

2026

Microcap Top picks

Analytiker

Erik Vide

erik.vide@fairvalue.se

Ville Nordmark

ville.nordmark@fairvalue.se

Fair value

Kalqyl

Innehållsförteckning

• Innehållsförteckning.....	2
• Nelly – Höglönsam tillväxtstory.....	3
Höglönsamt och snabbväxande EMV	
Fler fysiska butiker & Tyskland-expansion	
• Hove – Bortglömd marknadsledare på en liten marknad.....	6
Reparation av förtroende och investeringar i framtida tillväxt	
• Premium Snacks Nordic – Smaklig Optionalitet.....	8
Uthållig multidimensionell tillväxt	
Optionalitet framgent	
• Arribatec – Genomförd turnaround med tydlig re-rating-potential.....	11
Strukturella förändringar under 2024 & 2025	
Försumbar capex i kombination med överkapitalisering	
• EQL Pharma – Extern ”perfect storm” – affärsmodell intakt.....	14
Skalbar tillväxt med förbättrad marginalmix	
Missförstådd kassaflödesprofil och överspelad skuldsättningsrisk	
• MResell – Temporära problem men stor långsiktig potential.....	17
Ökat rörelsekapital → tillväxt → lönsamhet	
• Disclaimer.....	19

Nelly – Höglönsam tillväxtstory

Nelly är en av Nordens ledande e-handelsaktörer inom mode för unga vuxna. Bolaget erbjuder ett aktuellt och attraktivt sortiment med både egna och externa varumärken, där merparten av försäljningen sker digitalt, men även genom flaggskeppsbutikerna på Drottninggatan i Stockholm och Strøget i Köpenhamn. 93% av nettoomsättningen kom i Q4'25 från Norden och resterande 7% från segmentet övriga världen, där Tyskland är den primära marknaden. Både huvudkontoret och det automatiserade AutoStore varulagret ligger i Borås och bolaget har 175 personer anställda per Q4'25, där personalstyrkan utgörs av huvudkontorspersonal, lagerarbetare och anställda i de fysiska butikerna.

Bolaget har sedan år 2022 skiftat sortimentsstrategi från att erbjuda ett brett urval av artiklar, till att istället skala färre och mer lönsamma artiklar med fokus på det egna varumärket. Strategiförändringen har resulterat i att returgraden minskat från 38% i Q1'23 till 23% i Q4'25, utifrån att det smalare sortimentet skapat förutsättningar för mer detaljerade och träffsäkra artikelbeskrivningar, men framförallt genom att sortimentet övergått från festkläder till basplagg. Att sälja basplagg innebär längre försäljningsfönster och lägre risk för returer, vilket lägger grunden för en högre lönsamhet. Detta illustreras i att konkurrenten Bubbleroom, som primärt säljer festkläder, redovisade en negativ vinstmarginal år 2025, medan basplaggstunga Ginatricot redovisade en vinstmarginal om 25,2% år 2024, trots över 100 fysiska butiker.

Nelly har transformerats från en stagnerande återförsäljare av festkläder utan intjäningsförmåga, till att vara branschledande inom basplagg som jeans, stickat och toppar. Grundpelarna för en långsiktig framgångsrik e-handlare är efter år 2025 på plats med en ny tech-plattform, branschledande låg returgrad och ett sortiment som resonerar med kundbasen. Inför år 2026 och 2027 blir frågan hur uthålligt och snabbt bolaget kan växa, där nyckeln blir bolagets förmåga att försvara sin position inom nyckelkategorier och vinna marknadsandelar i fler.

Investeringscase

Höglönsamt och snabbväxande EMV

Träffsäker sortimentsstrategi driver höglönsam EMV-tillväxt

Skalbar affärsmodell ger operativ hävstång

Växande volymer kan hanteras utan motsvarande kostnadsökningar

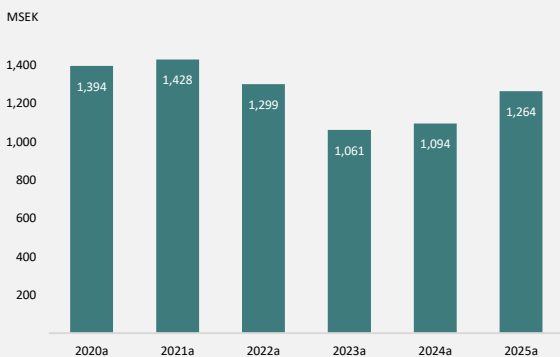
Kapacitet för växande volymer

Det automatiserade AutoStore-lagret har kapacitet för 50% högre volym

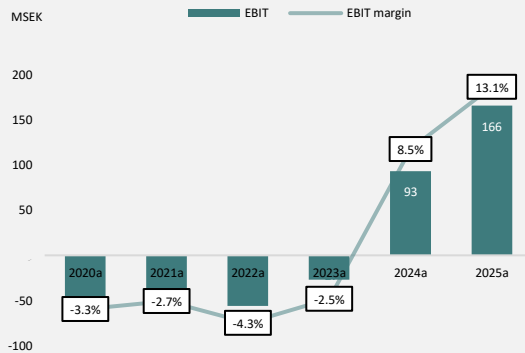
Slutförandet av ny IT-plattform

Färdigställandet av IT-plattformens bytet innebär utfasning av konsultkostnader

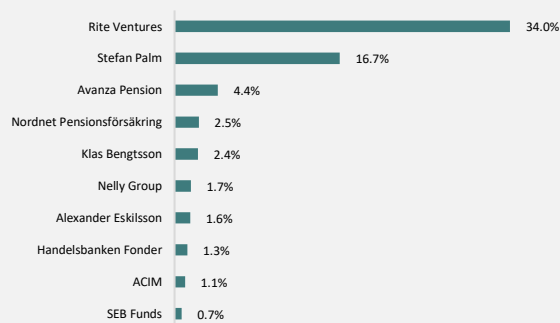
Nettoomsättning, 2020a–2025a



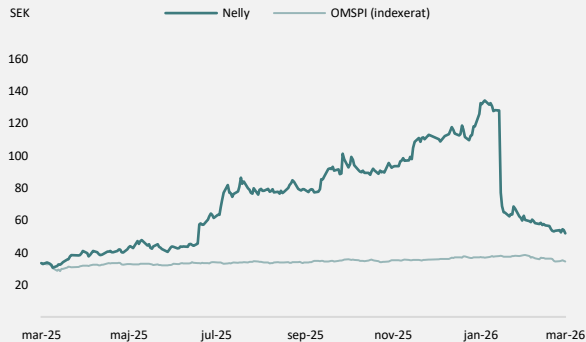
EBIT och EBIT-marginal, 2020a–2025a



Topp 10 ägare



Aktiekursutveckling 1 år



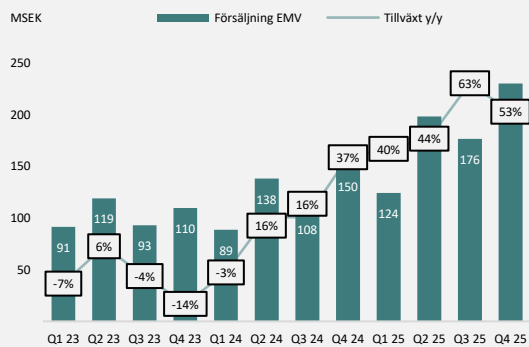
Höglönsamt och snabbväxande EMV

Det egna varumärket är den viktigaste värde drivaren för Nelly. Kategorin växte i Q4'25 med 55% y/y och utgjorde 62% av den totala försäljningen, vilket var en högre nivå än för helåret 2025 om 57,5%. Utifrån att EMV-sortimentet har högre marginal än externa varumärken innebär en ökad försäljning av EMV ett direkt och kraftfullt genomslag på bolagets bruttomarginal, vilket bidragit till en bruttomarginals-expansion om 1,3 p.e mellan år 2024 och 2025. Under år 2026 förväntas kategorin utgöra en större del av produktmixen, utifrån den gradvisa accelerationen under år 2025, där kategorin i H1 utgjorde 53% av försäljningen, men i H2 utgjorde 62% av försäljningen, vilket bedöms driva bruttomarginalsexpansion.

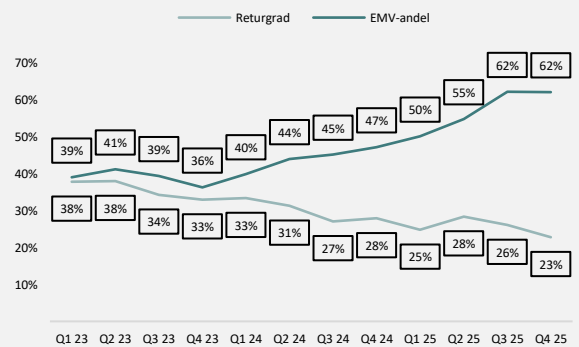
Den accelererande EMV-tillväxten har drivits av en förbättrad sortimentsstrategi där fokus har varit att utveckla smalare och mer träffsäkra kollektioner inom kategorier som jeans, sneakers och toppar. Ytterligare bidragsgivare har varit marknadsföringsstrategin, där influencer-exponering och rabattkoder riktas mot att exponera det egna varumärket. De växande volymerna förväntas ge ökad förhandlingsstyrka gentemot produktionspartners, vilket bedöms kunna bidra positivt till marginalutveckling för kategorin och därigenom koncernen.

Inför år 2026 ser tillväxtutsikterna positiva ut genom fortsatt starkt momentum i det egna varumärket, samt selektivt adderande av externa varumärken, exempelvis en kollektion med Nike som lanserades i februari 2026. En mer normaliserad men fortsatt stark EMV-tillväxt, i kombination med ökad försäljning av externa varumärken utgör sammantaget goda förutsättningar för fortsatt tillväxt, trots svårare jämförelsekvartal.

Försäljning av EMV 2023-2025



Returgrad och EMV som andel av försäljningen 2023-2025



Skala mot semifast kostnadsbas ger operativ hävstång

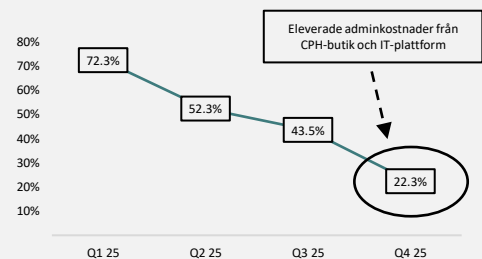
Nellys affärsmodell är tydligt skalbar, där merparten av kostnadsbasen är fast eller semivariabel. Genom de strukturella fördelarna av e-handel, som centraliserade inköp, försäljning och marknadsföring kan ökande försäljningsvolymerna hanteras utan motsvarande ökning av rörelsekostnader. Detta skapar en tydlig operativ hävstång, där försäljningstillväxt får ett stort genomslag på EBIT-resultatet.

Bolaget färdigställde under år 2025 ett omfattande skifte av hela IT-plattformen, ett initiativ som inleddes hösten 2022 och möjliggör en snabbare hemsida, bättre dataanalys, samt mer detaljerad tracking. Vidare kräver inte plattformen löpande konsultkostnader, utan dessa förväntas fasas ut under år 2026. Med den nya plattformen på plats förväntas marknadsföringen bli mer träffsäker, vilket kan leda till högre spendering och högre försäljningstillväxt, i linje med ledningens kommentarer om att bolaget befinner sig i en tillväxtfas.

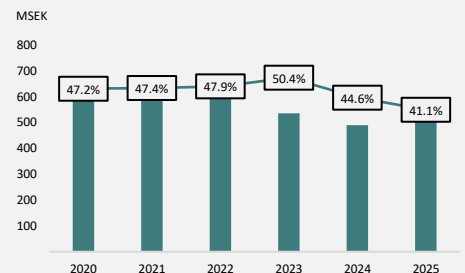
Under året har den operativa hävstången förbättrats genom hemtagandet av returhantering sedan Q1'25. Detta har ökat kontrollen och kunskapen kring returer, vilket skapar förutsättningar för fortsatt optimering av returgraden i framtida kollektioner. Vidare möjliggör snabbare hantering att en större andel returnerade artiklar kan säljas till fullpris.

Desutom stödjer den logistiska infrastrukturen fortsatt expansion, utifrån att det automatiserade AutoStore-lagret i Borås har cirka 50% kapacitet kvar att utnyttjas utan nyinvesteringar. Detta möjliggör att kassaflödet både kan distribueras till aktieägare, samt investeras i tillväxtinitiativ som Tyskland och fysiska butiker.

Inkrementell EBIT-marginal 2025



OPEX som % av nettoomsättningen 2020-2025



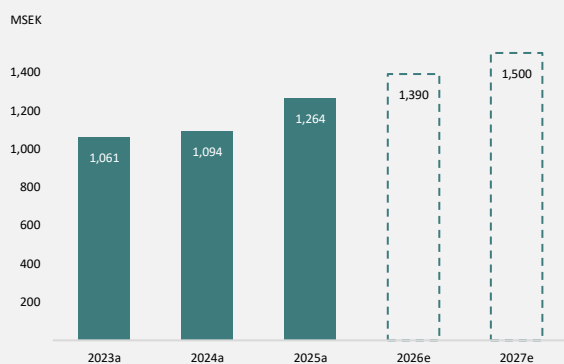
Fler fysiska butiker & Tyskland-expansion

Nelly accelererade omnichannel-strategin genom öppnandet av sin andra flaggskeppsbutik i Köpenhamn under Q4'25, samtidigt som bolaget också annonserade att kontrakt har tecknats för en butik i Göteborg. Detta efter att ha sett positiva effekter från Stockholmsbutiken, där varumärket stärkts och kundkännedomen ökat. Butikerna drivs med tydliga lönsamhetskrav och starkt fokus på EMV, samt samarbeten med externa varumärken som Levis och Nike. Den fysiska närvaron bidrar till lägre returgrad genom fördelarna med fysisk retail, samtidigt som butikerna fungerar som ett kostnadseffektivt marknadsföringsverktyg som stärker varumärket och driver trafik till e-handeln.

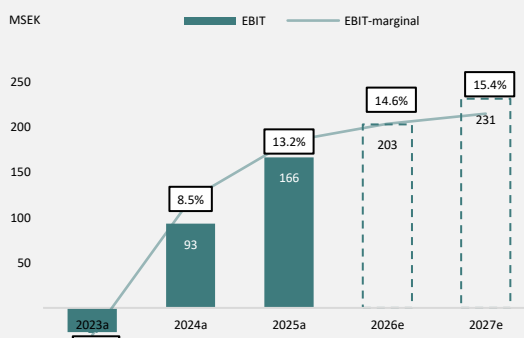
Under Q3'25 kommunicerade Nelly planer om expansion i Europa, där Tyskland identifierades som ett fokusområde. Strategin speglar Lager 157 och Ginatricots expansion till regionen, där sortimenten har uppskattats av marknaden. Nelly genomför expansionen med ett noggrant utvalt sortiment och fortsatt lönsamhetsdriven marknadsföring, i linje med hur affären drivs i Norden. Övriga Europa, som enligt ledningen främst innefattar Tyskland, växte under år 2025 från 16,6 MSEK till 58,3 MSEK och utgjorde således 7% av den totala försäljningen. Volymerna börjar därmed bli tillräckliga för att inte enbart vara optionalitet i tillväxten, utan bedöms kunna påverka helheten under år 2026.

Den nordiska kärnmarknaden utgör på sikt fortsatt attraktiv tillväxtpotential, där varumärket stärks genom den accelererade omnichannel-strategin. Kombinationen av fysisk närvaro och digital försäljning ökar kundengagemanget, förbättrar konvertering och bidrar till mer effektiv marknadsföring. Parallellt innebär de inledande stegen mot europeisk expansion att bolaget successivt breddar sin totala adresserbara marknad, där Tyskland utgör första steget i att testa skalbarheten för konceptet utanför Norden.

Nettoomsättning, 2023a-2027e



EBIT och EBIT-marginal, 2023a-2027e



Värdering och estimat

Nelly växte under år 2025 nettoomsättningen från 1 094,3 MSEK till 1 263,6 MSEK, motsvarande en tillväxt om 15,5%. Utifrån den operativa hävstången växte EBIT-resultatet med 78,8%, från 93,1 MSEK till 166,5 MSEK. Q4'25 visade dock ett svagare resultat än väntat till följd av hög rabatterning på vintersortimentet för att säkerställa genomförsäljning i en oväntad varm decembermånad, samt en sekventiell OPEX ökning om 12,7 MSEK härrörande konsultkostnader och butiksöppningen i Köpenhamn. Höjdpunkterna i kvartalet var stark EMV-tillväxt, ny lägstanivå för returgraden, samt att satsningen i Tyskland fortsatte accelerera.

Under år 2026 estimerar vi att Nelly kan växa nettoomsättningen med 10,0% genom fortsatt tillväxt i Tyskland, Köpenhamnsbutiken och något lägre returgrad. Samtidigt utgår vi från att Norden växer bruttoförsäljningen i linje med inflationen. Svagare EUR och USD, samt högre EMV-andel utifrån två enkla jämförelsekvartal gör att bruttomarginalen försiktigt expanderar, samtidigt som ökningen av administrationskostnader i Q4'25 bedöms som delvis temporär utifrån betydande engångskostnader i kvartalet. Dessutom tar estimaten höjd för kostnader tillkommande från Göteborgsbutiken, som estimeras öppna under det andra halvåret.

	2023a	2024a	2025a	2026e	2027e
Nettoomsättning	1 060,8	1 094,3	1 263,6	1 390,0	1 500,0
Tillväxt y/y	-18,3%	3,2%	15,5%	10,0%	7,9%
Bruttoresultat	507,9	581,4	686,1	764,5	825,0
Bruttomarginal	47,9%	53,1%	54,3%	55,0%	55,0%
OPEX	534,8	488,3	519,6	561,5	593,6
EBIT	-26,9	93,1	166,4	203,0	231,4
EBIT-marginal	n/a	8,5%	13,2%	14,6%	15,4%
EV/EBIT	58,4x	12,3x	9,5x	6,4x	5,6x

Hove – Bortglömd marknadsledare på en liten marknad

Hove är marknadsledare inom smörjlösningar avsedda för mekaniska lager i tung maskinutrustning som förlänger maskiners livslängd, minskar servicebehov och risk för fel. Underhåll av tungt maskineri är både komplext och kostsamt till följd av högriskarbete och driftstopp, vilket skapar behov för Hoves lösningar, som anger när smörjning ska ske, samt hur mycket fett som behövs. Lösningarna automatiserar dessutom dokumentationsprocessen genom att teknikern skannar en QR-kod på smörjpunkten och den korresponderande på fettpatronen. Därefter samlas information in automatiskt och dokumenteras, vilket eliminerar den mänskliga faktorn. Bolaget har starkast närvaro i Norden och Europa, men även dotterbolag i USA, Indien och Turkiet, där kunder primärt är större aktörer inom vindkraftsindustrin.

Affärsmodellen innefattar att bolaget säljer smörjtpumpar, för att sedan på återkommande basis förse kunden med fett, vilket både skapar inlåsnings effekter och byteskostnader. När en kund valt Hoves lösningar vänjer sig servicepersonal vid produkterna och samma varumärke tenderar att väljas för påfyllning av fett. Denna typ av affärsmodell belönas i regel med höga värderingsmultiplar, vilket dock inte varit fallet för Hove. Detta är troligen ett resultat av slagigheten i affären, som skapats av att kunder valt att köpa stora volymer fett i oregelbundna mönster. På det sättet har år där kunder fyllt på lager inneburit kraftig tillväxt, samtidigt som år där lagernivåerna varit höga inneburit stagnerande tillväxt. Andra bolag som Plejd väljer att rapportera nyckeltal som installationer för att skapa bättre visibilitet, vilket Hove inte gör.

Bolaget har mellan år 2020 och 2025 ökat nettoomsättningen från 103 MDKK till 209 MDKK, motsvarande en CAGR om 15%. Under samma period har EBIT-resultatet ökat med en CAGR om 18% genom högre bruttovinst, från produktmixskiftet från smörjmedel till pumpar. Investeringar i organisation har dock dämpat marginalexpansionen under tidsperioden, men ökad försäljning bedöms inte kräva motsvarande OPEX-ökning.

Investeringscase

Marknadsledare på liten marknad

Över 40% marknadsandel på en liten global marknad minskar incitament för konkurrens

Återkommande intäkter ger stabilitet

Den återkommande affärsmodellen skapar förutsättningar för multiplexpansion

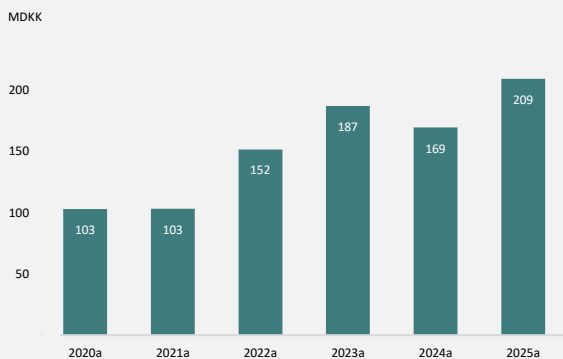
Potential till re-rating efter förtroendeskris

Fortsatt exekvering på finansiell kommunikation bedöms reparera förtroende

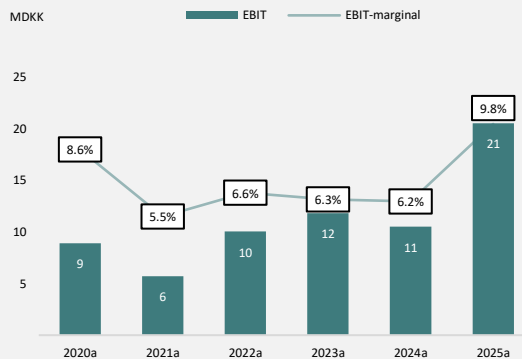
Nya marknader som kan driva tillväxt

Utbyggnad av fabriken i Indien möjliggör försäljning till hela APAC-regionen

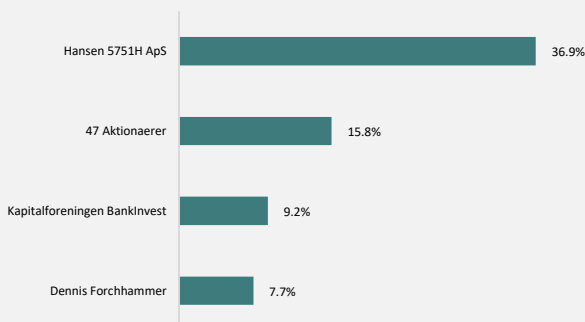
Nettoomsättning, 2020a-2025a



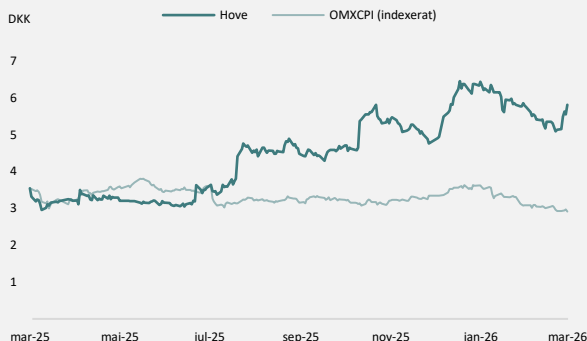
EBIT och EBIT-marginal, 2020a-2025a



Topp 4 ägare



Aktiekursutveckling 1 år



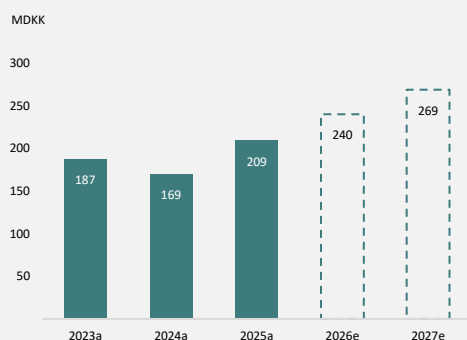
Reparation av förtroende och investeringar i framtida tillväxt

Hove uppvisade under år 2025 ett EBIT-resultat om 20,5 MDKK, motsvarande en EBIT-marginal om 9,8%. Detta motsvarar en inkrementell EBIT-marginal om 28,3% mellan år 2024-2025, trots 11% valutatomvind i den viktigaste valutan USD. Den höga marginalen på omsättningsökningen jämfört med marginalen för år 2025 bevisar skalbarheten i affärsmodellen och således också marginalpotentialen vid fortsatt tillväxt.

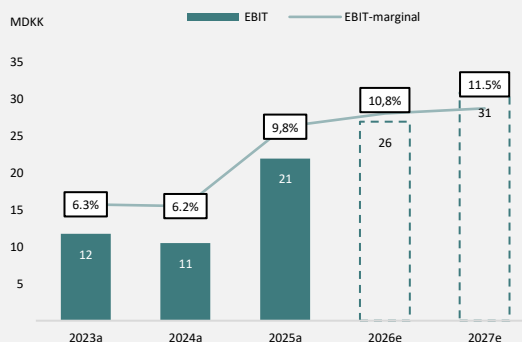
Bolaget annonserade i januari år 2026 ett investeringsprogram om 20 MDKK som inkluderar nya fabriker i Danmark och Indien för att öka kapacitet och stödja fortsatt tillväxt. Den nya anläggningen i Indien, där bolaget vuxit med 78 % årligen, kommer dessutom kunna förse hela APAC-regionen. Utöver detta har avtal säkrats med två olika globala hamnoperatörer fyra år efter lansering av hamnprodukten Hove Carry. Kontrakten är strategiskt viktiga och utgör en betydelsefull option för en framtida global utrullning inom hamnsegmentet.

Marknadens förtroende för bolaget skadades svårt efter att guidningen först höjdes i november 2023, för att sedan sänkas i december samma år. Detta pressade multipeln, även om de insiders som sålde i samband med händelsen inte realiserade stora vinster. Insiderägandet uppgår år 2025 till 31%, vilket signalerar att ledning och styrelse är incentiverade. Dessutom har bolaget sedan missen år 2023 infriat eller överträffat alla prognoser som lämnats, vilket har resulterat i att förtroendet sakta har börjat repareras. Vi anser att kombinationen av förstärkt förtroendekapital, högt insideräggande, en attraktiv affärsmodell med återkommande intäkter och hög marginalpotential motiverar multiplexpansion mot den historiska snittmultipeln om 11x EV/EBIT. Bolaget har dessutom sedan Q3'25 övergått från halvårsrapportering och kommunikation av ordrar via pressmeddelanden, till sedvanlig kvartalsrapportering, vilket också bör ge stöd till multiplexpansion.

Nettoomsättning, 2023a-2027e



EBIT, 2023a-2027e



Värdering och estimat

Hove redovisade för år 2025 en nettoomsättning om 209 MDKK, motsvarande en tillväxt om 24% mot det föregående året. EBIT-resultatet växte med en högre tillväxttakt om 95% och uppgick till 20,5 MDKK.

För år 2026 förväntar sig bolaget en nettoomsättning mellan 210-240 MDKK och ett EBITDA-resultat om 22-29 MDKK, vilket vid en något förhöjd nivå av avskrivningar utifrån investeringsprogrammet bedöms resultera i ett EBIT-intervall om 19-26 MDKK. Prognosen speglar högre OPEX-kostnader för att stödja fortsatta kontraktsvinster och produktutveckling, vilket bedöms vara strategiskt rätt utifrån att marginalpotentialen på sikt kommer avgöras av omsättningsstillväxten.

Estimaten bygger på att den starka tillväxten från år 2025 fortsätter in i 2026 och att bolaget således uppnår det övre spannet av prognosen, utifrån "under-promise, over-deliver"-kulturen som uppvisats sedan missen år 2023. I detta scenario begränsas marginalexpansionen av ökade investeringar i organisationen för framtida tillväxt.

	2023a	2024a	2025a	2026e	2027e
Nettoomsättning	187,0	169,0	209,1	240,0	268,8
Tillväxt y-o-y	23,4%	-9,4%	23,7%	14,8%	12,0%
Bruttoresultat	50,6	61,5	72,7	85,2	95,4
Bruttomarginal	27,1%	36,3%	34,8%	35,5%	35,5%
OPEX	38,8	51	52,2	59,2	64,5
EBIT	11,8	10,5	20,5	26,0	30,9
EBIT-marginal	6,3%	6,2%	9,8%	10,8%	11,5%
EV/EBIT	12,2x	7,8x	7,3x	5,5x	4,6x

Premium Snacks Nordic – Smaklig optionalitet

Premium Snacks Nordic levererar snacksprodukter till dagligvaruhandeln under varumärkena Exotic Snacks, Gårdschips och Gårdsnötter, där försäljningen rapporteras under segmenten Lösivikt, Påsforpackat och Gårdschips. Bolaget är marknadsledare i Sverige inom Lösivikt, med en marknadsandel om 60% per Q4'25, medan Gårdschips är tredje störst inom premiumchips, med en marknadsandel om 19,5%. Gårdschips produceras i Laholm i en helintegrerad och automatiserad produktionsprocess, vilket medför den högsta förädlingsgraden och bruttomarginalen inom koncernen. Nötproduktionen är lokaliserad i Länna, där både förädlingsgrad och bruttomarginal är lägre.

Sedan Henrik Strinning tog över VD-rollen år 2022 har nettoomsättningen växt med 74,1% från 324,0 MSEK till 564,3 MSEK år 2025. Samtidigt har EBITA växt från -3,7 MSEK till 36,5 MSEK. Kärnan i framgången har varit en hög innovationsgrad, där bolaget frekvent identifierat luckor i marknaden, testat produkter och skalat vinnare, samt avslutat förlorare. Fler framgångsrika lanseringar än konkurrenter har således resulterat i större hyllplats och vunna marknadsandelar, vilket illustreras i att OLW lagt ner sin satsning inom premiumchips.

En av bolagets konkurrensfördelar är den branschledande kostnadsstrukturen som har möjliggjorts genom lösiviktsegmentet. Utifrån detta har bolaget ett flertal upparbetade inköpskanaler för alla råvaror, där köp görs i stora volymer från ursprung, vilket skapar synergier för det påsforpackade segmentet genom lägre inköpspriser. Kostnadsstrukturen möjliggör att konkurrera med kedjornas egna varumärken inom volymvaror som jordnötter och valnötter, samtidigt som den möjliggör satsningar inom nya produkter och områden, vilket påvisas av de senaste lanseringarna inom torkad frukt, müsli och bars.

Investeringscase

Signerade avtal garanterar tillväxt

Fortsatt utrollning av avtal slutna under 2025 med Coop och SAS garanterar 11% tillväxt

Lansering av torkad frukt driver tillväxt

Bolaget har tagit hem tillräckliga volymer för en tvåsiffrig marknadsandel i Sverige

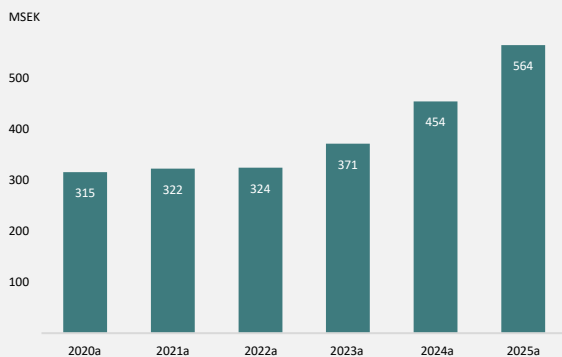
Lösivikt ger synergier till påsforpackat

Lösiviktsställ ger fördelaktig placering i butiker, vilket driver högre försäljning per butik

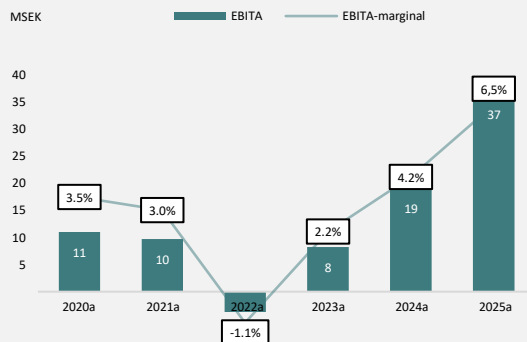
Skala mot semifast kostnadsbas

Högre volymer kan absorberas utan motsvarande kostnadsökning

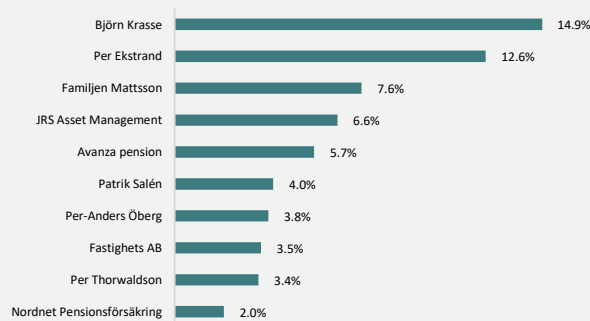
Nettoomsättning, 2020a-2025a



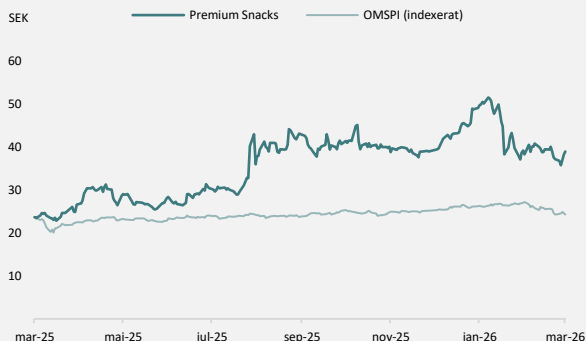
EBITA, 2020a-2025a



Topp 10 ägare



Aktiekursutveckling 1 år



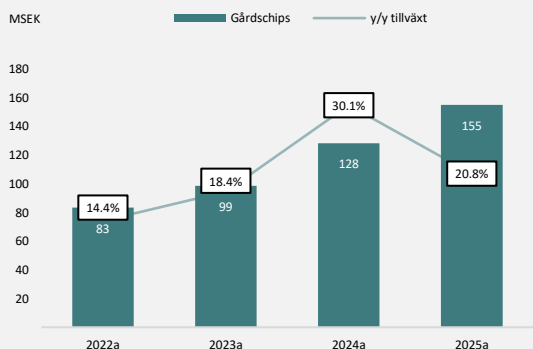
Uthållig multidimensionell tillväxt

Under år 2026 kommer bolaget leverera på signerade avtal med SAS och Coop. SAS-affären kommunicerades från början bidra med 10 MSEK årligen, samtidigt som Coop-affären vid full implementering förväntades bidra med 50 MSEK årligen. Båda avtalen har sedan dess kommunicerats ha levererat över förväntan och ligger enbart delvis med i jämförelsekvartalen för H2'26, vilket bidrar till ca 11% säkrad tillväxt för år 2026. Att avtalen presterat bättre än förväntat förklaras genom att produkterna hos SAS uppskattats mer än förväntat av kundbasen, och att lösviktsställen hos Coop bidragit till förbättrad försäljning i butik för de påsförpackade varorna, utifrån den unika placeringen i butiken. Vidare förväntas lösviktsegmentet återhämta volymer organiskt genom lägre pris mot kund, till följd av normaliseringen av kakaopriset.

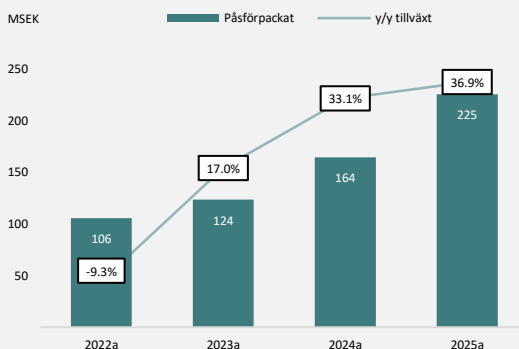
Vi bedömer att segmentet påsförpackat kan addera 50 MSEK i försäljning under år 2026, med en merpart från satsningen inom torkad mango, ananas och papaya. Bolaget har säkrat tillräckliga volymer för att ta en tvåsiffrig marknadsandel i Sverige, vilket uppskattas resultera i ett försäljningsvärde om 30-50 MSEK. Dessutom har Exotic Snacks haft en accelererande volymaffär under andra halvåret år 2025, där bolaget konkurrerar med kedjornas egna varor inom segment som jordnötter och valnötter, vilket möjliggörs av den branschledande kostnadsstrukturen.

Gårdschips kommer under år 2026 möta svårare jämförelsekvartal, till följd av stark tillväxt under år 2025. Vi estimerar därför att segmentet växer i linje med marknaden för premiumchips i Sverige, medan ytterligare tillväxt väntas från centrala listningar på Coop i Danmark. I det fjärde kvartalet år 2025 annonserades bytet av en fritös, samt expansionsplaner för anläggningen i Laholm, vilket på sikt bedöms öka kapaciteten för Gårdschips med 50% och indikerar stark framtidstro från ledningen.

Försäljning av Gårdschips 2022a-2025a



Försäljning av Påsförpackat 2022a-2025a



Marginalresan förväntas fortsätta

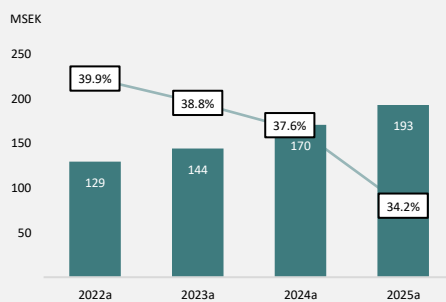
Premium Snacks har från år 2022 till år 2025 expanderat EBITA-marginalen från negativ till 6,5%. Marginalresan har drivits av förbättrade inköpsmarginaler, effektivare produktion, och skala mot kostnader för centrala funktioner. Marginalnivån för år 2025 är dessutom lägre än affärens underliggande lönsamhet, utifrån betydande engångseffekter som påverkade det fjärde kvartalet, samt en "perfect storm" på råvaru- och valutafrenten under det första kvartalet. Den långsiktiga marginalpotentialen bedöms dessutom vara betydligt högre än den nuvarande, utifrån branschkollegor med tvåsiffriga marginaler. Resan dit bedöms kunna drivas av samma faktorer som tidigare, alltså fortsatt förbättrade inköpsmarginaler, effektiviserad produktion och återhållsam anställningstakt inom centrala funktioner.

Från år 2022 har personal inom administration varit statisk, medan omsättningen växt kraftigt. Bolaget har lyckats utvinna mer produktivitet från den nuvarande arbetsstyrkan, men bedömde i Q3'25 att produktivitetstaket har nåtts, och att år 2026 kommer innebära viss addering av personal inom administration för att axla nästa tillväxtfas.

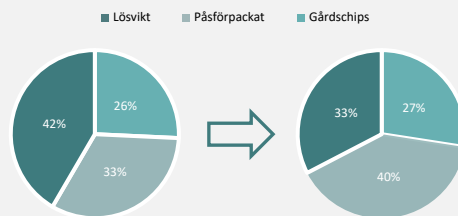
En ytterligare drivare till marginalexpansionen har varit lägre personalkostnader inom produktion, vilket möjliggjorts genom investeringar i en mer automatiserad produktion. Dock har de senaste förbättringarna i Länna ännu inte fått genomslag i resultatet för år 2025 och full effekt väntas först under nästa räkenskapsår.

Bruttomarginalen föll under år 2025 till följd av råvarumotvinden som präglade året, samt att varor fastnade i transport under Q4, vilket tvingade utförsäljning till lägre marginal. Tidigare har bruttomarginalen haft en stigande trend utifrån skiftet från lösviktsegmentet med lägst bruttomarginal. Effekten av detta bedöms sakta in under år 2026, när lösviktsegmentet väntas accelerera utifrån uttrullningen på Coop.

OPEX som % av nettoomsättningen 2022-2025



Produktmixkifte från lösvikt 2022 -> 2025



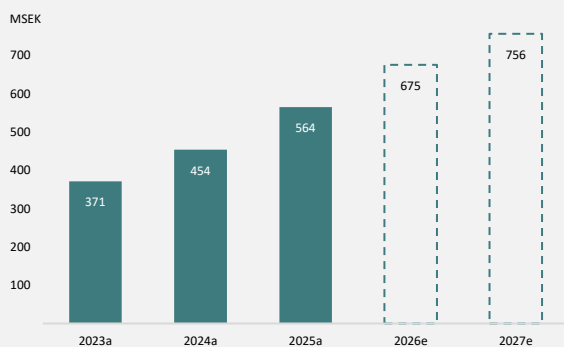
Optionalitet framgent

Under det fjärde kvartalet år 2025 kommunicerades att bolaget förväntar sig central listning för Gårdschips på Coop i Danmark under år 2026, efter att med framgång ha drivit temporära kampanjer för att testa konceptet. Konfidensen av en central listning stärks av marknadspositionen Gårdschips tagit hos den danska matvarukedjan Dagrofa, där bolaget i princip ensam utgör premiumchipssegmentet. Vid en central listning på Coop bedöms bolaget kunna addera en betydande mängd höglönsam exportförsäljning, men det stora genomslaget från Danmark väntas komma vid listning på den absolut största kedjan Salling Group, vilket är möjligt på längre sikt.

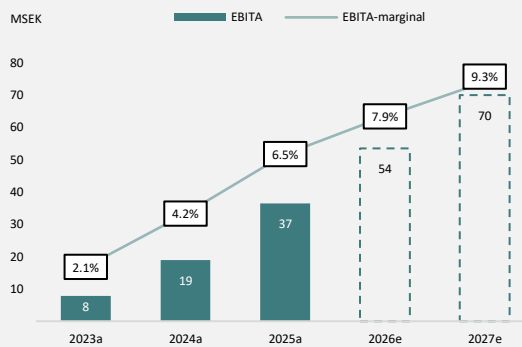
Till skillnad från utvecklingen i Danmark har bolaget haft en svag utveckling i Tyskland, till följd av en svag konsument och prispress från andra aktörer. Tysklands konjunktur är betydligt sämre än den nordiska, och bolaget bedömer att denna marknad inte ska beräknas bidra med försäljningsaddering 2026. Nya säljare har dock anlåtats för att försätta bearbeta marknaden inför en kommande konjunkturvändning.

Bolaget har dessutom under år 2025 lanserat müsli och nötbars, två mogna segment där det finns en stor adresserbar marknad, men med stor vikt att differentiera sig inom. Inom müsli satsas det på en premiumvara, med mycket frukt och choklad, medan satsningen inom bars är en mer naturlig nötkärl. I dessa segment förväntas inte explosionsartad tillväxt direkt, utan initiativen är försök att testa varumärket inom nya segment för att bana vägen för framtida tillväxt.

Nettoomsättning, 2023a-2027e



EBITA och EBITA-marginal, 2023a-2027e



Värdering och estimat

Efter en stark tillväxt år 2025 blir jämförelsekvartalen svårare att möta, men utifrån att de enbart delvis inkluderar Coop- och SAS-avtalet, samt lanseringen av torkad frukt och satsningen inom volymvaror, räknar vi med att en tillväxt om 19,6% är fullt möjlig. Lösningen av pristvisten med ICA för Gårdschips, som påverkade det fjärde kvartalet negativt, bedöms också påverka tillväxutsikterna för år 2026 positivt. Dessutom beskrivs kapaciteten i Laholm öka med 25% efter bytet av fritös som kommer vara genomfört innan sommaren år 2026, vilket indikerar stark tro på segmentet från ledningen.

År 2026 kommer kräva mer OPEX-investeringar i utökad produktion och administrationspersonal. Dock antar vi att kostnaderna inte växer i linje med omsättningen, vilket således leder till fortsatt marginalexpansion. Bruttomarginalen bör dessutom återhämtas till 40,5%, till följd av temporära problem med valuta- och utförsäljningar under år 2025, men förväntas inte nå 2024 års nivåer, till följd av att omsättningsökningen i mindre grad väntas drivas av högmarginalssegmentet Gårdschips.

	2023a	2024a	2025a	2026e	2027e
Nettoomsättning	371,0	453,8	564,3	675,0	756,0
Tillväxt y-o-y	14,5%	22,3%	24,0%	19,6%	12,0%
Bruttoresultat	151,6	186,5	226,3	273,4	306,2
Bruttomarginal	40,9%	41,1%	40,1%	40,5%	40,0%
OPEX	143,8	167,6	189,8	222,9	239,2
EBITA	7,8	18,9	36,5	53,5	70,0
EBITA-marginal	2,1%	4,2%	6,5%	7,9%	9,3%
EV/EBITA	72,5x	29,5x	15,5x	10,6x	8,1x

Arribatec – Genomförd turnaround med tydlig re-rating-potential

Arribatec är en nordisk IT-tjänsteleverantör med fokus på ERP-lösningar, Business Services samt Cloud & IT-drift. Bolaget levererar implementation, konsulttjänster och långsiktiga serviceavtal för affärskritiska system till medelstora och större organisationer, där intäktsmixen successivt förskjuts mot en högre andel återkommande intäkter. Efter en genomförd turnaround efter avyttring av icke-kärnverksamhet, organisatorisk förenkling och betydande kostnadsbesparingar, är verksamheten idag mer fokuserad.

Bolaget är Elite Partner inom Unit4-ekosystemet, vilket är den högsta partnernivån och tilldelas ett begränsat antal partners med djup produktkompetens, certifierade konsulter och dokumenterad leveransförmåga. Statusen innebär nära samarbete med Unit4 och en stark position i implementationsprojekt, vilket ger Arribatec en tydlig konkurrensfördel i pågående ERP-migreringar från on-premise-lösningar till molnbaserade plattformar. Även om dessa migreringar i grunden är projektbaserade, fungerar de som en inkörsport till mer stabila och långsiktiga intäktsströmmar. I samband med migreringar onboardas kunder ofta till managed services, molndrift och löpande supportavtal, vilket göder återkommande intäkter.

Tillväxtstrategin bygger primärt på organisk expansion inom Business Services och Cloud, där försäljningsmixen successivt skiftar mot bolagets mest lönsamma erbjudanden med hög andel återkommande intäkter och låg kapitalbindning. Den renodlade kostnadsbasen, i kombination med en skalbar affärsmodell och ett ökat fokus på standardiserade leveranser, möjliggör ARR-tillväxt och marginalförbättring utan proportionell ökning av kostnader eller personalstyrka. Arribatec har goda förutsättningar att stärka intäktsvisibiliteten, förbättra kassaflödesgenereringen och successivt närma sig en mer stabil och förutsägbär lönsamhetsprofil.

Investeringscase

Renodlad, effektiv verksamhet

Avyttring av icke-kärnverksamhet och ~NOK 50m i kostnadsbesparingar har sänkt kostnadsbasen

Skift i sales-mix göder marginal

Försäljningsmixen skiftar mot Business Services med högre marginaler och göder återkommande intäkter

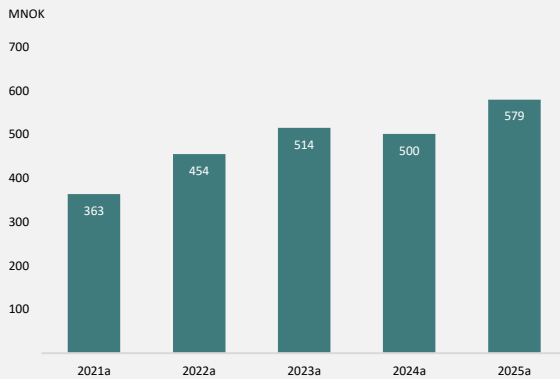
Strukturell medvind i Unit4 migreringar

Pågående övergång från on-premise till molnbaserade Unit4-lösningar driver efterfrågan på Arribatecs tjänster

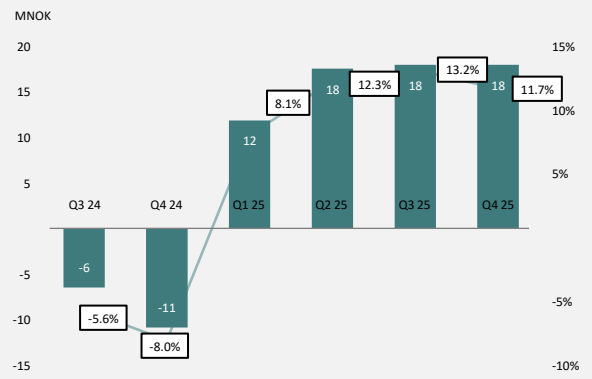
Skalbar leveransmodell

Tillväxt absorberas i befintlig organisation utan proportionell kostnadsökning, vilket driver operativ hävstång

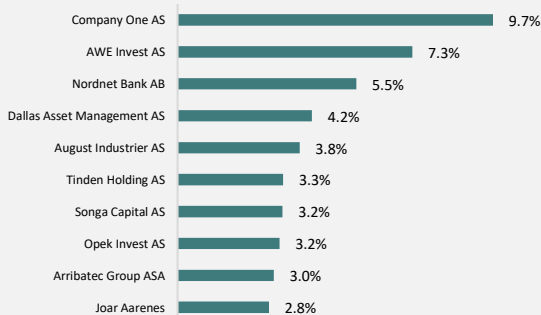
Nettoomsättning, 2021a-2025a



EBITA och EBITA-marginal, Q3`24 – Q3`25



Topp 10 ägare



Aktiekursutveckling 1 år



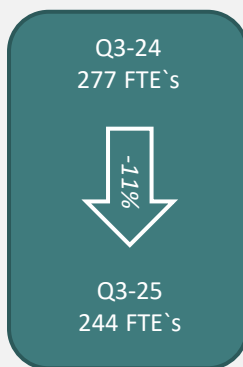
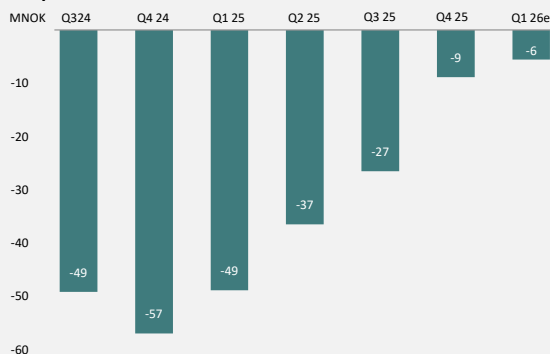
Strukturella förändringar under 2024 och 2025

Sedan slutet av 2024 har Arribatec genomfört omfattande förändringar som renodlat bolaget från en komplex koncernstruktur med fem affärsområden till tre med synergier. Omstruktureringen har främst riktats mot koncernoverhead, där i stort sett samtliga kostnader har eliminerats, vilket tydligt framgår i grafen nedan ("Corporate EBIT"). Detta har resulterat i en väsentligt lägre fast kostnadsbas, utan att belasta den operativa delen. Inga breda personalneddragningar har genomförts i den operativa verksamheten, vilket innebär att risken för försämrade leveranskapacitet är försumbar.

Parallellt har bolaget genomfört en renodling av verksamheten genom avyttring av Marine och Hospitality, två områden som saknade synergier med resterande områden. Efter avyttringarna är Arribatec fullt fokuserat på ERP-relaterade tjänster, Business Services och Cloud, med högre andel återkommande intäkter och bättre marginalprofil. Vidare har bolaget även omstrukturerat hela Cloud-segmentet, där man kommunicerat att det förväntas leda till 7 MNOK årligen i besparing och en engångskostnad i Q1'26 om 2,3 MNOK.

I samband med omställningen tillsattes ny ledning med ett prestationsbaserat incitamentsprogram, vilket skapar incitament för ledning att driva bolaget aktieägarvänligt. Detta förstärktes ytterligare genom Håkon Fure som aktivistinvestor, med en bakgrund inom just "turnarounds" där han i sin LinkedIn-bio beskriver sig själv som "Turnaround enthusiast". Kombinationen av renodling, reducerad overhead och Fure som tagit plats markerar en inflektionspunkt, där bolaget nu rör sig från turnaroundfasen till att skala mot nuvarande kostnadsbas.

Corporate EBIT R12



Skift i sales-mix driver marginal

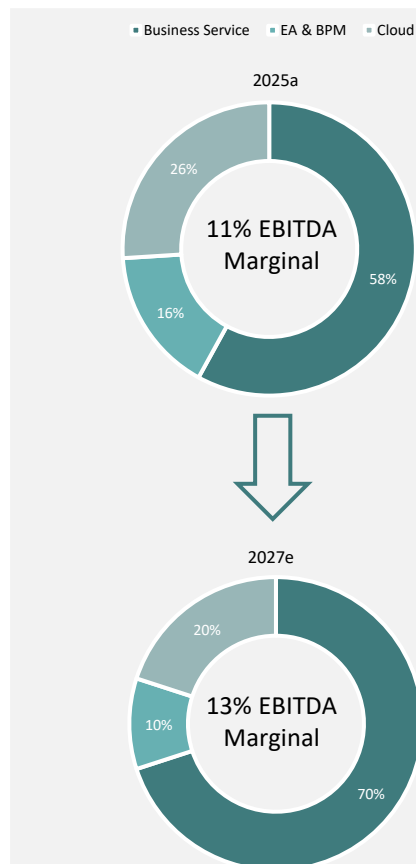
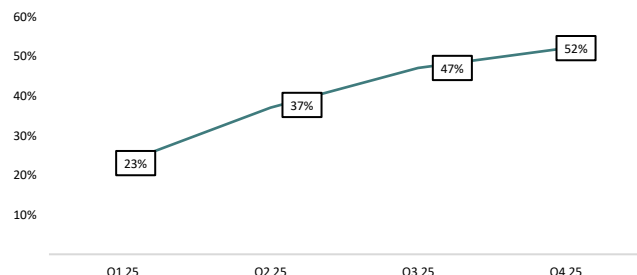
Arribatec arbetar delvis projektbaserat som IT-konsult, där bolaget löpande redovisar kontrakterade värden per affärssegment. Under de senaste fyra kvartalen har cirka 70 % av det kontrakterade värdet varit hänförligt till Business Services. Detta kan jämföras med den faktiska omsättningsmixen under samma period, där Business Services endast stått för cirka 61 % av den rapporterade omsättningen.

Skillnaden mellan kontrakterad volym och nuvarande omsättningsmix indikerar ett pågående skifte mot Business Services i takt med att orderstocken successivt realiserar i intäkter. Detta är särskilt relevant ur ett lönsamhetsperspektiv.

Vid en genomgång av den underliggande lönsamheten per segment framstår Business Services som tydligt mest lönsamt. Segmentet har levererat en EBITDA-marginal om 15,9% 2025, jämfört med 11,7% för koncernen som helhet. Ett ökat bidrag från Business Services till den totala omsättningen bör därmed, allt annat lika, ha en direkt positiv effekt på marginalen.

Utöver mixeffekten finns även skal fördelar inom Business Services. Den höga andelen återkommande intäkter och en mer standardiserad leveransmodell innebär att den inkrementella marginalen är hög, vilket ytterligare stödjer potentialen för förbättrad lönsamhet.

Inkrementell EBITDA-marginal Q1'25-Q4'25 (Business Services)



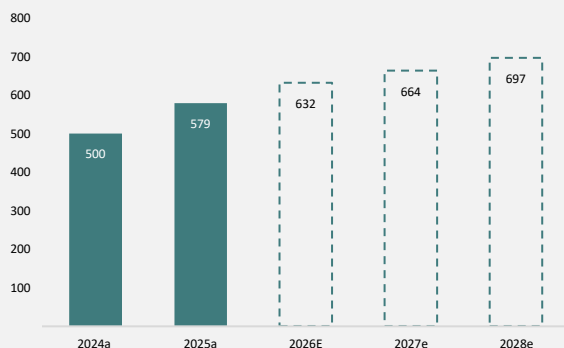
ERP-avtal och annonserad utdelning

Arribatec har tecknat ett flerårigt avtal med Höegh Autoliners, ett globalt shippingbolag som transporterar bilar och andra fordon med stora specialfartyg. Avtalet innebär att Arribatec ska genomföra en omfattande uppgradering av Höeghs affärssystem (ERP), inklusive finansiella processer, integration mellan olika system samt långsiktiga drift- och supporttjänster. Implementeringen förväntas starta under Q2.

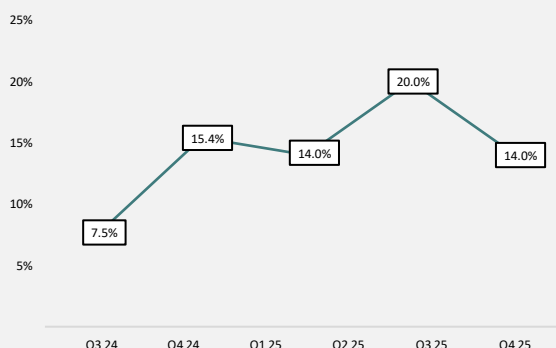
Bolagets största ägare har avyttrat hela sitt innehav genom en blockaffär till en rabatt om cirka 25 %, vilket resulterade i att aktien föll i paritet med rabatten. Försäljningen, där Spetalen tidigare var största ägare, bör enligt vår bedömning ses mer positiv än negativ. Aktieutvecklingen har varit stark sedan hans inträde i bolaget och han har därtill beslutat att emigrera till Schweiz, vilket sannolikt varit en bidragande faktor till försäljningen. I samband med transaktionen återköpte Arribatec cirka 3 % av den totala aktiestocken. Bolaget har även beslutat om en utdelning om 1 krona per aktie, motsvarande en direktavkastning om cirka 14 %. Initialt verkar kapitalallokeringen aningen offensiv, då kassan vid utgången av Q4 inte täcker genomförda återköp och beslutad utdelning. En analys av bolagets säsongsvariationer i rörelsekapitalet visar dock att Q1 historiskt inneburit starka kassainflöden. Mot denna bakgrund bedömer vi därför att den finansiella situationen är hanterbar och inte utgör någon materiell risk.

Tillväxttakten har accelererat under 2025, vilket tydligt framgår av den ökande y/y tillväxten under de senaste fyra kvartalen. I Q4 bidrog ARR med cirka 9 MSEK av den totala tillväxten om 18 MSEK, vilket indikerar en högre andel återkommande intäkter och stödjer bilden av en mer stabil intjäning framgent.

Nettoomsättning, 2024a-2028e



Tilltagande Tillväxttakt Year-Over-Year



Värdering och estimat

I Arribatecs fall blir LTM-siffror missvisande, då resultatet fortsatt belastas av omfattande engångsposter samt personalkostnader på koncernnivå från perioden före genomförda kostnadsbesparingar. För att bättre fånga den underliggande intjäningsförmågan är det därför mer relevant att utgå från helåret 2026, som vi väntar oss kommer spegla en renodlad verksamhet med lägre kostnadsbas och viss skala i tillväxten.

Med dessa antaganden handlas bolaget till cirka 5,2x EV/EBIT 2026e på våra estimat, utan att någon kassauppbyggnad beaktas i värderingen. Kassagenereringen förväntar vi oss vara nära 1:1 mot EBITA, drivet av utnyttjande av uppskjutna skattefordringar samt betydande icke-kassaflödespåverkande avskrivningar.

Vi estimerar att omsättningstillväxten uppgår till 8 % under 2026, drivet av hög aktivitet inom Unit4-migreringar. Därefter bedömer vi att tillväxten normaliseras till 5 % under 2027-2028.

	2024a	2025a	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	500,4	585,5	632,3	664,0	697,2
Tillväxt y-o-y	n/a	17,0%	8,0%	5,0%	5,0%
Bruttoresultat	368,1	433,3	467,9	522,9	549,0
Bruttomarginal	73,5%	74,0%	74,0%	75,0%	75,0%
OPEX	391,2	363,0	376,2	389,8	430,2
EBIT	-59,2	36,3	82,2	98,9	104,6
EBIT-marginal	n/a	6,2%	13,0%	14,9%	15,0%
EV/EBIT	n/a	12,6x	5,2x	4,4x	4,1x

EQL Pharma – Extern “perfect storm” – affärsmodell intakt

EQL Pharma är ett svenskt läkemedelsbolag med fokus på nischgenerika, generiska läkemedel där marknaderna är för små för Big Pharma men samtidigt tekniskt för komplexa för mindre aktörer. Resultaten blir begränsad konkurrens, låg prispress, stabil volym och hög förutsägbarhet i intjäningen. Historiskt har bolaget uppvisat stark tillväxt, tydligt driven av ett kontinuerligt inflöde av nya produktlanseringar, där försäljningen korrelerar väl med storleken på produktportföljen. Affärsmodellen är tillgångslätt, utan egen produktion och med låga investeringar kopplade till underhållscapec. Bolaget investerar dock mycket av deras stabila kassaflöden i nya produkter för framtida tillväxt (tillväxtcapex), och en viktig förklaring till den stabila volymutvecklingen är att en stor del av portföljen består av äldre produkter där paradigmskiften till nya och bättre behandlingar redan har skett, vilket minskar risken för plötsliga volymtapp och bidrar till en mer förutsägbar intjäning över tid.

Under det senaste året har aktien fallit omkring 50 %, främst till följd av tillfälliga leverans- och supply chain-problem. Beroendet av kontraktstillverkare, i kombination med störningar i globala fraktflöden och oroligheterna i Röda havet, har drivit upp COGS, orsakat leveransförseningar och temporärt pressat EBITDA. I takt med att lönsamheten försvagades framstod skuldsättningen optiskt som högre, vilket ökade marknadens kortsiktiga oro. Till följd av de operativa störningarna sänktes den kortsiktiga guidningen, medan den långsiktiga guidningen ligger kvar.

Situationen bör dock ses som en sammanfallande “perfect storm” av externa faktorer snarare än ett tecken på svagheter i affärsmodellen. EQL har genomfört en djupgående rotanalys och implementerar nu konkreta åtgärder för att återlansera de berörda produkterna, stärka leveranskedjan och minska risken för liknande störningar framåt. De långsiktiga tillväxtambitionerna står fast, med fortsatt geografisk expansion i Europa och ett stabilt inflöde av nya produkter som grund för fortsatt tillväxt och förbättrad lönsamhet.

Investeringscase

Strukturellt stark nischmodell

Nischgenerika i små, komplexa marknader med låg konkurrens, begränsad prispress och hög intäktsvisibilitet

Kontinuerligt produktinflöde

Löpande produktlanseringar driver tillväxt, med korrelation mellan portföljstorlek och omsättning

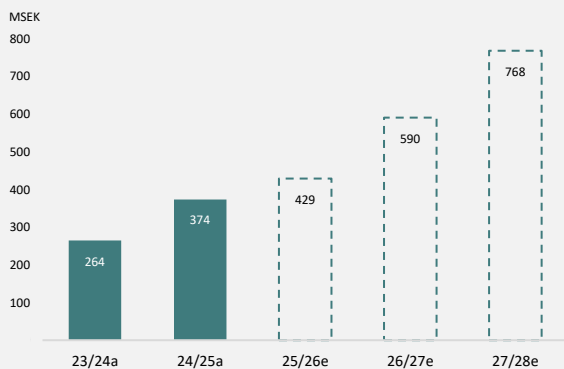
Positiv marginalmix från nya initiativ

Ökad andel branded products, specialty generics och royaltyintäkter stödjer marginalexpansion

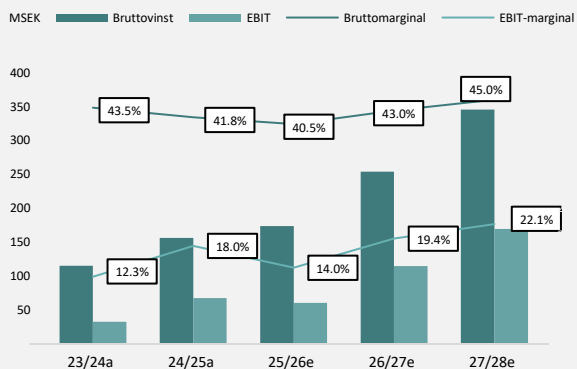
Tillgångslätt och skalbar

Hög förutsägbarhet från capexinvesteringarna möjliggör skalbar tillväxt utan proportionell kostnadsökning

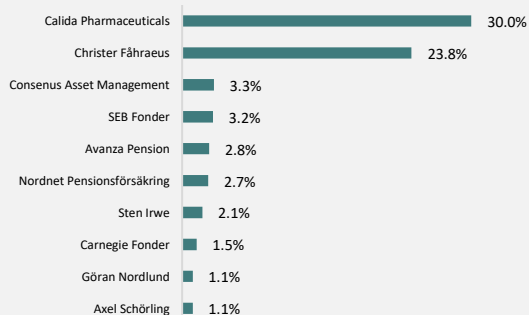
Nettoomsättning, 22/23 – 26/27



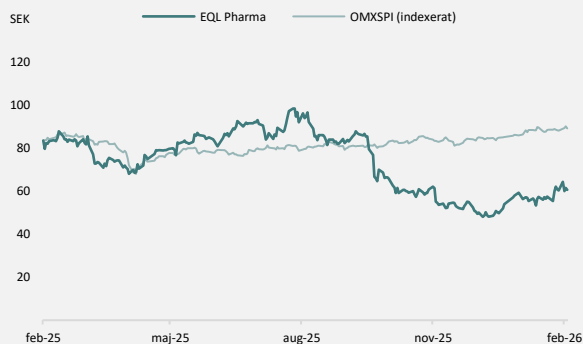
Brutto- och EBIT-marginal, 23/24a – 27/28e



Topp 10 ägare



Aktiekursutveckling 1 år



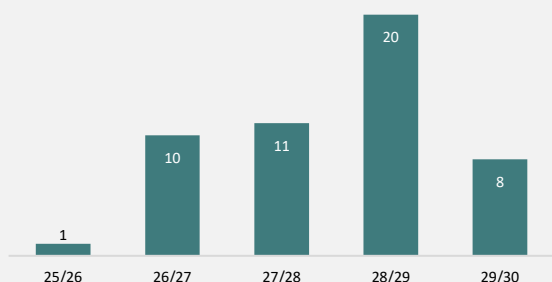
Skalbar tillväxt med förbättrad marginalmix

CALIDA, som största ägare och operativt involverad även i CRO-rollen, är en tydlig konkurrensfördel för EQL. Samarbetet med kontraktstillverkare gör utveckling av nya produkter både billigare och mer förutsägbar, då EQL kan nyttja CALIDAS kompetens och kapacitet till kraftigt reducerade utvecklingskostnader, i vissa fall nära självkostnadspris. Detta sänker risken i varje enskilt projekt, möjliggör fler nischlanseringar och förbättrar avkastningen på bolagets tillväxtcapex, vilket stärker den skalbara affärsmodellen.

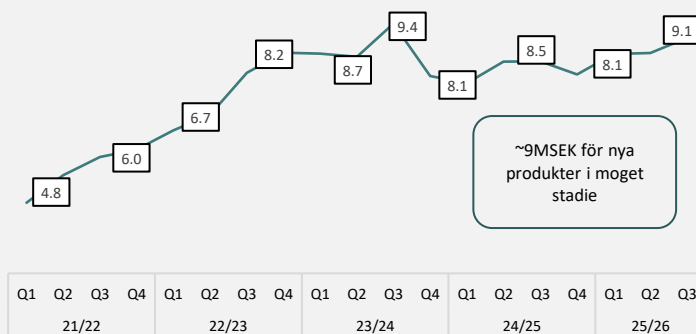
Tillväxtbanan är samtidigt relativt enkel att kvantifiera genom bolagets lanseringstakt och historiska snittomsättning per produkt om cirka 8–9 MSEK per år. Med en success rate runt 70 % och en pipeline som indikerar cirka 10 lanseringar 26/27, 11 under 27/28 och hela 20 under 28/29, finns en tydlig tillväxtmotor de kommande åren. Enbart via nya produkter kan bolaget därmed addera betydande försäljning under femårsplanen. EQL expanderar dessutom geografiskt, både genom nischgenerika i priscentriska marknader som Nederländerna och Tyskland samt genom bredare uttrullning av utvalda produkter i nya regioner, vilket ytterligare förstärker tillväxtutsikterna.

En annan viktig vertikal för EQL är deras branded-produkter Mellozzan och Memprex, som väntas stå för 20% av intäktsmixen vid slutet av femårsplanen. Nyckeln för expansion av dessa produkter är godkännanden och uttrullning på nya marknader, där bolaget haft starkt momentum genom godkännanden i Italien och Turkiet, samt uttrullning i UK under de senaste tolv månaderna. Vidare signerades också ett partnerskap med en part i BeNeLux under Juni 2025 som ska sälja Memprex, där EQL får klumpsummor utspridda över sex milstolpar.

Pipeline och förväntad lanseringsperiod



Historisk utveckling av omsättning per produkt



Mellozzan, Memprex och Specialty Generics – nya tillväxtvertikaler

Ett tillväxtinitiativ som vuxit fram ur EQL:s regulatoriska kompetens och marknadskännedom är varumärkesläkemedlen Mellozzan och Memprex. Produkterna lanserades initialt som nischgenerika i Norden, där bolaget identifierade terapiformer som redan användes kliniskt, men var geografiskt begränsade. Ett exempel är användningen av melatonin för barn med ADHD i Norden, en behandling som vid lanseringstillfället inte var etablerad i övriga Europa. Efter etablering på hemmamarknaden valde EQL att expandera konceptet till nya regioner genom sin partnerbaserade affärsmodell, där lokala samarbetspartners ansvarar för kommersialiseringen, medan EQL erhåller royalties. Modellen innebär begränsad finansiell risk och låg kapitalbindning, samtidigt som den skapar en ny tillväxtvertikal med positiv marginalpåverkan på produktmixen. Enligt bolagets brygga på CMD förväntas Mellozzan och Memprex tillsammans bidra med cirka 135 MSEK i omsättning från räkenskapsåret 24/25 till 28/29.

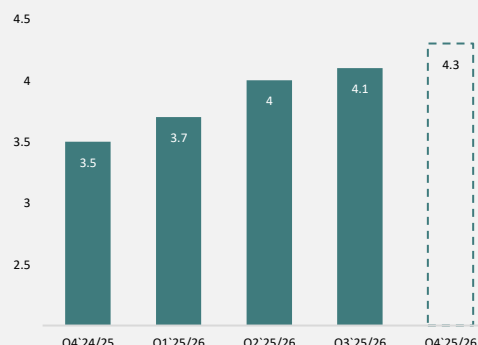
Utöver detta utgör "specialty generics" ett ytterligare tillväxtområde. Till skillnad från traditionell generika fokuserar EQL här på att utveckla funktionellt förbättrade och icke utbytbara läkemedel, vilket möjliggör högre bruttomarginaler i intervallet 60-80%. Dessa produkter adresserar ofta marknader som är omkring dubbelt så stora som motsvarande standardgenerika, vilket ger en mer attraktiv risk/reward. Dessa initiativ breddar EQL:s affärsmodell, stärker lönsamheten över tid och adderar långsiktig tillväxt.

Skuldsättningen förväntas toppa under nästa kvartal när bolaget möter ett tufft jämförelsekvartal year-over-year. Därefter väntas skuldsättningen gradvis sjunka i takt med att EBITDA börjar överträffa jämförelsekvartalen på årsbasis samtidigt som kassan förväntas öka, vilket successivt för skuldsättningen ned mot mer hållbara nivåer

Mellozzan – melatonin för barn med ADHD

Memprex – behandling av urinvägsinfektion

ND/EBITDA Q2'24/25 – Q4'25/26E

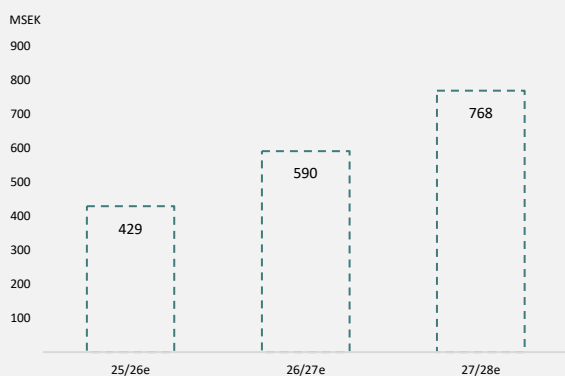


Missförstådd kassaflödesprofil och överspelad skuldsättningsrisk

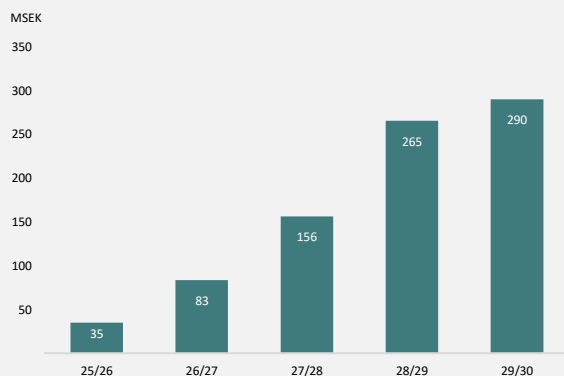
EQL:s kassaflödesprofil är till stor del missförstådd, då bolaget upplevs som capextungt trots att investeringarna i huvudsak är growth capex kopplat till ett kontinuerligt inflöde av nya produktmöjligheter. Ett ensidigt fokus på kortsiktigt fritt kassaflöde riskerar därför att ge en skev bild av den underliggande lönsamheten, där bolaget istället väljer att fokusera på mått som ROCE, som bättre speglar hur effektivt kapital allokteras och värde skapas över tid. Kassaflödet har dessutom tyngts av medveten lageruppyggnad för att säkra leveransförmåga, vilket tidigare skyddat bolaget mot störningar, även om de senaste problemen varit mer omfattande och exponerat brister i lagermixen. Den ökade rörelsekapitalbindningen har därmed påverkat kassaflödet negativt de senaste åtta kvartalen, som en följd av tillväxt, men väntas normaliseras när bolaget når ett mer moget skede.

Marknadens oro kring skuldsättningen har ökat i takt med pressad EBITDA och genomförda förvärv, vilket lyft nettoskuld/EBITDA till omkring 4x. Baserat på bolagets guidance om 15 % tillväxt och 20 % EBITDA-marginal impliceras en nivå kring 4,3x efter nästa kvartal. En nettoskuld/EBITDA över 4,5x begränsar i stället möjligheten att emittera ytterligare skuld under obligationsramen, medan den befintliga obligationen inte påverkas om nivån överskrids. Det innebär att 4,5x främst påverkar bolagets finansiella flexibilitet, snarare än att utgöra en nära refinansierings eller kovantrisk.

Nettoomsättning, 25/26e – 27/28e



Intäktbidrag från nya produktlanseringar



Värdering och estimat

Efter det kraftiga kursfallet har EQL:s värdering komprimerats. Justerat och normaliserat för EBIT värderas bolaget i dagsläget till omkring 30x EV/EBIT på rullande tolv månader, vilket ligger i linje med bolagets historiska värdering. Med den estimerade EBIT-tillväxten förväntas multiplern falla relativt snabbt, drivet av återhämtad lönsamhet och höga inkrementella marginaler, där en omsättningsökning till stor del absorberas i befintlig kostnadsbas.

Baserat på våra estimat värderas EQL vid utgången av nästa räkenskapsår till omkring 16x EV/EBIT. Med ytterligare ett års sikt, mot räkenskapsåret 27/28E, estimeras EBIT uppgå till omkring 170 MSEK, motsvarande cirka 11x EV/EBIT på dagens kurs.

Mot bakgrund av bolagets historiskt starka tillväxt, starka position inom nischgenerika och potential för fortsatt marginalexpansion bedömer vi premiumvärderingen som motiverad, men den förutsätter att bolaget återgår till historisk tillväxttakt. I det scenariot faller multiplarna snabbt mot estimaten för räkenskapsåren 26/27 och 27/28.

	23/24a	24/25a	25/26e	26/27e	27/28e
Nettoomsättning	264,2	373,5	428,8	590,7	767,9
Tillväxt y-o-y	-1,6%	41,4%	14,8%	37,8%	30,0%
Bruttoresultat	115,0	156,0	173,6	254,0	345,6
Bruttomarginal	43,5%	41,8%	40,5%	43,0%	45,0%
OPEX	83,4	90,9	115,8	141,6	180,2
EBIT	32,6	67,4	60,0	114,4	169,3
EBIT-marginal	12,3%	18,0%	14,0%	19,4%	22,1%
EV/EBIT	38,7x	41,1x	31,5x	16,1x	11,0x

mResell – Temporära problem men stor långsiktig potential

mResell är en svensk re-commerce-aktör med fokus på rekonditionerade Apple-produkter, verksam i tolv länder och med över 300 000 kunder. Bolaget driver en AI-baserad plattform som optimerar hela värdekedjan, från inköp och lager till prissättning och försäljning, vilket möjliggör en skalbar och flexibel affärsmodell. Genom att köpa in begagnade enheter, rekonditionera dem internt och sälja via egna kanaler och marknadsplatser, skapas förutsättningar för växande volymer och förbättrad lönsamhet. Tillväxten drivs i första hand organiskt där plattformen möjliggör effektiv integration, bättre inköpsvillkor och nya intäktsströmmar såsom leasing. Dock har vertikal integration diskuterats och bedöms vara en option i det längre perspektivet.

Trots en temporär regulatorisk störning under Q4'25, som påverkade iPhoneförsäljningen under cirka 1,5 månad, visade mResell fortsatt stark underliggande efterfrågan och levererade en intäktsstillväxt om 131 %. Störningen var övergående och produkterna kunde returneras utan ekonomisk påverkan, samtidigt som övriga produktkategorier utvecklades enligt plan. Försäljningstakten har därefter återhämtats snabbt i början av 2026, där bolaget indikerar en run-rate mot cirka 50 MSEK i Q1, vilket signalerar att tillväxten åter accelererar.

Bolaget har genomfört flera kapitalanskaffningar och stärkt sin finansieringskapacitet, vilket adresserar den tidigare främsta tillväxtbegränsningen, tillgången till rörelsekapital och produkter. Med förbättrad sourcing, inklusive samarbeten med fyra av Europas största Apple-leverantörer, har mResell skapat förutsättningar för högre och mer stabila volymer framåt. I kombination med större batchinköp, mer direktinköp och en gynnsammare produktmix har detta redan bidragit till att minska rörelseförlusten.

Investeringscase

Stärkt produktflöde från nya avtal

Partneravtal med fyra av Europas största Apple-leverantörer stärker sourcing, minskar risk och ökar inflödesvisibilitet

AI-plattform skapar konkurrensfördel

Den AI-drivna plattformen optimerar inköp, lager, prissättning och försäljning i realtid, vilket säkerställer kapitaleffektivitet

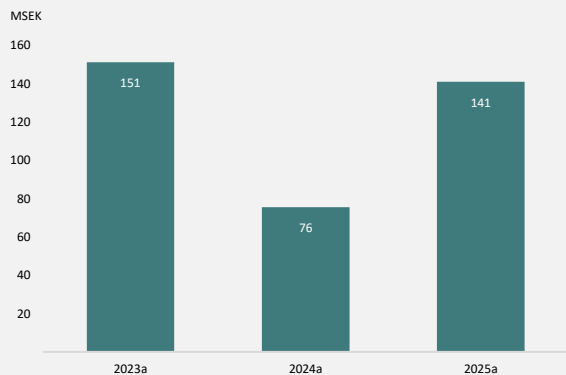
Lönsamhetslyft via mix & inköp

Större batchinköp och bättre inköpsvillkor driver bruttomarginalexpansion och stödjer lönsamhet på sista raden

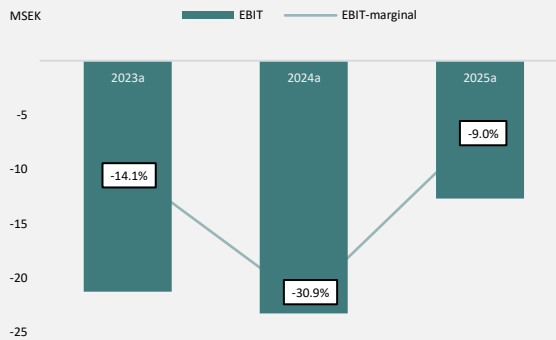
Rörelsekapital som hävstång

Kapitaltillskott och utökade kreditmöjligheter från leverantörer förbättrar inköpskapaciteten, vilket möjliggör högre tillväxt

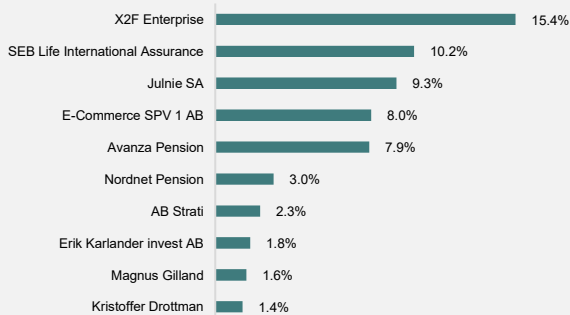
Nettoomsättning, 23a – 25a



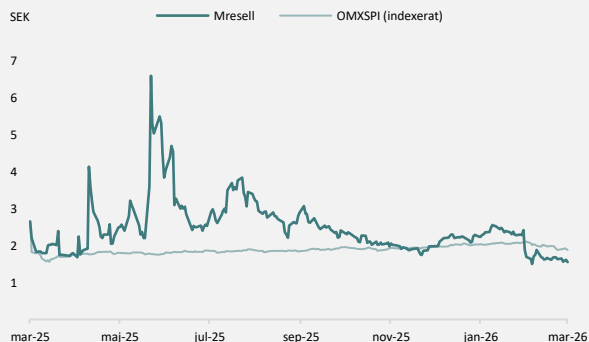
EBIT och EBIT-marginal, 23a – 25a



Topp 10 ägare



Aktiekursutveckling 1 år



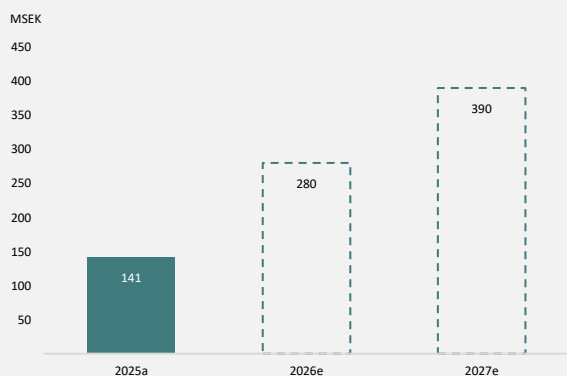
Ökat rörelsekapital -> Ökad tillväxt -> Lönsamhet

Ledningen har kommunicerat att den främsta begränsningen för tillväxt inte har varit efterfrågan eller försäljningsförmåga, utan tillgången till rörelsekapital och produkter. Under 2025-2026 har bolaget därför stärkt rörelsekapitalet genom flera kapitaltillskott om totalt 54,6 MSEK före emissionskostnader, inklusive riktade emissioner, optionsinlösen och kvittning av lån. Därtill har en kreditlimit säkrats, leverantörskrediter utökats och en upphandling av lagerfinansiering initierats med målsättning att vara på plats under H1'26. Detta innebär att mResell går in i kommande kvartal med en avsevärt starkare finansieringsbas och bättre förutsättningar att stödja fortsatt hög tillväxt.

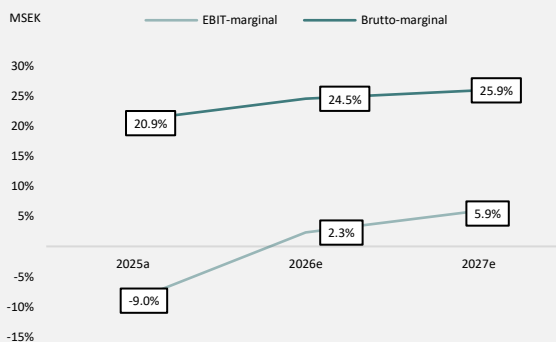
Problemen med iPhone-tillgång i vissa marknader under november var tillfälliga och påverkade bredare delar av leverantörsledet, samtidigt som övriga Apple-produkter fortsatte sälja väl, vilket indikerar att efterfrågan varit fortsatt stark.

Mot denna bakgrund estimerar vi en lageromsättningshastighet under 7x (jämfört med cirka 14x under 2025), vilket ger en mer konservativ grund för våra prognoser. Detta implicerar en nettoomsättning om omkring 280 MSEK, justerat ned cirka 20% mellan H1 och H2 (rensats för engångseffekter i Q4). Givet indikationer om att efterfrågan överstiger utbud ser vi dock potential för att lageromsättningen kan överträffa dessa nivåer över tid.

Nettoomsättning, 25a – 27e



EBIT och Bruttomarginal, 25a – 27e



Värdering och estimat

På rullande tolv handlas mResell idag på en negativ EV/EBIT.

I takt med att emissionslikviden omsätts i lager och tillgängligheten förbättras estimerar vi en tydlig uppväxling i både tillväxt och lönsamhet. Till 2026 estimeras multipeln falla till omkring 15,7x EV/EBIT, drivet av stark topline-tillväxt och operationell hävstång, där ökade volymer i stor utsträckning absorberas i befintlig kostnadsbas.

År 2027 estimerar vi att EBIT uppgår till cirka 23 MSEK, motsvarande omkring 4,4x EV/EBIT på dagens kurs, drivet av fortsatt tillväxt och förbättrade marginaler. I takt med att lönsamheten stärks och rörelsekapitalet börjar omsättas mer effektivt estimerar vi även en ökande intern kassagenerering, vilket möjliggör fortsatt lageruppbyggnad och tillväxt utan behov av externt kapital, förutsatt tillräcklig tillgång på enheter.

	2023a	2024a	2025a	2026e	2027e
Nettoomsättning	151,2	75,6	141,1	280,0	390,0
Tillväxt y-o-y	62,0%	-60,0%	86,7%	98,4%	42,8%
Bruttoresultat	20,2	16,3	29,4	68,7	101,0
Bruttomarginal	13,4%	21,6%	20,9%	24,5%	25,9%
OPEX	39,9	34,0	42,7	62,2	78,0
EBIT	-21,3	-23,3	-12,7	6,5	23,0
EBIT-marginal	-14,1%	-30,9%	-9,0%	2,3%	5,9%
EV/EBIT	n/a	n/a	n/a	15,7x	4,4x

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 rapport innehåller analyser av bolag som har ingått avtal med Kalqyl avseende uppdragsanalys. Dessa bolag har ersatt Kalqyl för analysbevakning, vilken kan publiceras vid enskilda tillfällen eller löpande under avtalsperioden. Rapporten kan samtidigt även omfatta bolag som inte är uppdragskunder till Kalqyl.

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 analys, samt i 48 timmar efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

En eller flera på FairValue och Kalqyl äger aktier i det analyserade bolag