



**EQT**

**KÖP**

**Riktkurs: ~380 SEK (277 SEK)**

---

Jiachen Fan, Hugo Ryd, Nitin Sood

*Detta material tillhandahålls konfidentiellt till  
Ingenjörskapital av KSR.*



# Agenda

- |    |                   |
|----|-------------------|
| 01 | Bakgrund          |
| 02 | Marknad           |
| 03 | Finansiell analys |
| 04 | Jämförelse        |
| 05 | Risker            |
| 06 | Sammanfattning    |



# Företagsöversikt

## Kort om bolaget

EQT är ett världsledande **alternativt investeringsbolag** med rötter i Sverige och Wallenberg-sfären. De skiljer sig från traditionella kapitalförvaltare genom sin aktiva ägarmodell, där målet är att transformera bolag snarare än att bara tillhandahålla kapital.

## Affärsmodell

EQT driver en diversifierad, skalbar plattform med följande tre huvudsegment:

1

### Skalbara förvaltningsavgifter

Den primära och mest stabila intäktskällan utgörs av förvaltningsavgifter (management fees) som baseras på det avgiftsgenererande kapitalet (FAUM), vilket ger en hög förutsägbarhet och stark operativ hävstång då plattformens kostnader inte ökar i samma takt som det förvaltade kapitalet växer.

2

### Prestationsbaserad vinstdelning (Carried Interest)

Utöver de fasta avgifterna genererar EQT betydande rörliga intäkter genom "carry", vilket är en andel av den vinst som skapas när portföljbolag säljs med god avkastning, något som direkt kopplar bolagets framgång till deras förmåga att exekvera framgångsrika exits.

3

### Aktivt värdeskapande via industrinätverk

Modellen vilar på en tematisk investeringsstrategi där värde drivs genom operationella förbättringar och digital transformation – understött av ett globalt nätverk med över 600 industriexperter och AI-plattformen Motherbrain – snarare än genom enbart finansiell hävstång, vilket motiverar högre värderingar vid försäljning.

## EQT at a glance

# 277 SEK

Stock price

# €32,0 md

Market Cap

# 1.72

Beta

# 40,7

P/E

# Investment Case

## AUM och skalbarhet

**Kraftig tillväxt i AUM (över ~€270 miljarder, 2025):** EQT uppvisar en marknadsledande och ihållande organisk tillväxt. Trots ett generellt trögt klimat för kapitalanskaffning (fundraising) fortsätter bolaget att ta globala marknadsandelar. Deras största flaggskeppsfonder stänger konsekvent på eller över sina taknivåer (hard caps), vilket bevisar ett extremt starkt förtroende från institutionella investerare (LP:s).

**Strategisk fondfördelning med fokus på megatrender:** Portföljen är väldiversifierad men extremt fokuserad på sekulära trender. Basen utgörs av **Private Equity** (dominans inom mjukvara/tech och hälsovård) samt **infrastruktur** (drivet av AI-datacenter och den gröna energiomställningen). Därtill breddas intäktsbasen nu kraftigt genom expansionen i Asien (BPEA) och satsningen på *Private Wealth* (genom semi-likvida evergreen-fonder som EQT Nexus), vilket låser upp helt nya kundsegment.

**Enorm operativ skalbarhet (Operating Leverage):** EQT:s plattform är byggd för lönsam tillväxt. När bolaget reser nästa generations fonder (som växer från exempelvis €15 miljarder till €22 miljarder) krävs inte motsvarande ökning av personal eller omkostnader. Denna skalbarhet gör att de fasta förvaltningsavgifterna (FRE – Fee-Related Earnings) växer betydligt snabbare än kostnadsbasen, vilket driver upp marginalerna och skapar mycket högkvalitativa och förutsägbara kassaflöden för aktieägarna.

## Nyckelstyrkor & Marknadspostion

**Rekordhög investeringstakt:** EQT allokerade framgångsrikt i fondinvesteringar tvärs över Europa, Nordamerika och Asien-Stillahavsområdet. Samtidigt nådde bolaget en historisk milstolpe genom att erbjuda sina kunder saminvesteringsmöjligheter.

**Hög aktivitet inom Private Capital:** Segmentet drev flera strategiska förvärv med tydligt fokus på tech, hälsovård och industriell teknik. Bland höjdpunkterna märks uppköpsbud på Fortnox (EQT X) och Fujitec (BPEA IX), samt förvärv av bland annat Adevinta Spain, NEOGOV och Douzone Bizon. Portföljen framtidsäkrades även via EQT Early Stage Technology som genomförde flera riktade investeringar i AI-bolag, däribland Lovable och Harvey.

**Tematisk expansion inom Infrastructure:** Investeringarna styrdes av starka strukturella trender. Inom temat *Energi & Miljö* gjordes tunga investeringar i Seven Seas Water och Waga Energy. Parallellt stärktes närvaron inom transportsektorn genom förvärven av Eagle Railcar Services och A-Train.

## Investeringshypotes

Marknaden har överreagerat på det tuffa makroklimatet för private equity och felprissatt EQT. Vår tes är att investerare är förblindade av generell sektorrädsla och helt missar bolagets exceptionella inre effektivitet.

Trots ett historiskt svårt år för branschen lyckades EQT öka sin kapitalanskaffning med över 100 % under 2025. Detta bevisar en oöverträffad operativ styrka, stark skalbarhet och ett enormt kundförtroende som aktiekursen just nu inte reflekterar. Medan konkurrenterna kämpar, fortsätter EQT att aggressivt ta globala marknadsandelar och växa riskfritt via ocykliska megatrender (AI, infrastruktur och hälsovård). Denna omotiverade rädsla på marknaden gör aktien fundamentalt undervärderad.

Per Franzén



*VD & Managing Partner*

VD sedan 2025 och en del av EQT sedan 2007. Per Franzén har över 20 års erfarenhet inom private equity och har varit en central drivkraft bakom EQT:s europeiska expansion och värdeskapande.

Han har lett investeringar inom bland annat mjukvara, hälsa och tjänstesektorn och varit involverad i flera av EQT:s mest framgångsrika innehav. Som ordförande i Private Equity Investment Committee är han direkt ansvarig för bolagets investeringsbeslut och kapitalallokering.

Med bakgrund från Morgan Stanley inom M&A och Leveraged Finance kombinerar han stark finansiell kompetens med djup operativ investeringsförståelse.

Eget innehav: cirka 2 procent.

Conni Jonsson



*Grundare*

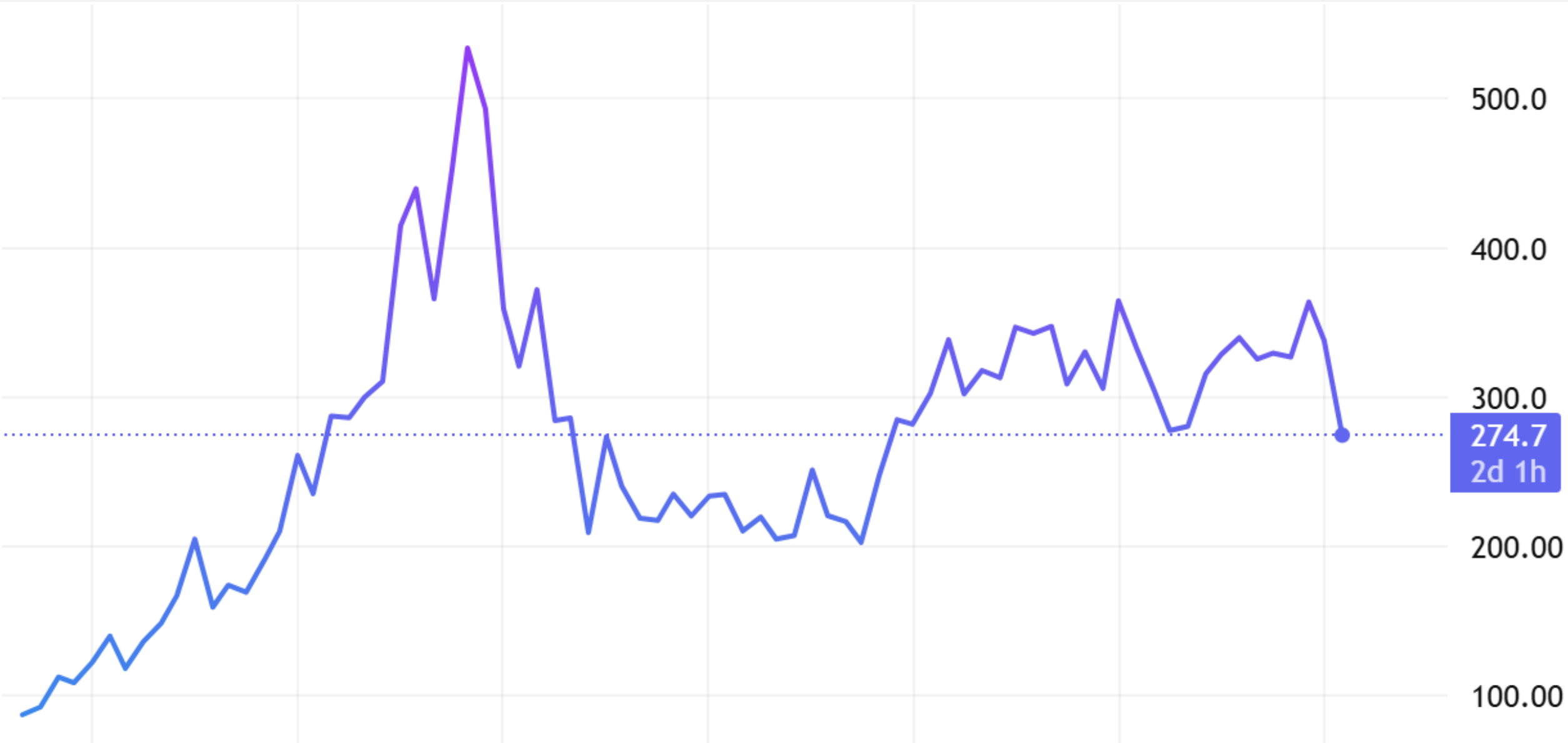
Conni Jonsson grundade EQT år 1994 och etablerade modellen för aktivt, industriellt ägande som kommit att definiera bolaget. Med bakgrund från Wallenbergssfären lade han grunden för EQT:s kultur, investeringsdisciplin och globala nätverk.

Han var Managing Partner från start och därefter heltidsarbetande styrelseordförande från 2014.

År 2026 lämnade han ordföranderollen i en planerad generationsväxling och efterträddes av Jean-Eric Salata, grundare av Baring Private Equity Asia (senare integrerat i EQT). Salata äger cirka 10 procent av EQT, vilket innebär ett mycket starkt incitaments- och ägarintresse.

Eget innehav: cirka 3,8 procent.

Historisk utveckling





01 Bakgrund

02 Marknad

03 Finansiell analys

04 Jämförelse

05 Risker

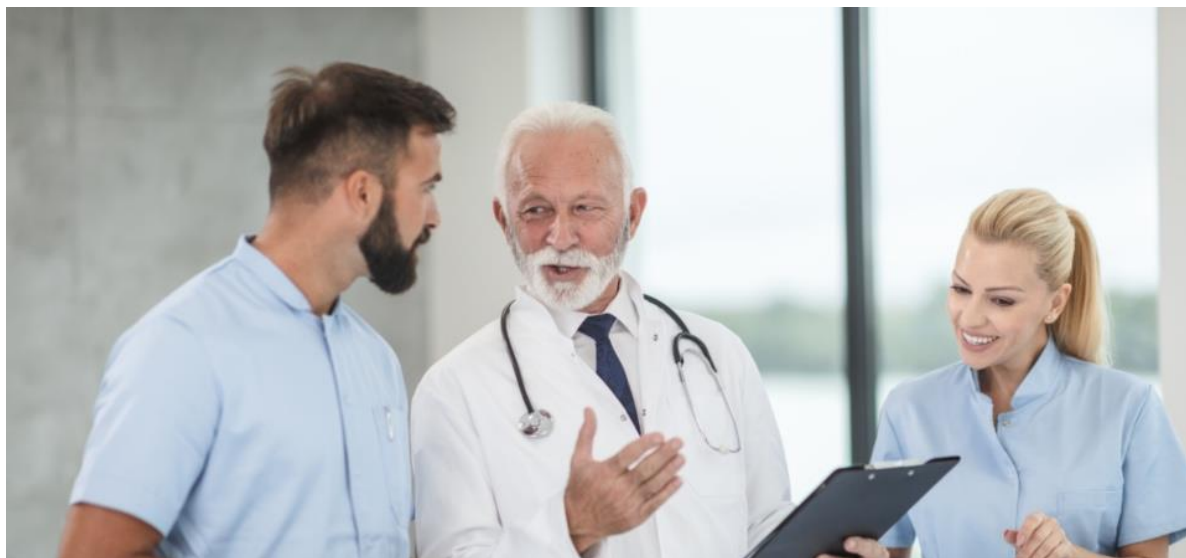
06 Sammanfattning



# Strukturell medvind som attraherar LP

## En åldrande befolkning

Vi lever allt längre, vilket är positivt, men det innebär också en kraftigt ökad belastning på sjukvården. Denna demografiska förändring är oundviklig och helt oberoende av konjunkturcykler.



Hälsovård är en av EQT:s största och mest framgångsrika sektorer. Genom att investera i medicinteknik, läkemedelsutveckling (Pharma Services) och diagnostik, rider de på en ocyklisk våg där efterfrågan är garanterad av befolkningspyramiden.

## Det offentligas finansieringsgap

Stater och kommuner i både Europa och USA är högt belånade. De har helt enkelt inte råd att finansiera nödvändiga uppgraderingar av varken fysisk infrastruktur, kollektivtrafik eller framtidens sjukvård med enbart skattemedel.

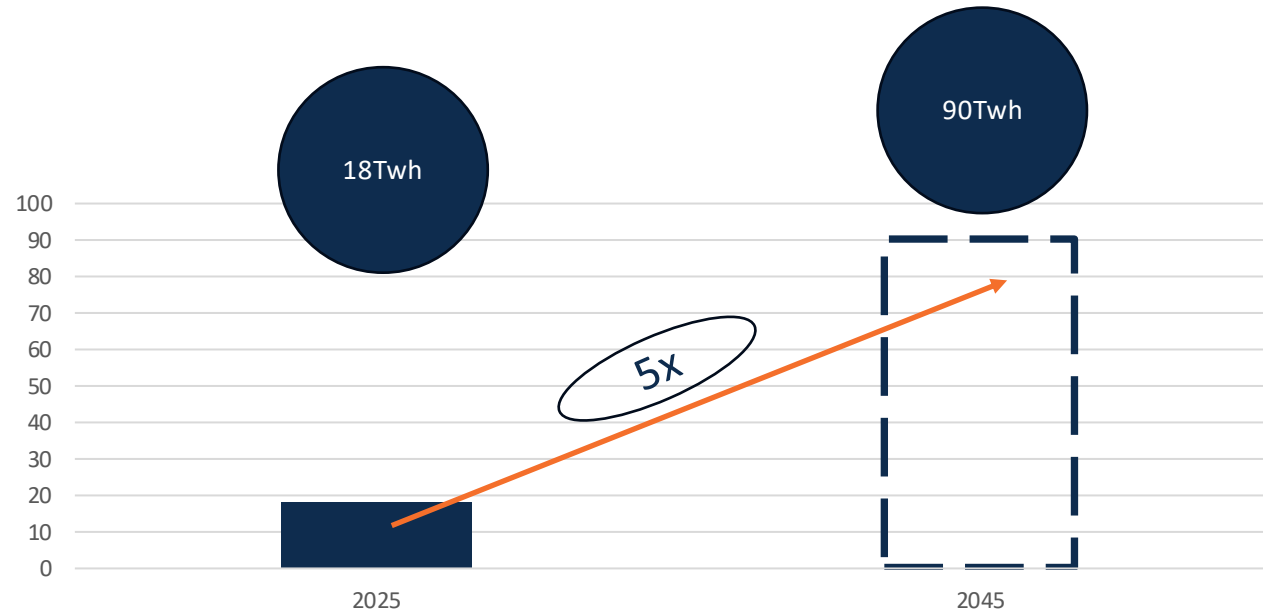


Detta skapar ett enormt och skriande behov av privat kapital. Politiker tvingas öppna upp för aktörer som EQT att kliva in och bygga, äga och driva samhällskritisk infrastruktur, vilket garanterar ett stabilt flöde av nya affärsmöjligheter för EQT:s gigantiska infrastrukturfonder.



# Förändringen i infrastruktur, 500 mdkr CapEX behov

## Estimerad produktion från vindkraft



Estimerad CapEX  
behov

500Mdr Sek

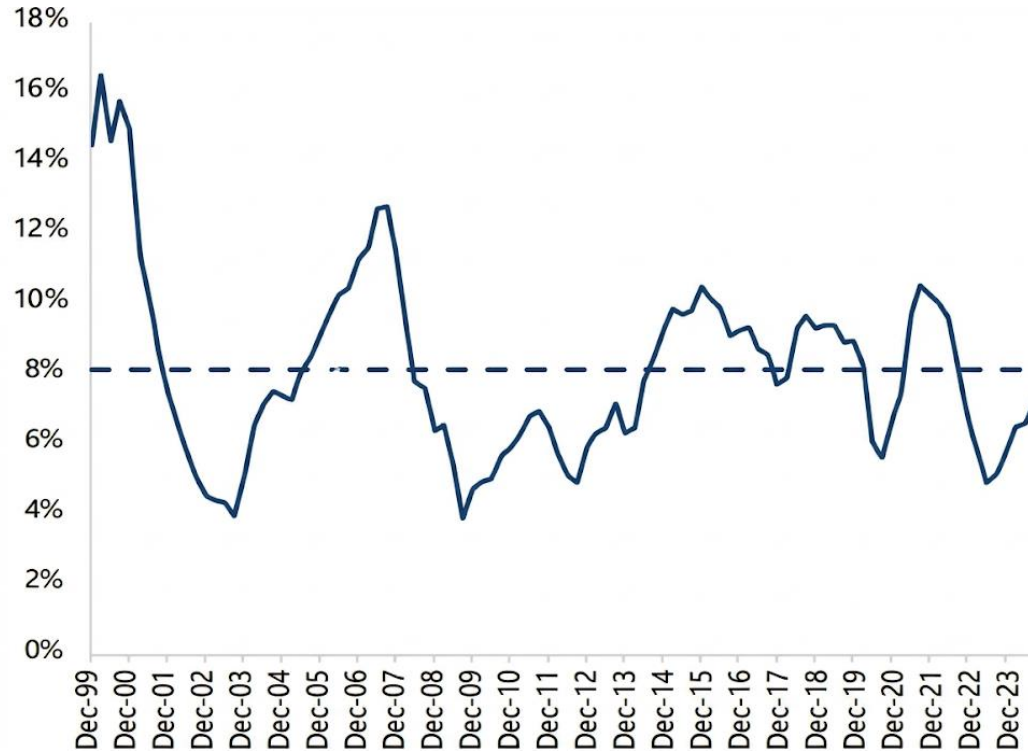


## Energiomställningen skapar en möjlighet

- Enligt EU-kommissionens riktlinjer står hela Europa inför ett brådskande och historiskt skifte: en total övergång till ett förnybart och utsläppsfritt energisystem fram till 2045. Denna strukturella makrotrend medför investeringskrav och CapEx-behov (kapitalutgifter) som saknar motstycke i modern tid. Eftersom stater och kommuner saknar balansräkningarna för att ensamma finansiera denna gigantiska omställning, skapas en exceptionell marknad för privat infrastrukturkapital.
- Kärnan i denna investeringsvåg – och det som kommer att absorbera de absolut största kapitalströmmarna – är utbyggnaden av vindkraften. Om vi tittar lokalt är utvecklingen talande: enbart i Sverige krävs en massiv uppskalning där vindkraftskapaciteten måste femdubblas (5x) för att klara industrins elektrifiering. Den nationella målsättningen är att nå en årlig produktion på hela 90 TWh vindkraft fram till 2045. För aktörer som EQT innebär detta tillgång till decennier av massiva investeringsprojekt som erbjuder långa, inflationsskyddade och ofta statligt uppbackade kassaflöden.

# Låg M&A-aktivitet idag skapar potential för ökade exits framåt

## Ökad M&A-aktivitet



## Key Takeaway

Denna graf illustrerar den historiska utvecklingen av M&A-volymer (förvärv och fusioner) i relation till USA:s BNP från 1999 fram till slutet av 2023. För din analys av EQT ger den två mycket starka insikter:

- **Cyklisk marknad under det historiska snittet:** Den streckade linjen visar ett historiskt genomsnitt på cirka 8 %. Efter den enorma toppen under 2021 föll M&A-aktiviteten kraftigt under 2022 och 2023 till nivåer (runt 5 %) som vi senast såg under finanskrisen och botten av pandemin. Marknaden befinner sig just nu i en onormalt låg dal.
- **Katalysator för EQT ("Reversion to the mean"):** Historiken visar tydligt att M&A-marknaden alltid återhämtar sig mot och förbi snittet. Denna nuvarande "dipp" innebär att det finns en enorm uppdämd efterfrågan (pent-up demand) och en kö av bolag som väntar på att säljas. I slutet av kurvan ser vi redan en försiktig vändning uppåt.

---

01 Bakgrund

---

02 Marknad

---

03 Finansiell analys

---

04 Jämförelse

---

05 Risker

---

06 Sammanfattning

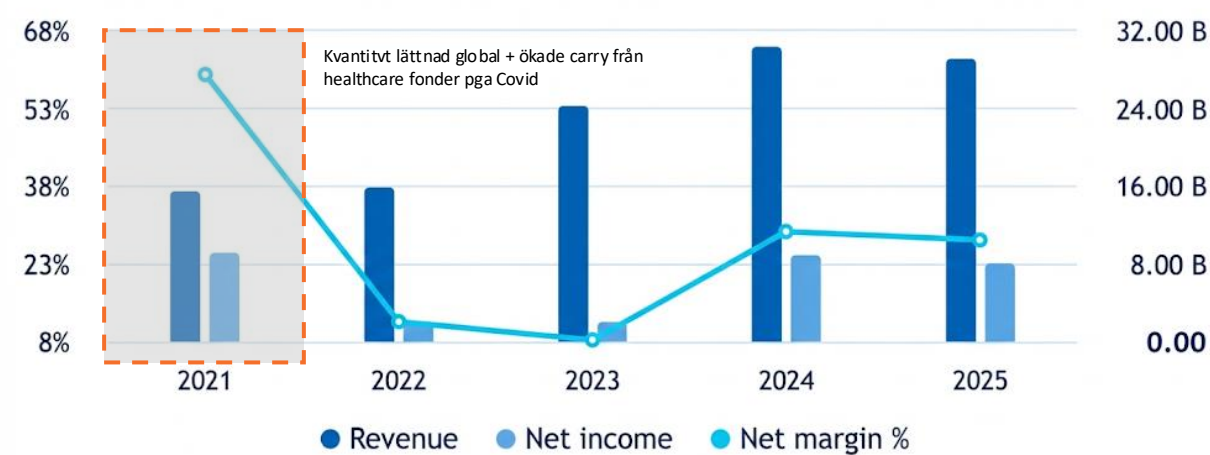
---



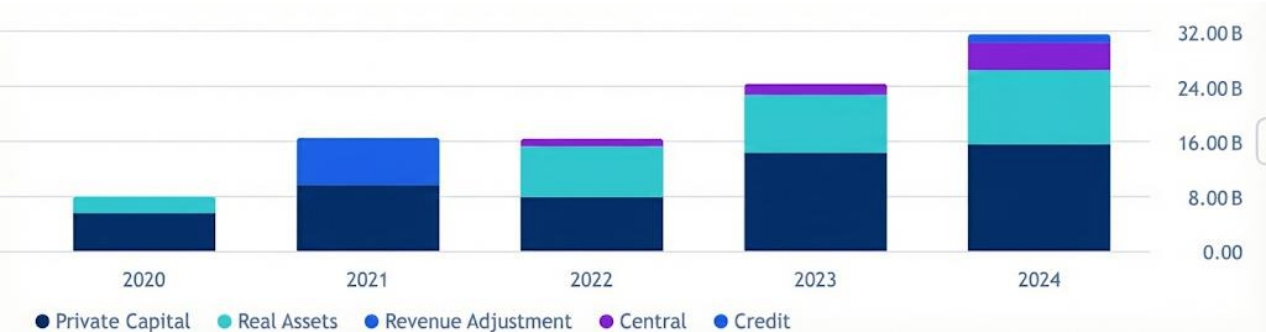


# Stabil tillväxt i omsättning och resultat, samt ökande marginaler

## Stabil ökning i omsättning, vinst och marginal



## Ökning i omsättning per sektor



## Stark tillväxt och återställd lönsamhet

**Kraftig och bevisad uppskalning:** Bolaget har genomgått en massiv tillväxtresa. Totala intäkter har skjutit i höjden och mer än dubblats från 2021, med en tydlig volymtopp under 2024.

**Kärnsegmenten är tillväxtmotorn:** Nedbrytningen visar att expansionen nästan uteslutande drivs av *Private Capital* och *Real Assets*. Det är den solida tillväxten i dessa två affärsområden som har skapat de nya intäktsnivåerna.

**Imponerande återhämtning av marginalen:** Efter en tydlig dipp i nettomarginalen under 2022 och 2023 (vilket ofta tyder på en investerings- eller omställningsfas), har bolaget vänt trenden. Under 2024 och 2025 stabiliseras marginalen på en starkt vinstgivande nivå.

**Lönsam volymtillväxt:** Den övergripande slutsatsen är att bolaget framgångsrikt har lyckats skala upp sin kärnverksamhet och öka volymen, *samtidigt* som man har återfått och försvarat en hög vinstmarginal på den nya, större skalan.

# Möjlig uppsida på 39.1%

## DCF (mEUR)

| DCF                             | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030   |
|---------------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Revenue                         | 1 596 | 1 497 | 2 084  | 2 653  | 2 632 | 2 992 | 3 402 | 3 868 | 4 398 | 5 000  |
| % growth                        |       | -6,2% | 39,2%  | 27,3%  | -0,8% | 13,7% | 13,7% | 13,7% | 13,7% | 13,7%  |
| EBIT                            | 878   | 309   | 275    | 888    | 953   | 1 214 | 1 547 | 1 971 | 2 512 | 3 200  |
| % margin                        | 55,0% | 20,6% | 13,2%  | 33,5%  | 36,2% | 40,6% | 45,5% | 51,0% | 57,1% | 64,0%  |
| Taxes                           | -31   | 87    | 109    | 123    | 168   | 146   | 186   | 237   | 301   | 384    |
| % of EBIT                       | -3,5% | 28,1% | 39,6%  | 13,9%  | 17,6% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0%  |
| Net income                      |       |       |        |        |       | 1 069 | 1 361 | 1 735 | 2 210 | 2 816  |
| D&A                             | 86    | 190   | 409    | 428    | 429   | 485   | 552   | 627   | 713   | 811    |
| % of sales                      | 5,4%  | 12,7% | 19,6%  | 16,1%  | 16,3% | 16,2% | 16,2% | 16,2% | 16,2% | 16,2%  |
| CapEx                           | 11    | 31    | 23     | 17     | 35    | 29    | 34    | 38    | 43    | 49     |
| % of sales                      | 0,7%  | 2,1%  | 1,1%   | 0,6%   | 1,3%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%   |
| Change in NWC                   | 201   | 946   | -46    | 2 918  | 622   | 150   | 170   | 193   | 220   | 250    |
| % of sales                      | 12,6% | 63,2% | (2,2%) | 110,0% | 23,6% | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%   |
| Unlevered FCF                   |       |       |        |        |       | 1 375 | 1 710 | 2 130 | 2 660 | 3 328  |
| Present Value of FCF            |       |       |        |        |       | 1 265 | 1 448 | 1 661 | 1 909 | 2 198  |
| Terminal Value                  |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 55 478 |
| Present Value of Terminal Value |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 36 645 |
| Present Value of FCF (sum)      |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 8 481  |
| Enterprise Value                |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 45 126 |
| + Cash                          |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 979    |
| - Debt                          |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 3 854  |
| Equity Value                    |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 42 251 |
| Shares                          |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 1 180  |
| Share Price                     |       |       |        |        |       |       |       |       |       | 35,81  |

- Nuvarande Kurs: 277 SEK
- Riktkurs: 381.4 kr (35.81 EUR)
- Detta ger en uppsida på 39.1%
- CAGR på 6.8%

# Motståndskraftig värdering även under svagare antaganden

## Känslighetsanalys

|     | WACC  |        |       |       |       |       |
|-----|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| TGR | 39,1% | 7,5%   | 8,0%  | 8,5%  | 9,0%  | 9,5%  |
|     | 1,5%  | 48,5%  | 35,4% | 24,2% | 14,5% | 6,0%  |
|     | 2,0%  | 60,9%  | 45,7% | 32,9% | 21,9% | 12,4% |
|     | 2,5%  | 75,8%  | 57,9% | 43,0% | 30,4% | 19,6% |
|     | 3,0%  | 94,0%  | 72,5% | 55,0% | 40,3% | 28,0% |
|     | 3,5%  | 116,8% | 90,4% | 69,3% | 52,1% | 37,7% |



- Vid en lägre terminal tillväxttakt (TGR) och en högre WACC finns fortfarande en uppsida på tvåsiffrig nivå
- Intervallet ligger mellan 6.0 % och 116.8 %

|          | CAGR EBIT |       |       |       |       |       |
|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CAGR REV | 39,1%     | 26,2% | 26,8% | 27,4% | 28,0% | 28,6% |
|          | 12,7%     | 32,6% | 35,3% | 38,1% | 40,8% | 43,7% |
|          | 13,2%     | 33,1% | 35,8% | 38,5% | 41,3% | 44,1% |
|          | 13,7%     | 33,6% | 36,3% | 39,0% | 41,8% | 44,6% |
|          | 14,2%     | 34,1% | 36,7% | 39,5% | 42,3% | 45,1% |
|          | 14,7%     | 34,6% | 37,2% | 40,0% | 42,8% | 45,6% |



- Även i ett pessimistiskt scenario med mer försiktiga antaganden förväntar vi oss god avkastning.
- Den största risken i diskonteringsanalysen är de aggressiva marknadsestimaten



---

01 Bakgrund

---

02 Marknad

---

03 Finansiell analys

---

04 Jämförelse

---

05 Risker

---

06 Sammanfattning

---



# EQT i relation till globala alternativa kapitalförvaltare

|                                 | EQT                                                                                                                 | Partners Group                                                                                          | KKR & Co                                                                                                                     | The Carlyle Group                                                                                        | Blackstone                                                                                                                     |
|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Affärsmodell &amp; fokus</b> | Fokus på private equity, infrastruktur och fastigheter samt growth och venture. Aktivt och operativt värdeskapande. | Private markets-plattform med investeringar inom private equity, infrastruktur, fastigheter och kredit. | Integrerad alternativplattform med stark närvaro inom private equity, kredit och reala tillgångar. Betydande direktutlåning. | Investeringsplattform med tyngdpunkt på private equity samt betydande kredit- och real asset-verksamhet. | Världens största alternativa kapitalförvaltare med bred exponering mot private equity, fastigheter, kredit och private wealth. |
| <b>Geografi</b>                 | Europeisk bas med stark global närvaro i Europa, Nordamerika och Asien-Stillahavsområdet.                           | Schweizisk bas med bred global närvaro i Europa, Nordamerika och Asien.                                 | USA-baserad med omfattande global närvaro i Europa och Asien.                                                                | USA-baserad med etablerad internationell närvaro i Europa och Asien.                                     | USA-baserad med global ledande närvaro i Nordamerika, Europa och Asien.                                                        |
| <b>Intäktsstruktur</b>          | Återkommande management fees och prestationsbaserad carried interest.                                               | Stabil återkommande fee-bas och prestationsbaserad carried interest.                                    | Återkommande fees med stor kreditexponering samt carried interest.                                                           | Återkommande fees och carried interest, med växande kreditinslag.                                        | Mycket stor och diversifierad fee-bas samt betydande carried interest.                                                         |
| <b>Riskprofil</b>               | Lägre kreditexponering med fokus på operativt värdeskapande inom PE och infrastruktur.                              | Diversifierad över flera tillgångsslag med relativt balanserad riskprofil.                              | Större exponering mot kredit- och marknadscyklar.                                                                            | Betydande kreditexponering och högre makrokänslighet.                                                    | Bred exponering mot fastigheter och kredit med hög marknadskänslighet.                                                         |
| <b>Positionering i Europa</b>   | Ledande europeisk aktör.                                                                                            | Stark europeisk närvaro.                                                                                | Begränsad Europa-andel relativt USA.                                                                                         | Primärt USA-fokuserad, mindre Europa-exponering.                                                         | Begränsat Europa-fokus relativt USA-verksamheten.                                                                              |
| <b>Strategisk särställning</b>  | Europeisk bas med global skala och tydlig PE- och infrastrukturprofil.                                              | Strukturellt lik, mer multi-asset-orienterad.                                                           | Kreditintegrerad modell med USA-tyngd.                                                                                       | Global PE-plattform med kreditben.                                                                       | Störst och mest diversifierad i sektorn.                                                                                       |

---

01 Bakgrund

---

02 Marknad

---

03 Finansiell analys

---

04 Jämförelse

05 Risker

06 Sammanfattning

---



# Risker

## Risks

1

**Makroekonomisk känslighet och ränterisk**

## Effects

Lägre avkastning (IRR), svårare att nå vinstmål för "carried interest" och dämpad aktivitet på exit-marknaden (IPO:er och försäljningar).

## Mitigation Strategy

Fokus på operativt värdeskapande (margin expansion) snarare än finansiell hävstång, samt ökad viktning mot reelltillgångar (infrastruktur) med inflationsskyddade kassaflöden.

2

**Exit-marknadens volatilitet**

Kapital binds upp längre än planerat, vilket kan sänka den årliga avkastningen och göra det svårare att resa nya fonder från begränsade partners (LPs).

Diversifiering av exit-vägar via "continuation funds", strategiska industriella försäljningar och det nyligen annonserade förvärvet av **Collier Capital** för att kontrollera sekundärmarknadstransaktioner.

3

**Ökad regulatorisk och ESG-press**

Ökade administrativa kostnader (compliance) och risk för begränsningar i hur snabbt eller till vilka sektorer kapital kan allokeras.

Proaktiv integration av Science Based Targets (SBTi) i 65%+ av portföljen och tunga investeringar i dataplattformar som Motherbrain för att säkerställa transparent och automatiserad regelefterlevnad.



The background image shows a wide expanse of blue water in the foreground, with a city skyline visible in the distance. On the left, there are several large, ornate buildings with domes and classical architectural features. In the center and right, there are more industrial-looking buildings, cranes, and a lighthouse. The sky is a pale, hazy blue. The text is overlaid on the upper half of the image.

# *Investeringshypotes*

En bevisad och lönsam uppskalning av kärnaffären, där massiv volymtillväxt inom Private Capital och Real Assets nu kombineras med en starkt återhämtad och stabil vinstmarginal.