen ligger utanför den operativa verksamheten innebär den, tillsammans med övriga händelser, att bolaget har ett större behov än tidigare av att återvinna marknadens förtroende genom konsekvent operativ leverans. Det blir därför viktigt att bolaget nu visar att fokus åter kan riktas mot den underliggande verksamhetens utveckling.

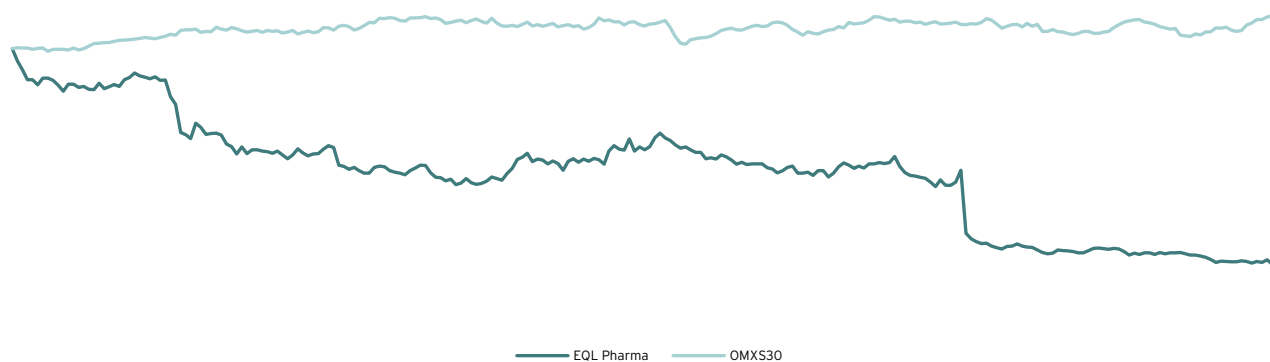
Vi bedömer att bolaget framför allt behöver leverera en stabilare operationell utveckling och visa att de åtgärder som genomförs i verksamheten ger effekt. Det innebär bland annat en starkare kontroll över leveranskedjan och lagernivåerna, lägre risk för kassationer, ett mer förutsägbart genomförande av produktlanseringar samt ett fortsatt fokus på produkter och marknader med hög kommersiell potential. En sådan utveckling bör skapa förutsättningar för högre tillväxt, förbättrad lönsamhet, ett successivt återställande av skuldsättningsgraden och en utveckling som ligger närmare de finansiella mål som kommunicerats till marknaden.

Den svaga operationella utvecklingen väcker naturligtvis frågor kring affärsmodellen. Vår bedömning är dock att de senaste kvartalets utmaningar i första hand är hänförliga till genomförandet snarare än till affärsmodellen i sig. Vi ser positivt på att bolaget identifierat flera konkreta förbättringsområden och initierat åtgärder för att stärka verksamheten. Det återstår samtidigt att visa att dessa åtgärder leder till en mer stabil operationell utveckling och ett mer förutsägbart finansiellt utfall.

Den svaga operationella utvecklingen och det lägre marknadsförtroendet har bidragit till en kraftig multipelkontraktion. Om den befintliga produktportföljen når ett mer normaliserat steady state bedömer vi att den har potential att generera omkring 500 MSEK i nettoomsättning och cirka 200 MSEK i bruttoresultat. Med dagens värdering handlas bolaget därmed till omkring 5,0x EV/bruttoresultat, vilket motsvarar den multipel EQL Pharma historiskt betalat vid förvärv av mogna produktportföljer från andra aktörer. Det betyder att marknaden i begränsad utsträckning tillskriver värde till den nuvarande pipelinen, den internationella expansionen av Mellozzan och Memprex och satsningen inom Specialty Generics samt sjukhussegmentet.

Vi bedömer därför att värderingen speglar ett fortsatt försiktigt scenario. Om bolaget lyckas återställa den operationella utvecklingen och återvinna marknadens förtroende ser vi förutsättningar för en omvärdering av aktien. En sådan omvärdering förutsätter dock att bolaget under en längre period visar en stabil operativ utveckling och levererar i linje med de förväntningar som kommuniceras till marknaden.

Kursutveckling 12 månader



Estimatförändringar

Estimatrevideringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring	
(MSEK)	2026/27E	2027/28E	2026/27E	2027/28E	2026/27E	2027/28E
Nettoomsättning	485,0	636,9	502,4	671,3	-3,5%	-5,1%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>12,1%</i>	<i>31,3%</i>	<i>16,1%</i>	<i>33,6%</i>	<i>-4,0pp</i>	<i>-2,3pp</i>
Övriga rörelseintäkter	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0%	0,0%
Summa intäkter	487,0	638,9	504,4	673,3	-3,5%	-5,1%
Bruttoresultat	159,9	244,3	186,5	263,7	-14,2%	-7,4%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>33,0%</i>	<i>38,4%</i>	<i>37,1%</i>	<i>39,3%</i>	<i>-4,1pp</i>	<i>-0,9pp</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-1,8%</i>	<i>52,7%</i>	<i>14,5%</i>	<i>41,4%</i>	<i>-16,3pp</i>	<i>11,3pp</i>
Rörelsekostnader	-128,7	-140,3	-126,8	-137,6	1,5%	2,0%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>1,7pp</i>	<i>0,5pp</i>
EBITDA	64,5	140,0	91,5	161,7	-29,5%	-13,4%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>13,3%</i>	<i>22,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>24,1%</i>	<i>-4,9pp</i>	<i>-2,1pp</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-10,1%</i>	<i>117,0%</i>	<i>27,4%</i>	<i>76,8%</i>	<i>-37,5pp</i>	<i>40,2pp</i>
EBIT	33,3	106,0	61,7	128,1	-46,0%	-17,3%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>6,9%</i>	<i>16,6%</i>	<i>12,3%</i>	<i>19,1%</i>	<i>-5,4pp</i>	<i>-2,5pp</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-31,6%</i>	<i>218,4%</i>	<i>26,7%</i>	<i>107,7%</i>	<i>-58,3pp</i>	<i>110,7pp</i>

Estimat för 2026/27

Estimat för räkenskapsåret 2026/27E					
(MSEK)	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E	2026/27E
Nettoomsättning	107,0	116,4	126,9	134,8	485,0
% y-o-y	-0,3%	34,7%	6,7%	12,2%	12,1%
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0
Summa intäkter	107,5	116,9	127,4	135,3	487,0
Bruttoresultat	17,8	44,1	47,4	50,5	159,9
Bruttomarginal	16,7%	37,9%	37,4%	37,5%	33,0%
% y-o-y	-61,4%	36,2%	-5,7%	48,7%	-1,8%
Rörelsekostnader	-32,0	-32,3	-33,0	-31,4	-128,7
% y-o-y	19,8%	11,7%	2,4%	6,7%	9,8%
EBITDA	-5,9	20,1	22,7	27,6	64,5
EBITDA-marginal	-5,5%	17,2%	17,9%	20,5%	13,3%
% y-o-y	n/a	124,2%	-8,6%	127,7%	-10,1%
EBIT	-13,6	12,4	14,9	19,6	33,3
EBIT-marginal	-12,7%	10,6%	11,8%	14,6%	6,9%
% y-o-y	n/a	243,9%	-23,5%	283,8%	-31,6%

Estimat fram till 2027/28

Estimat fram till räkenskapsåret 2027/28					
(MSEK)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E
Nettoomsättning	264,2	373,5	432,7	485,0	636,9
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>29,6%</i>	<i>41,4%</i>	<i>15,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>31,3%</i>
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,1	3,1	2,0	2,0
Summa intäkter	264,7	374,6	435,8	487,0	638,9
<i>EV/S</i>	<i>3,8</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>1,6</i>
Bruttoresultat	115,1	156,0	162,8	159,9	244,3
<i>Bruttomarginal</i>	<i>43,6%</i>	<i>41,8%</i>	<i>37,6%</i>	<i>33,0%</i>	<i>38,4%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-0,7%</i>	<i>35,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>52,7%</i>
Rörelsekostnader	-82,9	-89,7	-117,2	-128,7	-140,3
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>10,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>30,7%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,0%</i>
EBITDA	42,2	78,3	71,8	64,5	140,0
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>16,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>16,6%</i>	<i>13,3%</i>	<i>22,0%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-26,8%</i>	<i>85,5%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>-10,1%</i>	<i>117,0%</i>
<i>EV/EBITDA</i>	<i>23,8</i>	<i>12,8</i>	<i>14,0</i>	<i>15,6</i>	<i>7,2</i>
EBIT	32,6	67,4	48,7	33,3	106,0
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12,3%</i>	<i>18,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>16,6%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-21,1%</i>	<i>106,6%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>-31,6%</i>	<i>218,4%</i>
<i>EV/EBIT</i>	<i>30,8</i>	<i>14,9</i>	<i>20,7</i>	<i>30,2</i>	<i>9,5</i>

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi har valt att värdera EQL Pharma utifrån en multipel om 15x (20x) EBIT för räkenskapsåret 2027/28E. Sänkningen av värderingsmultipeln motiveras av den svagare operationella utvecklingen och den ökade osäkerheten kring bolagets framtida försäljnings- och lönsamhetsutveckling. Multipeln ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs baserat på våra estimat för 2027/28E. Vi redovisar även värderingen med en applicerad säkerhetsmarginal.

Värdering				
	Multipel	EBIT 2027/28E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027/28E	15	106,0	1 191,2	40,3
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	15	74,2	714,3	24,2

Nedan följer potentiell avkastning för 2027/28E om EQL Pharma utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2027/28E	1,96	96,3%	40,1%	1,18	17,7%	8,5%

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

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2027/28E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	661,3	22,4	9,0%	343,3	11,6	-43,4%
11	767,3	26,0	26,4%	417,5	14,1	-31,2%
12	873,2	29,6	43,9%	491,7	16,7	-19,0%
13	979,2	33,2	61,4%	565,9	19,2	-6,7%
14	1 085,2	36,8	78,8%	640,1	21,7	5,5%
15	1 191,2	40,3	96,3%	714,3	24,2	17,7%
16	1 297,2	43,9	113,8%	788,5	26,7	29,9%
17	1 403,2	47,5	131,2%	862,7	29,2	42,2%
18	1 509,2	51,1	148,7%	936,8	31,7	54,4%
19	1 615,2	54,7	166,2%	1 011,0	34,2	66,6%
20	1 721,1	58,3	183,6%	1 085,2	36,8	78,8%

Källor

1. <https://mb.cision.com/Main/11664/4380678/4211411.pdf>
2. <https://youtu.be/W1LOqeOZsuc?si=rb9dcOvBsSzcVA3O>

Disclaimer

Kalqyl 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 har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys