

# Trianon

Mangold Insight – Uppdragsanalys – Update – 2026-05-20

## Betydande substansrabatt ger uppsida

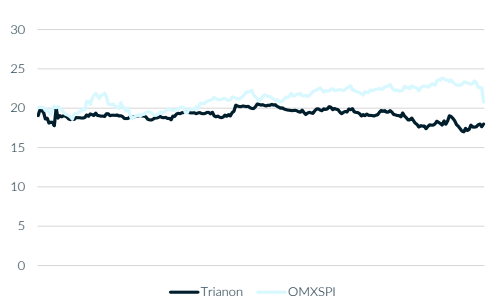
Fastighetsbolaget Trianons förvaltningsresultat per aktie ökade med 20 procent under det första kvartalet 2026 jämfört med ifjol. Förvaltningsresultatet ökade parallellt till 50,1 (45,3) miljoner kronor under samma period, motsvarande en ökning om 10,6 procent. Det var 13,6 procent lägre än Mangolds prognos. Hyresintäkter minskade till 205,0 (208,6) miljoner kronor parallellt med att driftnettot sjönk till 128,2 (129,2) miljoner kronor, vilekt var i linje med vår prognos.

## Substansvärdet fortsätter öka

Substansvärdet (EPRA NAV) har ökat till 33,92 (32,02) kronor per aktie, motsvarande en förbättring om 5,9 procent. Parallellt har fastighetsvärdet ökat till 13 046 (12 247) miljoner kronor, motsvarande en ökning om 6,5 procent. Fastighetsvärdet har framfört allt ökat till följd av genomförda förvärv i december och som tillträdess i januari. Dessa väntas bidra till fortsatt tillväxt. Mangold ser att Trianon är på rätt väg med ökande substansvärde, förbättrade nyckeltal och med förväntad god lönsamhetsutveckling under 2026.

## Trianon fortsatt undervärderat

Riktkursen justeras ned till 25,50 (26,50) kronor per aktie på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om cirka 40 procent. En lägre riktkurs härleds framför allt från lägre värderingar hos peers. Trianon handlas till en substansrabatt på över 45 procent samtidigt som transaktioner genomförs till värdering. Mangold menar att det bekräftar Trianons värderingar vilket talar för att bolaget är undervärderat. Förvaltningsresultat förväntas dessutom öka med 22,6 procent under 2026 vilket vi menar föranleder en högre värdering. Högt rabatt sett till substansvärde och en 18 procent lägre värdering jämfört med peers gällande förväntat förvaltningsresultat för 2026 gör att vi sammantaget ser potential för uppvärdering.



Kursutveckling %	1m	3m	12m
TRIAN B	-5,0	-7,2	-8,9
OMXSPI	-4,0	-1,9	10,7

## Information

Rek/Riktkurs	25,50
Risk	Medel
Kurs (kr)	18,10
Börsvärde (Mkr)	3 337
Antal aktier (M)	184,4
Free float (%)	31,6
Ticker	TRIAN B
Nästa rapport	2026-07-10
Hemsida	trianon.se
Analytiker	Pontus Ericsson

## Ägarstruktur

Ägarstruktur	Kapital %
Olof Andersson	30,4
Briban Invest	14,6
Martin Gren	10,5
SEB Fonder	6,7
Mats Cederholm	5,0

## Intressekonflikter

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

Nyckeltal (Mkr)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Hyresintäkter	773	787	842	879	916
Driftnetto	530	530	580	610	642
NOI-marginal (%)	69%	67%	69%	69%	70%
Förvaltningsresultat	178	217	268	297	328
EPS (kr)	1,12	1,67	1,82	1,76	1,89
EPRA NAV per aktie (kr)	31,22	33,59	35,26	37,27	39,16
P/EPRA NAV	0,61	0,54	0,51	0,49	0,46
P/IFPM	20,3	15,4	12,5	11,2	10,2
P/E	17,2	10,8	10,0	10,3	9,6
LTV (%)	54,7%	53,9%	52,8%	50,3%	47,9%

# Investment case

## Humant fastighetsbolag på tillväxt

Mangold justerar riktkursen till 25,50 (26,50) kronor per aktie med rekommendation Köp. Det motsvarar en uppsida på cirka 40 procent. Mangold bedömer att inkludering av de senaste förvärven, hyreshöjningar, kostnadskontroll samt värdehöjande investeringar i beståndet kommer kunna bidra till ett kraftigt ökat förvaltningsresultat under 2026.

*Riktkurs 25,50 (26,50) 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. Denna affär visar hur Trianon med god marknadskännedom skapar värde. Trianons offensiva 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

Trianons affärsplan för 2025 till 2030 innefattar att fastighetsvärdet ska uppgå till 20 miljarder kronor senast 2030, jämfört med nuvarande på cirka 13 miljarder kronor. Cirka 47 procent av Trianons bostäder är orenoverade vilket vid renovering väntas ge en avkastning på mellan 8 och 10 procent. Energieffektiviseringar väntas även 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 55,3 (54,5) procent under det första kvartalet 2026, vilket är högre än det långsiktiga målet på under 55 procent. Mangold bedömer att det är temporärt givet fortsatt stark intjäningsförmåga vilket väntas bidra till att Trianon kan amortera. Riksbanken har sänkt styrräntan från 4,00 till 1,75 procent från april 2024 till maj 2026. Lägre marknadsräntor väntas bidra till ett fortsatt bra finansnetto. 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

## Hyresintäkter och driftnetto i linje med prognos

Förvaltningsresultatet ökade till 50,1 (45,3) motsvarande en ökning om 10,6 procent. Förvaltningsresultatet per aktie steg med 20 procent under perioden. Vilket var 13,6 procent under vår prognos. Detta berodde på att räntekostnaderna var högre än vi räknat med samt ett lägre än väntat bidrag från intresseföretag och joint venture. Hyresintäkterna uppgick till 205,0 (208,6) miljoner kronor under det första kvartalet 2026 vilket var i linje med vår prognos. I jämförbart bestånd ökade hyresintäkterna med 3,7 procent. Samtidigt var driftnettot marginellt lägre än ifjol och uppgick till 128,2 (129,2) miljoner kronor, även det i linje med vår prognos. Det bör dock noteras att kostnaderna hänförliga till energi och framför allt snöröjning ökade med cirka 4,8 miljoner kronor givet att det var en ovanligt kall och snörik vinter i Malmö vilket belastade kvartalet.

*Hyresintäkter och driftnetto som förväntat*

### Kvartalsutfall Q1-26

(Mkr)	Q1-25	Q1-26	Q1-26P	Diff (%)
Hyresintäkter	208,6	205,0	204,2	0,4
Driftnetto (NOI)	129,2	128,2	129,0	-0,6
NOI-marginal	61,9%	63,2%	63,2%	0,0*
Förvaltningsresultat (IFPM)	45,3	50,1	58,0	-13,6
IFPM-marginal	21,7%	24,4%	28,4%	-4,0

Källa: Mangold Insight

\*Procentenheter

## Forsatt stark utveckling i Malmö

Finansnettot har förbättrats till -59,3 (-67,8) miljoner kronor, vilket beror på lägre räntor till följd av refinansiering samt lägre marknadsräntor. Nettouthyrningen under perioden uppgick till -0,3 (6,2) inklusive joint venture där nyuthyrningen uppgick till 2 miljoner kronor. Däremot har Trianon kompenserat för detta med nytecknade kontrakt efter det första kvartalets utgång. Samtidigt har den ekonomiska uthyrningsgraden ökat till 97 (96) procent och det totala hyresvärdet till 872,3 (805,6) miljoner kronor. Mangold ser positivt på utvecklingen då Trianon lyckas kombinera ett lägre antal aktier med ökad uthyrningsgrad samt hyresvärde. Under kvartalet har 18 (14) lägenheter renoverats. Mangold bedömer att Trianon kommer utvecklas i en positiv riktning under 2026 med stöd av en refinansiering, hyreshöjningar, värdeskapande renoveringar och inkludering av tillträdda förvärv. Trianon väntas lämna en utdelning om 0,25 kronor per aktie, motsvarande en direktavkastning om 1,41 procent för 2025.

*Hyresvärdet har ökat med 8,3 procent jämfört med ifjol*

*Utdelning på 0,25 kronor per aktie*

# Trianon – Update

## Nyckeltal fortsätter förbättras

Trianon har förbättrat sina nyckeltal jämfört med ifjol. Fastighetsvärdet har ökat till 13 046 (12 247) miljoner kronor, motsvarande en ökning om 6,5 procent. Direktavkastningen uppgick till 4,8 procent vilket är i linje med ifjol. Det visar på en stabil lönsamhet i Trianons fastighetsbestånd. Mangold bedömer att Trianon har potential att förbättra detta över tid genom värdehöjande investeringar i beståndet gällande energieffektiviseringar och renoweringar. Substansvärdet (EPRA NAV) har ökat till 33,92 (32,02) kronor per aktie, motsvarande en förbättring om 5,9 procent. Samtidigt har räntetäckningsgraden minskat marginellt till 1,91 (1,95) parallellt med att belåningsgraden (LTV) ökat till 55,3 (54,5) procent. Den högre belåningsgraden beror på upptagande av lån i samband med förvärv av fastigheter. Mangold ser att det stärkta fastighetsvärdet i kombination med ett förbättrat substansvärde visar på Trianons förmåga att skapa värde vilket vi räknar med att de kommer fortsätta göra framöver.

*Fastighetsvärdet och substansvärdet förbättras*

## Utveckling nyckeltal (Mkr)

	Q1-25	Q1-26	Diff (%)
Fastighetsvärde	12 247	13 046	6,5%
Yield	4,8%	4,8%	0,0%
EPRA NAV per aktie (kr)	32,02	33,92	5,9%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,95	1,91	-0,04
LTV (%)	54,5%	55,3%	0,8%*

Källa: Mangold Insight  
\*Procentenheter

## Måluppfyllnad Q1 2026

Under det första kvartalet 2026 har Trianon uppfyllt två av fyra mål för perioden 2025 till 2030. Tillväxten i förvaltningsresultatet per aktie är fortsatt stark och över den långsiktiga målsättningen, avkastningen på eget kapital är något lägre under kvartalet men vi bedömer att det kommer förbättras på sikt. Vi bedömer även att belåningsgrad befinner sig tillfälligt över målet och räknar med att det kommer förbättras under kommande kvartal. Räntetäckningsgraden är i paritet med 2025 och över målsättningen om 1,75 gånger. Givet den gynnsamma utvecklingen vi ser i Trianon räknar vi med att Trianon kommer uppnå alla sina mål på sikt. Vi bedömer att de senaste förvärven kommer bidra till måluppfyllnad.

*Förväntas nå långsiktiga mål*

## Affärsplan och mål

	2023	2024	2025	Q1 2026	Mål	Uppfyllnad
Förvaltningsresultat per aktie tillväxt y-y (%)*			27	20	≥12*	Ja
Avkastning på eget kapital (%)*	-3,9	4,3	6,0	5,6	CAGR >10*	Nej
Belåningsgrad (%)	57,1	54,7	54,0	55,3	≤55	Nej
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,6	1,6	1,9	1,9	>1,75	Ja

Källa: Mangold Insight  
\*Över en konjunkturcykel

# Trianon – Update

## Trianons intjäningsförmåga

Trianons intjäningsförmåga i det första kvartalet 2026 är betydligt bättre jämfört med ifjol. Den inkluderar förvärv gjorda i december 2025, som tillträdades i januari 2026. Hyresintäkter och driftnetto är 8,6 respektive 7,3 procent högre än ifjol. Finansnettot enligt intjäningsförmågan är marginellt lägre än ifjol. Den aktuella intjäningsförmågan gällande förvaltningsresultat är 17,5 procent högre drivet av högre hyresintäkter och ett starkare driftnetto. Även räntetäckningsgraden enligt intjäningsförmåga är högre.

*Förvaltningsresultat (IFPM) 17,5 procent högre enligt aktuell intjäningsförmåga*

### Aktuell intjäningsförmåga (Mkr)

	Rullande 12 månader		
	Q1-25	Q1-26	Diff (%)
Hyresintäkter	776,3	843,3	8,6%
Driftnetto (NOI)	541,6	581,3	7,3%
Överskottsgrad (%)	69,0%	68,9%	-0,1%
Finansnetto**	-243,5	-241,8	-0,7%
Förvaltningsresultat (IFPM)	231,3	271,8	17,5%
IFPM-marginal (%)	29,4%	32,2%	2,8%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,95	2,12	0,17

Källa: Mangold Insight

\*Procentenheter

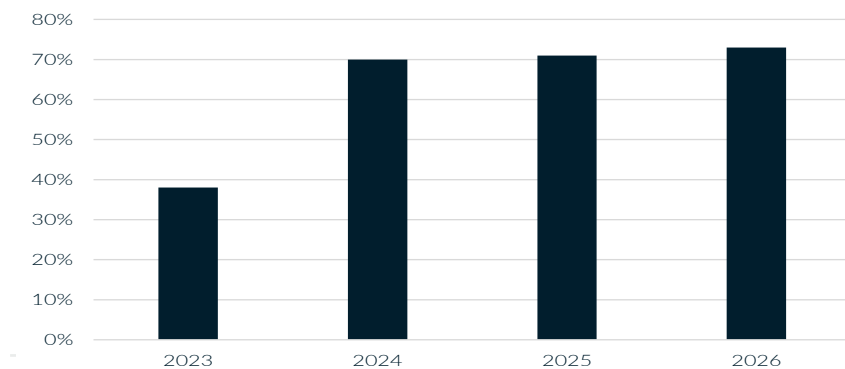
\*\*Beräknas på en genomsnittsränta om 3,35 procent på nettoskuld vid periodens utgång

## Förnybara finansieringsmål i sikte

Trianon har som mål att 100 procent av bolagets finansiering ska vara hållbar 2030. Vi ser att Trianon kommer uppnå målet givet en ökning från 38 procent hållbar finansiering 2023 till att den uppgår till 73 procent under det första kvartalet 2026. Successivt ökar andelen hållbar finansiering vilket Mangold ser positivt på.

*På god väg mot 100 procent hållbar finansiering*

### Andel hållbar finansiering (%)



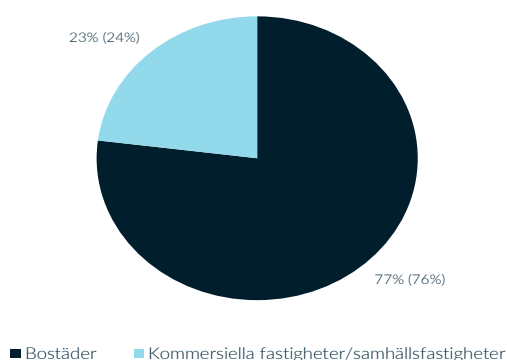
# Trianon – Update

## 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. Det bör noteras att i bostadssegmentet är det enbart renoveringsvakanser. En hög uthyrningsgrad ger framför allt förutsägbarhet gällande hyresintäkter och vi menar att det bekräftar den fortsatta höga efterfrågan som finns på bostäder i Malmöområdet. Trianons lägenhetsbestånd består av 16 procent nybyggda, 37 procent renoverade och 47 procent där potential för renovering föreligger. Mangold ser betydande renoveringspotential som väldigt positiv då de väntas generera en avkastning mellan 8 och 10 procent. Under det första kvartalet 2026 har Trianon investerat 55,5 (45,4) miljoner kronor i befintliga fastigheter och vi bedömer att värdehöjande investeringar kommer fortlöpa under kommande år. Handlingsutrymme är fortsatt stort givet bolagets successivt ökade lönsamhet.

*Renoveringspotential i 47 procent av lägenhetsbeståndet, en styrka*

## Fastighetsvärde per segment



Källa: Mangold Insight

## Intjäningsförmåga per segment

(Mdkr)	Uthyrningsgrad (%)	Fastighetsvärde	Yield (%)
Bostäder	98%	9,5	4,5
Samhälls-/Kommersiella fastigheter	94%	2,9	5,6
<b>Totalt*</b>	<b>97%</b>	<b>13,0</b>	<b>4,8</b>

Källa: Mangold Insight

\* Exklusive projektfastigheter

## Ny vd ska tillträda i Trianon

Olof Anderson väntas tillträda som styrelseordförande i Trianon och Petra Krüger ska tillträda som vd. Petra är för närvarande som Sverigechef på NCC Property Development och innan dess har hon arbetat med bostadsutveckling på Skanska. Petra kommer tillträda som vd i augusti 2026. Olof har varit vd sedan 2006 när han förvärvade Trianon. Sedan 2017 har substansvärdet ökat kraftigt från cirka 13 kronor per aktie till nuvarande substansvärde om cirka 34 kronor per aktie. En ökning om över 160 procent.

*Petra Krüger tillträder som vd i augusti 2026*

# Trianon – Prognoser

## Kvartalsprognoser 2026

Mangold har justerat prognosen för 2026 marginellt efter det första kvartalet 2026. Vi har sänkt prognosen för hyresintäkter, driftnetto (NOI) samt förvaltningsresultatet för 2026. Detta givet att det första kvartalet var något svagare än vår prognos. Vi räknar med en säsongsvariation relaterat till energikostnader vilket väntas belasta det första respektive det fjärde kvartalet. Vi ser fortsatt ett starkt år där vi räknar med 7,0 procent högre hyresintäkter, 9,4 procent starkare driftnetto och att förvaltningsresultatet förstärks med 22,5 procent. Kombinationen av genomförda förvärv, hyreshöjningar, renoveringar, energieffektiviseringar, kostnadskontroll och nya kommersiella kontrakt väntas bidra till ett starkt 2026. En stor andel av beståndet har potential för renovering (47 procent). Mangold bedömer att detta väntas leda till långsiktig strukturell tillväxt, allt eftersom beståndet renoveras.

*Marginellt lägre prognos för 2026*

### Kvartalsprognos 2026 (Mkr)

	Q1 26	Q2 26P	Q3 26P	Q4 26P	2026P
Hysesintäkter	205,0	209,9	212,7	214,8	842,4
NOI	128,2	149,0	156,5	146,4	580,1
NOI-marginal (%)	63,2%	71,0%	73,6%	68,2%	68,9%
IFPM	50,1	71,2	75,3	69,3	265,9
IFPM-marginal (%)	24,4%	33,9%	35,4%	32,3%	31,6%

Källa: Mangold Insight

## Förväntas stärka marginalerna

Mangold räknar med att Trianon kommer att växa med 4,3 procent under 2027 och 2028 med stöd av hyreshöjningar, nya hyresavtal, renoveringar samt bruksvärderingar. Det finns stor potential i Trianons fastighetsbestånd. Vi menar att Trianons förväntade starka kassaflöde bör leda till en betydande potential för ytterligare förvärv och investeringar i det egna beståndet vilket skulle kunna höja tillväxten ytterligare. Vi ser således att Trianon kan förbättra hyresintäkterna, driftnetto (NOI)-marginalen samtidigt som förvaltnings (IFPM)-marginalen förbättras successivt under kommande år.

*Förväntas stärka förvaltningsresultatet successivt under kommande år*

### Prognoser

(Mkr)	2025	2026P	2027P	2028P
Hysesintäkter	787	842	879	916
Tillväxt (%)	1,9%	7,0%	4,3%	4,3%
NOI	530	580	610	642
NOI-marginal (%)	67,3%	68,9%	69,5%	70,1%
IFPM	217	266	295	326
IFPM-marginal	27,6%	31,6%	33,6%	35,6%

Källa: Mangold Insight

# Trianon – Prognoser

## Finansiering

Mangold räknar med att Trianons räntebärande nettoskuld kommer öka till 7,1 (6,8) miljarder kronor under 2026 jämfört med 2025. Belåningsgraden (LTV) väntas samtidigt öka till 54,5 (53,9) procent. Detta eftersom förvärv av fastigheter finansieras genom en kombination av lån och kassa. Genomsnittsräntan under kvartalet uppgick till 3,4 (4,0) procent under det fjärde kvartalet 2025, jämfört med ifjol. Eftersom Trianon förväntas ha en lägre belåningsgrad än målet ser vi utrymme för fler förvärv under 2026.

Genomsnittsräntan har minskat till 3,4 (4,0) procent

### Kapitalstruktur

(Mkr)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Banklån	6 899	6 945	6 406	6 801	6 855	6 910
Obligation	223	398	498	499	499	499
Räntebärande skulder	7 122	7 343	6 905	7 300	7 354	7 409
Nettoskuld	7 012	7 219	6 766	6 972	6 919	6 855
Förvaltningsfastigheter	12 289	13 190	12 558	13 186	13 660	14 152
Belåningsgrad (LTV)	57,1%	54,7%	53,9%	52,9%	50,6%	48,4%

Källa: Mangold Insight

## Substansvärdet väntas öka

Mangold räknar med att EPRA NAV (långsiktigt substansvärde) per aktie kommer öka till 35,50 (33,59) kronor under 2026 jämfört med ifjol. Det beror på att Mangold ser en fortsatt stark resultatutvecklingen under 2026, drivet av ett förväntat kraftigt ökat förvaltningsresultat.

Substansvärdet per aktie väntas öka betydligt under 2025

### EPRA NAV

(Mkr)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Eget kapital	5 020	5 415	5 312	5 635	5 944	6 254
Återläggning uppskjuten skatt & skattefordran	731	789	791	810	810	810
Återläggning derivatskuld & derivatfordran	157	102	90	44	90	90
EPRA NAV	5 908	6 307	6 194	6 488	6 844	7 154
EPRA NAV per aktie (kr)	32,09	31,47	33,59	35,19	37,12	38,80
Avdrag för hybridobligationer	127	51	-	-	-	-
EPRA NAV adj.	5 781	6 256	6 194	6 488	6 844	7 154
EPRA NAV per aktie adj. (kr)	31,40	31,22	33,59	35,19	37,12	38,80

Källa: Mangold Insight

# Trianon – Värdering

## Jämförelse med peers

Trianon handlas till en lägre rabatt sett till P/EPRA NAV 25 (substansvärde), jämfört med peers. Substansrabatten har ökat från föregående analys och uppgår till 45,8 (41,8) procent. Mangold bedömer fortsatt att den höga rabatten i sektorn som helhet är omotiverad men speciellt för Trianon som konsekvent genomför transaktioner till värdering eller högre. Det visar på det underliggande värdet i Trianons bestånd och vi anser att den höga rabatten är omotiverad. Enligt de estimerade lönsamhetsmåten P/IFPM (förvaltningsresultat), P/CEPS (Cash earnings per share) och EBITDA/EV handlas Trianon till rabatt vilket visar på en bättre intjäningsförmåga jämfört med peers. Trianon har en högre belåningsgrad (LTV) vilket speglar en något högre risk i Trianon. Mangold menar dock att Trianon kompenserar detta genom att handlas till lägre multiplar gällande lönsamhetsmått, men även till ett bättre driftnetto (NOI) i förhållande till nettoskuld. Den höga uthyrningsgraden, renoveringspotentialen och efterfrågan i Malmöregionen stärker vår tro på att Trianon kan leverera ökade värden framöver. Sammantaget bedömer Mangold att Trianon bör handlas till en lägre rabatt jämfört med peers givet styrkan i bolagets värderingar och deras intjäningsförmåga.

*Höga substansrabatter i fastighetssektorn*

*Transaktioner till eller över värdering*

Peers	Börsvärde (Mkr)	P/EPRA NAV	P/IFPM 26P	P/CEPS 26P	EBITDA/EV 26P	LTV 26P	NOI/Net Debt 26P
John Mattson	4 623	0,59	21,0	22,7	4,2%	45%	6,9%
Heba	4 236	0,51	18,5	19,5	4,2%	47%	6,8%
K-Fast	2 622	0,44	11,8	12,4	4,2%	58%	5,4%
KlaraBO	2 371	0,43	14,3	16,1	5,4%	49%	7,7%
Fortinova Fastigheter	1 268	0,48	11,3	21,3	6,3%	55%	9,1%
<i>Snitt</i>	<i>3 024</i>	<i>0,49</i>	<i>15,4</i>	<i>18,4</i>	<i>4,9%</i>	<i>51,0%</i>	<i>7,2%</i>
<b>Trianon</b>	<b>3 337</b>	<b>0,54</b>	<b>12,5</b>	<b>14,8</b>	<b>5,1%</b>	<b>52,9%</b>	<b>8,3%</b>

Källa: Mangold Insight

## Fortsatt uppsida

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 22,21 och 34,90 kronor per aktie.

*Transaktioner till eller över värdering motiverar lägre substansrabatt*

### Känslighetsanalys P/EPRA NAV

(Kr)	Bear	Base	Bull
EPRA NAV 26P (Mkr)	5 850	6 500	7 150
EPRA NAV per aktie 26P	31,73	35,26	38,78
Rabatt (%)	30%	20%	10%
Motiverat värde per aktie	22,21	28,20	34,90

Källa: Mangold Insight

# Trianon – Värdering

## Värdering förvaltningsresultat

Trianons peers handlas i snitt till 15,4x, sett till P/IFPM (2026P), jämfört med 16,9x vid föregående analys vilket resulterar i ett lägre motiverat värde per aktie. 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 15,4x och får ett motiverat värde om 22,35 (24,90) kronor per aktie i Base case.

*Peers handlas till en lägre multipel jämfört med föregående analys*

### Känslighetsanalys P/IFPM

(Kr)	Bear	Base	Bull
IFPM 26P (Mkr)	241	268	295
P/IFPM Peers 26P	15,4	15,4	15,4
Motiverat värde per aktie	20,11	22,35	24,58

Källa: Mangold Insight

## Slutkommentar

Motiverat värde uppgår till mellan 20,11 till 34,90 kronor per aktie givet Bull och Bear scenario för nyckeltalen P/EPRA NAV 26P samt P/IFPM 26P. Modellen visar uppsida i alla testade fall. Motiverat värde har minskat till 25,26 (26,66) kronor per aktie, vid ett genomsnitt av båda värderingarna. Mangold sänker riktkursen till 25,50 (26,50) kronor per aktie med rekommendationen Köp på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om cirka 40 procent. Mangold bedömer att Trianon har stor möjlighet att handlas till en lägre rabatt sett till substansvärdet eftersom bolaget genomför transaktioner till eller över värdering. Det visar styrkan i Trianons värderingar och att de ligger i linje med marknadsvärderingar vilket vi menar tyder på att substansrabatten bör vara väsentligt lägre. En lägre genomsnittsränta jämfört med ifjol har även bidragit till lägre risk i Trianon.

*Värderingsspann mellan 20,11 och 34,90 kronor per aktie*

Vi räknar med att Trianon kommer leverera ett starkt 2026 med stöd av inkluderingen av nya förvärv, renoveringar, energieffektiviseringar, hyreshöjningar och vidare utveckling av beståndet. Under 2026 ser vi fortsatta marginalförbättringar med en förväntad kraftigt ökat förvaltningsresultat.

Vad som talar för en värdering enligt Bull Case är en högre värdeökning av substansvärdet och lägre räntor samt lyckade investeringar som kan överraska på uppsidan. Om inflationen skulle öka väsentligt finns det risk för räntehöjningar med en värdering enligt Bear Case, med högre finansieringskostnader och sänkta fastighetsvärden. Mangold anser att tillväxtutsikterna samt förväntad positiv marginalutveckling är positiv för Trianon och vi ser en attraktiv risk/reward i aktien.

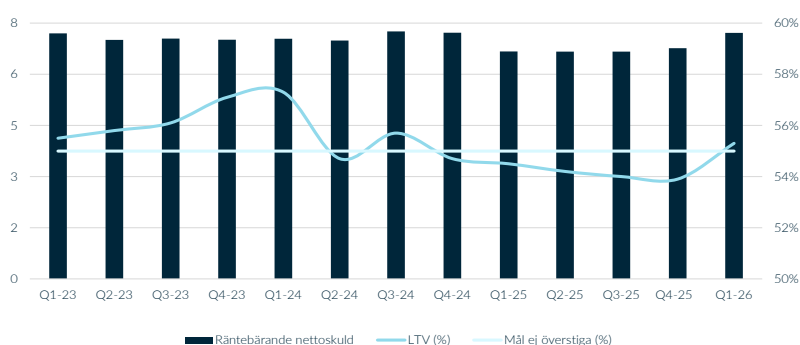
# Trianon – Appendix

## Stor andel bankfinansiering

Trianon är till störst del finansierat via banklån, med en soliditet om 37,9 (38,4) procent vid slutet på det första kvartalet 2026. Räntebärande skulder uppgick totalt till cirka 7,3 (6,8) miljarder kronor där 73 procent utgörs av hållbar finansiering. Utöver obligationer om 498,8 (496,7) miljoner kronor är resterande banklån. Belåningsgraden uppgick till 55,3 (54,5) procent. Den genomsnittliga räntan uppgick till 3,3 (3,8) procent inklusive swapräntor under kvartalet drivet av lyckad refinansiering

Räntebärande skulder 0,5 miljarder kronor högre

### Nettoskuld (Mdkr) & LTV (%)



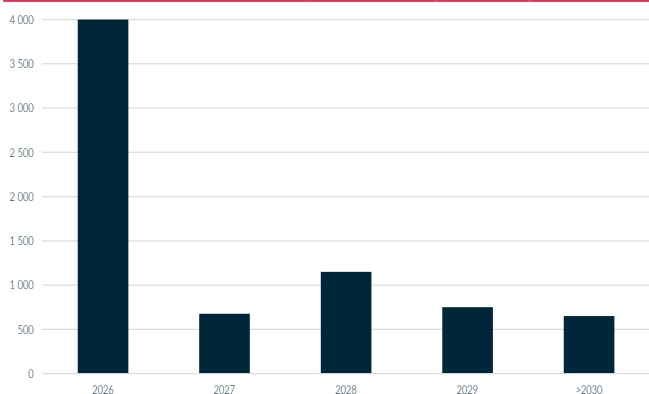
Källa: Mangold Insight

## Räntebindning och kapitalbindning

Trianon har en räntebindningstid på 1,4 (3,8) år och har efter periodens utgång ökat till 1,7 år. Säkringsgraden minskade från 79 till 37 procent jämfört med föregående kvartal. Anledningen är att räntemarknaden varit volatil och Trianon har efter kvartalets slut lyckats ingå nya räntederivat med lägre genomsnittlig ränta och avser ingå ytterligare derivat innan maj månads utgång. Total derivatportfölj uppgick till 2,05 miljarder kronor vid kvartalets utgång. Kapitalbindningen uppgick till 2,2 (2,6) år. Under 2026 ska lån om 3,0 miljarder kronor refinansieras och 4,1 miljarder omförhandlas. Mangold menar att det öppnar upp för lägre finansieringskostnader framgent givet ett fortsatt gynnsamt ränteläge.

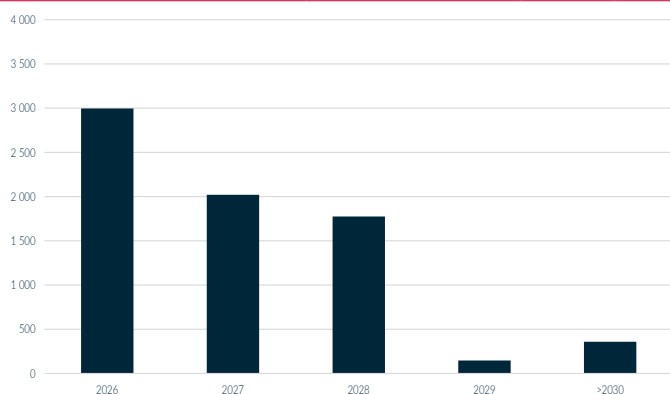
Större omförhandlingar av lån under andra halvåret 2026

### Räntebindningsstruktur (Mkr)



Källa: Mangold Insight

### Kapitalbindning (Mkr)



Källa: Mangold Insight

# Trianon - SWOT

## Styrkor

- Hög andel bankfinansiering
- Hög befolkningstillväxt i Malmö-regionen
- Genomför transaktioner till och över bokfört värde
- Hög uthyrningsgrad

## Svagheter

- Högre belåning än peers
- Känslighet för ökat avkastningskrav
- Pausade byggstarter

SWOT

## Möjligheter

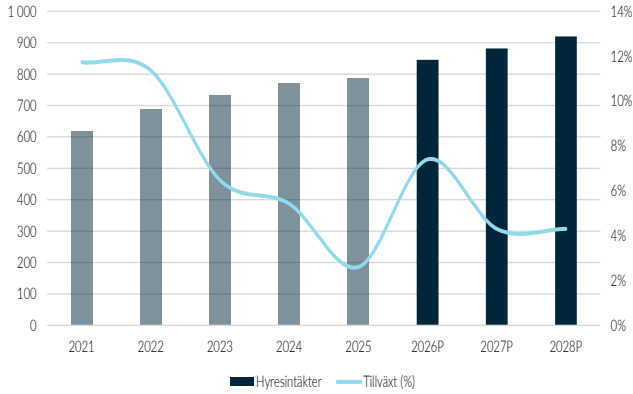
- Expansion i Öresundsområdet
- Värdeökning genom projektportfölj, renoveringar och energieffektiviseringar
- Ökad hållbar finansiering

## Hot

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

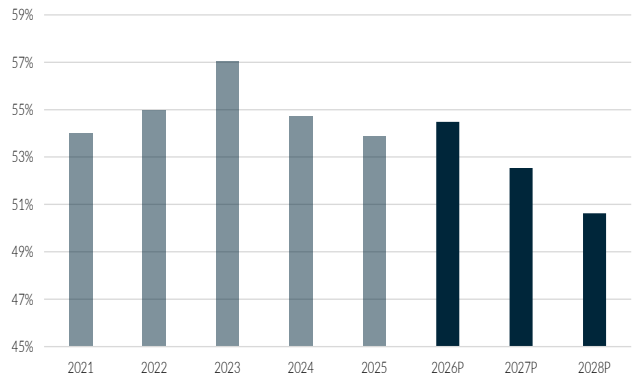
# Trianon – Appendix

## Hyresintäkter (Mkr) & tillväxt (%)



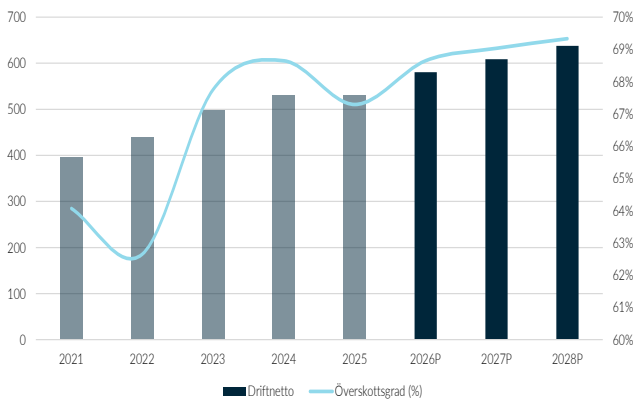
Källa: Mangold Insight

## LTV (%)



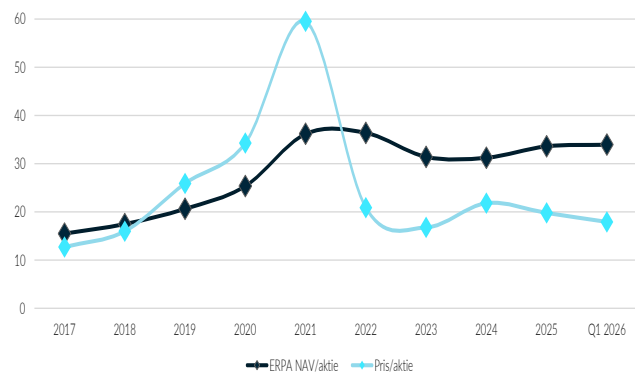
Källa: Mangold Insight

## Driftnetto (Mkr) & överskottsgrad (%)



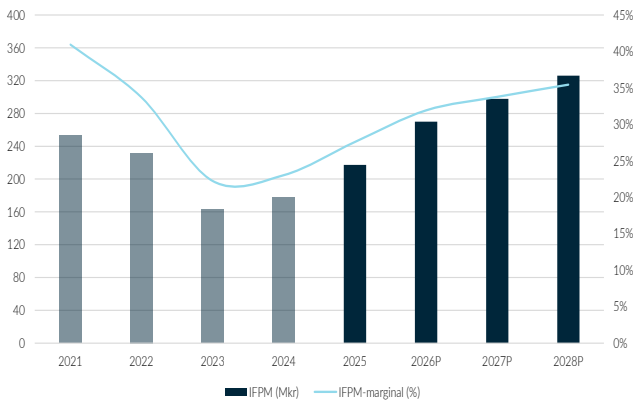
Källa: Mangold Insight

## EPRA NAV (kr) & aktiepris (kr)



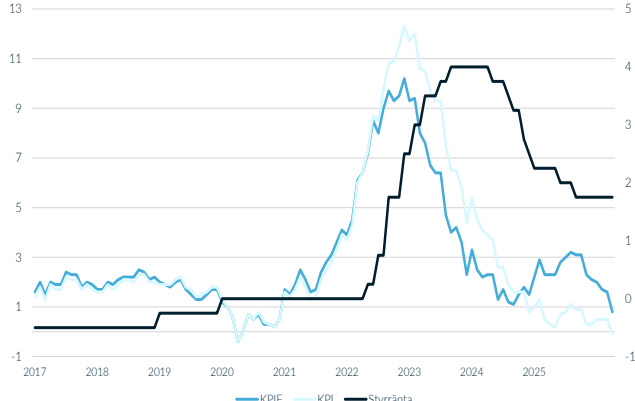
Källa: Mangold Insight

## Förvaltningsresultat (Mkr) & marginal (%)



Källa: Mangold Insight

## KPI, KPIF & Styrränta (%)



Källa: Mangold Insight

# Trianon – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Mkr)	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Hysesintäkter	688	733	773	787	842	879	916
Övriga intäkter & kostnader	-249	-235	-242	-258	-262	-268	-274
<b>Driftnetto</b>	<b>440</b>	<b>498</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	<b>580</b>	<b>610</b>	<b>642</b>
Överskottsgrad	63,9%	68,0%	68,6%	67,3%	68,9%	69,5%	70,1%
Central administration	-73	-67	-69	-75	-71	-72	-73
Res. från andelar i JV	22	32	10	9	15	15	15
Varav förvalt. resultat JV	14	12	7	11	6	6	6
Finansiella intäkter & kostnader	-152	-307	-284	-243	-241	-241	-241
Räntekostnader nyttjanderätt	-6	-6	-6	-6	-7	-7	-7
Res. inkl värdeförändring m.m	240,1	183,1	181	215	277	306	337
<b>Förvaltningsresultat</b>	<b>232</b>	<b>163</b>	<b>178</b>	<b>217</b>	<b>268</b>	<b>297</b>	<b>328</b>
Rörelsemarginal	33,7%	22,2%	23,0%	27,6%	31,8%	33,8%	35,8%
Värdeförändring förvalt. fastigheter & derivat	-38	-424	125	171	145	110	110
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>202</b>	<b>-241</b>	<b>306</b>	<b>387</b>	<b>446</b>	<b>449</b>	<b>457</b>
Skatter	-31	35	-81	-78	-87	-92	-98
<b>Nettovinst</b>	<b>171</b>	<b>-206</b>	<b>225</b>	<b>309</b>	<b>335</b>	<b>325</b>	<b>349</b>

Källa: Mangold Insight

Balansräkning	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Tillgångar</b>							
Kassa & bank	90	110	125	138	340	478	635
Kortfristiga fordringar	102	190	153	109	92	96	100
Uppskjuten skattefordran	36	111	147	159	159	159	159
Anläggningstillgångar	13 570	13 219	13 894	13 295	<b>13 884</b>	<b>14 094</b>	<b>14 309</b>
<b>Totalt tillgångar</b>	<b>13 798</b>	<b>13 630</b>	<b>14 317</b>	<b>13 702</b>	<b>14 475</b>	<b>14 827</b>	<b>15 204</b>
<b>Skulder</b>							
Kortfristiga skulder	3 229	2 177	3 555	3 426	3 695	3 695	3 695
Långfristiga skulder	5 196	6 432	5 347	4 964	<b>5 134</b>	<b>5 161</b>	<b>5 188</b>
<b>Totala skulder</b>	<b>8 425</b>	<b>8 609</b>	<b>8 902</b>	<b>8 389</b>	<b>8 828</b>	<b>8 855</b>	<b>8 883</b>
<b>Eget kapital</b>							
Bundet eget kapital	1 882	1 909	2 086	2 086	2 086	2 086	2 086
Fritt eget kapital	3 491	3 111	3 329	3 226	3 561	3 886	4 235
<b>Totalt eget kapital</b>	<b>5 373</b>	<b>5 020</b>	<b>5 415</b>	<b>5 312</b>	<b>5 647</b>	<b>5 972</b>	<b>6 321</b>
<b>Skulder och eget kapital</b>	<b>13 798</b>	<b>13 629</b>	<b>14 317</b>	<b>13 702</b>	<b>14 475</b>	<b>14 827</b>	<b>15 204</b>

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 2026-02-09

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

