

Trianon

Mangold Insight – Uppdragsanalys – Update – 2025-11-13

Omotiverad rabatt på kvalitetsbestånd

Fastighetsbolaget Trianon levererade ett starkt tredje kvartal med 33 procent högre förvaltningsresultat per aktie jämfört med ifjol. Förvaltningsresultatet förbättrades till 60,3 (49,1) miljoner kronor jämfört med ifjol, vilket motsvarar en tillväxt om 23 procent för kvartalet. Det var dock 9,9 procent lägre än vår prognos då vi räknat med ett ännu starkare finansnetto. Hyresintäkterna uppgick till 193,0 (197,6) miljoner kronor jämfört med ifjol och var 0,6 procent lägre än vår prognos. Parallellt uppgick driftnettot till 137,4 (142,9) miljoner kronor vilket var 1,2 procent lägre än vår prognos.

Nyckeltalen pekar i rätt riktning

Substansvärdet (EPRA NAV) per aktie har ökat till 32,94 (30,51) kronor per aktie jämfört med ifjol, motsvarande en ökning med 7,4 procent. Samtidigt har belåningsgraden (LTV) minskat till 54,0 (55,7) procent under kvartalet vilket Mangold menar visar på att Trianon har ett större investeringsutrymme för renoveringar, energieffektiviseringar och förvärv. Samtidigt har direktavkastningen ökat till 4,8 (4,7) procent vilket indikerar ett lönsammare fastighetsbestånd i portföljen.

Höjd riktkurs

Mangold väljer att höja riktkursen till 26,50 (26,00) kronor per aktie på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om cirka 30 procent. Mangold bedömer fortsatt att aktien är undervärderad, speciellt i relation till substansvärde där Trianon handlas till en rabatt om cirka 40 procent. Vi ser även att Trianon kommer fortsätta utvecklas bättre än peers sett till förvaltningsresultat under 2026. Rabatten sett till substansvärdet och den relativt låga värderingen jämfört med peers gällande förvaltningsresultat gör att vi ser utrymme för en högre värdering.



Kursutveckling %	1m	3m	12m
TRIAN B	9,0	7,9	-11,6
OMXSPI	3,7	5,8	7,1

Information

Rek/Riktkurs	26,50
Risk	Medel
Kurs (kr)	20,50
Börsvärde (Mkr)	3 780
Antal aktier (M)	184,4
Free float (%)	31,6
Ticker	TRIAN B
Nästa rapport	2026-02-05
Hemsida	trianon.se
Analytiker	Pontus Ericsson

Ägarstruktur

Kapital %

Olof Andersson	30,4
Briban Invest	14,3
Martin Gren	10,5
SEB Fonder	6,7
Länsförsäkringar Fonder	4,8

Intressekonflikter

Certified Adviser	Nej
Innehav eget lager	Nej
Likviditetsgarant	Nej
Rådgivare publ emissioner 12m	Nej

Nyckeltal (Mkr)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Hyresintäkter	733	773	793	827	863
Driftnetto	498	530	535	566	592
NOI-marginal (%)	68%	69%	68%	68%	69%
Förvaltningsresultat	163	178	225	267	293
EPS (kr)	-1,12	1,12	1,40	1,69	1,76
EPRA NAV per aktie	32,09	31,47	33,84	35,53	38,81
P/EPRA NAV	0,52	0,61	0,61	0,58	0,53
P/IFPM	23,2	21,2	16,8	14,1	12,9
P/E	neg	17,2	14,7	12,2	11,6
LTV (%)	57%	55%	53%	53%	50%

Denna analys har tagits fram på uppdrag av emittenten och är utförd mot betalning. För mer information, se disclaimer i slutet av analysen.

Investment case

Humant fastighetsbolag på tillväxt

Mangold höjer riktkursen till 26,50 (26,00) kronor per aktie och upprepar rekommendation Köp. Det motsvarar en uppsida på cirka 30 procent. Mangold ser potential för ett starkt avslut på 2025 och ett ännu starkare 2026 drivet av värdehöjande investeringar i beståndet, ett förväntat starkare finansnetto, uppvärderingar av beståndet givet en förbättrad transaktionsmarknad samt förvärv.

*Riktkurs på 26,50 (26,00)
kronor per aktie*

God marknadskännedom

Trianon har god marknadskännedom i Malmö där merparten av bolagets bestånd återfinns. Bolaget har lyckats bra med att konvertera Entréfastigheten, ett köpcentrum i Malmö. Det förvärvades 2017 med en uthyrd yta om 48 procent. Efter ny inriktning har uthyrningsgraden i Entré förbättrats kraftigt och var under 2023 nästan helt uthyrt med hyresgäster inom flera segment som samhällsservice och kontor. Vi ser detta som ett exempel på Trianons värdeskapande med god marknadskännedom och att Trianons offensiv strategi för att locka hyresgäster fungerar.

*Värdeskapande med god
marknadskännedom*

Verkar i tillväxtregion

Malmö är den snabbast växande storstaden i Sverige sett till procentuell tillväxt, och har vuxit 37 år i rad. Befolkningsmängden förväntas öka med cirka 2 700 personer årligen mellan 2025 och 2035. Samtidigt är efterfrågan på hyresrätter i det lägre hyressegment stort, med en ung befolkning och lägre lönenivåer jämfört med andra storstäder. Därutöver väntas samarbetet inom Öresundsregionen öka tillväxten och aktiviteten i Malmö, med en utvecklad infrastruktur.

*Malmö väntas växa med 2 700
invånare per år*

Offensiv affärsplan visar vägen

Trianon har tagit fram en ny affärsplan för 2025 till 2030 vilken innefattar att fastighetsvärdet ska uppgå till 20 miljarder kronor senast 2030, jämfört med nuvarande på cirka 12 miljarder kronor. Cirka 55 procent av Trianons bostäder är orenoverade vilket vid renovering väntas ge en avkastning på mellan 8 och 10 procent. Även energieffektiviseringar väntas kunna öka fastighetsvärdet och kan genomföras med en avkastning på 8 till 10 procent. Därutöver kan bolaget genomföra värdeskapande förvärv vilket kan öka fastighetsvärdet ytterligare.

*Ska uppnå fastighetsvärde om
20 miljarder kronor 2030*

Förväntat starkt 2026

Belåningsgraden uppgick till 54,0 (54,7) procent under det tredje kvartalet, vilket är lägre än det långsiktiga målet på under 55 procent. Riksbanken har sänkt styrräntan från 4,00 till 1,75 procent från april 2024 till september 2025. Lägre marknadsräntor väntas förbättra finansnettot ytterligare. Vi räknar med att Trianon kommer kunna leverera ett starkt 2026 med stöd av renoveringar, energieffektiviseringar, förstärkt finansnetto, hyreshöjningar och uppvärdering av beståndet.

*Räntesänkningar väntas gynna
segmentet bostäder*

Trianon – Update

Positiv kvartal

Hysesintäkterna uppgick till 193,0 (197,6) miljoner kronor under det tredje kvartalet 2025 vilket var 0,6 procent lägre än vi räknat med. Parallellt var driftnettot svagare än föregående år och uppgick till 137,4 (142,9) miljoner kronor, 1,2 procent lägre än vår prognos. Anledningen är att Trianon sålt av en del av fastighetsbeståndet för miljardbelopp under våren 2025. Samtidigt ökar förvaltningsresultatet till 60,3 (49,1) miljoner kronor motsvarande en ökning om cirka 23 procent. Det bör noteras att givet den större transaktionen tidigare i år har antalet aktier minskat vilket innebär att förvaltningsresultatet per aktie ökat med 33 procent. Vi menar att det visar på Trianons styrka och bådär gott för framtida utveckling. Däremot var förvaltningsresultatet 9,9 procent lägre än vi räknat med. Detta då finansnettot försvagades med 1,4 miljoner konor jämfört med föregående kvartal, medan vi räknat med att det skulle förstärkas. Mangold väljer att justera ner förväntat förvaltningsresultat för 2025 men behåller prognosen för både hyresintäkter och driftnetto.

Marginellt lägre intäkter och driftnetto under kvartalet

Lägre förvaltningsresultat än väntat

Kvartalsutfall Q2-25

(Mkr)	Q3-24	Q3-25	Q3-25P	Diff (%)
Hysesintäkter	197,6	193,0	194,2	-0,6
(NOI) Driftnetto	142,9	137,4	139,1	-1,2
NOI-marginal	72,3%	71,2%	71,6%	-0,4*
(IFPM) Förvaltningsresultat	49,1	60,3	66,9	-9,9
IFPM-marginal	24,8%	31,2%	34,5%	-3,2*

Källa: Mangold Insight

*Procentenheter

Alla nyckeltal förbättrade

Trianon har förbättrat sina nyckeltal väsentligt jämfört med för ett år sedan. Fastighetsvärdet är lägre till följd av bolagets miljardtransaktion tidigare i år vilket inneburit att Trianon återköpt cirka . Direktavkastningen har förbättrats med 0,1 procent jämfört med samma period ifjol. Det visar att Trianons kvarvarande bestånd är lönsammare. EPRA NAV per aktie har ökat med 7,4 procent till 32,94 kronor per aktie vilket till stor del beror på minskat antal aktier. Samtidigt har räntetäckningsgraden ökat till 2,03 (1,65) parallellt med att belåningsgraden (LTV) minskat till 54,0 (55,7) procent. Givet detta ser vi att risken minskat i Trianon samtidigt som lönsamheten förbättras vilket vi menar leder till en attraktiv risk/reward i bolaget.

Kontinuerligt förbättrade nyckeltal

Utveckling nyckeltal

(Mkr)	Q3-24	Q3-25	Diff (%)
Fastighetsvärde	13 037,5	12 342,3	-5,3
Yield	4,7%	4,8%	0,1*
EPRA NAV per aktie** (kr)	30,51	32,94	7,4
Räntetäckningsgrad (ggr)***	1,65	2,03	0,38
LTV (%)	55,7%	54,0%	1,7*

Källa: Mangold Insight

*Procentenheter **Exklusive hybridkapital

Trianon – Update

Trianons intjäningsförmåga

Trianons intjäningsförmåga har förbättrats avsevärt jämfört med ifjol. Lägre räntekostnader har bidragit till att intjäningsförmågan förbättras med 34,2 miljoner kronor sett till förvaltningsresultat. Detta trots en lägre intjäningsförmåga gällande hyresintäkter och driftnetto. Det bör även noteras att räntetäckningsgraden enligt intjäningsförmåga ökat till 2,08 (1,75) gånger vilket sänker den finansiella risken i bolaget. Mangold ser möjlighet till ännu starkare finansnetto givet vidare refinansiering och bibehållna nettoskuldsnivåer.

Betydligt starkare intjäningsförmåga gällande IFPM

Aktuell intjäningsförmåga

(Mkr)	Rullande 12 månader		
	Q3-24	Q3-25	Diff (%)
Hysesintäkter	823,9	790,4	-4,1%
Driftnetto	572,5	551,8	-3,6%
Överskottsgrad (%)	69,5%	69,8%	0,3%
Finansnetto**	-290,2	-233,3	-19,6%
IFPM	217,9	252,1	15,7%
IFPM-marginal (%)	26,4%	31,9%	5,4%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,75	2,08	

Källa: Mangold Insight

*Procentenheter

**Beräknas på en genomsnittsränta om 3,50 procent på nettoskuld vid periodens utgång

På väg mot alla mål

Under det tredje kvartalet har Trianon uppfyllt tre av fyra mål för perioden 2025 till 2030. Ett betydligt starkare förvaltningsresultat per aktie, lägre belåningsgrad och en räntetäckningsgrad som långt överstiger målet visar att Trianon är på rätt väg. Förvaltningsresultat har ökat med hela 33 procent per aktie vilket är långt över målet om 12 procent. Trianons förmåga att både sänka sin risk genom förbättrad kapitalstruktur och samtidigt kraftigt förbättra sitt förvaltningsresultat visar på en sund och tillväxtinriktad verksamhet. Avkastningen på eget kapital har förbättrats betydligt jämfört med föregående två år och vi räknar med att Trianon når målet på sikt givet förväntad positiv utveckling.

Tre av fyra mål uppnådda

Affärsplan och mål

	2023	2024	Q3 25	Mål
Förvaltningsresultat tillväxt y-y (%)*	-30	9	33	≥12*
Avkastning på eget kapital (%)*	-3,9	4,3	6,2	CAGR >10*
Belåningsgrad (%)	57,1	54,7	54,0	≤55
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,6	1,6	2,0	>1,75

Källa: Mangold Insight

*Över en konjunkturcykel

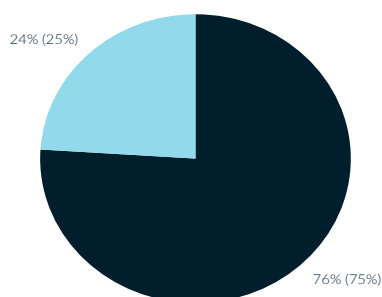
Trianon – Update

Fortsatt hög uthyrningsgrad

Uthyrningsgraden har ökat till 97 (96) procent, exklusive projektfastigheter jämfört med ifjol. Inom segmentet bostäder uppgår den ekonomiska uthyrningsgraden till 98 procent. En hög ger framför allt förutsägbarhet gällande hyresintäkter och bekräftar en fortsatt hög efterfrågan på bostäder inom Malmöområdet. Direktavkastningen har även ökat till 4,8 (4,7) procent vilket visar på en förbättrad lönsamhet i beståndet.

Hög uthyrningsgrad i bostadssegmentet om 98 procent

Fastighetsvärde per segment



Källa: Ma

■ Bostäder ■ Kommersiella fastigheter/samhällsfastigheter

Intjäningsförmåga per segment

(Mdkr)	Uthyrningsgrad (%)	Fastighetsvärde	Yield (%)
Bostäder	98%	8,7	4,5
Samhälls-/Kommersiella fastigheter	95%	2,9	5,5
Totalt*	97%	12,3	4,8

Källa: Mangold Insight

* Exklusive projektfastigheter

Förnybara finansieringsmål i sikte

Trianon kommer att lösa in resterande 54 miljoner kronor av bolagets utestående hybridobligation om 500 miljoner kronor. Inlösen sker den 18 november 2025 då hybridobligationen även kommer avnoteras.

Löser in resterande del av hybridobligation

I september tecknade Trianon låneavtal med Swedbank vilket kopplar befintliga lån om 560 miljoner kronor till hållbarhetslänkade mål. Lånen har en löptid mellan ett och tre år och är kopplade till Trianons hållbarhetsarbete. Vid uppnådda mål erhåller Trianon lägre ränta. Efter det nya låneavtalet uppgår andelen hållbarhetslänkade lån till 78 procent. Refinansiering med sänkta räntor förbättrar utgångsläget för Trianon. Den kraftiga ökningen av hållbar finansiering visar att Trianon är på god väg att uppnå sitt mål om 100 procent hållbar finansiering 2030.

På god väg mot mål om 100 procent hållbar finansiering

Trianon – Update

Nytt JV initiaierat

Trianon har inlett ett nytt joint venture gällande fastighetsutveckling med CoForma Property. Det gemensamma bolaget TriCof Fastighets AB (Tricof) kommer driva fastighetsutveckling i Malmöregionen. Trianon säljer byggrätter till TriCof för 64 miljoner kronor vilket visar på de värden som finns i Trianons byggrättsportfölj.

Säljer byggrätter för 64 miljoner kronor

Förvärv i Malmö visar vägen framåt

Trianon befinner sig återigen på köpsidan och förvärvade i slutet av september 97 lägenheter med ett fastighetsvärde om 113 miljoner kronor. 51 av lägenheterna är uthyrda till Malmö stad. Hyresvärdet uppgår till 9 miljoner kronor och omfattar 4 526 kvadratmeter. Trianon menar att den förväntade positiva resultatutvecklingen per aktie är högre än om bolaget lagt samma kapital på återköp. Trianon har aviserat att de utvärderar två ytterligare transaktioner som väntas ha samma positiva effekt på resultat per aktie.

Förvärv med fastighetsvärde om 113 miljoner kronor

Två nya avtal tecknade

- Tioårigt hyresavtal med ett gym i Malmö. Hyresvärdet uppgår till 0,8 miljoner kronor år och ytan avser 749 kvadratmeter.
- Avtal med Malmö stad gällande uthyrning av 880 kvadratmeter i centrala Malmö. Hyresvärdet uppgår till 1,5 miljoner kronor per år och löper över tre år

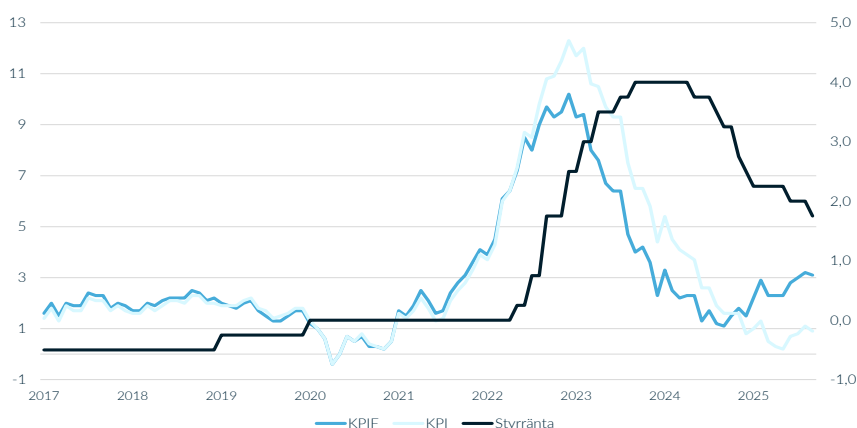
Två avtal om totalt 2,3 miljoner kronor årligen

Inflation över målet

Styrräntan sänktes till 2,00 procent i juni 2025 och ytterligare 0,25 procent till 1,75 procent i september. Mangold ser fortsatt positivt på att Trianon kan förbättra sitt räntenetto då en större omförhandling av lån har påbörjats under 2025 vilket börjat ge effekt. Eftersom räntan enligt KPIF fortsatt ligger kvar över målet om 2 procent med en KPIF om 3,1 procent för september ser vi ingen ytterligare sänkning i närtid. Ytterligare refinansiering väntas under det fjärde kvartalet 2025 vilket väntas förbättra finansnettot. Mer om kapitalbindning och räntebindning i appendix sid. 11.

Lägre styrränta om 1,75 procent

Styrränta, KPI & KPIF (%)



Trianon – Prognoser

Kvartalsprognos Q4 2025

Prognosen för det fjärde kvartalet justeras ned marginellt för det fjärde kvartalet. Givet högre förväntade energikostnader under det fjärde kvartalet förväntas driftnetto (NOI)-marginalen vara svagare än under det tredje kvartalet, trots högre hyresintäkter. Nytt JV och nyingångna hyresavtal väntas ha en positiv effekt under det fjärde kvartalet. Vi har samtidigt sänkt Prognosen för hyresintäkter och NOI har sänkts då dessa var något lägre än vi räknat med.

Sänker estimaten marginellt för det fjärde kvartalet

Kvartalsprognos 2025

(Mkr)	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25P	2025P
Hysesintäkter	208,6	190,4	193,0	200,6	792,6
NOI	129,2	130,5	137,4	138,0	535,1
NOI-marginal (%)	61,9%	68,5%	71,2%	67,8%	67,5%
IFPM	45,3	56,8	60,3	62,6	225,0
IFPM-marginal	21,7%	29,8%	31,2%	31,2%	28,4%

Källa: Mangold Insight

Förväntas stärka marginalerna

Trianon fortsätter gå från klarhet till klarhet och vi räknar med att Trianon kommer fortsätta växa genom hyreshöjningar, förvärv och renoveringar. Särskilt eftersom Trianons bestånd till 45 procent består av orenoverade lägenheter. Vi ser att NOI-marginalen kommer förbättras med stöd av energieffektiviseringar där Trianon bevisat sig med 7 procent lägre energiförbrukning under årets första nio månader. Därtill väntas finansnettot förbättras ytterligare genom refinansiering. En förbättrad lånestruktur med en lägre belåningsgrad ger utrymme för både tillväxtsinvesteringar samt effektiviseringar i befintligt bestånd. Vi ser således att Trianon kan förbättra både driftnetto (NOI)-marginalen samtidigt som förvaltnings (IFPM)-marginalen förbättras successivt.

Förväntas förbättra marginalerna successivt under kommande år

Prognoser

(Mkr)	2025P	2026P	2027P
Hysesintäkter	793	827	863
Tillväxt (%)	2,6%	4,4%	4,3%
NOI	535	566	592
NOI-marginal (%)	67,5%	68,5%	68,6%
IFPM	225	267	293
IFPM-marginal	28,4%	32,3%	33,9%

Källa: Mangold Insight

Trianon – Prognoser

Finansiering

Mangold räknar med att Trianons räntebärande nettoskuld kommer minska till 6,6 (7,2) miljarder kronor under 2025 jämfört med 2024. Belåningsgraden (LTV) väntas även minska till 53,4 (54,7) procent. Detta trots att värdet på förvaltningsfastigheter väntas minska givet försäljning av fastigheter tidigare i år. Mangold menar att Trianon väntas leverera ett kraftigt förbättrat förvaltningsresultat (IFPM) till en lägre risk än tidigare. Genomsnittsräntan uppgick till 3,9 procent för 2024 och under det tredje kvartalet 2025 har den minskat till 3,52 procent. Givet lägre belåning och förbättrade villkor finns möjlighet för förvärv likt det förvärvet som genomfördes av fastigheten Nibelungen 1 i Malmö som väntas bidra positivt på resultatet per aktie.

Nettoskulden väntas ha minskat med 0,6 miljarder kronor 2025

Kapitalstruktur

(Mkr)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Banklån	6 899	6 945	6 272	6 322	6 372
Obligation	223	398	498	498	498
Totala räntebärande skulder	7 122	7 343	6 769	6 819	6 870
Nettoskuld	7 012	7 219	6 621	6 768	6 605
Förvaltningsfastigheter	12 289	13 190	12 391	12 837	13 299
Belåningsgrad (LTV)	57,1%	54,7%	53,4%	52,7%	49,7%

Källa: Mangold Insight

Reviderade prognoser med förenklad kapitalstruktur

Mangold räknar med att EPRA NAV (långsiktigt substansvärde) per aktie kommer öka till 34,12 (31,22) kronor jämfört med 2024. Det beror dels på att resultatutvecklingen väntas vara stark, dels att antalet aktier minskat genom transaktionen med fastighetsbolaget Briban i det första kvartalet. Trianon avser lösa in utestående hybridobligation om 54 miljoner den 18 november vilket innebär att den kommer avnoteras. Trianon har även omvandlat alla A-aktier i Trianon till B-aktier vilket förenklar kapitalstrukturen ytterligare.

Substansvärdet per aktie väntas öka betydligt under 2025

EPRA NAV

(Mkr)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Eget kapital	5 020	5 415	5 371	5 679	6 282
Återläggning uppskjuten skatt & skattefordran	731	789	778	778	778
Återläggning derivatskuld & derivatfordran	157	102	91	91	91
EPRA NAV	5 908	6 307	6 239	6 547	7 150
EPRA NAV per aktie (kr)	32,09	31,47	33,84	35,51	38,78
Avdrag för hybridobligationer	127	51	-	-	-
EPRA NAV adj.	5 781	6 256	6 239	6 547	7 150
EPRA NAV per aktie adj. (kr)	31,40	31,22	33,84	35,51	38,78

Källa: Mangold Insight

Trianon – Värdering

Rabatt mot peers

Trianon handlas till en högre rabatt sett till P/EPRA NAV 25P (substansvärde), jämfört med peers. Rabatten jämfört med substansvärdet har minskat marginellt från föregående analys och uppgår till 39,6 (41,8) procent. Mangold ser den höga rabatten som omotiverad för sektorn som helhet, men särskilt för Trianon som fortsätter att genomföra transaktioner till värdering eller högre. Enligt de estimerade lönsamhetsmått P/IFPM (förvaltningsresultat) och P/CEPS (Cash earnings per share) handlas Trianon till rabatt mot peers vilket visar på en starkare intjäningsförmåga jämfört med peers. Trianon har ett marginellt högre förväntat LTV vilket speglar en något högre risk när det gäller belåningsgrad. Trianon väntas prestera starkare än peers framåt gällande NOI/Net Debt samt EBITDA/EV vilket stöds av bolagets höga uthyrningsgrad och effektiviteten i Trianons verksamhet. Den höga uthyrningsgraden och efterfrågan i Malmöregionen cementerar vår tro på att Trianon kan leverera stabila ökande värden framgent. Sammantaget bedömer Mangold att Trianon bör handlas till en lägre rabatt jämfört med peers givet styrkan i bolagets värderingar och deras intjäningsförmåga.

Peers							
	Börsvärde (Mkr)	P/EPRA NAV 25P	P/IFPM 26P	P/CEPS 26P	EBITDA/EV 26P	LTV 26P	NOI/Net Debt 26P
Heba	5 128	0,63	22,6	14,5	3,8%	47%	6,8%
John Mattson	5 002	0,66	23,3	22,2	4,1%	46%	7,3%
K-Fast	3 286	0,53	18,5	20,2	4,2%	58%	5,3%
KlaraBO	2 428	0,46	14,4	17,7	5,2%	51%	8,0%
Fortinova Fastigheter	1 381	0,53	11,6	15,0	5,0%	55%	9,9%
Snitt	3 445	0,56	18,1	17,9	4,5%	51,4%	7,5%
Trianon	3 770	0,60	14,1	16,6	4,8%	52,7%	8,4%

Källa: Mangold Insight

Fortsatt uppsida

Mangold värderar Trianon utifrån EPRA NAV samt P/IFPM. Trianon handlas till 0,60 P/EPRA NAV 25P, jämfört med peers som handlas till 0,56. Mangold har valt att behålla rabatten om 20 procent i ett Base Case givet Trianons förväntade starka utveckling. En rabatt om 30 procent tillämpas i ett Bear Case och en rabatt om 10 procent i ett Bull Case. Sammantaget får vi ett motiverat värde inom ett spann mellan 21,47 och 33,75 kronor per aktie.

Känslighetsanalys P/EPRA NAV

(Kkr)	Bear	Base	Bull
EPRA NAV 25P (Mkr)	5 656	6 285	6 913
EPRA NAV per aktie 25P	30,68	34,09	37,49
Rabatt (%)	30%	20%	10%
Motiverat värde per aktie	21,47	27,27	33,75

Källa: Mangold Insight

Trianon – Värdering

Värdering förvaltningsresultat

Trianons peers handlas i snitt till 18,1x, sett till P/IFPM (2026P). Vi väljer att jämföra med förväntat förvaltningsresultat för 2026 för att synliggöra den förväntade positiva utvecklingen under 2026. Givet detta antar vi i ett Base Case med en multipel likt peers om 18,1x, och får ett motiverat värde om 26,20 kronor per aktie i Base Case.

Känslighetsanalys P/IFPM

(Kr)	Bear	Base	Bull
IFPM 26P (Mkr)	241	267	294
P/IFPM Peers 26P	18,1	18,1	18,1
Motiverat värde per aktie	23,58	26,20	28,82

Källa: Mangold Insight

Slutkommentar

Motiverat värde uppgår till mellan 21,47 till 33,75 kronor per aktie givet olika scenarion och nyckeltalen P/EPRA NAV 25P samt P/IFPM 26P. Modellen visar uppsida i alla testade fall. Motiverat värde per aktie har ökat till 26,64 (25,95) kronor, vid ett genomsnitt av båda värderingarna. Mangold höjer riktkursen till 26,50 (26,00) kronor per aktie med rekommendationen Köp på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om cirka 30 procent. Mangold bedömer att Trianon har stor möjlighet att handlas till en lägre rabatt sett till substansvärdet på sikt givet att bolaget fortsätter genomföra transaktioner till eller över värdering. Det tyder på att Trianons värderingar ligger i linje med marknadsvärderingar vilket vi menar tyder på att substansrabatten bör vara väsentligt lägre. Styrräntan har sänkts med ytterligare 25 punkter i september 2025 vilket talar för att finansnettot bör förbättras vid refinansiering. Trianon har minskat sin risk via lägre nettoskuld, belåningsgrad och genomsnittsränta.

Vi räknar med att Trianon kommer leverera en stark avslutning på 2025 med stöd av renoveringar, energieffektiviseringar, stärkt finansnetto och en starkare utveckling av JV. Under 2026 ser vi fortsatta marginalförbättringar och möjlighet till fler förvärv då skuldsättningen minskat.

Vad som talar för en värdering enligt Bull Case är en högre värdeökning av substansvärdet, där ett lägre avkastningskrav, fortsatt sänkt ränta och lyckade investeringar kan överraska på uppsidan. Om inflationen skulle öka väsentligt igen finns det risk för en värdering enligt Bear Case med högre finansieringskostnader och sänkta fastighetsvärden. Mangold tycker dock att tillväxtutsikterna och marginalutvecklingen bådär positivt för framtiden och ser fortsatt en attraktiv risk/reward i Trianon där de handlas till en substansrabatt om cirka 40 procent samtidigt som lönsamheten ökar kraftigt.

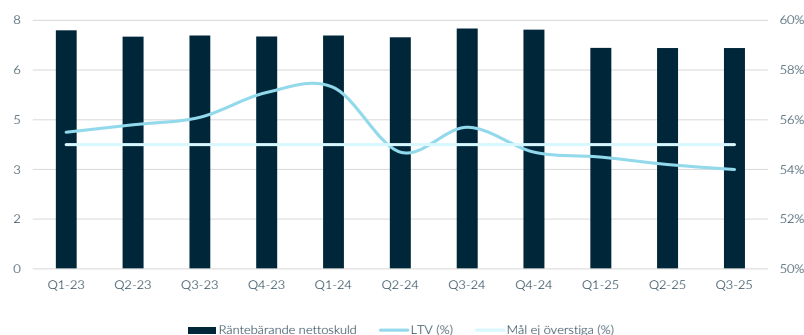
Trianon – Appendix

Stor andel bankfinansiering

Trianon är till störst del finansierat via banklån, med en soliditet om 38,9 (37,1) procent vid slutet på det tredje kvartalet 2025. Räntebärande skulder uppgick totalt till cirka 6,8 (7,3) miljarder kronor och 78 procent består av hållbar finansiering. Utöver obligationer om 497,5 (299,0) miljoner kronor är resterande banklån. Belåningsgrad uppgick till 54,0 (55,7) procent. Den genomsnittliga räntan uppgick till 3,5 (4,2) procent inklusive swapräntor under kvartalet.

Räntebärande skulder 0,5 miljarder kronor lägre

Nettoskuld (Mdkr) & LTV



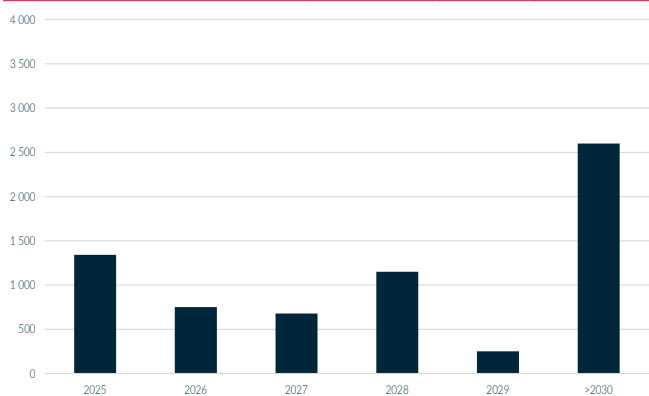
Källa: Mangold Insight

Räntebindning och kapitalbindning

Trianon har en räntebindningstid på 3,4 (3,1) år. Säkringsgraden minskade från 80 till 87 procent jämfört med föregående kvartal. Total derivatportfölj uppgick till 4,75 miljarder kronor vid kvartalets utgång. Ränteswappar har samtidigt förlängts och ökat genomsnittlig räntebindning. Kapitalbindningen uppgick till 2,5 (2,7) år. Under resterande del av 2025 ska lån om 1,7 miljarder kronor refinansieras och 1,3 miljarder omförhandlas. Det öppnar upp för lägre finansieringskostnader framgent likt den lyckade refinansieringen vi sett under årets första nio månader.

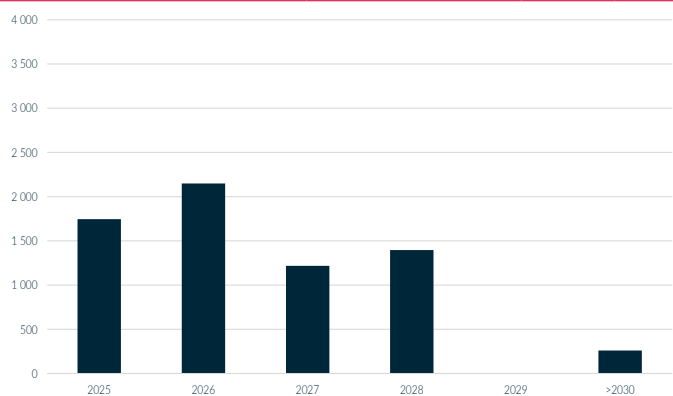
Större omförhandling under fjärde kvartalet 2025

Räntebindningsstruktur (Mkr)



Källa: Mangold Insight

Kapitalbindning (Mkr)



Källa: Mangold Insight

Trianon - SWOT

Styrkor

- Hög andel bankfinansiering
- Hög befolkningstillväxt i Malmö-regionen
- Genomför transaktion på och över bokfört värde
- Hög uthyrningsgrad

Svagheter

- Hög belåning
- Känslighet för ökat avkastningskrav
- Pausade byggstarter

SWOT

Möjligheter

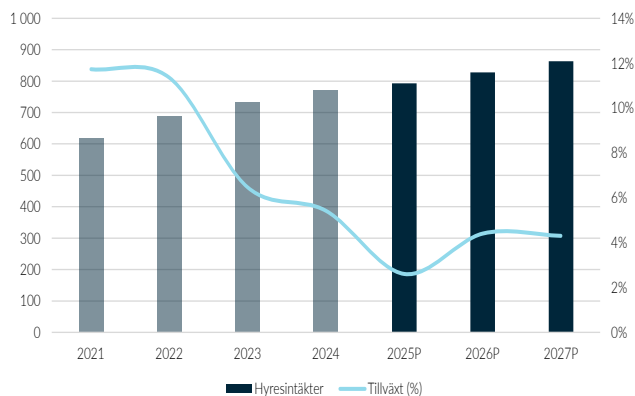
- Expansion i Öresundsområdet
- Värdeökning genom projektportfölj, renoveringar och energieffektiviseringar
- Ökad hållbar finansiering

Hot

- Ökande inflation och marknadsräntor
- Restriktiv hyreshöjning för hyresrätter
 - Åtstramad kreditmarknad
- Centrerat till ett geografiskt område

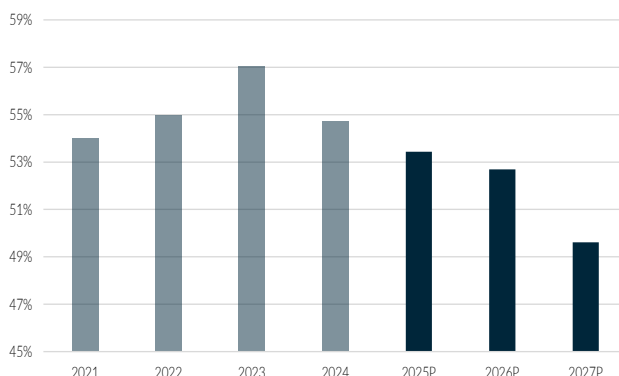
Trianon – Appendix

Hyresintäkter (Mkr) & tillväxt



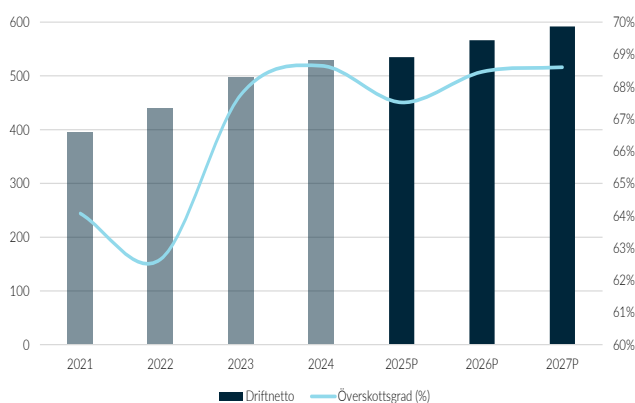
Källa: Mangold Insight

LTV



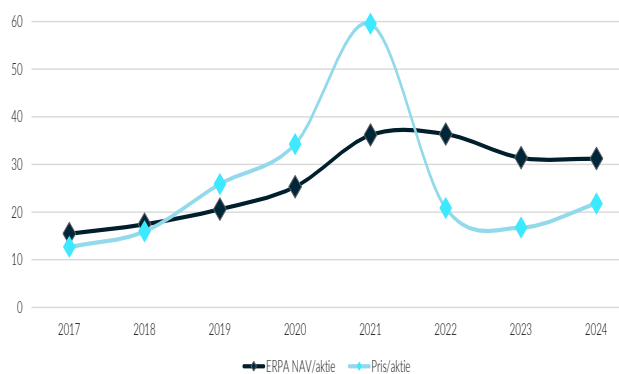
Källa: Mangold Insight

Driftnetto (Mkr) & överskottsgrad



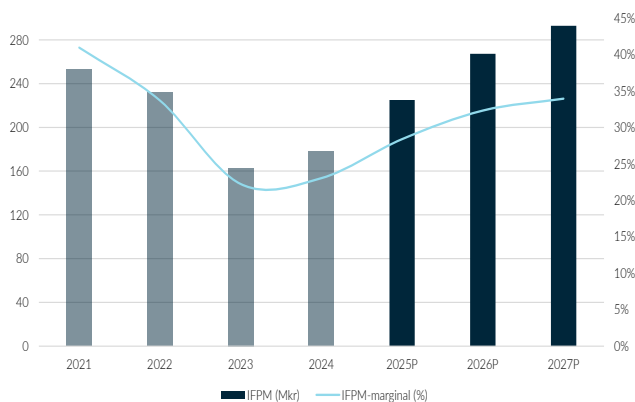
Källa: Mangold Insight

EPRA NAV (kr) & aktiepris (kr)



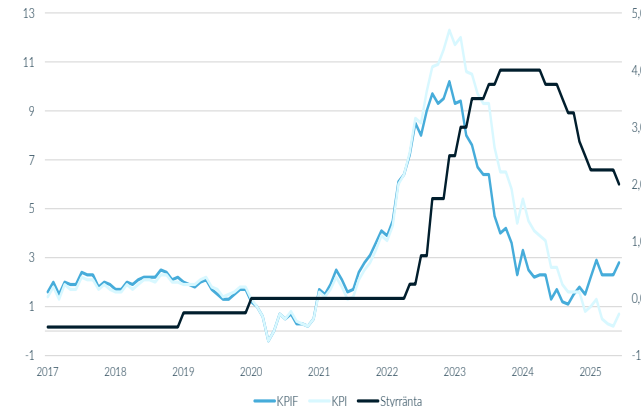
Källa: Mangold Insight

Förvaltningsresultat (Mkr) & marginal



Källa: Mangold Insight

KPI, KPIF & Styrränta (%)



Källa: Mangold Insight

Trianon – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Mkr)	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Hysesintäkter	618	688	733	773	793	827	863
Övriga intäkter & kostnader	-222	-249	-235	-242	-258	-261	-271
Driftnetto	396	440	498	530	535	566	592
Överskottsgrad	64%	64%	68%	69%	67,5%	68,5%	68,6%
Central administration	-56	-73	-67	-69	-71	-72	-72
Res. från andelar i JV	42	22	32	10	10	10	10
Varav förvalt. resultat JV	7	14	12	7	11	11	11
Finansiella intäkter & kostnader	-90	-152	-307	-284	-244	-232	-232
Räntekostnader nyttjanderätt	-6	-6,1	-6	-6	-6	-6	-6
Res. inkl värdeförändring m.m	288	240	183	181	224	266	292
Förvaltningsresultat	253	232	163	178	225	267	293
Rörelsemarginal	41%	34%	22,2%	23,0%	28,4%	32,3%	33,9%
Värdeförändring förvalt. fastigheter & derivat	1 378	-38	-424	125	100	125	125
Resultat efter finansnetto	1 666	202	-241	306	324	391	417
Skatter	-355,5	-31	35	-81	-67	-81	-92
Nettovinst	1 310,5	171	-206	225	257	311	325

Källa: Mangold Insight

Balansräkning	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Tillgångar							
Kassa & bank	87	90	110	125	148	55	271
Kortfristiga fordringar	179	102	190	153	133	227	236
Uppskjuten skattfordran	56	36	111	147	141	141	141
Anläggningstillgångar	13 259	13 570	13 219	13 894	13 211	13 570	13 670
Totalt tillgångar	13 581	13 798	13 630	14 317	13 632	13 993	14 319
Skulder							
Kortfristiga skulder	3 743	3 229	2 177	3 555	3 554	3 580	3 580
Långfristiga skulder	4 594	5 196	6 432	5 347	4 706	4 730	4 450
Totala skulder	8 337	8 425	8 609	8 902	8 260	8 311	8 030
Eget kapital							
Bundet eget kapital	1 816	1 882	1 909	2 086	2 086	2 086	2 366
Fritt eget kapital	3 428	3 491	3 111	3 329	3 286	3 597	3 922
Totalt eget kapital	5 244	5 373	5 020	5 415	5 371	5 682	6 288
Skulder och eget kapital	13 581	13 798	13 630	14 317	13 632	13 993	14 319

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Denna analys är en betald uppdragsanalys, där Mangold genomfört analysen på uppdrag av "Trianon" (nedan "Bolaget") och har erhållit ersättning för detta från Bolaget.

Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Även om all rimlig aktsamhet har vidtagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande kan Mangold dock inte garantera informationens riktighet eller fullständighet. Den framåtblickande informationen i analysen bygger på analytikernas subjektiva bedömningar om framtiden, vilka kan komma att ändras efter publiceringstillfället. Mangold kan inte garantera att prognoser och framåtblickande uttalanden kommer att förverkligas. Investerare ska fatta alla investeringsbeslut självständigt. Denna analys är tänkt att vara ett av ett flera olika källor som kan användas för att fatta ett investeringsbeslut. Alla investerare uppmuntras därför att komplettera denna information med ytterligare relevant information och att konsultera en finansiell rådgivare innan ett investeringsbeslut.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Denna analys är inte avsedd att utgöra rådgivning och tar inte hänsyn till de specifika investeringsmål, den finansiella situationen eller särskilda behov hos någon specifik person som tar del av denna rapport. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten av att investera i alla värdepapper eller investeringsstrategier som diskuteras eller rekommenderas i denna rapport och bör vara införstådda med att uttalanden om framtidsutsikter inte kan komma att realiseras. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Mangold publicerar den aktuella analysen utan att åta sig regelbundna framtida uppdateringar eller publiceringar med en uppdaterad syn på Bolaget exempelvis i händelse av betydande förändringar i marknadsförhållanden eller händelser relaterade till Bolaget. Mangold Insight publicerar endast analyser som innehåller och/eller grundar sig på offentliggjord information. Om Mangold Insight tar del av icke-offentliggjord, kurspåverkande information, kan Mangold inte publicera någon ny analys eller uppdatering till dess att informationen offentliggjorts av emittenten.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse, inklusive USA, Kanada, Australien, Nya Zeeland, Hong Kong, Japan, Schweiz, Singapore, Sydafrika eller Sydkorea. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument. Detta innefattar åtskillnad av verksamhet och konfidentialitet mellan affärsområden, så kallade kinesiska väggar. Dessa omfattar bland annat åtskillnad av analysavdelningen från Corporate Finance, Private Banking inklusive mäklari och exekvering av eget lager. Anställda analytiker på Insight får inte äga eller handla med några överlåtbara värdepapper som emitterats av ett bolag som denna är ansvarig analytiker för. En sådan person får inte heller ingå i kundbolagets styrelse eller vara verksam i övrigt i bolaget.

Status intressekonflikter och andra uppdrag vid tillfälle för publicering av denna analys:

Mangold analyserade Bolaget senast 2025-07-21

Mangolds analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Mangold äger inte aktier i Bolaget såsom för eget lager.

Mangold äger inte aktier i Bolaget genom uppdrag såsom likviditetsgarant.

Det föreligger vid, tidpunkten för denna publicering, ett uppdragsavtal mellan Mangold och bolaget avseende den aktuella analysen där Mangold erhållit ersättning. Det kan även, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold såsom Corporate Finance eller Market Making.

Mangold har inte utfört tjänster som finansiell rådgivare för Bolaget den senaste 12 månaderna, bland annat uppdrag kopplade till genomförande av emission, och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent