

## Nordens Största & Bästa Private Equity Bolag

EQT är ett världsledande Private Equity företag som har lämnat normen om att vara ett privat Private Equity företag till ett noterat. De går i framkant av att göra Private Equity tillgängligt för alla och inte enbart individer med stor förmögenhet eller stora fonder. Detta gör det möjligt för allmänheten att ta del av den lukrativa Private Equity marknaden som har vuxit enormt mycket de senaste 30 åren. Branschen förväntas även att fortsätta växa då aktiva investeringsmöjligheter är begränsade.

## Sammanfattning

EQT är ett Svenskt Private Equity företag som grundades 1994. Det grundades med Wallenbergmentalitet vilken de har behållit och den är fortfarande en stark del av deras företagskultur. EQT finns i 26 länder och har över 1800 medarbetare. Deras AUM är 232 miljarder EUR med 300 portföljbolag och cirka 700 000 anställda i sina portföljbolag. Genom att vara i framkant inom Private Equity industrin både storleksmässigt och konkurrensmässigt så attraherar EQT de bästa talangerna till företaget vilket ger dem bra förutsättningar att kunna växa och skapa tillväxt i sina portföljbolag. Utöver kunskaperna inom företaget så är det ett diversifierat företag som har portföljbolag inom många olika industrier vilket minskar riskexponeringen. Deras intäkter består främst av avgifter vilket inte är beroende på när portföljbolag säljs. Den makroekonomiska framtiden ser positiv ut enligt bland annat SEB som prognostiserar att räntorna kommer att gå ner 2024–2025. Detta är en viktig aspekt då en lägre ränta gör det lättare att hitta investeringar som ger avkastning över räntan. Private Equity marknaden prognostiseras också att växa vilket kommer att öka deras AUM vilket är direkt relaterat till deras intäkter. Men, baserat på en relativvärdering som är svag så är vår rekommendation för EQT avvakta.

### Analytiker

Henrik Buhlin  
Filippa Docherty Skogh

### Nyckeltal

Handelsplats	Stockholmsbörsen
Sektor	Private Equity
Börsvärde (MKR)	400 420
Enterprise Value	400 215
Nettoskuld/EBITDA	1,28
Direktavkastning (%)	1,2
P/E	292,7
EV/EBIT	126,7
EPS	0,1
ROE (%)	2,2
ROIC (%)	1,8
ROA (%)	1,4

### Värdering

Aktiekurs	288,1
Riktkurs DCF	378,4
Riktkurs Peers	95,1-155,6
Uppsida/nedsida	-67%-32,86%
Rekommendation	Avvakta



# Investment Case

Med en gedigen ledning samt bred expertis har EQT etablerat sig som Nordens största Private Equity företag. Med en bransch som karaktäriseras av att företag inte är publika och för investerare med mycket kapital har EQT blivit ansiktet utåt för Private Equity. Deras välrenommerade rykte går före dem och de har historiskt bra statistik på att företag som vart en del av deras portfölj lyckats. I takt med att EQT har vuxit så har även deras möjligheter. Vi ser främst fyra anledningar till att EQT kommer att fortsätta växa.

## Diversifierat bolag

I takt med att deras fondportfölj fortsätter att växa och att varje fond har sitt unika syfte så är riskerna minimerade. EQT blir ett väldigt diversifierat företag i takt med att alla fonder investerar i olika branscher och olika företag. Utöver det så är företag som köps noga screenade vilket gör investeringarna så säkra som möjligt. Därför så minimeras alla eventuella risker som kan uppstå vilket också ger exponering till ett stort antal branscher.

## Makrocykeln börjar vända

SEB spår att Sverige och världen kommer att vara nere på "normala" inflationsnivåer 2024–2025 och att konjunkturen kommer att vända från låg- till högkonjunktur under samma period. Private Equity och EQT gynnas av högkonjunkturer eftersom en del av deras strategi för att göra företag lönsamma är att använda hävstång. Adderat till det är att när räntan är låg så är det lättare att hitta investeringar som ger bättre avkastning än räntan.

## EQT:s gedigna rykte

Eftersom EQT är ett publikt bolag så är insynen i företaget väldigt mycket bättre än många andra Private Equity bolag som inte är noterade. Det ger EQT en fördel eftersom det skapar mer tillit från företag som blir uppköpta, då de kan se hur EQT fungerar och ha en insyn i verksamheten. Deras gedigna rykte attraherar också de bästa talangerna vilket ger förutsättningar att skapa de bästa möjliga förutsättningarna för sina portföljbolag. De är även en av de största aktörerna på Private Equity marknaden i världen vilket ger dem en fördel när det kommer till hur välrenommerade de är.

## En marknad som växer

Historiskt har avkastningen på den privata investeringsmarknaden varit högre än på börsen, även justerat för avgifter. Det förvaltade kapitalet (AUM) på den privata investeringsmarknaden har ökat starkt under de senaste åren och marknaden förväntas växa ytterligare. Marknaden gynnas av en ökad allokering i takt med att institutionella investerare och privatpersoner söker sig till den privata investeringsmarknaden. EQT spår en ökning på 9% CAGR kommande tre åren.



# Affärsmodell

EQT är ett svenska private equity bolag som grundades 1994 av Conni Jonsson. Conni jobbade tidigare på Investor AB som exekutiv vice-president. Investor var när EQT grundades en av huvudägarna. 2019 gjordes en IPO då Investor inte längre kunde tillhandahålla tillräckligt med finansiering och flexibilitet för att EQT skulle kunna fortsatt växa men Investor är fortfarande bolagets störta aktieägare.

## Hur EQT & Private Equity fungerar

EQT investerar i företag över hela världen med uppdraget att hjälpa dem att utvecklas för att sedan sälja dem och göra vinst. Genom att tillhandahålla kunskaper om ägande och operativ expertis kan EQT hjälpa EQT-fondernas portföljbolag att växa, både under EQT och framtida ägare. EQT-fondernas portföljbolag utvecklas genom att implementera strategier som är inriktade på tillväxt och operationell kompetens. Försäljningstillväxt och förbättrade marginaler uppnås genom ett flertal olika strategier, inklusive geografisk expansion, nya produkter, förvärv och strategiska ompositioneringar.

Private Equity är investerings-partnerskap som köper, utvecklar och sedan säljer företag. Private Equity företag hanterar investerings-fonderna å vägnar av institutionella och ackrediterade investerare som försäkringsbolag, fondförvaltare, statliga placeringsfonder, pensionsfonder och privata investerare. Private Equity fonder kan köpa privata eller hela publika företag. Private Equity är ofta grupperade med venture capital och hedge funds som en "alternativ investering". Investerare i alternativa investeringar är oftast tvungna att göra betydande investeringar över flertalet år, vilket är anledningen till att sådana investeringar oftast, är begränsade till institutioner och individer med en high net worth. Men eftersom EQT är ett publikt bolag kan alla indirekt äga en del av

investeringarna samt att det går att investera i EQT:s nya EQT Nexus. Det är en ny fond för privata investerare i syfte att bredda deras investeringsbas.

EQT:s intäkter består av förvaltningsavgifter från EQT-fonderna, vinstandelar (carried interest) och investeringsintäkter från EQT-fonderna. Deras fonder investeras och avyttras normalt inom en 10års period. Genom modellen för aktivt ägande transformeras företag och tillgångar så att de blir mer relevanta, hållbara, effektiva och värderas högre. Fonderna återför sedan kapital till kunderna när investeringarna avyttras. I dagsläget är mindre än 10% av det investerade kapitalet i fondernas portföljer investerat för mer än 5 år sedan. Detta gör att bolaget kan fokusera mycket på värdeskapande tills en större del av portföljen är mogen nog för avyttring.

Private Equity till skillnad från venture capital, investerar i mogna företag snarare än startups. Private Equity-marknaden tenderar att växa och vara mer lukrativ under perioder när aktiemarknaden går bra samt räntenivåerna är låga, och tvärtom när dessa cykliska trender är det motsatta.

Private Equity företag anskaffar kapital från investerare för att starta sina fonder och arbetar sedan med dessa fonder som generalpartners. De hanterar då fondens investeringar i utbyte mot avgifter och en del av vinsten över en förutbestämd nivå (hurdle rate). Investerarna är Limited Partners och fonderna är Limited parternships vilka i sin tur äger olika portföljbolag.



# Affärsmodell

## Ägarstruktur

EQT största ägare är Investor AB, därefter kommer Bark Partners AB. Bark Partners AB är fyra partners i EQT; Conni Jonsson, Thomas von Koch, Harry Klagsbrun och Per Franzén som bildat företaget där de har huvuddelen av sina aktier i EQT AB. Sedan är ägare mellan plats 3 och 9 av EQT:s största ägare partners/exekutiva på EQT AB. Detta är i enligt Private Equity modellen då partners får incitament genom aktieprogram.

10 största ägare	Kapital	Röster
Investor AB	14,7%	14,7%
Bark Partners AB	11,5%	11,6%
Jean Eric Salata	9,9%	9,9%
Marcus Brenneke	2,5%	2,5%
Lennart Blecher	2,4%	2,5%
Christian Sinding	2,4%	2,4%
Affiliated Managers Group, Inc.5	2,4%	2,4%
Fredrik Åtting	2,2%	2,2%
Caspar Callerström	2,2%	2,2%
Wallenberg Investments	1,9%	1,9%



# Marknad och Konkurrens

EQT har kontor i 26 länder och de anser att lokal kunskap, närvaro, affärsrelationer och tillgång till det lokala transaktionsflödet är avgörande konkurrensfördelar på den privata investeringsmarknaden. Under 2023 öppnade bolaget ett kontor i Seoul och EQT infrastructure gjorde sin första investering i Sydkorea genom ett uppköp av ett Sydkoreanskt bolag. Vissa sektorer och geografiska områden där EQT-fonderna har investerat blir mindre attraktiva vilket förändrar investeringsstrategin på längre sikt. Om detta inte hanteras effektivt, kan det på lång sikt göra EQT mindre konkurrenskraftigt vid kapitalanskaffning.

EQT har senaste åren lagt stor vikt vid rekrytering. För att uppnå de affärsmässiga målen beskriver bolaget hur de måste kunna rekrytera och behålla talanger i världsklass för varje enskild roll. Som ett led i detta erbjuder EQT konkurrenskraftiga ersättningspaket.

Historiskt har avkastningen på den privata investeringsmarknaden varit högre än på börsen, även justerat för avgifter. Bolaget beskriver hur deras överlägsna avkastning förklaras av sin filosofi för aktivt ägande och tematiska investeringar. EQT ligger 7% över Private Equity avkastningsindex på 10år sikt och 6% över på 5år.

EQT:s konkurrens är främst inom kapitalanskaffning. För att vara den mest attraktiva partnern att investera i så siktar de på att vara en långsiktig partner för sina kunder. De fokuserar på att stärka sina kundrelationer, erbjuda attraktiva investeringsmöjligheter och att öka tillgängligheten på dess fonder. Dessutom ska EQT införa nya strategier och lansera efterföljande fonder.



# Värdering

## Tidigare resultat

EQT:s rörelsekostnader består främst av direkta personalkostnader eller rörelsekostnader nära relaterade till personalstyrkan och verksamhetens storlek, som kostnader för externa konsulter. Ökningen av rörelsekostnader från 2023–2024 är främst för att en uppbyggnad av organisation och ökade personalkostnader till följd av genomförda förvärv. EQT:s nettoresultat minskade och detta beror till stor del på att deras skatteeffekter nästa dubblerades under perioden.

Nedskrivningsprövningar utförs så snart det finns indikationer på nedskrivningsbehov för enskilda tillgångar eller kassagenererande enheter. För goodwill beräknas återvinningsvärdet årligen, oavsett om det finns indikationer på nedskrivningsbehov eller inte.

Resultatet per aktie före och efter utspädning uppgick till 0,117 EUR (0,171 EUR). EQT har incitamentsprogram där stamaktier kan köpas och för att motverka utspädningseffekterna så görs kontinuerliga köpa av stamaktier.

## DCF

Eftersom EQT är ett finansbolag har det varit svårt att göra en DCF som visar en rättvisande bild av bolaget. Däremot består främsta delen av bolagets intäkter av förvaltningskostnader vilket leder till att det går att göra estimat kring omsättningstillväxt. Vi motiverar estimaten kring CAGR främst utifrån förväntningar om ett förbättrat makroläge de kommande åren. Vi har även valt att ta hänsyn till en liten ökning av förvaltningsavgifter om 0,4% från 2022 till 2023. Bolaget har däremot inte redovisat andelen avgiftsgenererande förvaltad kapital (FAUM) innan årsredovisningen för 2022 så vi har inte kunnat ta reda på den procentuella andelen som förvaltningsavgiften varit under tidigare år.

Större delen av bolagets kostnader består av personalkostnader. Vi anser det senaste årets stora fokus på rekrytering av kompetenta medarbetare som mycket positivt. Detta kan indikera på förberedelser inför framtida belastningsökningar vilket kan komma att gynna bolagets prestation vilket i sin tur genererar goda resultat. Onsdagens Q1 rapport som visar en tillväxt av FAUM om 11% indikerar på möjlighet till god tillväxt för bolaget i år. En ränta som förhoppningsvis inte är långt ifrån att sänkas i takt med att makroläget förbättras kommer leda till bättre investeringsmiljö för EQT vilket förväntas gynna bolaget. Vi har utifrån detta valt en genomsnittlig omställningstillväxt om 30% samt en EBIT-marginal utifrån historisk prestation.

I vår beräkning av WACC valde vi att använda oss av en Beta på 1 i stället för branchsnittet om 0,46 för att vara konservativa i vår analys. Detta genererade en betydligt högre WACC om 6,7% i stället för 4,5%.

Ovan antaganden resulterade i en uppsida om 32,86% samt en känslighetsanalys som styrker denna uppsida. Det krävs mer än 5% minskning av antingen omsättning eller EBIT-marginal för att det ska leda till en nedsida.

WACC	Change in Revenue						
	-15,0%	-10,0%	-5,0%	0%	5,0%	10,0%	15,0%
8,2%	-60%	-46%	-29%	-7%	20%	53%	94%
7,7%	-55%	-40%	-20%	4%	34%	71%	117%
7,2%	-49%	-32%	-10%	17%	51%	93%	144%
6,7%	-42%	-23%	2%	33%	71%	119%	177%
6,2%	-33%	-11%	17%	53%	97%	152%	219%
5,7%	-22%	4%	37%	78%	130%	193%	272%
5,2%	-7%	23%	63%	112%	173%	249%	342%



# Värdering

WACC	Change in EBIT margin						
	-15,0%	-10,0%	-5,0%	0%	5,0%	10,0%	15,0%
8,2%	-63%	-44%	-26%	-7%	12%	30%	49%
7,7%	-58%	-37%	-17%	4%	24%	45%	66%
7,2%	-52%	-29%	-6%	17%	40%	63%	86%
6,7%	-44%	-19%	7%	33%	59%	84%	110%
6,2%	-35%	-6%	24%	53%	82%	111%	140%
5,7%	-23%	11%	44%	78%	112%	146%	179%
5,2%	-7%	33%	72%	112%	151%	191%	230%

## P/E och Peers

EQT:s P/E nu är ca 240, det är högt men då måste det tas i hänsyn att P/E tar in mer än bara priset och earnings. Deras P/E är högt eftersom det förväntas att bolagets omsättning kommer växa snabbare i framtiden vilket gör att det blir dyrare idag för denna förväntade framtida ökningen. Något som också måste tas med i beräkning är att ett företag som har P/E 240 har stora sannolikheter att materialisera dessa framtida ökningar av omsättning. Det är lägre risk att investera i mer "säkra" framtidsförväntningar vilket leder till att deras P/E är högt idag.

Enligt vår analys så kommer EQT att hamna på ett P/E runt 50 under 2024. Detta kan fortfarande anses vara högt men då man jämför på peers och framför allt Private Equity bolag som Blackstone, då ser inte EQT like dyrt längre. Vi har valt att lägga större vikt på multipelvärderingen och jämförelse med peers än DCF eftersom DCF:en kan vara lite vilseledande med bolag som dessa. Vår jämförelse med peers ger en nedsida på alla tre multiplar,

## Relativvärdering medelvärde (framåtblickade, T+1)

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
<b>Investor</b>	6,30	6,70	6,50
<b>Bure Equity</b>	5,00	4,80	4,80
<b>Blackstone</b>	67,10	34,40	34,40
<b>KKR &amp; Co</b>	23,00	53,10	10,90
<b>The Carlyle Group</b>	-27,30	-39,20	-39,20
<b>Apollo Global Management</b>	12,90	-15,70	-15,70
<b>Bain Capital</b>	8,20	17,50	17,50
<b>TPG Inc</b>	48,70	45,90	29,30
<b>Average</b>	24,46	23,20	14,77
<b>EQT</b>	47,88	40,08	37,85
<b>Upside/downside</b>	-48,9%	-46%	-67%



# Rekommendation

EQT är ett av de största bolagen inom sin bransch. Med hjälp av den storleken de redan har i kombination med att marknaden förväntas att växa framgent ger dem stora möjligheter framåt. Deras finansiella prestation har varit varierande historiskt men ser ljus ut framåt. Bolagets rykte går före dem vilket gör dem till attraktiva partners till investerare och en attraktiv arbetsgivare som kan attrahera talanger för att skapa värde i deras portföljbolag. Det som talar mot köprekommendationen är det höga P/E-värdet samt andra multiplar som är högre än konkurrenters. Det kan vara marknaden som ser en ljusframtid för EQT vilket förklarar det höga värdet men vi anser det vara lite för högt. Baserat på detta så är vår rekommendation, avvakta.

21 april 2024

