

## Återhämtningen tar fart

### Q3 bekräftar normalisering efter leveransförseningar

EQL Pharma rapporterade ett starkt tredje kvartal 2025/2026. Försäljningen återhämtade sig efter leveransproblemen i Q2 och ökade med 29 % till 118,9 MSEK jämfört med samma kvartal föregående år. Utfallet översteg våra förväntningar med 12,1 %.

Bruttomarginalen stärktes till 42 % (41 %). EBITDA uppgick till 24,9 MSEK (17,3), motsvarande en EBITDA-marginal om 21 % (19 %). Rörelseresultatet (EBIT) ökade till 19,5 MSEK (14,8), vilket motsvarar en EBIT-marginal om 16 % (16 %) och en tydlig förbättring från 3,6 MSEK i Q2. Utfallet var 32,8 % över vår prognos om 14,7 MSEK.

Trots att flera restorder från Q2 kvarstod fungerade leveranserna av nyckelprodukten Memprex väl, efter att leveranser om cirka 22 MSEK uteblev under föregående kvartal. Detta bidrog till ett starkare kvartal och en tydlig marginalförbättring. Sammantaget speglar utfallet en gradvis normalisering efter tidigare leveransutmaningar.

### Fortsatt portföljbyggnad och europeisk etablering

Under kvartalet lanserades ytterligare en produkt och pipelinen stärktes genom sex nya projekt. Samtidigt rekryterades två nya personer till ledningsgruppen för att stärka bolagets internationella kapacitet. Etableringen i Tyskland och Nederländerna fortskrider, med investeringsbeslut planerade till våren och ambition att lansera en pilotprodukt i Tyskland under nästa räkenskapsår. För nyckelprodukten Memprex har en ansökan lämnats in i BeNeLux med förväntat marknadsföringsgodkännande inom 6–9 månader. För den andra nyckelprodukten, Mellozzan, har en ansökan lämnats in i Gulfregionen med målsättning om lansering under 2026/27, samtidigt som dialoger pågår avseende ytterligare marknader.

Lagersituationen förbättrades jämfört med föregående kvartal, även om vissa leveranser fortfarande återstår. Tydligare leveransplaner har etablerats och en gradvis stabilisering väntas under det fjärde kvartalet, parallellt med fortsatta initiativ för att stärka leveransprecisionen, med fokus på förbättrad forecasting både internt och i samarbete med leverantörer.

### Vi upprepar vårt motiverande värde om 77 kr

För helåret 2025/26 prognostiseras en försäljningstillväxt om 15 %, i linje med tidigare guidning. Under det fjärde kvartalet väntas viss destruktion av bland annat covid-19-tester, vilket bedöms belasta marginalen med cirka tre till fyra procentenheter.

De långsiktiga tillväxtmålen och investeringsteser ligger fast. Tillväxtutsikterna stöds av etablering på nya europeiska marknader, en bred och växande produktpipeline samt en ökande andel egenutvecklade högmarginalprodukter, såsom Mellozzan och Memprex.

**Det motiverade värdet kvarstår oförändrat på 77 kronor per aktie.**

### EQL Pharma

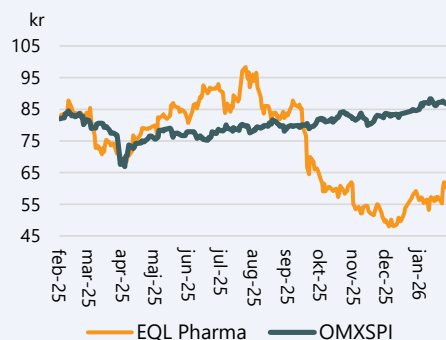
#### Kvartalsanalys Q3 2025/26

Datum 9 februari 2026  
Analytiker Mattias Sellin

#### Basfakta

Bransch Läkemedel  
Styrelseordförande Christer Fähræus  
Vd Axel Schörling  
Listning Nasdaq OMX Small Cap  
Ticker EQL  
Aktiekurs 61 kr  
Antal aktier, milj. 29,5  
Börsvärde, mkr 1 816,1  
Nettoskuld, mkr 370,1  
Företagsvärde (EV), mkr 2180,1  
Motiverat värde 77 kr  
Nästa rapport 2026-05-08

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Börsdata

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2024/2025	2025/26p	2026/27p	2027/28p
Omsättning	374	430	601	800
Bruttoresultat	156	180	265	368
Rörelseres. (EBIT)	67	62	113	170
Resultat f. skatt	54	31	82	141
Nettoresultat	43	25	65	112
Vinst per aktie	1,5 kr	0,8 kr	2,2 kr	3,8 kr
Omsättningstillväxt	41%	15%	40%	33%
Rörelsemarginal	18%	14%	19%	21%
Nettoskuld/EBITDA	3,5	3,9	2,4	1,6
P/e-tal	51,2	73,2	27,7	16,2
EPS	1,5	0,8	2,2	3,8
EV/EBIT	38,7	35,2	19,3	12,9
EV/S	4,8	5,1	3,6	2,7

Källa: Bolaget & Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

## Investeringstes

### Låg konkurrens och stabila kassaflöden

EQL Pharma verkar inom läkemedelsbranschen med fokus på nischgenerika. Bolaget utvecklar och säljer läkemedel som är innehållsmässigt identiska med originalläkemedel vars patent har löpt ut. Man gör dessutom detta inom nischade marknader och med produkter där konkurrensen är lägre än ”vanlig” generika. Genom att både utveckla egenutvecklade generika och genom att agera som återförsäljare av nischgenerika och mot läkemedel som länge saknat patentskydd, skapar EQL stabila och förutsägbara intäkter. Den begränsade konkurrensen, i kombination med partnerskapet med den indiska tillverkaren och största ägaren Cadila Pharmaceuticals, ger EQL förutsättningar att erbjuda konkurrenskraftiga priser jämfört med många andra aktörer.

### Stark ägarbild med goda förutsättningar

EQL Pharma grundades av den välrenommerade entreprenören Christer Fåhraeus, tillika bolagets styrelseordförande. Fåhraeus betraktas med sin erfarenhet, kapital och goda kontaktnät som en bidragande faktor till fortsatt framgång. I dagsläget äger han cirka 24% av EQL.

Bolagets största ägare är ett indiskt bolag vid namn Cadila Pharmaceuticals som äger 30% av bolaget. Cadila Pharmaceuticals är EQL Pharmas förstahandsval som kontraktstillverkare. Genom ett så kallat ”first right of refusal” är Cadila förpliktigade att i första hand erbjuda EQL utveckling och tillverkning av läkemedel, ofta till mycket konkurrenskraftiga villkor och i vissa fall nära självkostnadspris. EQL äger därefter alla rättigheter för läkemedlet på den europeiska marknaden. Samarbetet ger EQL Pharma en kostnadseffektivare produktion och en högre ROI, vilket är en tydlig konkurrensfördel gentemot konkurrenter.

### Goda förutsättningar för fortsatt tillväxt

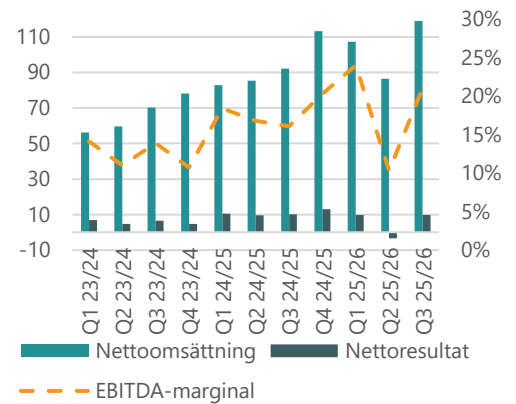
EQL Pharma har ett tydligt tillväxtfokus med fortsatt expansion högt på agendan. Framöver väntas bolagets tillväxt i huvudsak vara organisk, driven av lanseringar av befintliga produkter på nya geografiska marknader. Enligt ResearchAndMarkets väntas den europeiska generikamarknaden växa med en årlig tillväxttakt om cirka 7 % fram till 2034. Tillväxten drivs främst av demografiska faktorer såsom en åldrande befolkning samt en ökande förekomst av kroniska sjukdomar.

Den större drivkraften för tillväxt framöver väntas främst drivas av affärsområdet *Branded* (EQLs egna produkter), tillsammans med *Specialty Generics* och bolagets etablering på nya europeiska marknader. Samtidigt bidrar segmenten *Pharmacy* och *Hospital* med stabila kassaflöden, om än med mer begränsad uppsida per produkt.

EQL:s affärsområde *Branded*, där Mellozzan och Memprex ingår, har utvecklats starkt. Memprex har haft en god utveckling i Storbritannien via partner, medan Mellozzan i Tyskland nått omkring 75 procent marknadsandel. Parallellt arbetar bolaget aktivt med att successivt expandera dessa produkter till ytterligare marknader.

### Långsiktig trend av tillväxt

Graferna visar nettoomsättning och nettoresultat i Mkr per kvartal, medan EBITDA-marginalen i procent redovisas på den andra axeln.



Källa: Börsdata

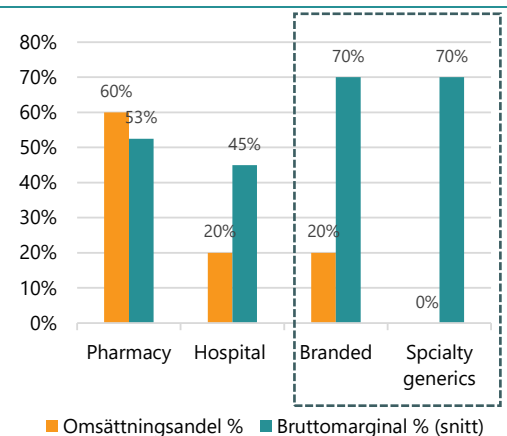
### Ägarbild

Cadila Pharmaceuticals Ltd	30,0%
Christer Fåhraeus	23,8%
Consensus Asset Management	3,3%
SEB Fonder	3,2%
Avanza Pension	2,8%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,7%
Sten Irwe	2,1%
Carnegie Fonder	1,5%
Göran Nordlund (Fore C Investments)	1,1%
Axel Schörling	1,1%
<b>Summa topp 10 ägare:</b>	<b>71,6%</b>

Källa: Holdings

### Affärsområden

Diagrammet visar EQL Pharmas fyra huvudsakliga affärsområden – *Pharmacy*, *Hospital*, *Branded* och *Specialty Generics* – där staplarna illustrerar respektive segments uppskattade andel av koncernens omsättning (orange) och genomsnittliga bruttomarginal (turkos).



Källa: Bolaget & Analysguiden

## Väsentliga händelser under kvartalet

- 2025-10-06: **EQL är i process att rekrytera ny Chief Commercial Officer (CCO):** EQL Pharma genomför, som del i sin nya femårsplan, rekrytering av ny CCO med internationell bakgrund. Detta innebär att nuvarande Chief Commercial Officer (CCO) Alexander Brising lämnar sin tjänst.
- 2025-11-14: **EQL erhöll marknadsföringsgodkännande i Tyskland för metenamin hippurat under varumärket Cystohipp®.** Godkännandet gör Cystohipp® till den enda registrerade metenamin-produkten i Tyskland och tillhandahållas till patienter av EQLs licenspartner Dr Pflieger. Intäkter från Cystohipp® förväntas uppstå efter planerad lansering i mitten av 2026, med gradvis uppskalning därefter.
- 2025-11-17: **EQL offentliggör prospekt och ansöker om upptagande till handel av obligationer på Nasdaq Stockholms företagsobligationslista.** Flytten från First North innebär ökad transparens och tillgång till en bredare investerarbas, utan att påverka bolagets skuldsättning eller finansieringskostnader.
- 2025-12-03: **EQL rekryterar Allan Sylvest Aasberg som ny CFO. Nuvarande CFO, Anna Jönsson, tillträder som redovisningschef.** Allan tillträder som ny CFO i början av april 2026. Allan kommer ”ta EQL till nästa nivå när det gäller att designa den mest skalbara plattformen, optimera lönsamheten, allokera tillväxtkapital, utföra vinst- och likviditetsprognoser och hantera delar av investerarrelationer”.
- 2025-12-04: EQL Pharma stärker sin kommersiella organisation inför fortsatt europeisk expansion genom **rekryteringen av Anne D. Jensen som ny försäljningschef (CSO) med tillträde i mars 2026. Samtidigt fasas den dedikerade affärsutvecklingsrollen ut** i takt med att bolagets femårsplan i högre grad fokuserar på organisk tillväxt och operativt genomförande, efter att flera strategiskt viktiga förvärv (Medelink) och etableringen i Tyskland och Nederländerna.
- 2025-12-23/2025-12-30: Under perioden rapporterades insiderköp från ledande befattningshavare, där bolagets operativa chef, Martin Kristofferson, köpte 19 225 aktier för cirka **1,0 MSEK, motsvarande en genomsnittlig kurs om cirka 52 kronor per aktie**, vid slutet av december. Senare under månaden köpte EQL:s Chief Quality and Supply Chain Officer, Magnus Erreth, 1 000 aktier för **57,7 TSEK, motsvarande en kurs om cirka 58 kronor per aktie.**

## Leveransfördröjningar i Q2 2025/2026

Under Q2 2025/26 och även in i Q3 har EQL haft leveransproblem kopplade till sina kontraktstillverkare (CDMO:er). Den här gången har problemen varit mer omfattande än tidigare och orsakats av flera samverkande faktorer, bland annat brist på råvaror och förpackningsmaterial samt produktionsavvikelser som krävt extra kvalitetskontroller enligt GMP-standard.

Delvis kan problemen kopplas till hur avtalen med CDMOs är utformade. EQL lämnar rullande tolv månaders prognoser för att möjliggöra planerade råvaruinköp, men flera tillverkare har valt att arbeta med "just-in-time-inköp" för att optimera sitt eget rörelsekapital. Detta har gjort leveranskedjan mer sårbar för störningar. Tidigare har EQL hanterat liknande situationer väl, tack vare sina säkerhetslager, men den här gången har lagren inte räckt till. Detta har lett till att man inte kunnat leverera till sina kunder och att planerade lanseringar har skjutits upp.

De traditionella apoteksprodukterna (*Pharmacy*) har påverkats mest av leveransproblemen, men även *Branded*-segmentet uppvisar större variation mellan kvartalen. Förra året uppgick försäljningen i det andra kvartalet till 85,2 Mkr. Bolaget uppger att försäljningen under Q2 2025/2026 kunde ha varit cirka 22 Mkr högre om inte leveransförseningarna påverkat en större Membrex-order. Vidare bedömer man att problemen även kommer påverka slutdelan av räkenskapsåret 2025/2026, men i mindre omfattning och att en gradvis återhämtning kan väntas under 2026/2027 i takt med att leveranserna stabiliseras.

EQL arbetar aktivt med att förbättra sina interna processer. Bolaget ser potential i att utveckla både intern och extern prognosstyrning, effektivisera logistiken och stärka samarbetet med sina cirka 20 CDMOs. Logistikplaneringen, som hittills har varit Excel-baserad, ska ersättas av ett ERP-system som väntas vara på plats sommaren 2026, för bättre prognos- och lagerstyrning. Samtidigt ser bolaget över möjligheten att omförhandla äldre distributions- och logistikavtal för att minska kostnaderna genom större volymrabatter. Dessutom pågår arbete med att bredda leverantörsbasen så att varje produkt på sikt kan ha flera tillverkare, vilket minskar risken och stärker förhandlingspositionen.

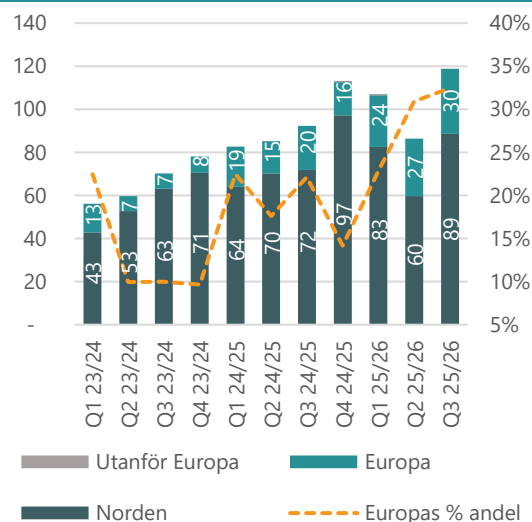
Vi ser leveransproblemen som negativa men i huvudsak som en följd av EQL:s snabba tillväxt och ökade komplexitet i leverantörskedjan. Situationen tydliggör behovet av mer skalbara processer samt förbättrad prognos- och lagerstyrning, snarare än strukturella svagheter i affärsmodellen. De åtgärder bolaget nu vidtar bedöms vara relevanta och väl avvägda och bör på sikt stärka leveranssäkerheten, även om påverkan och osäkerheten på försäljning och resultat kvarstår i när-tid.

## Suezkanalen påverkar fortsatt marginalen

Bolaget har begränsad kontroll över fraktkostnaderna då transporterna sker enligt CIF 2020 via CDMO:er. De förhöjda kostnaderna förklaras av tidigare leverantörsavtal och störningar i Suezkanalen, men fallande fraktpriser och en normalisering av Sueztrafiken väntas successivt stärka marginalerna, med en potentiell positiv effekt om cirka fem procentenheter.

## Omsättning per region

EQL har tydligt fokuserat på internationell expansion efter att successivt ha etablerat sig på den nordiska marknaden. Detta understryks av de senaste rekryteringarna av ny CFO och CSO med internationell erfarenhet, samt genom att bolaget har förstärkt organisationen i Tyskland och Nederländerna för att bearbeta dessa marknader enligt samma modell som i Norden.



Källa: Börsdata

## Globala fraktpriser har kommit ner

Containerized Freight Index. Fraktpriserna är 31,2% lägre än för ett år sedan.



Källa: Trading Economics

## Tre drivkrafter för fortsatt tillväxt

### #1 Expansion inom europeiska nyckelmarknader

EQL expanderar vidare genom nya rekryteringar i Nederländerna och Tyskland under sommaren 2025, marknader som tillsammans är omkring fem gånger större än den nordiska. I Nederländerna har den nya medarbetaren redan identifierat cirka 80 potentiella produkter på bara två månader, varav hälften har giltiga licenser. Genom det så kallade MRP-förfarandet (Mutual Recognition Procedure) kan produkter som redan är godkända i ett EU-land registreras i Nederländerna inom tre till sex månader, jämfört med upp till ett år i ordinarie process. Under våren kommer de första investeringsbesluten tas och för den tyska marknaden är målet att lansera en pilotprodukt redan under nästa finansiella år.

Internationella prisjämförelser visar att läkemedelspriserna i Sverige, särskilt för generika, är bland de lägsta i Europa, vilket begränsar marginalerna. Detta gör EQL:s etablering i Tyskland och Nederländerna särskilt intressant, då prissystemen där skulle kunna ge bättre lönsamhet över tid.

Affärslogiken på dessa marknader liknar den i Norden, där prisdriven konkurrens och apoteksledd försäljning möjliggör stora volymer utan omfattande marknadsföring, och där lägsta pris i kombination med hög leveransförmåga ofta avgör upphandlingarna. EQL har visat att bolaget behärskar denna modell, även om ett tydligare genomslag från satsningarna väntas först under 2026/27.

### #2 Nya Lanseringar

En ny produkt lanserades under perioden, vilket innebär att antalet lanserade produkter ökade till 47. Under de kommande åren väntas dock flera lanseringar enligt bolagets plan. Lanseringstakten bedöms öka successivt från 2025/26 och framåt. EQL guidar en till lansering detta år och tio nya lanseringar för 2026/2027.

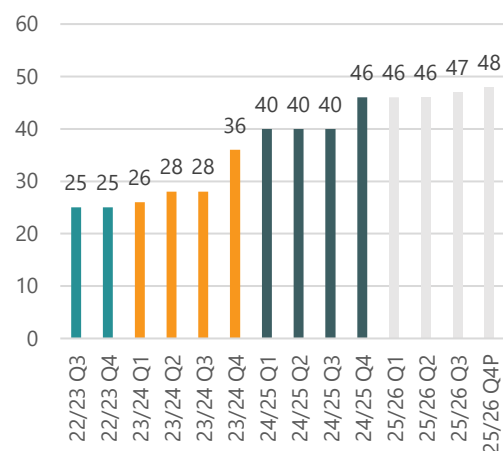
Sammantaget indikerar pipeline, planerade lanseringar och det framgångsrika Medilink-förvärvet goda förutsättningar för fortsatt expansion och lönsam tillväxt under de kommande åren. Med hjälp av AI har bolaget även lyckats identifiera 78 nya produkter som man tidigare inte upptäckt i Norden. Detta ses som en potentiell uppsida, särskilt eftersom en stor del av den nordiska marknaden redan är genomarbetad av EQL sen tidigare.

### EQLs produktutvecklings- och lanseringsprocess

- Utvecklingsfas: Produkten tas fram och förbereds för att kunna godkännas av läkemedelsmyndigheter. Tar normalt 2–3 år innan produkten är redo för myndighetsansökan.
- Granskningsfas: Myndigheterna utvärderar ansökan innan produkten får försäljningstillstånd. Tar vanligtvis tar ca 1 år från inskickad ansökan till godkännande.
- Lanseringsfas: Produkten är godkänd och väntar på att den första förpackningen ska levereras till apotek innan försäljningen startar. Det tar 6–12 månader från godkännande till faktisk leverans och start av försäljning.

### Utveckling av produktportfölj

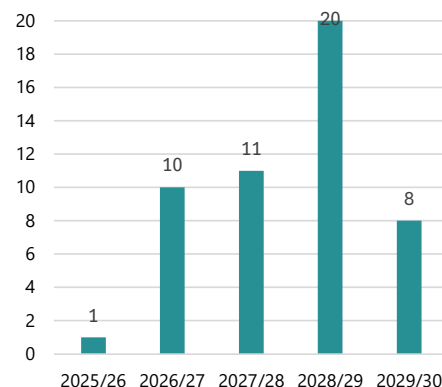
Grafen visar antalet produkter som finns i portföljen vid olika tider.



Källa: Bolaget

### Omfattande lanseringsprognos

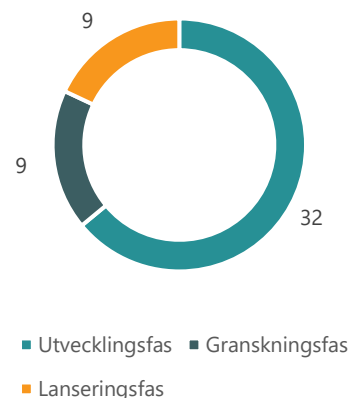
Ledningens prognos för lanseringar av produkter.



Källa: Bolaget

### Nuvarande Pipeline

Grafen visar bolagets Pipeline vid utgången av Q3 25/26. Det är en ökning med sex projekt från Q2 25/26.



Källa: Bolaget

### #3 Branded och Specialty generics

EQL:s varumärkesbaserade produkter (Branded) omfattar främst Memprex, ett läkemedel mot urinvägsinfektioner med tyngdpunkt i Storbritannien, samt Mellozzan, ett sömnläkemedel för ungdomar med ADHD med huvudsaklig närvaro i Tyskland. Tillsammans genererar de runt 70 miljoner kronor i årlig omsättning och med en bruttomarginal kring 70%, vilket är betydligt högre än traditionella generikaprodukter på 45–55%. Bolaget planerar nu fler lanseringar i flera europeiska länder samt i Gulfbregionen, där potentialen bedöms som betydande.

Det nya affärsområdet *Specialty Generics* bygger vidare på EQL:s befintliga modell och fokuserar på läkemedel som inte är formellt utbytbara mot originalet, till exempel vid behandling av epilepsi eller organtransplantationer. Skillnader i formulering, frisättning eller smak gör att automatisk substitution inte tillåts. Genom egna varumärken och prisstrategier kan EQL ändå skapa en informell utbytbarhet, där produkterna blir världens naturliga val.

För att driva satsningen har bolaget rekryterat två personer från Ori-farm (en konkurrent med EQL) med lång erfarenhet av området, samt lagt till fyra nya produkter i sin pipeline genom inlicensiering. Totalt har omkring 50 potentiella produkter identifierats. *Specialty Generics* kan därmed bli en viktig tillväxt drivare för EQL, även om bolaget inledningsvis agerar försiktigt i dess lanseringar för att begränsa riskerna om segmentet inte lyckas ta fart.

### Förvärvet av Medilink

Den 31 januari 2025 slutförde EQL förvärvet av en produktportfölj från Medilink A/S, vars räkenskapsår löpt ut den 31 mars 2025. Portföljen omfattar fyra etablerade läkemedel och som under 2024 genererade cirka 51 miljoner kronor i omsättning och en bruttomarginal på 71 % och en EBITDA-marginal på 25–30%. Eftersom förvärvet genomfördes två månader före räkenskapsårets slut beräknas EQL ha konsoliderat cirka 8–9 miljoner kronor under perioden. Detta motsvarar ett helårsbidrag om cirka 42–43 MSEK under 2025/26, exklusive underliggande tillväxt. Under en övergångsperiod har Medilink fortsatt bistått med stöd kopplat till portföljen, mot en ersättning om cirka 10 % av omsättningen. Justerat för denna temporära topline-kompensation uppgår det omsättningsbidraget till cirka 38,3 MSEK.

Bolaget guidar för cirka 15% omsättningstillväxt under räkenskapsåret 2025/26. Om Medilink-portföljen antas ligga kvar på samma omsättningsnivå som under 2024, motsvarar det ett bidrag på omkring 10 % tillväxt för koncernen. Det är en försiktig prognos som utgår från att portföljen inte växer alls. Eftersom bolaget uppgett att portföljen utvecklas bättre än väntat, delvis tack vare lägre konkurrens och gynnsamma marknadsförhållanden, är det troligt att det faktiska bidraget är något högre.

Samtidigt tyder utvecklingen på att leveransproblem och förseningar i pipeline haft en relativt stor påverkan, vilket innebär att den organiska tillväxten utan förvärvet sannolikt kommer ligga på omkring 5 % för helåret givet bolagets tillväxtprognos på 15%.

### Två intressanta affärsområden

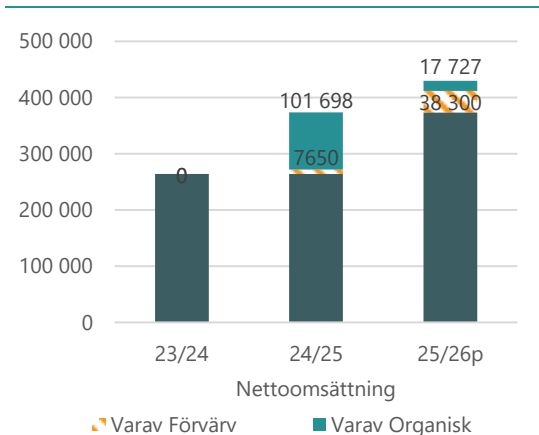
Tabellen visar de centrala skillnaderna mellan EQL Pharmas två mest lönsamma affärsområden. Tillsammans representerar dessa områden EQL:s framtida tillväxtfokus med högre lönsamhet och skalbarhet än traditionella generikaprodukter.

	Branded	Specialty generics
<b>Produkttyp</b>	Direktförskrivning av läkare och Sjuksköterskor. (Memprex & Mellozzan)	Generiska produkter som inte är utbytbara på grund av medicinska eller regulatoriska skäl
<b>Karaktärsdrag</b>	Unika skyddande varumärken som aktivt marknadsförs av EQL eller EQL:s utvalda partners	Marknadsstrategin riktar sig mot "payors" (t.ex. kommittéer, regioner, expertgrupper) samt läkare, med fokus på inflytelserika Key Opinion Leaders (KOLs)
<b>Kunder</b>	Adalvo, Medice	
<b>Konkurrens</b>	Resurskrävande område där innovation och marknadsstrategi avgör vem som blir marknadsledare	Mindre prispfokuserat än apotekssegmentet, eftersom produkterna inte är utbytbara
<b>Bruttomarginal</b>	70%	60–80 %

Källa: Bolaget

### Viss förvärvsdriven tillväxt

Svagare organisk tillväxt för prognosåret 2025/2026, där förvärvet av Medilink bedöms stå för 10 % av totalt 15 % tillväxt. Grafen visar omsättningen (Tkr).



Källa: Analysguiden

## Prognoser

### Omsättningsprognos för kommande år

I linje med EQL Pharmas guidning prognostiserar vi en omsättnings-tillväxt om 15 % för helåret 2025/26. Prognosen tar höjd för leveran-stapp samt ett svårare jämförelsekvartal framöver. Analysguiden ju-sterar upp sina prognoser för de kommande åren fram till 2028/29 och ser starkare tillväxtutsikter. Prognosen implicerar en årlig tillväxt på 30 % över perioden. Prognoserna bugar på en stark tilltro till led-ningens målsättning mellan 2024/25 och 2028/29, baserat på att bo-laget under tidigare femårsperioder har överträffat förväntningarna samt att man fortfarande har en omfattande produktpipeline. Dessu-tom bedöms affärsmodellen vara robust, med fortsatt goda tillväxt-förutsättningar på nya marknader och inom nya segment.

### Bruttomarginal

Analysguiden prognoserar en starkare bruttomarginal framgent. Prognosen motiveras av en successivt förbättrad produktmix, där *Branded* och *Specialty Generics* väntas utgöra en allt större andel av för-säljningen och därmed bidra till högre marginaler.

Den långsiktiga förbättringen av bruttomarginalen väntas också dr-ivas av ökad kostnadseffektivitet i produktionen. EQL arbetar succes-sivt med att bredda sin leverantörsbas och minska beroendet av en-skilda tillverkare som stärker bolagets förhandlingsläge. Samtidigt pågår arbete med att utveckla egna aktiva substanser (API:er) och att optimera inköpsstrukturen, vilket på sikt kan sänka tillverkningskost-naderna (COGS) för deras *Branded* produkter (Memprex & Mollozan). För produkter som Mellozan väntas dessa initiativ kunna mer än halvera kostnaderna, medan Memprex bedöms dra nytta av billigare råvaror och förbättrade produktionsvillkor. Sammantaget ger detta förutsättningar för en gradvis och uthållig marginalförstärk-ning under de kommande åren.

### Marginalexpansion mot ledningens målsättning

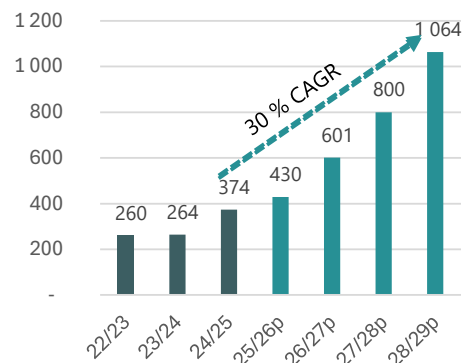
Under innevarande år guidar EQL för en EBITDA-marginal närmare 20 än 25 %, vilket vi delar. Under den nya femårsperioden är målsät-ningen att marginalen successivt ska stärkas och stabiliseras kring 25 %, för att därefter överstiga denna nivå mot slutet av 2028/29.

Vi delar denna syn och prognostiserar en EBITDA-marginal om om-kring 26 % mot slutet av perioden. Tillväxt och en successivt förbätt-rad produktmix väntas stärka marginalerna över tid, även om opera-tiva satsningar och kvarvarande störningar i Suezkanalen kan inne-bära ett kortsiktigt marginaltryck.

Då en stor del av kostnadsbasen redan tagits under innevarande år bedöms rörelsekostnaderna öka långsammare än omsättningen nästa år, vilket skapar förutsättningar för en tydlig förbättring av EBITDA-marginalen redan under nästa räkenskapsår.

### Prognos för omsättning

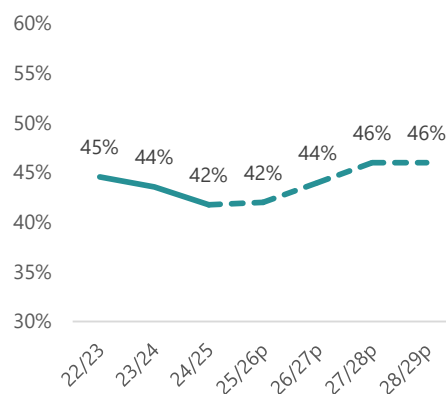
Graferna visar nettoomsättningen i Mkr på x-axeln. EQL guidar för en årlig snitttillväxt på 30% fram till räkenskapsåret 2028/2029, vilket vi bedömer som rimligt enligt våra prognoser.



Källa: Bolaget & Analysguiden

### Vi ser en starkt bruttomarginal...

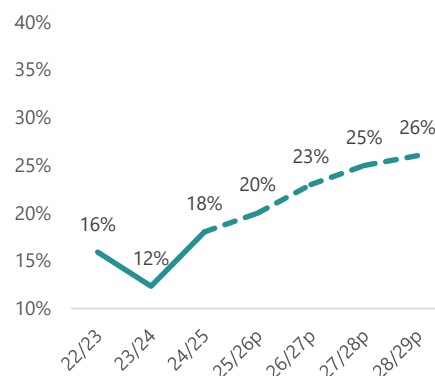
Grafen visar bruttomarginalen för EQL Pharma. Förbättringen drivs främst av en förändrad produktmix med ökande andel *Branded* och *Specialty Generics*.



Källa: Bolaget & Analysguiden

### ... Och en högre EBITDA-marginal

Grafen visar EQL:s EBITDA-marginal. Vi förutser en positiv utveckling till följd av flera operativa beslut samt skalfördelar inom nya produktsegment.



Källa: Bolaget & Analysguiden

## Kapitalbindning

Vad gäller balansräkningen framgår att bolaget fortsatt har ett stort lager. En hög lagerhållning är i sig inte ovanlig i EQL:s affärsmodell, där tillgång på produkter och leveransförmåga är centralt och där lager även kan möjliggöra merförsäljning när konkurrenter hamnar i rest.

Samtidigt är lagret fortsatt högt i relation till omsättningen, omkring 46 % och bolaget har trots detta haft leveransproblem i vissa delar av sortimentet. Det indikerar att utmaningen i högre grad kan handla om lagerstruktur och planering (rätt produkter, rätt volymer och rätt timing) än om lagernivån som sådan. Detta understryker potentialen att stärka lager- och leveransstyrningen, vilket även speglas i bolagets initiativ för förbättrad leveransprecision, inklusive en ERP-förstudie.

Ett stort lager innebär också en risk för nedskrivningar och inkurans, där en viss nedskrivning väntas kopplad till covid-19-tester. Den övergripande inkuransrisken bedöms dock som begränsad, givet produkternas generellt långa hållbarhet och stabila efterfrågan.

## Capex

EQL fortsätter att investera i produktportföljen. Under tredje kvartalet uppgick Capex till 11,9 MSEK (11,8), hänförligt till investeringar i såväl pågående som nya utvecklingsprojekt.

För perioden april–december summerades investeringarna till 45,1 MSEK (30,4), vilket speglar ett fortsatt offensivt fokus på att driva tillväxt via produktutveckling och portföljexpansion. EQL har även uppgett att investeringarna ska ligga på den nivå kassaflödet tillåter, vilket signalerar en fortsatt offensiv strategi trots tillfälliga marginalpåfrestningar.

Samtidigt betonar bolaget vikten av att balansera investeringstakten med finansiell disciplin, mot bakgrund av en nettoskudsättning om 4,0x EBITDA vid kvartalets utgång. Capex-guidningen har därför justerats ned till 65–70 MSEK per år från tidigare 90–100 MSEK. En högre investeringstakt kan bli aktuell längre fram, men förutsätter lägre skudsättning samt starkare kassaflöden och marginaler.

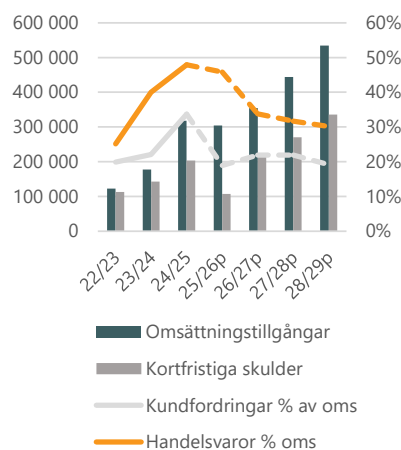
## Nettoskuld

EQL:s nettoskuld uppgick till 4,0x EBITDA, samma som föregående kvartal. Det ligger i den övre delen av bolagets målintervall, där målsättningen är en nettoskuld på 2,5x och ett tak på 4,0x. Den relativt höga skudsättningen kan förklara viss oro bland investerare och potentiell påverkan på lånevillkor (bond covenants), särskilt i ett läge med fortsatt osäkerhet kring leveranser och marknadsutveckling. Det är visserligen något oroande, men vi bedömer att bolaget har goda förutsättningar att successivt minska skudsättningen i takt med stärkt lönsamhet, förbättrade kassaflöden och gradvisa amorteringar framöver.

Bolaget har dessutom uppvisat en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) för EBITDA på 88 % mellan 2017/18 och 2024/25, vilket är mycket högt och motiverar en tillfälligt hög belåningsgrad. I kombination med stabila och förutsägbara kassaflöden, särskilt inom *pharmacy* och *hospital*, ser vi därför skudsättningen som hanterbar och risken som begränsad.

## Rörelsekapitalet är högt

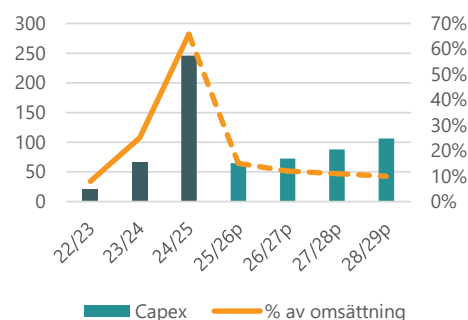
EQL har efter Medilink-förvärvet byggt upp större lager och ökade kundfordringar. På sikt finns förbättringspotential genom lageroptimering, bättre leverantörsstyrning och det nya ERP-systemet, vilket också även bör ge snabbare B2B-leveranser när problemen avtar.



Källa: Bolaget & Analysguiden

## Hög investeringsnivå

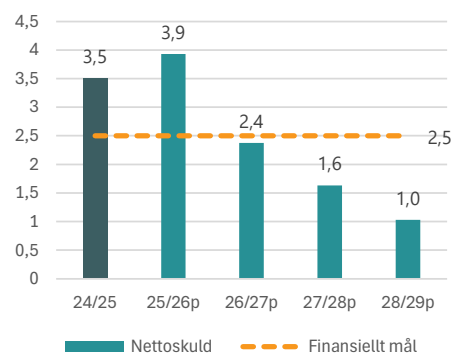
Investeringarna ökade kraftigt under 2024/25 till följd av Medilink-förvärvet och därefter väntas att Capex normaliseras.



Källa: Bolaget & Analysguiden

## Nettoskulden på taknivån 4,0x

Grafen visar utvecklingen av nettoskulden. Givet dagens skuldnivå och beräknade EBITDA-marginaler ser vi ändå ljus på att EQL har möjlighet att minska sin skudsättning.



Källa: Bolaget & Analysguiden

## Värdering

### DCF-värdering

Givet EQL Pharmas nuvarande tillväxtfas, där en betydande del av kassaflödet återinvesteras i produktutveckling, lageruppyggnad och internationell expansion, bedöms det fria kassaflödet vara både lågt och volatilt på kort till medellång sikt. Detta gör en kassaflödesbaserad DCF-värdering mer känslig för antaganden och därmed mindre tillförlitlig i nuläget. Mot denna bakgrund anser vi att relativvärdering baserad på multiplar ger en mer rättvisande bild av bolagets värdering, medan DCF främst bör användas som ett kompletterande långsiktigt ramverk.

### Relativvärdering

Vi bedömer EV/S som relevant multipel för EQL, då bolaget befinner sig i en stark tillväxtfas med fortsatt fokus på expansion och marknadsandelar snarare än kortsiktig lönsamhetsmaximering. Samtidigt har vi inkluderat EV/EBIT för att även fånga resultatutvecklingen och marginalförbättringarna över tid, vilket blir viktigare i takt med att EQL rör sig mot en mer mogen fas.

### Jämförelse mot internationella branschföretag

Vi inleder vår värdering med en jämförelse mot jämförbara bolag inom generika och nischgenerika. I denna jämförelse framstår EQL som något övervärderat i förhållande till flera jämförbara aktörer noterade på tillväxtmarknader som Indien och Kina. Dessa marknader präglas generellt av högre riskpremier, vilket ofta resulterar i lägre värderingsmultiplar. Vid en fördjupad analys uppvisar EQL i dag liknande marginaler som jämförbara bolag, men med tydligt starkare tillväxt i såväl omsättning som marginaler. En regressionsbaserad relativvärdering av EV/S och EV/EBIT i relation till omsättningstillväxt och EBIT-tillväxt indikerar att en premiumvärdering är rimlig.

### Jämförelse mot svenska medtech-bolag

Vidare har vi jämfört EQL med svenska medtech-bolag. Trots skillnader i affärsmodell delar många av dem liknande historiska tillväxt-, marginal- och riskprofil, vilket gör jämförelsen relevant. Eftersom aktien handlas på en marknad där multiplar speglar lokal risk och avkastningskrav, ger detta en mer realistisk bild av hur marknaden kan komma att värdera EQL framöver.

Baserat på konsensusprognoser för jämförbara bolag och våra egna estimat för EQL bedömer vi att EQL uppvisar högre förväntad tillväxt och en mer skalbar EBITDA-marginalprofil jämfört med övriga bolag i sektorn.

Detta anser vi motiverar en värdering i nivå med sektorn, om inte över sektornsnitt. Den något försiktigare värderingen i nuläget kan delvis förklaras av EQL:s höga skuldsättning, svaga marginaler i senaste kvartalet och de senaste leveransproblemen. I takt med att skuldsättningen minskar och leveranssituationen stabiliseras ser vi goda förutsättningar för en multipelexpansion och en gradvis uppvärdering mot nivåer i linje med bolagets historiska NTM-värdering om EV/EBIT 21,5, och potentiellt även över denna nivå, där aktien handlades under stora delar av 2025.

### Relativvärdering mot branschen

EQL handlas något över medianen för jämförbara generika- och nischgenerika. Den starka tillväxten och starka hävstången på lönsamheten motiverar en premiumvärdering.

Ticker	Land	EV/S 2026	EV/EBIT 2026
AFT.NZ	Nya Zeeland	1,0	10,0
AJPH.NS	Indien	5,3	20,8
ALEM.NS	Indien	2,4	17,6
BION.NS	Indien	2,9	21,9
3692.HK	Kina (Hong Kong)	4,6	13,3
000963.SZ	Kina	1,3	11,5
IPCA.NS	Indien	3,6	21,1
KRKG.LJ	Slovenien	1,9	8,0
LUPN.NS	Indien	3,5	18,2
NAVA.OL	Norge	0,7	14,9
ORNBV.HE	Finland	3,1	9,3
SUN.NS	Indien	6,2	25,0
TEVA.TA	Israel	2,9	10,3
TORP.NS	Indien	7,5	26,9
LAUL.NS	Indien	4,6	23,8
IPCA.NS	Indien	3,6	21,1
3692.HK	Kina (Hong Kong)	4,6	13,3
<i>Medelvärde</i>		3,5	16,9
<b>Median</b>		<b>3,5</b>	<b>17,6</b>
<b>EQL Pharma</b>		<b>3,6</b>	<b>19,3</b>
Premium/Rabatt		3%	9%

Källa: Börsdata & Analysguiden

### Relativvärdering mot medtech (Sv)

Bolaget handlas till rabatt på samtliga multiplar. Givet tillväxtutsikterna ser vi potential för att närma sig sektorns värderingsnivåer.

	EV/S 26	EV/S 27	EV/EBIT 26	EV/EBIT 27
AddLife	2,0	1,9	22,2	19,0
Bonesupport	7,5	5,7	27,5	17,7
Camurus	12,1	8,6	24,5	16,6
Devysor Diagnostics	5,4	4,3	33,3	17,3
Getinge	1,8	1,7	12,7	11,6
MedCap	3,5	3,3	21,2	18,8
Paxman	2,0	1,5	22,5	9,9
RaySearch Laboratories	4,4	3,9	17,3	13,5
Stille	2,2	2,0	14,7	12,6
Vimian Group	3,2	2,9	16,6	14,0
Xvivo Perfusion	4,9	3,9	25,8	16,7
<i>Medelvärde</i>	4,5	3,6	21,7	15,3
<b>Median</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>22,2</b>	<b>16,6</b>
<b>EQL Pharma</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>19,3</b>	<b>12,9</b>
Premium/rabatt	3%	-18%	-13%	-23%

Källa: Börsdata & Analysguiden

Vi bedömer att de framåtblickande multiplarna för 2026 och 2027 är motiverade, baserat på den återhämtning vi förväntar oss. Baserat på våra prognoser handlas EQL Pharma till en premie om cirka 3 % respektive en rabatt om cirka 18 % mot sektorn på EV/S för 2026 och 2027. På EV/EBIT handlas aktien samtidigt till en rabatt om cirka 13–23 % för 2026 respektive 2027. Sammantaget indikerar detta ett motiverat värdeintervall om 59–83 kronor per aktie.

Värderingsintervallet baseras på multiplar för både 2026 och 2027 för att fånga bolagets återhämtningspotential. Estimaten för 2026 speglar en mer kortsiktig påverkan av störningarna och därmed en försiktigare riskbild, medan 2027 i högre grad återspeglar EQL:s underliggande tillväxt- och marginalprofil i en mer normaliserad verksamhet.

Även om 2027 innebär ett längre och därmed mer osäkert tidsperspektiv bedöms detta år ge en mer rättvisande bild av bolagets strukturella tillväxt. Samtidigt är 2026 fortsatt relevant då det bygger på mindre spekulativa antaganden och ännu inte fullt ut reflekterar EQL:s starkare tillväxt relativt jämförelsebolagen. Kombinationen av båda åren ger därmed en balanserad och nyanserad värdering i relation till sektorn.

## Scenarioanalys – Omsättningsillväxt som drivare

Vår tes är att EQL:s aktiekurs, liksom de svenska medtech bolagens i stort, främst drivs av bolagets omsättningstillväxt vilket också är företagets tydligaste fokusområde framåt. För att undersöka sambandet har vi analyserat samvariationen mellan medtech-bolagens tillväxttakt och deras EV/S-multiplar. Regressionsanalysen indikerar ett positivt samband, där marknaden tenderar att premiera bolag med högre omsättningstillväxt. Paxman utgör dock en avvikande datapunkt i det nedre högra hörnet och kan betraktas som en outlier.

Utifrån våra prognoser handlas EQL i nuläget till en EV/S-multipel om 2,7x för 2027, vilket är tydligt under den nivå om cirka 4,8x som regressionsmodellen indikerar givet bolagets förväntade tillväxt. Detta innebär att EQL i dagsläget värderas lägre än vad dess tillväxtprofil motiverar, vilket talar för en potentiell uppvärdering, i linje med illustrationen i grafen till höger. Vid en återhämtning med starkare tillväxt och successivt förbättrade marginaler från 2026/27 bedömer vi att EQL kan motivera en värdering kring 119 kronor, vilket utgör ett positivt scenario. Vi ser detta som ett mer långsiktigt scenario men att potentialen finns på sikt.

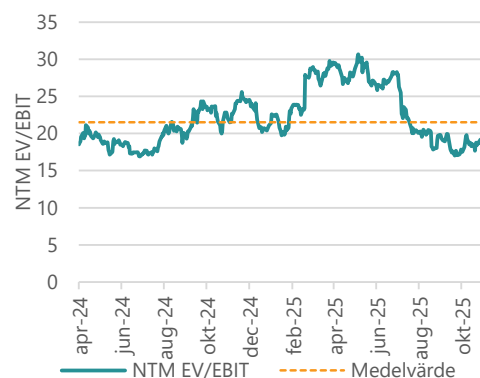
## Uppdaterar motiverat värde till 77 kronor per aktie

Trots mindre justeringar i våra prognoser för omsättningstillväxt och marginaler **uppgår vårt motiverade värde i basscenariot fortsatt till 77 kronor per aktie**, i linje med EV/S-multipeln för 2027 (median) för jämförbara bolag.

I ett mer försiktigt negativt-scenario, där återhämtningen från leveranserna tar längre tid, marginalförbättringen dröjer och skuldsättningen ligger kvar på höga nivåer, bedöms ett motiverat värde om 59 kronor per aktie. I ett mer positivt bull-scenario, med snabbare återhämtning, starkare tillväxt och tydligare marginalexpansion från 2026/27, bedöms EQL kunna motivera en värdering om 119 kronor per aktie, i linje med hur marknaden värderar jämförbara bolag i sektorn givet deras tillväxtprofil.

## Handlas under historiskt snitt

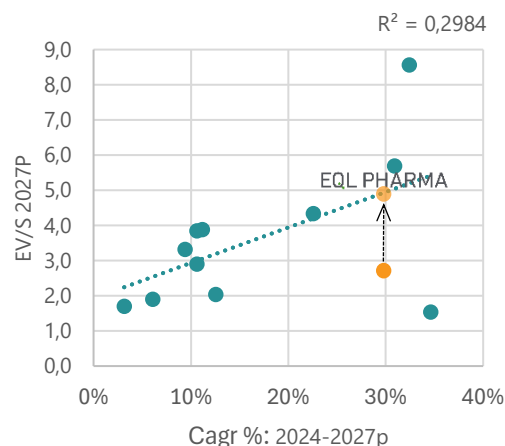
EQL:s EV/EBIT-multipel har sjunkit till nivåer under sitt historiska genomsnitt på framåtblickande EV/EBIT (21,5), vilket kan motivera en uppvärdering.



Källa: LSEG

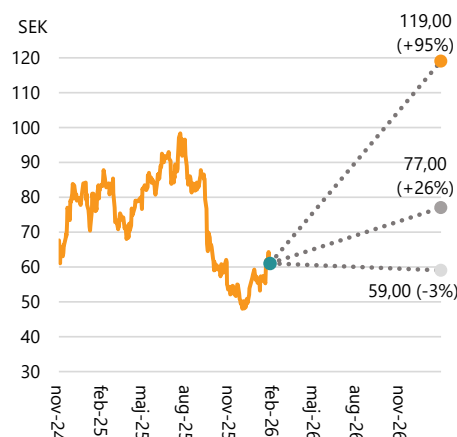
## Tillväxt som nyckel till uppvärdering

Analysen visar att högre omsättningstillväxt har en viss samvariation med högre EV/S. EQL följer trenden och har tydlig uppvärderingspotential vid återhämtad tillväxt.



Källa: Analysguiden & Börsdata

## Bear, Bull & Bassscenario



Källa: Analysguiden

## Risker

### #1 Avkastning på framtida pipeline

EQL Pharma är verksam på nischade marknader med specialiserade produkter, vilket innebär att den snabbaste tillväxtfasen sannolikt ligger bakom bolaget, i takt med att de mest attraktiva nischade generikaprodukterna redan har hittats och etablerats. Framtida expansion väntas därför i högre grad drivas av nya marknader och produktlanseringar inom bolagets pipeline.

EQL har byggt upp en bred pipeline med flera produkter under registrering och utveckling, vilket talar för att tillväxten kan bestå. Frågan framöver handlar snarare om avkastningen på dessa investeringar – det vill säga om den nya pipelinen kan leverera samma höga lönsamhet som tidigare lanseringar. På vissa marknader kan etableringskostnaderna vara högre och konkurrensen hårdare, vilket kan pressa den initiala ROI:n.

Samtidigt talar bolagets ökade lokala närvaro på nyckelmarknader som Tyskland och Nederländerna för att marginalerna gradvis kan stärkas när försäljningen skalar upp.

### #2 Konkurrens- och marknadsrisker

Eftersom bolagets verksamhet till stor del är inriktad mot marknader med begränsad konkurrens kan ett ökat konkurrenstryck påverka verksamheten negativt. Detta gäller både för redan etablerade produkter och för de som befinner sig i bolagets pipeline. Därtill finns en risk att nya originalläkemedel, som är mer effektiva än EQLs alternativ, introduceras på marknaden, vilket skulle kunna leda till minskad försäljning.

Bolaget är även sårbart för prispress inom marknaden för generiska läkemedel, särskilt till följd av kostnadskontrollerande åtgärder eller förändringar i regelverket.

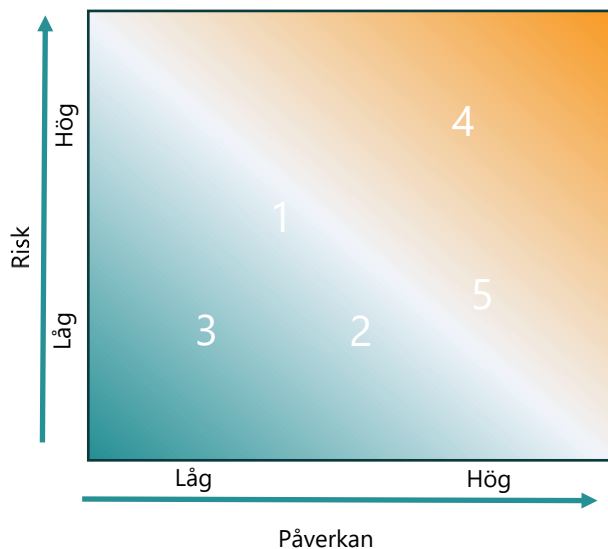
Analysguiden bedömer dock den samlade risken som låg till medelstor. EQL verkar på nischade marknader med begränsade kommersiella incitament för nya aktörer att etablera sig, samtidigt som bolagets kostnadseffektiva produktion genom sina stora kontraktstillverkare i Indien hittills har skyddat mot betydande prispress.

### #3 Transportrisk

Den pågående konflikten i området kring Suezkanalen har haft en viss negativ påverkan på EQL Pharmas verksamhet. Förlängda leveranstider och ökade transportkostnader har pressat bolagets marginaler. Analysguiden bedömer dock att effekten är begränsad och av tillfällig karaktär. En gradvis normalisering av transportflödena skulle kunna ge en uppsida på omkring 5 % på EBITDA. Samtidigt kvarstår en viss sårbarhet i bolagets leverantörskedja, vilket gör att EQL fortsatt behöver stärka sina processer för planering och försörjning för att minska risken vid framtida störningar.

### Riskmatris

Figuren illustrerar den övergripande riskbedömningen för EQL Pharma, där varje risk värderas utifrån sannolikhet (risknivå) och potentiell påverkan på verksamheten. Ju längre upp till höger i matrisen en risk hamnar, desto större är dess potentiella påverkan och sannolikhet att inträffa.



#### #4 Beroendet av leverantörer

EQL Pharma har under det föregående kvartalet drabbats av upprepade leveransstörningar från sina kontraktstillverkare (CDMO:er). Problemen har främst orsakats av brist på vissa råvaror och förpackningsmaterial, vilket i sin tur har fördröjt produktion och leveranser. Denna utveckling har gjort EQL mer sårbart för störningar i leverantörskedjan.

Som en motåtgärd har EQL byggt upp egna lager och planerar att förbättra sina rutiner för leverantörsstyrning, bland annat genom månatliga uppföljningsmöten och implementeringen av ett nytt ERP-system som ersätter tidigare Excel-baserade processer.

Samtidigt innebär utvecklingen att EQL sannolikt kommer att behöva öka sin egen kapitalbindning för att motverka störningar – något som på kort sikt kan påverka kassaflöden negativt. Bolagets leverantörsbas har vuxit snabbt, från ett fåtal till ett 20-tal aktiva CDMO:er, vilket också ökar den operativa komplexiteten och risken för koordinationsproblem.

Trots de pågående förbättringsåtgärderna bedöms leverantörsrisken därför fortsatt som relativt hög. På längre sikt väntas dock de nya processerna och det utökade samarbetet med leverantörerna stärka EQL:s motståndskraft och minska sårbarheten i kedjan.

#### #5 Hög skuldsättning

EQL Pharmas nettoskuld uppgår i dagsläget till 4,0x EBITDA. Det innebär att bolaget nu befinner sig i den övre delen av sitt finansiella målintervall, där målsättningen är att successivt minska skuldsättningen till omkring 2,5x EBITDA på sikt och med ett tak på 4,0x.

Den nuvarande belåningsnivån är relativt hög, men anses fortfarande hanterbar givet EQL:s starka lönsamhet och historiskt goda tillväxttakt. Mellan 2017/18 och 2024/25 ökade EBITDA i genomsnitt med 88 % per år, vilket indikerar att bolaget har förmåga att snabbt stärka balansräkningen när expansions- och förvärvsfaserna planar ut. Även om den höga nettoskulden kan skapa viss oro kring lånevillkor och obligationsvillkor (bond covenants), bedömer vi att risken för finansiella problem som mindre problematisk för EQL Pharma.

## EQL Pharmas hållbarhetsarbete

EQL Pharma har en tydlig inriktning mot hållbarhet där kärnan i verksamheten är att erbjuda fler människor tillgång till kvalitativa läkemedel. Med hjälp av åtgärderna som presenteras nedan syftar bolaget till att ligga i linje med parisavtalets 1,5-graders mål samt bidra till FN:s globala mål, mer specifikt nedanstående sju mål.



Följande tillvägagångssätt har presenterats för att uppnå målsättningen:

### Logistik & Transport

- Huvudsakligen båt och lastbil
- Använda godkända distributörer
- Hög fyllnadsgrad i containrar
- Planerad lagerhållning

### Resor

- Använda tåg eller elbil
- Uppmuntra kollektivt resande
- Företagsbilar som drivs utan fossilt bränsle

### Produktförpackningar

- Minska andel kasserade produkter

### Egen verksamhet

- Uppvärmning med el
- Översyn av verksamheten

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Mattias Sellin äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Mattias Sellin