EQL Pharma

Rapportkommentar Q2’26/27

2026-11-11

EQL Pharma redovisade en nettoomsättning om 157,2 MSEK (86,4) i det andra kvartalet, motsvarande en tillväxt om 82,0 % (1,3). Bruttoresultatet uppgick till 56,2 MSEK (32,4), motsvarande en bruttomarginal om 35,8 % (37,5). EBIT uppgick till 22,4 MSEK (3,6), motsvarande en EBIT-marginal om 14,3 % (4,2). Periodens kassaflöde uppgick till -8,7 MSEK (22,2) och kassan till 52,4 MSEK (78,3) vid kvartalets slut.

Kraftig försäljningstillväxt med stöd av tillfälliga effekter
Nettoomsättningen ökade med 82,0 % till 157,2 MSEK (86,4), drivet av bättre produkttillgänglighet, tillfällig merförsäljning när konkurrenter saknat en nyckelprodukt samt en ackumulerad försäljningsbaserad milstolpsintäkt för Mellozzan. De två sistnämnda effekterna uppgick enligt bolaget till cirka 37 MSEK. Exklusive dessa uppskattar ledningen försäljningen till omkring 120 MSEK, cirka 39 % högre än rapporterad försäljning föregående år och 12 % högre än i Q1. Bruttoresultatet ökade med 73,5 % till 56,2 MSEK (32,4), men bruttomarginalen minskade till 35,8 % (37,5). Nedskrivningar av lager och leverantörsfordringar belastade med 15 MSEK. Rörelsekostnaderna ökade med 18,7 % till 34,3 MSEK (28,9). EBIT uppgick till 22,4 MSEK (3,6), motsvarande en marginal på 14,3 % (4,2). Exklusive nedskrivningarna uppgick EBIT till 37,4 MSEK, men även det resultatet inkluderar de positiva försäljningseffekterna. Kvartalet visar därmed en tydlig återhämtning från Q1, även om resultatnivån inte fullt speglar den löpande intjäningen framåt.

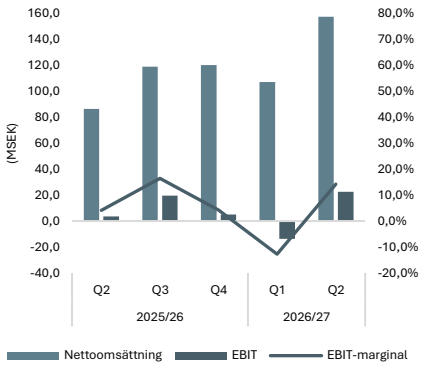
Stabilare leveranser, men fortsatt osäker lanseringstakt
EQL Pharma upprepar prognosen om cirka 15 % försäljningstillväxt under 2026/27 med större tillförsikt efter Q2. Lagertillgängligheten ser stabilare ut inför H2, men en till två betydande restsituationer kvarstår. Fyra ytterligare produktlanseringar planeras under året, varav tre är osäkra och väntas tidigast i Q4. Bidraget till årets försäljning blir därför begränsat. Mellozzan växer främst i Tyskland och Schweiz. För Memprex överstiger efterfrågan fortsatt leveranskapaciteten. Ansökan för en ny API-källa är inlämnad och ledningen hoppas på första leveranser omkring skiftet mellan Q1 och Q2’27/28, följt av en gradvis övergång. Mellozzans nya fabrik kan börja leverera sent i Q4’26/27 eller i Q1’27/28. Projekten ska sänka produktkostnaderna och för Memprex även möjliggöra högre volymer. Ledningen bedömer den underliggande bruttomarginalen till 35–40 % under omställningen och 40–43 % vid normal drift, med ytterligare potential från produktionsprojekten. Ensiffrig OPEX-tillväxt väntas inte längre nås under 2026/27, bland annat genom mindre aktivering av utgifter. Effektiviseringar och personalminskningar väntas dock bromsa kostnadsökningarna framåt. Femårsplanens mål kvarstår tills vidare, men möjligheten att nå dem utvärderas.

Outlook
Rapporten överträffade våra förväntningar avseende försäljning och EBIT, även om merparten av försäljningsavvikelsen förklarades av tillfälliga effekter. Vi ser positivt på att bättre lagertillgänglighet även lyfter den löpande försäljningen. För 2026/27 höjer vi nettoomsättningen med 5,0 %, men lämnar EBIT i princip oförändrat eftersom lägre bruttomarginal och högre rörelsekostnader motverkar försäljningsökningen. Försenade lanseringar och ett gradvis genomslag från produktionsprojekten motiverar försiktigare antaganden för nästa år. Nettoomsättningen sänks med 6,4 % och EBIT med 17,9 % för 2027/28E. Vi räknar fortfarande med en tydlig resultatåterhämtning genom högre försäljning, förbättrad produktmix och långsammare kostnadsökningar. Nettoskulden uppgick dock till 400,1 MSEK och har ännu inte minskat. Fortsatta produktinvesteringar innebär att högre intjäning behöver omsättas i starkare kassaflöde för att minska den finansiella risken. Kvartalet stärker försiktigt caset för en återhämtning, men stabilare leveranser, fler genomförda lanseringar och förbättrad kassagenerering behövs för att bekräfta vändningen. Vårt nya motiverade värde för 2027/28E uppgår till 29,8 SEK (40,3) per aktie, motsvarande en uppsida på 15,1 %.

Fakta

VD	Axel Schörling
Lista	Nasdaq
Ticker	EQL
Aktiekurs (SEK)	25,9
Antal aktier (Miljoner)	29,5
Börsvärde (MSEK)	764,8
Nettoskuld (MSEK)	400,1
EV (MSEK)	1 164,9
Insiderägande	54,6%
Nästa rapport	2027-02-04

Kvartalsutveckling

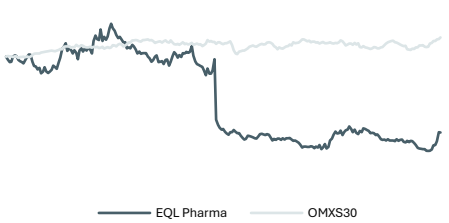


Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

(MSEK)	**2023/24**	**2024/25**	**2025/26**	**2026/27E**	**2027/28E**
Nettoomsättning	264,2	373,5	432,7	509,1	596,2
Tillväxt y-o-y	*29,6%*	*41,4%*	*15,8%*	*17,7%*	*17,1%*
EV/S	*4,4*	*3,1*	*2,7*	*2,3*	*2,0*
Bruttoresultat	115,1	156,0	162,8	162,9	226,1
Bruttomarginal	*43,6%*	*41,8%*	*37,6%*	*32,0%*	*37,9%*
Rörelsekostnader	-82,9	-89,7	-117,2	-131,9	-141,1
Tillväxt y-o-y	*10,6%*	*8,2%*	*30,7%*	*12,5%*	*7,0%*
EBITDA	42,2	78,3	71,8	63,5	120,2
EBITDA-marginal	*16,0%*	*21,0%*	*16,6%*	*12,5%*	*20,2%*
Tillväxt y-o-y	*-26,8%*	*85,5%*	*-8,3%*	*-11,5%*	*89,3%*
EBIT	32,6	67,4	48,7	33,1	87,0
EBIT-marginal	*12,3%*	*18,0%*	*11,3%*	*6,5%*	*14,6%*
Tillväxt y-o-y	*-21,1%*	*106,7%*	*-27,7%*	*-32,1%*	*163,2%*
EV/EBIT	*35,7*	*17,3*	*23,9*	*35,2*	*13,4*
EV/EBIT inkl kassauppb.	-	-	-	*35,7*	*13,7*

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	**1 m**	**3 m**	**12m**
EQL Pharma	+20,1	+29,7	-50,8

Detta är en uppdragsanalys. Mer information och disclaimer finns på sista sidan.

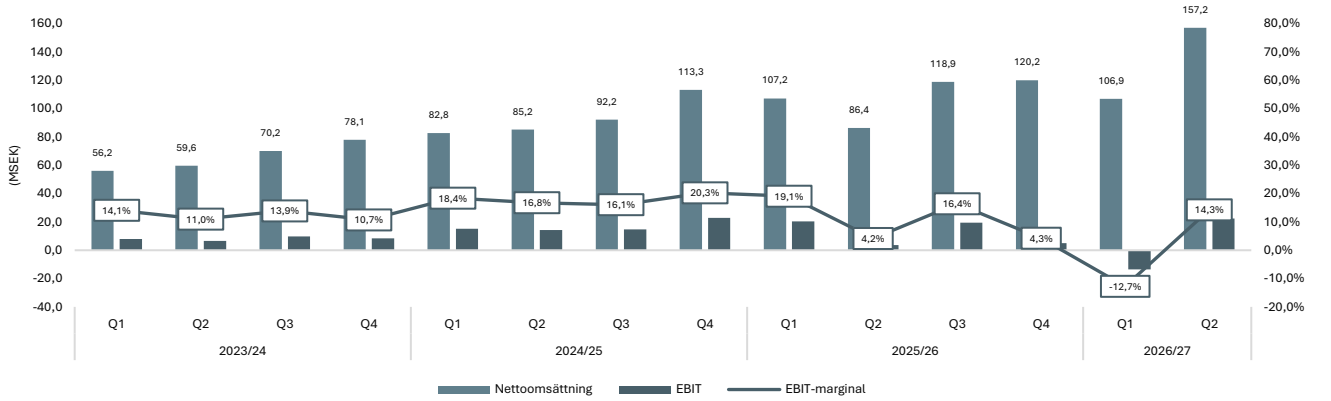
Förbättrad lagertillgänglighet och tillfälliga effekter lyfter försäljningen

Nettoomsättningen ökade med 82,0 % till 157,2 MSEK (86,4). Jämförelsekvartalet präglades av omfattande leveransstörningar, vilket förstärkte tillväxten på årsbasis. Utvecklingen drevs av bättre tillgänglighet i den befintliga portföljen, merförsäljning när konkurrenter saknat en nyckelprodukt samt en ackumulerad försäljningsbaserad milstolpsintäkt för Mellozzan. Bolaget uppskattar merförsäljningen och milstolpsintäkten till cirka 37 MSEK, där merparten avser konkurrenternas restsituation. Exklusive dessa effekter uppskattar ledningen försäljningen till omkring 120 MSEK. Det är cirka 39 % högre än rapporterad försäljning föregående år och 12 % högre än i Q1.

Bruttoresultatet ökade med 73,5 % till 56,2 MSEK (32,4), men bruttomarginalen minskade till 35,8 % (37,5). Kvartalet belastades av nedskrivningar av lager och leverantörsfordringar på sammanlagt 15 MSEK. Lagerposterna avsåg främst sjukhusprodukter. Justeringarna följer den fördjupade balansräkningsgenomgång som aviserades efter Q1. Exklusive dessa poster uppgick bruttoresultatet till 71,2 MSEK, motsvarande en marginal på 45,3 %. Den nivån inkluderar dock milstolpsintäkten med hög marginal och bidraget från den tillfälliga merförsäljningen och ska därför inte tolkas som kvartalets underliggande bruttomarginal.

Rörelsekostnaderna ökade med 18,7 % till 34,3 MSEK (28,9), motsvarande en sekventiell ökning på 7,3 %. EBIT uppgick till 22,4 MSEK (3,6), med en marginal på 14,3 % (4,2). Exklusive nedskrivningarna uppgick EBIT till 37,4 MSEK. Även det resultatet inkluderar kvartalets positiva försäljningseffekter. Utfallet visar en tydlig återhämtning från Q1, men ger inte en direkt bild av den löpande intjäningen framåt.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten var klart bättre än våra förväntningar avseende försäljning och resultat. De positiva försäljningseffekterna förklarade merparten av omsättningsavvikelsen. Även bolagets uppskattade försäljning exklusive dessa låg dock något över vårt estimat, vilket indikerar att återhämtningen i den befintliga portföljen blev något bättre än väntat. Bruttoresultatet översteg prognosen genom den högre försäljningen. Den rapporterade bruttomarginalen understeg vårt antagande och rörelsekostnaderna var högre än väntat, men försäljningsökningen mer än kompenserade för detta. EBIT överträffade därför prognosen tydligt. Eftersom resultatbidraget från merförsäljningen och milstolpsintäkten inte särredovisas går det däremot inte att fastställa en exakt underliggande resultatavvikelse.

Utfall vs Estimat Q2 2026/27

(MSEK)	Q2’25/26	Q3’25/26	Q4’25/26	Q1’26/27	Q2’26/27A	Q2’26/27E	Diff
Nettoomsättning	**86,4**	**118,9**	**120,2**	**106,9**	**157,2**	**116,4**	**35,1%**
Tillväxt y-o-y	*1,3%*	*28,9%*	*6,1%*	*-0,3%*	*82,0%*	*34,7%*	*47,3pp*
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,5	0,5	0,5	0,5	0,5	6,0%
Summa intäkter	**86,5**	**120,4**	**120,7**	**107,4**	**157,8**	**116,9**	**34,9%**
Bruttoresultat	**32,4**	**50,3**	**34,0**	**17,8**	**56,2**	**44,1**	**27,5%**
Bruttomarginal	*37,5%*	*42,3%*	*28,3%*	*16,7%*	*35,8%*	*37,9%*	*-2,1pp*
Tillväxt y-o-y	*-6,7%*	*33,2%*	*-26,9%*	*-61,4%*	*73,5%*	*36,2%*	*37,3pp*
Rörelsekostnader	**-28,9**	**-32,2**	**-29,4**	**-32,0**	**-34,3**	**-32,3**	**6,3%**
Tillväxt y-o-y	*40,6%*	*39,7%*	*24,5%*	*19,8%*	*18,7%*	*11,7%*	*7,0pp*
EBITDA	**9,0**	**24,9**	**12,1**	**-5,9**	**29,9**	**20,1**	**48,7%**
EBITDA-marginal	*10,4%*	*20,9%*	*10,1%*	*-5,5%*	*19,0%*	*17,2%*	*1,8pp*
Tillväxt y-o-y	*-48,5%*	*40,3%*	*-57,5%*	*-122,9%*	*233,9%*	*124,2%*	*109,7pp*
EBIT	**3,6**	**19,5**	**5,1**	**-13,6**	**22,4**	**12,3**	**82,5%**
EBIT-marginal	*4,2%*	*16,4%*	*4,3%*	*-12,7%*	*14,3%*	*10,6%*	*3,7pp*
Tillväxt y-o-y	*-74,9%*	*31,5%*	*-77,7%*	*n/a*	*525,4%*	*243,9%*	*281,5pp*

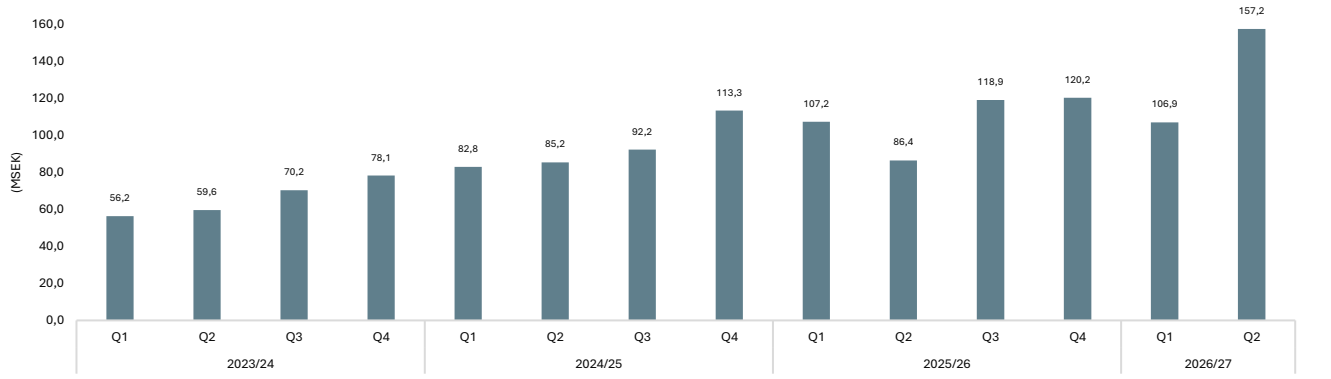
Stabilare försäljning, men nästa steg kräver fler lanseringar

EQL Pharma behåller prognosen om cirka 15 % försäljningstillväxt under 2026/27 och uttrycker större tillförsikt efter Q2. Prognosen motsvarar en helårsomsättning på omkring 497,6 MSEK. Efter första halvårets försäljning på 264,1 MSEK krävs cirka 233,4 MSEK under H2, motsvarande en minskning på 2,4 % mot föregående år. Det innebär en genomsnittlig kvartalsförsäljning på cirka 116,7 MSEK, nära ledningens uppskattning av portföljens nuvarande underliggande nivå på omkring 120 MSEK.

Vi bedömer därför att helårsprognosen framstår som mer uppnåelig än efter Q1. Enligt ledningen är den inte starkt beroende av årets återstående lanseringar, eftersom dessa väntas komma sent och få begränsad helårseffekt. Utfallet påverkas i högre grad av bibehållen produkttillgänglighet och tidpunkten för leveranser inom varumärkesportföljen. För att lyfta försäljningen från den nuvarande nivån behöver däremot fler produkter nå marknaden och leveranskapaciteten för Memprex öka.

Femårsplanens mål kvarstår tills vidare. Bolaget utvärderar dock hur den svaga perioden och lanseringsförseningarna påverkar möjligheten att nå dem och väntas troligen återkomma under innevarande räkenskapsår. Vi ser Q2 som ett förbättrat utgångsläge, men anser att genomförandet under kommande kvartal blir mer avgörande för de långsiktiga utsikterna än det enskilda rapportutfallet.

Nettoomsättning, kvartal



Bättre produkttillgänglighet, men återstående brister begränsar försäljningen

Leveranssituationen har förbättrats sedan problemen inleddes under Q2’25/26. Enligt ledningens tillbakablick hade bolaget omkring fem till sju viktiga produkter med lagerbrist under den mest utmanande perioden. Vid Q2-rapporteringen återstod omkring en till två betydande restsituationer. Ledningen bedömer att den akuta problemlösningsfasen ligger bakom verksamheten, vilket frigör resurser för mer långsiktigt arbete med inköp, lagerplanering och leverantörsstyrning.

De två kvarvarande större restsituationerna uppskattas medföra ett försäljningsbortfall på omkring 7 MSEK per kvartal. Produkterna har högre bruttomarginal än portföljens genomsnitt. För den ena produkten har kvalitetsavvikelser i produktionen orsakat långvariga förseningar. Ledningen hoppas kunna återfylla lagret gradvis mot slutet av Q3’26/27. Den andra har påverkats av ett leverantörsbyte som inte fungerade som avsett. Bolaget har återgått till den tidigare leverantören och räknar med att produkten är tillbaka tidigast omkring skiftet mellan Q1 och Q2’27/28. Hela försäljningsbortfallet kan därför inte antas återvinnas under innevarande år.

Vi noterade att nya restnoteringar tillkommit hos Läkemedelsverket, trots bolagets beskrivning av ett förbättrat lagerläge. I vår VD-intervju framhåller Schörling att en registrerad restnotering kan avse en enskild styrka eller förpackningsstorlek utan någon större ekonomisk påverkan. Vi bedömer därför att vilka produkter som berörs och bristernas varaktighet är mer relevanta än antalet registreringar. Den lägre nivån av betydande restsituationer är ett framsteg, men återhämtningen har tagit längre tid än bolaget ursprungligen räknat med. Det motiverar fortsatt försiktighet kring tidsplanerna.

Lagertillgänglighet enligt bolaget

Rapportperiod	Omfattning av lagerbrister	Utveckling och bolagets kommunikation
Q2’25/26	Flera viktiga högmarginalprodukter	Flera samverkande leveransstörningar fick betydande påverkan på försäljning och lönsamhet. Även Memprexleveranserna begränsades kraftigt. Bolaget inledde förbättringsarbetet och räknade med gradvis återkomst av produkter under Q3 och Q4.
Q3’25/26	Majoriteten av restsituationerna kvarstod	Memprexleveranserna förbättrades och bidrog till resultatåterhämtningen, trots fortsatta brister i övriga portföljen. Lagerläget vid kvartalsslutet beskrevs som övergripande bättre. Ytterligare förbättring väntades under Q4.
Q4’25/26	Kvarvarande lagerbrister	Lagernivåerna förbättrades något från Q3, men vissa leveranser uteblev. En svårare logistik- och inköpssituation medförde att återhämtningsplanen justerades. Förbättringar väntades fortsätta under Q1’26/27.
Q1’26/27	Betydande brister under kvartalet	Flera restsituationer som bolaget hoppats lösa under Q4 kvarstod in i Q1. Ingående lagertillgänglighet blev därför svagare än väntat och begränsade både försäljning och bruttomarginal. Vid rapporteringen beskrev ledningen bättre utsikter för Q2 och Q3.
Q2’26/27	1–2 betydande restsituationer	Ledningen bedömde att den akuta problemlösningsfasen var avslutad. En av de två kvarvarande produkterna väntades gradvis återkomma mot slutet av Q3’26/27. Den andra väntades tillbaka tidigast omkring skiftet mellan Q1 och Q2’27/28.

** Uppgifter avser delvis rapporttillfället efter kvartalets slut och är inte jämförbara med kvartalsgenomsnittet.*

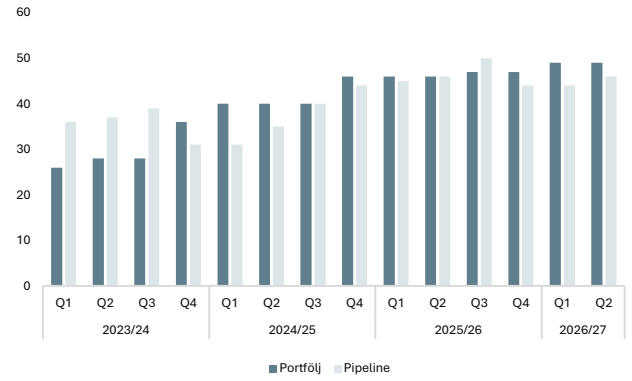
Regulatoriska framsteg, men fortsatta förseningar i lanseringsfasen

Produktportföljen var oförändrad på 49 marknadsförda produkter vid utgången av Q2, eftersom ingen ny produkt lanserades under kvartalet. Två produkter adderades till pipelinen, som ökade till 46 produkter från 44 i Q1. Av dessa befann sig 30 i utvecklingsfas, fem i granskningsfas och elva i lanseringsfas. Produktantalet utgår från unik aktiv substans och/eller beredningsform. Expansion till fler marknader ökar därför inte antalet produkter.

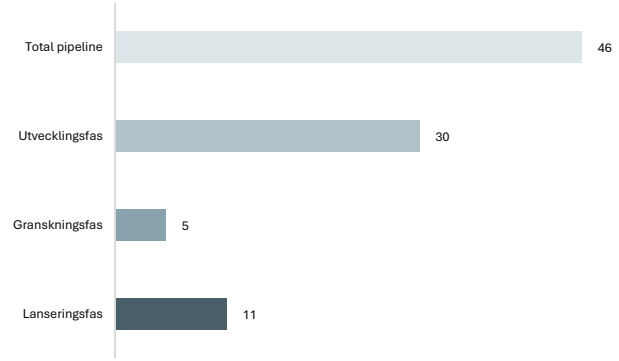
Under kvartalet erhöll bolaget marknadsgodkännanden för fem nya produkter, däribland de första mer betydande produkterna inom Specialty Generics. Godkännandena stärker förutsättningarna för framtida försäljning, men tillverkning, analys, prissättning och andra förberedelser återstår före lansering. Specialty Generics väntas dessutom bygga försäljning under flera år innan produkterna når sin fulla potential.

Bolaget fortsätter även att utvärdera portföljens och pipelinens ekonomiska förutsättningar. Produkter med svag lönsamhet, hög kapitalbindning eller stort resursbehov kan prioriteras bort. Det kan medföra ytterligare nedskrivningar, men också frigöra kapital och arbetskapacitet. Vi ser prioriteringen som rimlig. En längre period med begränsat inflöde av nya projekt riskerar dock att dämpa tillväxten längre fram. Uppgiften blir därför att kommersialisera befintliga projekt och stärka kassagenereringen så att framtida produkter kan finansieras.

Portfölj och pipeline



Många produkter i granskning- och lanseringsfas



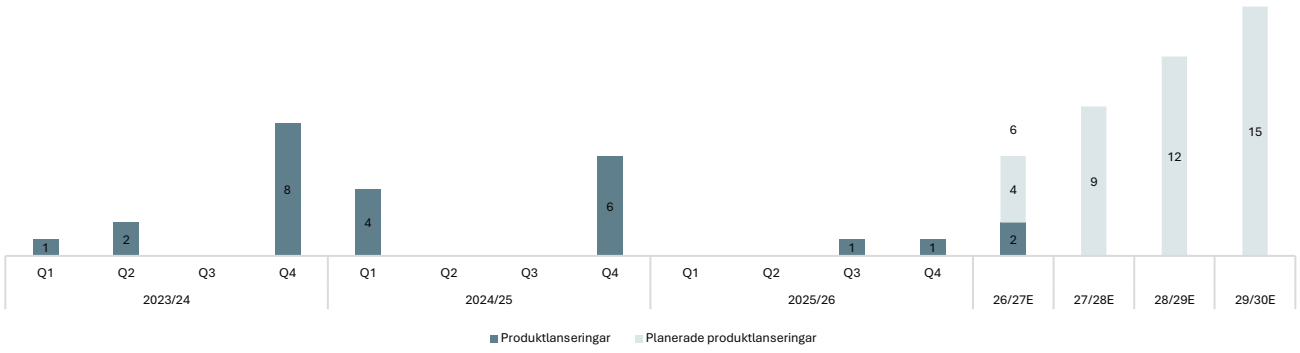
Fyra återstående lanseringar under innevarande år, varav tre är osäkra

Bolaget räknar nu med fyra ytterligare lanseringar under 2026/27, från den tidigare ambition om åtta som bolaget hänvisar till i Q2-rapporteringen. Inklusive de två genomförda lanseringarna i Q1 innebär planen totalt sex under helåret. En bedöms kunna genomföras under Q3. De övriga tre väntas tidigast i Q4 och är beroende av att kvarvarande tekniska problem löses. Ytterligare förseningar kan därför både minska årets bidrag och förskjuta intäkter under 2027/28.

Den främsta flaskhalsen är överföringen av analytiska metoder från tillverkarens laboratorium till det mottagande laboratoriet inom EU. Analyserna behöver fungera tillförlitligt för att produkterna ska kunna frisläppas. Bolagets långsiktiga åtgärd är att genomföra metodöverföringen tidigare i utvecklingsprojekten. För de aktuella produkterna behöver problemen dock lösas inom den befintliga processen, och liknande risker kvarstår för vissa projekt längre fram i pipelinen.

Den aktuella lanseringsprofilen omfattar nio produkter under 2027/28, tolv under 2028/29 och femton under 2029/30. Den visar potential för högre aktivitet, men är ingen finansiell prognos. Vi räknar inte med att samtliga produkter når marknaden enligt ursprunglig tidplan eller omedelbart uppnår sin försäljningspotential.

Historiska och planerade produktlanseringar



Mellozzan växer i Tyskland och Schweiz

Mellozzans utveckling på partnermarknaderna drivs främst av Tyskland och Schweiz. Enligt ledningen har Medice behållit en marknadsandel på omkring 75 % i Tyskland trots konkurrens. Milstolpsintäkten under Q2 visar att partnerförsäljningen passerat en avtalad tröskel, men avser en ackumulerad utveckling och bör inte betraktas som en löpande kvartalsintäkt.

Utvecklingen skiljer sig mellan marknaderna. Sverige beskrivs som stabilt med goda marginaler. Storbritannien har varit mer utmanande eftersom marknaden redan var konkurrensutsatt vid inträdet. Även Danmark och Norge präglas av hög konkurrens, och Österrike har inte utvecklats lika snabbt som Schweiz. Tillväxten bör därför främst kopplas till de marknader där partnern redan visat kommersiellt genomslag.

Mellozzan har lanserats i Turkiet genom Abdi Ibrahim. Nästa steg är en planerad lansering av den lägre styrkan i Kazakstan under 2026/27 samt Italien under 2027/28. Regulatoriska processer pågår även i GCC och Irland. De nya marknaderna breddar potentialen, men bidragen är svårbedömda innan produkten etablerats och partnerbeställningarna blivit mer återkommande.

Fabriksbytet ska sänka tillverkningskostnaderna och förbättra leveransvillkoren. De första beställningarna har börjat styras om och ledningen bedömer att leveranser kan inledas sent under Q4’26/27 eller i Q1’27/28. Vi ser projektet som en möjlighet att stärka intjäningen på befintliga volymer. Effekten behöver dock räknas in gradvis när leveranser från den nya fabriken når försäljningen.

Utlicensieringsavtal Mellozzan

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

Memprex behöver högre kapacitet för att möta efterfrågan

För Memprex överstiger efterfrågan fortsatt den tillgängliga leveranskapaciteten. Bolaget beskriver orderboken som god, men behöver fördela volymer mellan kunder för att begränsa risken för lagerbrist hos enskilda partners. Storbritannien utgör en etablerad basvolym och Tyskland är en viktig tillväxtmarknad. Under Q2 levererades även lanseringsvolymer till partnern i Frankrike, men vid rapportpresentationen hade produkten ännu inte lanserats på slutmarknaden. Israel och BeNeLux breddar den kommande marknadsnärvaron.

Den viktigaste åtgärden är därför kvalificeringen av en ny API-källa. Ansökan är inlämnad och ledningen hoppas på godkännande under Q4’26/27. Med omkring sex månaders orderledtid kan de första kommersiella leveranserna komma omkring skiftet mellan Q1 och Q2’27/28. Kunderna ska därefter flyttas över stegvis för att begränsa risken vid leverantörsbytet. Ett godkännande innebär därför inte att hela kapacitets- eller kostnadsförbättringen uppstår direkt.

Ledningen ser möjlighet att över tid nå en produktmarginal på omkring 50–60 %. Det avser produktens marginal före de avskrivningar som belastar den rapporterade bruttomarginalen. Vi bedömer att den befintliga efterfrågan ger en tydlig kommersiell möjlighet, men prognosen behöver ta hänsyn till både regulatorisk risk och uppstarten hos den nya leverantören. Vi räknar därför med ett successivt genomslag under 2027/28.

Utlicensieringsavtal Memprex

Partner	Marknader	Status	Tidslinje
Mercury Pharmaceuticals	Storbritannien	Försäljning	
Laboratoires Majorelle	Frankrike	Godkänd	Lansering väntas under 2026/27
Dr. Pfleger Arzneimittel	Tyskland	Försäljning	
Ej namngiven	Israel	Godkänd	Lansering väntas under 2026/27.
Goodlife Specialty BV	BeNeLux	Godkänd	Lansering väntas under 2027/28
Azure	Irland	Inväntar marknadsföringstillstånd	
Gebro Holding GmbH	Spanien	Inväntar marknadsföringstillstånd	
PharmaCenter	Ungern	Inväntar marknadsföringstillstånd	

Gradvis bruttomarginalförbättring när produktmix och produktkostnader förbättras

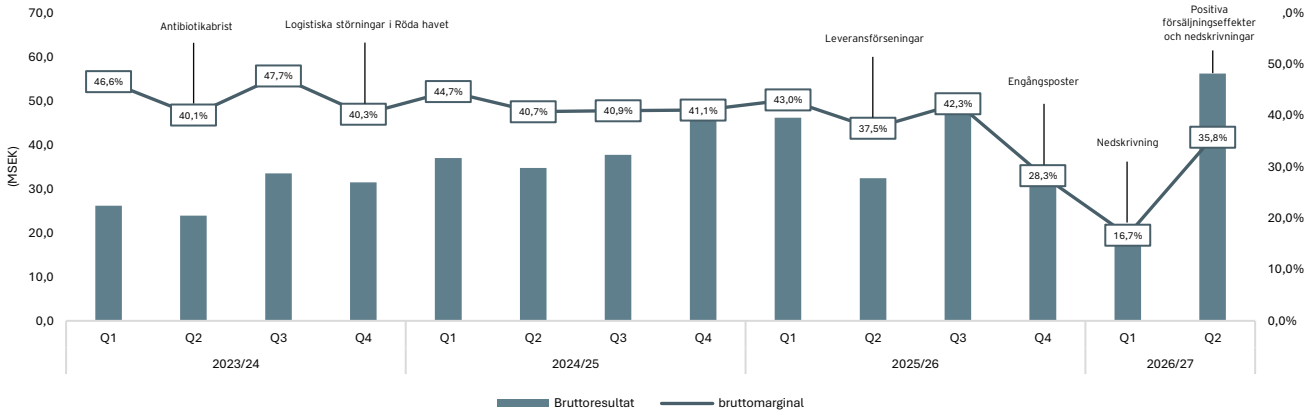
Den löpande marginalutvecklingen avgörs främst av produkttillgänglighet, försäljningsmix och produktkostnader. Återkomst av restnoterade högmarginalprodukter kan höja portföljens genomsnitt, och lägre tillverkningskostnader för Mellozzan och Memprex kan förbättra lönsamheten på redan etablerad försäljning. Effekten beror på produkternas andel av omsättningen och när de lägre kostnaderna når resultaträkningen.

Ledningen bedömer den underliggande bruttomarginalen till 35–40 % under omställningen. Den befintliga portföljen, med ett begränsat antal ytterligare lanseringar, bedöms kunna nå 40–43 % vid normal drift. Produktionsprojekten kan ge ytterligare potential. Någon preciserad tidpunkt för normal drift anges dock inte.

Normala kassationskostnader behöver också bäras av verksamheten. Ledningen hänvisar till en möjlig nivå omkring 1,5–2 % av försäljningen och överväger löpande reserveringar för att fördela kostnaderna jämnare över året. Nivå och införandetidpunkt är dock inte fastställda. Enligt ledningen bör normalintervallet på 40–43 % kunna nås även med sådana reserveringar.

Vi prognostiserar en gradvis förbättrad bruttomarginal under resterande del av året. För 2027/28 räknar vi med ytterligare förbättring. Antagandena inkluderar normala kassationskostnader och innebär en förbättring utan att full normalisering förutsätts. Någon ny större engångsnedskrivning ingår inte.

Bruttomarginal, kvartal



Högre kostnader i år, men effektiviseringar väntas ge gradvis effekt

Kostnadsbasen speglar den organisation som byggts upp för en större produktportfölj och geografisk expansion. Ledningen beskriver den större organisationsuppbyggnaden som i huvudsak genomförd och väntar sig inte motsvarande investeringar i närtid. Fokus ligger nu på effektivare arbetsprocesser, tydligare ansvar och bättre systemstöd. Under Q1 och Q2 genomfördes en personalminskning på fem heltidstjänster.

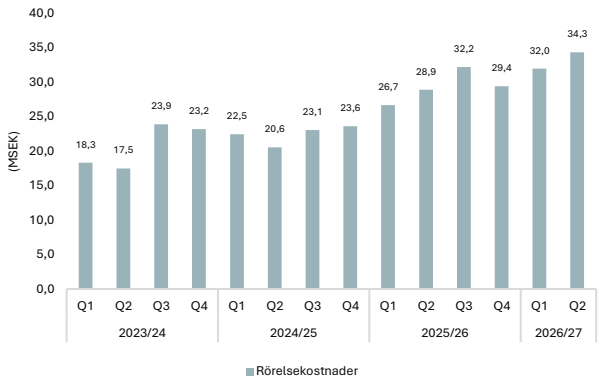
Ambitionen om ensiffrig OPEX-tillväxt under 2026/27 bedöms inte längre kunna nås. En bidragande orsak är förändrade bedömningar av vilka utgifter som ska aktiveras, vilket innebär att en större andel kostnadsförs direkt. Det höjer de redovisade kostnaderna utan att omklassificeringen i sig förändrar det totala kassautflödet.

Vi räknar med att effektiviseringarna börjar få genomslag under H2. För 2027/28 räknar vi med ensiffrig kostnadstillväxt, vilket ger utrymme för löneökningar och fortsatt kommersiell aktivitet utan en ny större organisationsutbyggnad.

Nettoomsättning & rörelsekostnader, kvartal



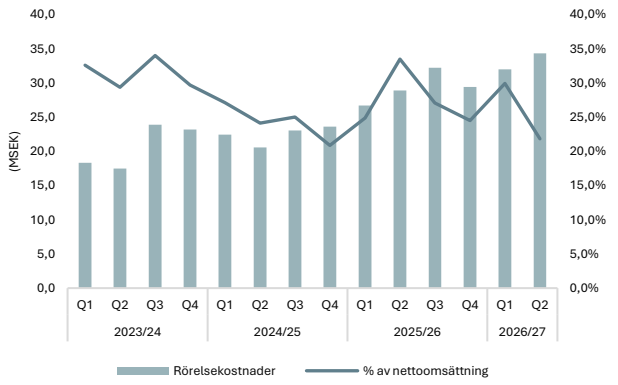
Rörelsekostnader, kvartal



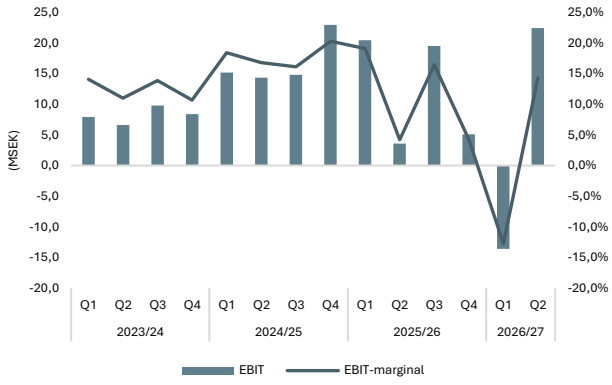
Högre försäljning och bruttomarginal ska bära resultatåterhämtningen

Vi bedömer att den befintliga organisationen ger förutsättningar för operationell hävstång när fler produkter når marknaden och leveransförmågan förbättras. Resultatåterhämtningen kräver därför inte lägre kostnader över hela prognosperioden. Det avgörande är att bruttoresultatet växer snabbare än rörelsekostnaderna. Vår prognos om förbättrad lönsamhet bygger både på högre löpande intjäning och att årets större nedskrivningar inte återkommer.

Rörelsekostnader % av nettoomsättning, kvartal



EBIT och EBIT-marginal, kvartal

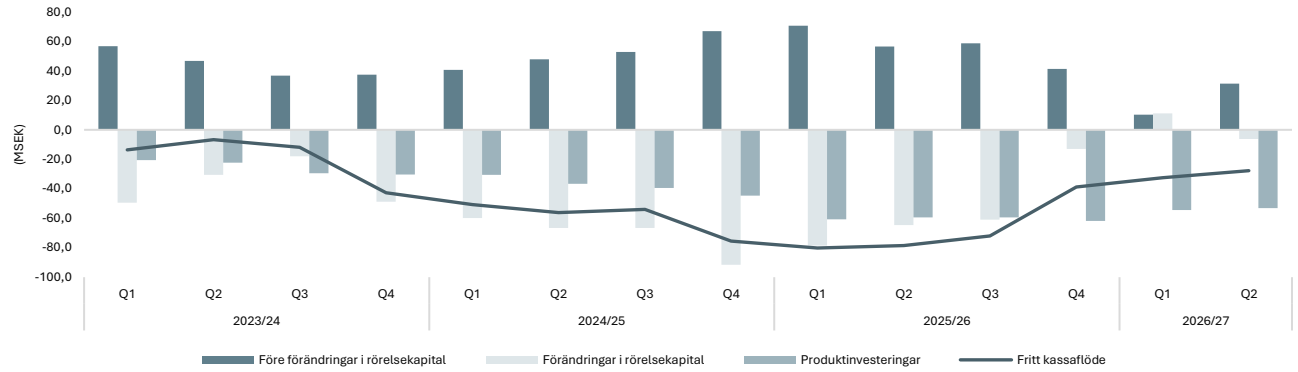


Förbättrat kassaflöde, men högre investeringar väntar under H2

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 22,3 MSEK (1,1). Rörelsekapitalet belastade med 17,1 MSEK, vilket begränsade kassaflödet från den löpande verksamheten till 5,2 MSEK (1,3). Kundfordringarna ökade till 126,6 MSEK från 82,2 MSEK vid utgången av Q1. Enligt ledningen förklaras uppgången av hög försäljning under kvartalets sista månader. Merförsäljningen kopplad till konkurrenternas restsituation skedde på ordinarie betalningsvillkor. Det ger förutsättningar för kommande inbetalningar, men visar att försäljningsökningen ännu inte fullt omsatts i kassaflöde.

Investeringarna uppgick till 8,3 MSEK (9,7) och fritt kassaflöde till −3,1 MSEK (−7,8). Den låga investeringsnivån bör inte extrapoleras. Ledningen bedömer helårets produktinvesteringar till omkring 60–70 MSEK. Efter 24,6 MSEK under H1 innebär det cirka 35–45 MSEK under H2. Utbetalningarna styrs till stor del av när projekten når avtalade milstolpar. Försiktigare nyteckning begränsar framtida åtaganden, men minskar inte omedelbart betalningarna för den befintliga pipelinen.

Justerat fritt kassaflöde, R12



Lägre skuldsättningsgrad genom högre EBITDA

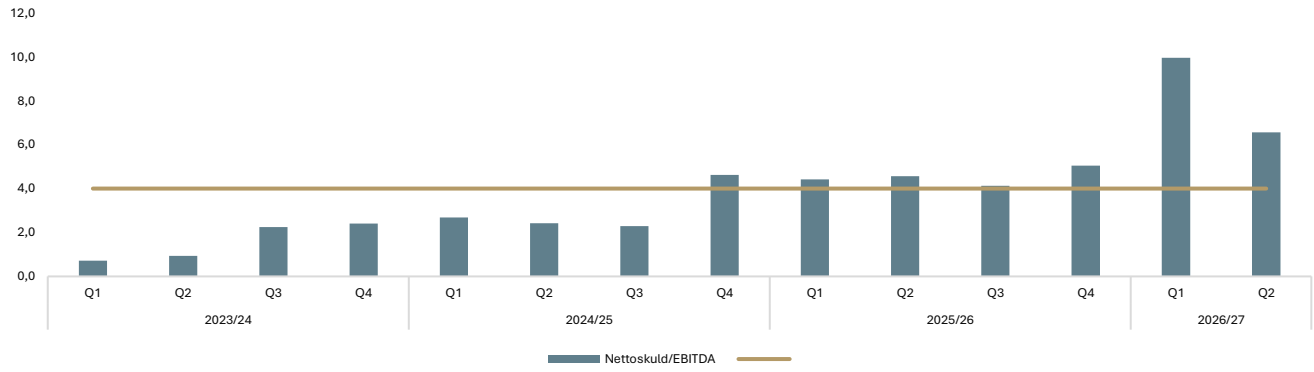
Likvida medel uppgick till 52,4 MSEK, jämfört med 61,1 MSEK vid utgången av Q1. Därutöver redovisades outnyttjade rörelsekapitalkrediter på 33,4 MSEK, vilket gav ett sammanlagt likviditetsutrymme på cirka 85,8 MSEK. Nettoskulden uppgick till 400,1 MSEK, något högre än 398,6 MSEK i Q1. Nedgången i nettoskuld/EBITDA till 6,6x förklarades därmed av förbättrad EBITDA.

Bolaget redovisar även en skuldsättningsgrad på 3,7x efter justering för negativa särskilda poster under de senaste tre kvartalen. Måttet visar posternas betydelse för intjäningen. Ledningen väntar sig att skuldsättningsgraden ligger över målet under 2026/27 och därefter sjunker genom en resultatåterhämtning.

Obligationen förfaller i januari 2028. Återköp under innevarande räkenskapsår beskrivs som mindre sannolika, eftersom kapital kan behöva prioriteras till produktinvesteringar. Ledningen uttrycker ingen oro för förmågan att hantera de finansiella åtagandena, men betonar noggrann likviditetsplanering och försiktig kapitalallokering.

I vårt huvudscenario räcker resultatförbättringen inte till ett positivt fritt kassaflöde under 2027/28. Produktinvesteringar och ökad kapitalbindning begränsar kassagenereringen, och nettoskulden beräknas öka vid räkenskapsårets slut. Den lägre skuldsättningsgraden drivs därför av högre EBITDA. Det gör uthållig intjäning och kontroll över kapitalbehovet viktigt inför refinansieringen.

Nettoskuld/EBITDA, kvartal



Estimatförändringar

Estimatförändringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
(MSEK)	**2026/27E**	**2027/28E**	**2026/27E**	**2027/28E**	**2026/27E**	**2027/28E**
Nettoomsättning	**509,1**	**596,2**	**485,0**	**636,9**	**5,0%**	**-6,4%**
Tillväxt y-o-y	*17,7%*	*17,1%*	*12,1%*	*31,3%*	*5,6pp*	*-14,2pp*
Övriga rörelseintäkter	2,1	2,0	2,0	2,0	3,0%	0,0%
Summa intäkter	**511,2**	**598,2**	**487,0**	**638,9**	**5,0%**	**-6,4%**
Bruttoresultat	**162,9**	**226,1**	**159,9**	**244,3**	**1,9%**	**-7,5%**
Bruttomarginal	*32,0%*	*37,9%*	*33,0%*	*38,4%*	*-1,0pp*	*-0,5pp*
Tillväxt y-o-y	*0,0%*	*38,8%*	*-1,8%*	*52,7%*	*1,8pp*	*-13,9pp*
Rörelsekostnader	**-131,9**	**-141,1**	**-128,7**	**-140,3**	**2,5%**	**0,6%**
Tillväxt y-o-y	*12,5%*	*7,0%*	*9,8%*	*9,0%*	*2,7pp*	*-2,0pp*
EBITDA	**63,5**	**120,2**	**64,5**	**140,0**	**-1,5%**	**-14,1%**
EBITDA-marginal	*12,5%*	*20,2%*	*13,3%*	*22,0%*	*-0,8pp*	*-1,8pp*
Tillväxt y-o-y	*-11,5%*	*89,3%*	*-10,1%*	*117,0%*	*-1,4pp*	*-27,7pp*
EBIT	**33,1**	**87,0**	**33,3**	**106,0**	**-0,7%**	**-17,9%**
EBIT-marginal	*6,5%*	*14,6%*	*6,9%*	*16,6%*	*-0,4pp*	*-2,0pp*
Tillväxt y-o-y	*-32,1%*	*163,2%*	*-31,6%*	*218,4%*	*-0,5pp*	*-55,2pp*

Estimat

(MSEK)	2023/24	2024/25	2025/26	Q1 26/27	Q2 26/27	Q3 26/27E	Q4 26/27E	2026/27E	2027/28E
Nettoomsättning	**264,2**	**373,5**	**432,7**	**106,9**	**157,2**	**120,5**	**124,5**	**509,1**	**596,2**
Tillväxt y-o-y	*29,6%*	*41,4%*	*15,8%*	*-0,3%*	*82,0%*	*1,3%*	*3,6%*	*17,7%*	*17,1%*
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,1	3,1	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,0
Summa intäkter	**264,7**	**374,6**	**435,8**	**107,4**	**157,8**	**121,0**	**125,0**	**511,2**	**598,2**
EV/S	*4,4*	*3,1*	*2,7*	*2,7*	*2,3*	*2,3*	*2,3*	*2,3*	*2,0*
Bruttoresultat	**115,1**	**156,0**	**162,8**	**17,8**	**56,2**	**43,4**	**45,4**	**162,9**	**226,1**
Bruttomarginal	*43,6%*	*41,8%*	*37,6%*	*16,7%*	*35,8%*	*36,0%*	*36,5%*	*32,0%*	*37,9%*
Tillväxt y-o-y	*-0,7%*	*35,5%*	*4,4%*	*-61,4%*	*73,5%*	*-13,7%*	*33,7%*	*0,0%*	*38,8%*
Rörelsekostnader	**-82,9**	**-89,7**	**-117,2**	**-32,0**	**-34,3**	**-33,5**	**-32,1**	**-131,9**	**-141,1**
Tillväxt y-o-y	*10,7%*	*8,2%*	*30,7%*	*19,8%*	*18,7%*	*4,0%*	*9,1%*	*12,5%*	*7,0%*
EBITDA	**42,2**	**78,3**	**71,8**	**-5,9**	**29,9**	**17,9**	**21,6**	**63,5**	**120,2**
EBITDA-marginal	*16,0%*	*21,0%*	*16,6%*	*-5,5%*	*19,0%*	*14,8%*	*17,4%*	*12,5%*	*20,2%*
Tillväxt y-o-y	*-26,8%*	*85,5%*	*-8,3%*	*n/a*	*233,9%*	*-28,1%*	*78,4%*	*-11,5%*	*89,3%*
EV/EBITDA	*27,6*	*14,9*	*16,2*	*29,0*	*19,1*	*21,5*	*18,3*	*18,3*	*9,7*
EBIT	**32,6**	**67,4**	**48,7**	**-13,6**	**22,4**	**10,4**	**13,8**	**33,1**	**87,0**
EBIT-marginal	*12,3%*	*18,0%*	*11,3%*	*-12,7%*	*14,3%*	*8,6%*	*11,1%*	*6,5%*	*14,6%*
Tillväxt y-o-y	*-21,1%*	*106,7%*	*-27,7%*	*n/a*	*525,4%*	*-46,8%*	*170,7%*	*-32,1%*	*163,2%*
EV/EBIT	*35,7*	*17,3*	*23,9*	*79,6*	*34,8*	*47,8*	*35,2*	*35,2*	*13,4*
Justerat fritt kassaflöde	**-77,7**	**-75,5**	**-33,4**	**-25,8**	**-3,1**	**-9,7**	**-6,0**	**-45,3**	**-9,2**
Kassakonvertering EBIT	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*
Estimerad nettoskuld**	-	-	-	-	400,1	409,8	415,8	415,8	425,0
Enterprise Value	-	-	-	-	1 164,9	1 174,6	1 180,6	1 180,6	1 189,8
EV/EBIT inkl. kassauppbyggnad	-	-	-	-	*34,8*	*48,3*	*35,7*	*35,7*	*13,7*

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar EQL Pharma till 15x EV/EBIT (15x) för 2027/28. Multipeln speglar osäkerheten i våra estimat och den höga skuldsättningen. För att motivera en högre multipel behöver bolaget visa stabilare leveranser, en högre lanseringstakt och förbättrad kassagenerering.

Våra prognoser inkluderar inga framtida förvärv. Från företagsvärdet drar vi av den estimerade nettoskulden vid utgången av 2027/28, vilket innebär att prognosperiodens kassaflöde påverkar aktieägarvärdet.

(MSEK)	**2027/28E**
Multipel (EV/EBIT)	15
EBIT	87,0
Enterprise Value	1 304,9
Nettoskuld	425,0
Börsvärde	879,9
Motiverat värde per aktie	**29,8**
Potentiell avkastning	15,1%

Känslighetsanalys

Tabellen visar hur det motiverade värdet och den potentiella avkastningen påverkas av olika EV/EBIT-multiplar. EBIT, nettoskuld och antal aktier hålls oförändrade. Analysen visar därmed känsligheten för marknadens värdering av intjäningen.

	Huvudscenario 2027/28E		
EV/EBITx	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
10	445,0	15,1	-41,8%
11	532,0	18,0	-30,4%
12	618,9	21,0	-19,1%
13	705,9	23,9	-7,7%
14	792,9	26,9	3,7%
15	**879,9**	**29,8**	**15,1%**
16	966,9	32,7	26,4%
17	1 053,9	35,7	37,8%
18	1 140,9	38,6	49,2%
19	1 227,9	41,6	60,5%
20	1 314,9	44,5	71,9%

Källor

1. https://mb.cision.com/Main/11664/4420272/4358509.pdf
2. https://youtu.be/u3leiH63-r8

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 aktieägande 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