

Trianon

Mangold Insight – Uppdragsanalys – Update – 2026-07-16

Rabatterat fastighetsbestånd i Malmöregionen

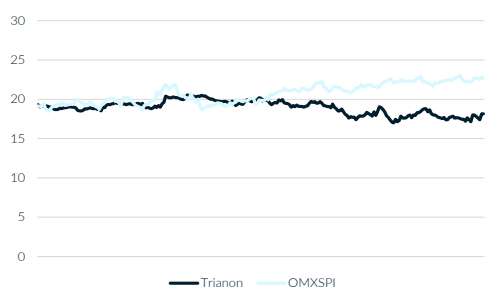
Hysesintäkter ökade till 208,4 (190,4) miljoner kronor under det andra kvartalet 2026, motsvarande en tillväxt om 9,5 procent och i linje med vår prognos. Parallellt ökade driftnettot med 11,3 procent till 145,2 (130,5) miljoner kronor. Det var 2,6 procent lägre än vi räknat med. Förvaltningsresultatet blev högre och uppgick till 67,0 (56,8) miljoner kronor, det var 5,9 procent sämre än prognos och härleds från ett lägre driftnetto. Trianon har även haft nyuthyrning om cirka 10 miljoner kronor under det första halvåret vilket vi menar visar på attraktiviteten i Trianons bestånd där nyuthyrning bidrar till fortsatt låga vakanser.

Substansvärdet fortsätter öka

Substansvärdet (EPRA NRV) har ökat till 34,12 (32,56) kronor per aktie, motsvarande en ökning om 4,8 procent. Parallellt har fastighetsvärdet ökat till 13,1 (12,3) miljarder kronor, en ökning om 6,5 procent. I ett större JV med Wallfast i Burlöv Center har även en ny detaljplan antagits vilket avser en helt ny stadsdel med 630 bostäder med en yta om 72 000 m² byggrätter vilket kommer driva tillväxt i JV-portföljen på sikt. Trianon har även genomfört ett förvärv i Malmö med ett fastighetsvärde om 94 miljoner kronor och ett hyresvärde om 8,3 miljoner kronor.

Rabatterat bestånd

Riktkursen justeras ned till 25,00 (25,50) kronor per aktie på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om cirka 40 procent. Lägre riktkurs härleds främst från lägre värderingsmultiplar hos peers. Trianon handlas till en substansrabatt på cirka 46 procent samtidigt som de försäljningar som genomförts varit till värdering, vilket Mangold menar visar på en undervärdering. En omotiverat hög substansrabatt och en 15 procent lägre värdering jämfört med peers gällande förvaltningsresultat för 2026 gör att vi sammantaget ser potential för uppvärdering.



Kursutveckling %	1m	3m	12m
TRIAN B	3,5	-2,2	-6,7
OMXSPI	0,8	0,4	13,1

Information

Rek/Riktkurs	25,00
Risk	Medel
Kurs (kr)	18,00
Börsvärde (Mkr)	3 319
Antal aktier (M)	184,4
Free float (%)	31,6
Ticker	TRIAN B
Nästa rapport	2026-11-10
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
Hysesintäkter	773	787	842	880	918
Driftnetto	530	530	572	605	637
NOI-marginal (%)	69%	67%	68%	69%	69%
Förvaltningsresultat	178	217	263	295	326
EPS (kr)	1,12	1,67	1,41	1,52	1,65
EPRA NRV per aktie (kr)	31,22	33,59	35,21	36,73	38,38
P/EPRA NRV	0,61	0,54	0,52	0,49	0,47
P/IFPM	20,3	15,4	12,7	11,4	10,3
P/E	17,2	10,8	12,8	11,9	11,0
LTV (%)	54,7%	53,9%	53,4%	50,8%	48,2%

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 justerar riktkursen till 25,00 (25,50) 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 en stark avslutning på 2026.

Riktkurs 25,00 (25,50) kronor per aktie

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

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. Burlöv Center är ett 50/50-JV med Wallfast och har utvecklats väl sedan tillträdet för 6 år sedan. Uthyrningsgraden har ökat från 40 procent 2020 till 94 procent sex år senare. Mangold menar att den kraftiga ökningen i uthyrningsgrad visar på Trianons styrka i att kunna locka hyresgäster.

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

Förväntat starkt 2026

Belåningsgraden uppgick till 55,2 (54,2) procent under det andra kvartalet 2026, vilket är marginellt 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 juli 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

Hyresintäkterna ökade till 208,4 (190,4) miljoner kronor under det andra kvartalet 2026 vilket var i linje med vår prognos. Det motsvarar en tillväxt om 9,5 procent. Samtidigt ökade driftnettot (NOI) till 145,2 (130,5) miljoner kronor, vilket var 2,6 procent lägre än vår prognos. Ökningen motsvarade 11,3 procent och NOI-marginalen förbättrades med 1,3 procentenheter till 69,7 procent. Förvaltningsresultatet (IFPM) ökade till 67,0 (56,8) motsvarande en ökning om 18,0 procent. Det var dock 5,9 procent lägre än vår prognos till vilket framför allt förklaras av ett lägre driftnetto än vi räknat med.

Marginellt svagare utveckling än väntat

Kvartalsutfall Q2-26

(Mkr)	Q2-25	Q2-26	Q2-26P	Diff (%)
Hyresintäkter	190,4	208,4	209,9	-0,7%
Driftnetto (NOI)	130,5	145,2	149	-2,6%
NOI-marginal	68,5%	69,7%	71,0%	-1,3%
Förvaltningsresultat (IFPM)	56,8	67,0	71,2	-5,9%
IFPM-marginal	29,8%	32,1%	33,9%	-1,8%

Källa: Mangold Insight

*Procentenheter

Fortsatt stark utveckling i Malmö

Finansnettot är något lägre än ifjol och uppgick till -60,9 (-58,3) miljoner kronor, vilket beror på att den räntebärande nettoskulden ökat till 7,2 (6,7) miljarder kronor. Nettouthyrningen var lägre och uppgick till 0,4 (6,5) miljoner kronor inklusive joint venture. Nyuthyrning uppgick däremot till cirka 10 miljoner kronor med flertalet nya avtal tecknade i juni. Läs mer om avtalen på sida 6. Samtidigt har den ekonomiska uthyrningsgraden ökat till 97 (96) procent och det totala hyresvärdet till 872,6 (807,7) miljoner kronor. Mangold ser fortsatt positivt på utvecklingen då Trianon fortsätter leverera en successivt starkare utveckling på de flesta punkter jämfört med ifjol. Under det första halvåret 2026 har 40 (35) lägenheter renoverats. 47 procent av Trianons bestånd har renoveringspotential vilket vi menar är en stor tillgång då renoveringar väntas generera en avkastning om 8 till 10 procent. Mangold bedömer att Trianon kommer fortsätta utvecklas i en positiv riktning under 2026 med stöd av refinansiering, nyuthyrning, värdeskapande renoveringar, energieffektiviseringar, en förväntad stark utveckling av joint ventures och inkludering av tillträdde förvärv.

Hyresvärdet har ökat med 8,0 procent jämfört med ifjol

Fortsätter renovera vilket väntas ge god avkastning

Trianon – Update

Nyckeltal fortsätter förbättras

Trianon har över lag förbättrat sina nyckeltal jämfört med ifjol. Fastighetsvärdet har ökat till 13 103 (12 299) miljoner kronor, motsvarande en ökning om 6,5 procent. Direktavkastningen uppgick till 4,8 procent vilket är i linje med ifjol och 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 renoveringar, men även genom förvärv. Substansvärdet (EPRA NRV) har ökat till 34,12 (32,56) kronor per aktie, motsvarande en förbättring om 4,8 procent. Räntetäckningsgraden ökade till 1,99 (1,97) parallellt med att belåningsgraden (LTV) ökat till 55,2 (54,0) 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.

Nyckeltalen rör sig åt rätt håll

Utveckling nyckeltal (Mkr)

	Q2-25	Q2-26	Diff (%)
Fastighetsvärde	12 299	13 103	6,5%
Yield	4,8%	4,8%	0,0%
EPRA NRV per aktie (kr)	32,56	34,12	4,8%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,97	1,99	0,02
LTV (%)	54,0%	55,2%	1,2%

Källa: Mangold Insight *Procentenheter

Måluppfyllnad Q2 2026

Under det andra kvartalet 2026 har Trianon uppfyllt två av fyra mål som gäller fram till 2030. Tillväxten i förvaltningsresultatet per aktie är fortsatt stark och över den långsiktiga målsättningen om minst 12 procent. Avkastning på eget kapital uppgick till under 4,0 procent under det första halvåret vi bedömer att det kommer förbättras på sikt. Belåningsgraden befinner sig tillfälligt över målet och vi räknar med att det kommer förbättras under kommande kvartal. Räntetäckningsgraden har ökat trots större skulder och är över målsättningen om 1,75 gånger. Lyckad refinansiering och lägre marknadsräntor har bidragit till måluppfyllnaden. Givet den gynnsamma utvecklingen vi ser i Trianon räknar vi med att Trianon kommer uppnå alla sina mål på sikt.

Förväntas nå alla långsiktiga mål på sikt

Affärsplan och mål

	2023	2024	2025	Q2 2026	Mål	Uppfyllnad
Förvaltningsresultat per aktie tillväxt y-y (%)*			27	20	≥12*	Ja
Avkastning på eget kapital (%)*	-3,9	4,3	6,0	4,0	CAGR >10*	Nej
Belåningsgrad (%)	57,1	54,7	54,0	55,2	≤55	Nej
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,6	1,6	1,9	2,0	>1,75	Ja

Källa: Mangold Insight

*Över en konjunkturcykel

Trianon – Update

Trianons intjäningsförmåga

Trianons intjäningsförmåga i det andra kvartalet 2026 är betydligt bättre jämfört med ifjol. Hyresintäkter och driftnetto är 8,3 respektive 6,9 procent högre jämfört med intjäningsförmågan. Finansnettot enligt intjäningsförmågan är marginellt lägre. Den aktuella intjäningsförmågan gällande förvaltningsresultat är 13,5 procent högre drivet av högre hyresintäkter och ett starkare driftnetto. Även räntetäckningsgraden enligt intjäningsförmåga är högre.

Förvaltningsresultat (IFPM) 13,5 procent högre enligt aktuell intjäningsförmåga

Aktuell intjäningsförmåga (Mkr)

	Rullande 12 månader		
	Q2-25	Q2-26	Diff (%)
Hyresintäkter	779,4	844,0	8,3%
Driftnetto (NOI)	544,2	582,0	6,9%
Överskottsgrad (%)	69,8%	69,0%	-0,9%
Finansnetto**	-236,8	-238,9	0,9%
Förvaltningsresultat (IFPM)	241,4	273,9	13,5%
IFPM-marginal (%)	29,4%	32,5%	3,1%
Räntetäckningsgrad (ggr)	2,02	2,15	0,13

Källa: Mangold Insight

*Procentenheter

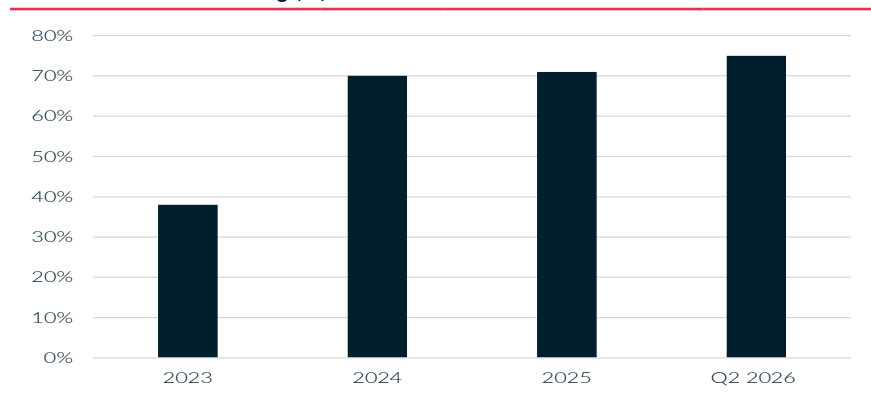
**Beräknas på en genomsnittsränta om 3,3 procent på nettoskuld vid periodens utgång

Förnybara finansieringsmål i sikte

Trianon har som mål att 100 procent av bolagets finansiering ska vara hållbar 2030. Vi bedömer att Trianon kommer uppnå målet givet en ökning från 38 procent hållbar finansiering 2023 till att den uppgår till 75 procent i slutet av det andra kvartalet 2026. Successivt ökar andelen hållbar finansiering vilket Mangold ser positivt på.

På god väg mot 100 procent hållbar finansiering

Andel hållbar finansiering (%)



Källa: Mangold Insight

Trianon – Update

Tecknar flertalet nya hyresavtal

I början av juni tecknade Trianon ett tioårigt hyresavtal med Fitness24Seven i Limhamn, Malmö. Ytan är på 604 m² och tillträde är planerat till öppningen i mars 2027. Fitness24Seven utökar från tidigare mindre lokaler i Limhamn uthyrda av Trianon och de hyr sedan tidigare lokaler av Trianon i Lindängen.

Nytt avtal om större lokal med Fitness24Seven

Avtal med vårdcentral

Trianon tecknade hyresavtal med Svedala vårdcentral gällande en yta i slutet av juni med ett hyresvärde om cirka 5,5 miljoner kronor årligen. Avtalet löper över 10 år och avser 1 630 m² i Kv Melassen i Svedala. Verksamheten som avser primärvård förväntas öppna den 1 juni 2028. I Trianons nyproduktion-projekt Kv Melassen omfattas både vårdcentral och familjecentral om 1 629 m² LOA (lokalarea) samt cirka 8 250 m² bostäder. Bostäderna utvecklas dels ovanpå verksamhetslokalerna, dels i tre intilliggande bostadshus.

Hyresvärde om 5,5 miljoner kronor

Högre beläggning i Burlöv Center

Trianon tecknade ett femårigt hyresavtal med Cervera i Burlöv Center, norr om Malmö i slutet av juni. Lokalen omfattar 400 m². Tillträde sker i september. Burlöv Center är ett 50/50-JV med Wallfast och har utvecklats väl sedan tillträdet för 6 år sedan. Uthyrningsgraden har ökat från 40 procent 2020 till 94 procent sex år senare. Mangold menar att den kraftiga ökningen i uthyrningsgrad visar på Trianons styrka i att kunna locka hyresgäster. Genom Trianons goda marknadskännedom kan Trianon utöka värdet betydligt i de fastigheter de förvaltar. En liknande markant förbättring gjordes mellan 2017 och 2023 med Entréfastigheten, där uthyrd yta ökade från 48 procent till nästan fullt uthyrt. JV:et utgör en del av ett större stadsutvecklingsprojekt med potential att utveckla mellan 1 200 och 1 300 bostäder i området. I början av 2025 färdigställdes 11 lägenheter och detaljplan 2 för Burlöv Center avser en helt ny stadsdel med 630 bostäder. Detaljplanen omfattar cirka 72 000 m² byggrätter vilket möjliggör en etappvis utbyggnad i takt med marknadens efterfrågan. En del av byggrätterna som Trianon innehar inom projektet avses avyttras och Mangold menar att den resterande del över tid förväntas bidra positivt till bolagets JV-portfölj.

JV med Wallfast har ökat uthyrningsgraden från 40 till 94 procent på 6 år

Ytterligare tecknat avtal i Malmö-regionen

Ytterligare ett femårigt hyresavtal tecknades i slutet av juni med Polhus, avseende en yta om 385 m² i Centrala Malmö. Hyresvärdet uppgår till 1 miljon kronor vilket innebär att toatal volym av nya kommersiella avtal uppgår till 10 miljoner kronor.

Nytt avtal med Polhus med hyresvärde om 1 miljoner kronor

Förvärv av fastigheter i Malmö och Staffanstorps

Trianon tecknade avtal i början av juli om förvärv av två fastigheter om totalt 4 150 m². De två fastigheterna är dels Malmö Galeasen 3 vilket är en fastighet för närhandel med Coop Västra Hamnen som hyresgäst. Hyresgästen Staffanstorps Stanstorp 1:708 har ICA, Systembolaget Fitness24Seven och Region Skåne samt Staffanstorps kommun som hyresgäster. Det överenskomna fastighetsvärdet efter avdrag för latent skatt uppgår till 94 miljoner konor. Hyresvärdet uppgår till 8,3 miljoner kronor. Tillträdet sker 1 oktober 2026. Säljaren är en privat fastighetsägare.

Förvärv i Malmö med 8,3 miljoner kronor i hyresvärde

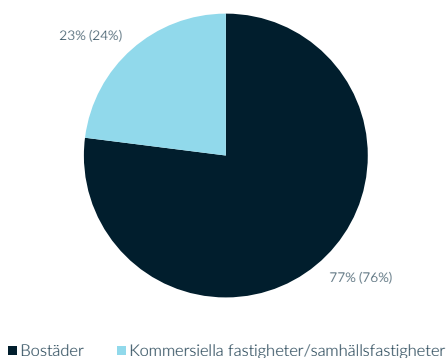
Trianon – Update

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 halvåret 2026 har Trianon investerat 105,1 (83,2) miljoner kronor i befintliga fastigheter och vi bedömer att värdehöjande investeringar kommer fortlöpa under kommande år. Handlingsutrymme för investeringar och förvärv är stort givet Trianons starka och förbättrade kassaflöden.

Investeringar om 105,1 (83,2) miljoner kronor

Fastighetsvärde per segment



Källa: Mangold Insight

Intjäningsförmåga per segment

(Mdkr)	Uthyrningsgrad (%)	Fastighetsvärde	Yield (%)
Bostäder	98%	9,6	4,5
Samhälls-/Kommersiella fastigheter	94%	2,9	5,6
Totalt*	97%	12,5	4,8

Källa: Mangold Insight

* Exklusive projektfastigheter

Trianon – Prognoser

Kvartalsprognoser 2026

Mangold har justerat prognosen marginellt för 2026 efter det andra kvartalet 2026. Vi har sänkt prognosen för hyresintäkter, driftnetto (NOI) samt förvaltningsresultatet för 2026. Detta givet att det andra 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 att resterande del av året kommer vara starkt där vi räknar med 6,9 procent högre hyresintäkter, 8,0 procent starkare driftnetto och att förvaltningsresultatet ökar med 20,9 procent. En kombination av genomförda förvärv, hyreshöjningar, renoveringar, energieffektiviseringar, kostnadskontroll och nya kommersiella kontrakt väntas bidra till ett starkt andra halvår 2026. En stor andel av beståndet har potential för renovering (47 procent). Mangold menar att det väntas generera en långsiktig strukturell tillväxt, allt eftersom beståndet renoveras i kombination med förvärv.

Något lägre prognos för resterande 2026

Kvartalsprognos 2026 (Mkr)

	Q1 26	Q2 26	Q3 26P	Q4 26P	2026P
Hyresintäkter	205,0	208,4	212,7	215,5	841,6
NOI	128,2	145,2	152,0	146,9	572,3
NOI-marginal (%)	63,2%	69,7%	71,5%	68,2%	68,0%
IFPM	50,1	67,0	75,3	70,2	262,6
IFPM-marginal (%)	24,4%	32,1%	35,4%	32,6%	31,2%

Källa: Mangold Insight

Förväntas stärka marginalerna

Mangold räknar med att Trianons hyresintäkter kommer att växa med 4,6 procent under 2027 och 4,3 procent under 2028 med stöd av hyreshöjningar, nyuthyrning 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 bidra till ytterligare tillväxt. Mangold bedömer att Trianon kan förbättra hyresintäkterna, driftnetto (NOI)-marginalen samtidigt som förvaltnings (IFPM)-marginalen förbättras successivt under kommande år.

Förväntas förbättra förvaltningsresultatet med minst 2 procentenheter årligen

Prognoser

(Mkr)	2025	2026P	2027P	2028P
Hyresintäkter	787	842	880	918
Tillväxt (%)	1,9%	6,9%	4,6%	4,3%
NOI	530	572	605	637
NOI-marginal (%)	67,3%	68,0%	68,7%	69,4%
IFPM	217	263	295	326
IFPM-marginal	27,6%	31,2%	33,5%	35,5%

Källa: Mangold Insight

Trianon – Prognoser

Finansiering

Mangold räknar med att Trianons räntebärande nettoskuld kommer öka till 7,2 (6,8) miljarder kronor under 2026 jämfört med 2025. Belåningsgraden (LTV) väntas samtidigt minska till 53,4 (53,9) procent. Detta eftersom förvärv av fastigheter finansieras genom en kombination av lån och kassa. Genomsnittsräntan under kvartalet uppgick till 3,31 (3,42) procent jämfört med ifjol. Eftersom Trianon förväntas ha en lägre belåningsgrad än målet och kassaflödet är starkt ser vi utrymme för fler förvärv under 2026.

Genomsnittsräntan har minskat till 3,31 (3,42) procent

Kapitalstruktur

(Mkr)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Banklån	6 899	6 945	6 406	6 803	6 858	6 912
Obligation	223	398	498	595	595	595
Räntebärande skulder	7 122	7 343	6 905	7 398	7 453	7 507
Nettoskuld	7 012	7 219	6 766	7 178	7 075	6 948
Förvaltningsfastigheter	12 289	13 190	12 558	13 437	13 921	14 422
Belåningsgrad (LTV)	57,1%	54,7%	53,9%	53,4%	50,8%	48,2%

Källa: Mangold Insight

Substansvärdet väntas öka

Mangold räknar med att EPRA NRV (långsiktigt substansvärde) per aktie kommer öka till 35,21 (33,59) kronor under 2026 jämfört med ifjol. Det beror på att Mangold ser en fortsatt stark utveckling under 2026, drivet av ett förväntat kraftigt ökat förvaltningsresultat.

EPRA NRV

(Mkr)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Eget kapital	5 020	5 415	5 312	5 573	5 853	6 158
Återläggning uppskjuten skatt & skattefordran	731	789	791	809	809	809
Återläggning derivatskuld & derivatfordran	157	102	90	110	110	110
EPRA NRV	5 908	6 307	6 194	6 491	6 772	7 077
EPRA NRV per aktie (kr)	32,09	31,47	33,59	35,21	36,73	38,38
Avdrag för hybridobligationer	127	51	-	-	-	-
EPRA NRV adj.	5 781	6 256	6 194	6 491	6 772	7 077
EPRA NRV per aktie adj. (kr)	31,40	31,22	33,59	35,21	36,73	38,38

Källa: Mangold Insight

Trianon – Värdering

Jämförelse med peers

Trianon handlas till en lägre rabatt sett till P/EPRA NRV (substansvärde), jämfört med peers. Substansrabatten har ökat marginellt från föregående analys och uppgår till 46,4 (45,8) procent. Mangold bedömer fortsatt att den höga rabatten i fastighetssektorn som helhet är omotiverad givet en god utveckling för bolagen. Det gäller särskilt Trianon som konsekvent genomför transaktioner till värdering (bokfört värde) eller högre och fortsätter stärka sitt förvaltningsresultat. Det visar på det underliggande värdet i Trianons bestånd och vi anser att den höga rabatten är svärdmotiverad. Enligt de estimerade lönsamhetsmått 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) än peers 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 då bolaget har ett bättre driftnetto (NOI) i förhållande till nettoskuld, vilket visar på effektiviteten i beståndet i förhållande till nettoskulden. Hög uthyrningsgrad, renoveringspotential och den underliggande efterfrågan i Malmöregionen gör oss trygga i att Trianon kan leverera ökade fastighetsvärden och starka kassaflöden framöver. Sammantaget bedömer Mangold att Trianon bör handlas till en lägre rabatt jämfört med peers.

Höga substansrabatter i fastighetssektorn

Transaktioner till eller över värdering

Peers

	Börsvärde (Mkr)	P/EPRA NRV	P/IFPM 26P	P/CEPS 26P	EBITDA/EV 26P	LTV 26P	NOI/Net Debt 26P
John Mattson	4 517	0,56	20,4	16,9	4,0%	45%	6,8%
Heba	4 037	0,48	17,3	19,0	3,6%	47%	6,7%
K-Fast	2 947	0,50	13,3	13,9	4,2%	58%	5,4%
KlaraBO	2 233	0,40	13,9	15,2	5,7%	49%	7,9%
Fortinova Fastigheter	1 253	0,47	11,6	21,1	6,3%	55%	9,1%
Snitt	2 997	0,48	15,3	17,2	4,8%	51,0%	7,2%
Trianon	3 319	0,54	12,6	14,6	4,9%	53,4%	8,0%

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 22,18 och 34,85 kronor per aktie.

Värderingspann gällande substansvärde mellan 22,18 och 34,85 kronor per aktie

Känslighetsanalys P/EPRA NRV

(Kkr)	Bear	Base	Bull
EPRA NRV 26P (Mkr)	5 842	6 491	7 140
EPRA NRV per aktie 26P	31,69	35,21	38,73
Rabatt (%)	30%	20%	10%
Motiverat värde per aktie	22,18	28,16	34,85

Källa: Mangold Insight

Trianon – Värdering

Värdering förvaltningsresultat

Trianons peers handlas i snitt till 15,3x, sett till P/IFPM (2026P), jämfört med 15,4x 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 utvecklingen under 2026. Givet detta antar vi i ett Base case med en multipel likt peers om 15,3x och får ett motiverat värde om 21,78 (22,35) 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)	236	263	289
P/IFPM Peers 26P	15,3	15,3	15,3
Motiverat värde per aktie	19,60	21,78	23,95

Källa: Mangold Insight

Sammanvägd värdering

Motiverat värde uppgår till mellan 19,60 och 34,85 kronor per aktie givet Bull och Bear scenario för nyckeltalen P/EPRA NRV 26P samt P/IFPM 26P. Modellen visar uppsida i alla testade fall. Motiverat värde har minskat till 24,97 (25,26) kronor per aktie, vid ett genomsnitt av båda värderingarna. Mangold justerar riktkursen till 25,00 (25,50) kronor per aktie med rekommendationen Köp på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om cirka 40 procent. Sänkningen härleds främst från lägre värderingsmultiplar hos peers men även ett något lägre förväntat förvaltningsresultat för Trianon. 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. Vi menar även att den successivt lägre genomsnittsräntan för Trianon sänker risken i Trianon.

Värderingsspann mellan 19,60 och 34,85 kronor per aktie

Rikt Kurs om 25,00 (25,50) kronor per aktie

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

Förväntas avsluta 2026 med ett starkt förvaltningsresultat

Vad som talar för en värdering enligt Bull Case är lägre räntor, lyckade investeringar och förvärv 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 som följd. Mangold anser att tillväxtutsikterna samt förväntad marginalutveckling är positiv Trianon och vi ser en attraktiv risk/reward i aktien.

Attraktiv risk/reward i Trianon

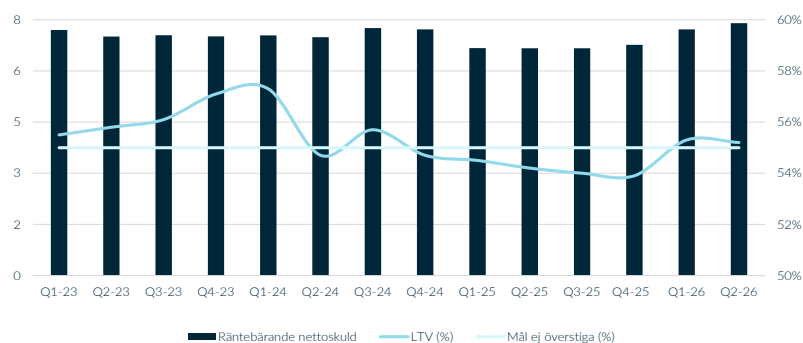
Trianon – Appendix

Stor andel bankfinansiering

Trianon är till störst del finansierat via banklån, med en soliditet om 37,5 (38,5) procent vid slutet på det andra kvartalet 2026. Räntebärande skulder uppgick totalt till cirka 7,4 (6,8) miljarder kronor där 75 procent utgörs av hållbar finansiering. Utöver obligationer om 595,1 (496,9) miljoner kronor är resterande del banklån. Belåningsgraden uppgick till 55,2 (54,2) procent. Belåningsgraden är marginellt högre än målet och Mangold räknar med att Trianon kommer uppnå målet framöver. Den genomsnittliga räntan fortsätter att minska och uppgick till 3,4 (3,6) procent, inklusive swapräntor. Gällande aktuell intjäningsförmåga är genomsnittsräntan ännu lägre och uppgår till 3,3 procent.

Genomsnittlig ränta om 3,4 (3,6) procent

Nettoskuld (Mdkr) & LTV (%)



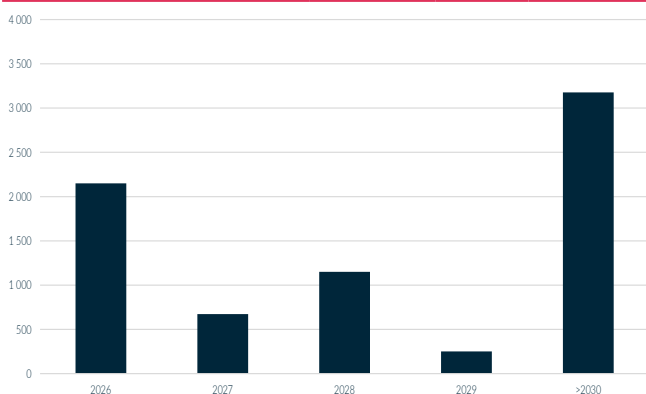
Källa: Mangold Insight

Räntebindning och kapitalbindning

Trianon har en räntebindningstid på 3,1 (3,6) år vid utgången av det andra kvartalet. Säkringsgraden ökade till 71 procent från 37 procent föregående kvartal. Kapitalbindningen minskade till 2,1 (2,5) år. Under 2026 ska lån om ytterligare 2,4 miljarder kronor refinansieras och 2,1 miljarder omförhandlas. Tidigare obligation om 500 miljoner kronor med förfall i oktober löstes in och en ny obligation om 600 miljoner kronor under en ram om 750 miljoner kronor emitterades med 3 års löptid till en marginal om 200 punkter.

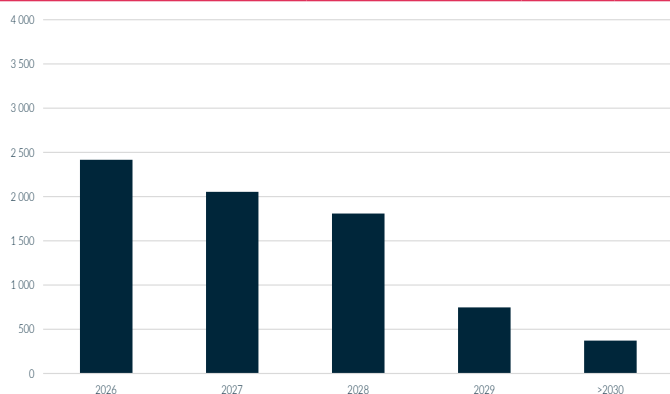
Ny obligation med lägre ränta emitterad

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

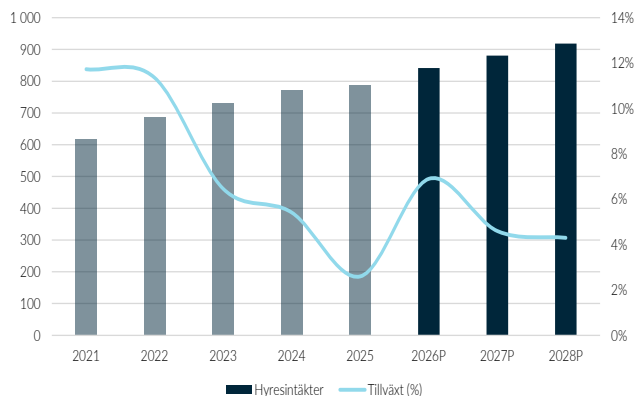
- Expansion i Öresundsområdet
- Värdeökning genom projektportfölj, renoveringar och energieffektiviseringar
- Ökad hållbar finansiering

Hot

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

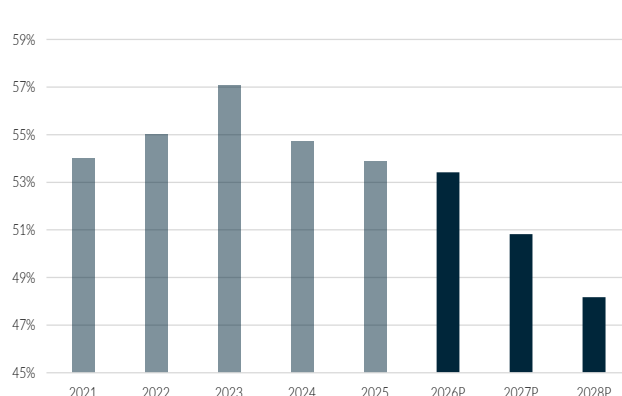
Trianon – Appendix

Hyresintäkter (Mkr) & tillväxt (%)



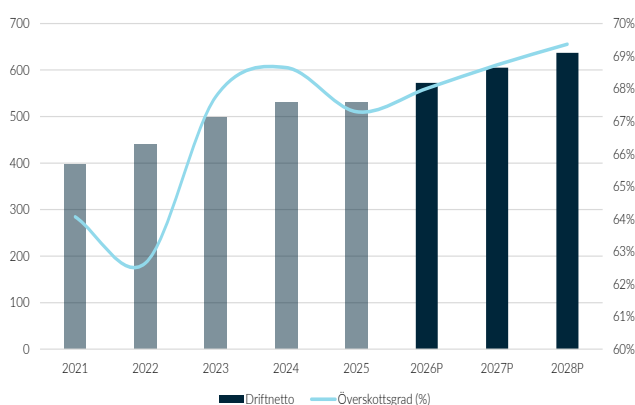
Källa: Mangold Insight

LTV (%)



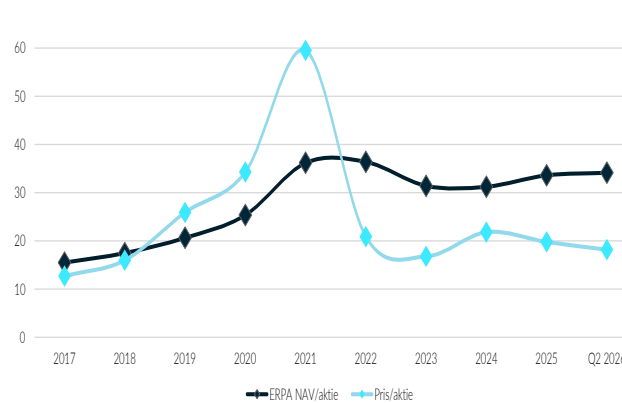
Källa: Mangold Insight

Driftnetto (Mkr) & överskottsgrad (%)



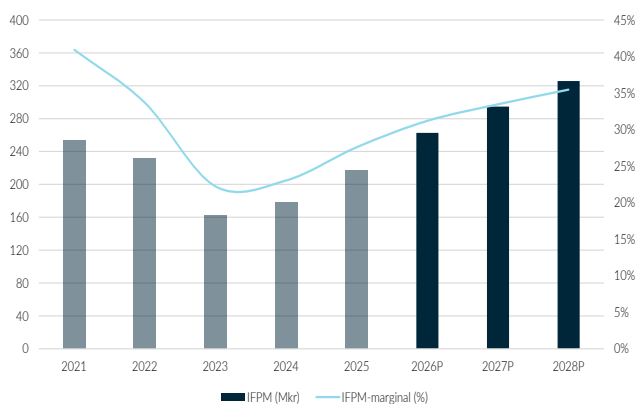
Källa: Mangold Insight

EPRA NRV (kr) & aktiepris (kr)



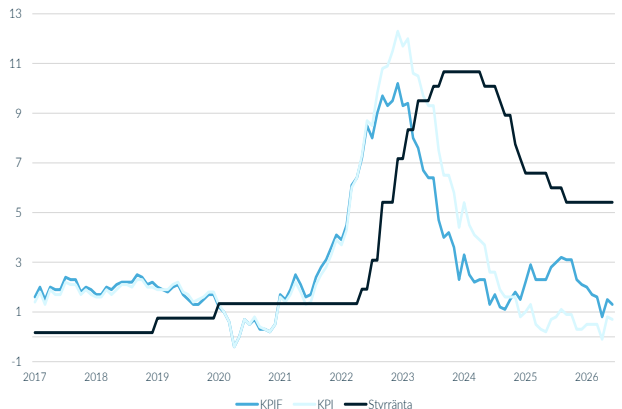
Källa: Mangold Insight

Förvaltningsresultat (Mkr) & marginal (%)



Källa: Mangold Insight

KPI, KPIF & Styrränta (%)



Källa: Mangold Insight

Trianon – Nyckeltal

Nyckeltal	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Lönsamhet (Tkr)								
EBITDA	341	367	431	461	455	501	533	564
EBIT	341	367	431	461	455	501	533	564
Nettovinst	1 311	171	-206	225	309	260	281	305
EPS (kr)	8,74	1,08	-1,26	1,12	1,67	1,41	1,52	1,65
Tillväxt								
Försäljningstillväxt	12%	11%	6%	5%	2%	7%	5%	4%
EBITDA-tillväxt	8%	8%	18%	7%	-1%	10%	6%	6%
EBIT-tillväxt just.	8%	8%	18%	7%	-1%	10%	6%	6%
EPS-tillväxt just.	144%	-87%	-220%	209%	37%	-16%	8%	9%
Marginaler								
Bruttomarginal	64%	64%	68%	69%	67%	68%	69%	69%
EBITDA-marginal just.	55%	53%	59%	60%	58%	60%	61%	61%
EBIT-marginal just.	55%	53%	59%	60%	58%	60%	61%	61%
Avkastning								
ROE	25%	3%	-4%	4%	6%	5%	5%	5%
ROCE	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
FCF yield	-20,94%	-5,24%	-6,39%	2,0%	-0,7%	-22,2%	3,8%	4,5%
Direktavkastning	1,0%	2,2%	0%	0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%
Värdering								
EV/S	13,6x	12,2x	11,5x	10,9x	10,7x	10,0x	9,5x	9,2x
EV/EBITDA	24,5x	21,9x	17,9x	18,2x	18,3x	16,7x	15,7x	14,9x
EV/EBIT	33,2x	36,2x	51,6x	47,2x	38,7x	32,0x	28,5x	25,8x
P/E	1,7x	22,4x	-15,0x	17,2x	10,8x	12,7x	11,8x	10,9x
P/B	0,6x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
Nettoskuld/EBITDA	24,23x	22,73x	19,72x	19,02x	18,13x	17,42x	16,14x	14,98x

Källa: Mangold Insight

Trianon – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Mkr)	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Hysesintäkter	688	733	773	787	842	880	918
Övriga intäkter & kostnader	-249	-235	-242	-258	-269	-275	-281
Driftnetto	440	498	530	530	572	605	637
Överskottsgrad	63,9%	68,0%	68,6%	67,3%	68,0%	68,7%	69,4%
Central administration	-73	-67	-69	-75	-71	-72	-73
Res. från andelar i JV	22	32	10	9	14	14	14
Varav förvalt. resultat JV	14	12	7	11	9	9	9
Finansiella intäkter & kostnader	-152	-307	-284	-243	-240	-240	-240
Räntekostnader nyttjanderätt	-6	-6	-6	-6	-7	-7	-7
Res. inkl värdeförändring m.m	240,1	183,1	181	215	277	306	337
Förvaltningsresultat	232	163	178	217	263	295	326
Rörelsemarginal	33,7%	22,2%	23,0%	27,6%	31,2%	33,5%	35,5%
Värdeförändring förvalt. fastigheter & derivat	-38	-424	125	171	60	60	60
Resultat efter finansnetto	202	-241	306	387	328	360	391
Skatter	-31	35	-81	-78	-68	-79	-86
Nettovinst	171	-206	225	309	260	281	305

Källa: Mangold Insight

Balansräkning	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Tillgångar							
Kassa & bank	90	110	125	138	220	378	560
Kortfristiga fordringar	102	190	153	109	92	96	101
Uppskjuten skattefordran	36	111	147	159	159	159	159
Anläggningstillgångar	13 570	13 219	13 894	13 295	14 051	14 201	14 351
Totalt tillgångar	13 798	13 630	14 317	13 702	14 522	14 834	15 170
Skulder							
Kortfristiga skulder	3 229	2 177	3 555	3 426	3 168	3 168	3 168
Långfristiga skulder	5 196	6 432	5 347	4 964	5 782	5 812	5 844
Totala skulder	8 425	8 609	8 902	8 389	8 950	8 980	9 012
Eget kapital							
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	3 487	3 767	4 072
Totalt eget kapital	5 373	5 020	5 415	5 312	5 573	5 853	6 158
Skulder och eget kapital	13 798	13 629	14 317	13 702	14 522	14 834	15 170

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 2026-05-20

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