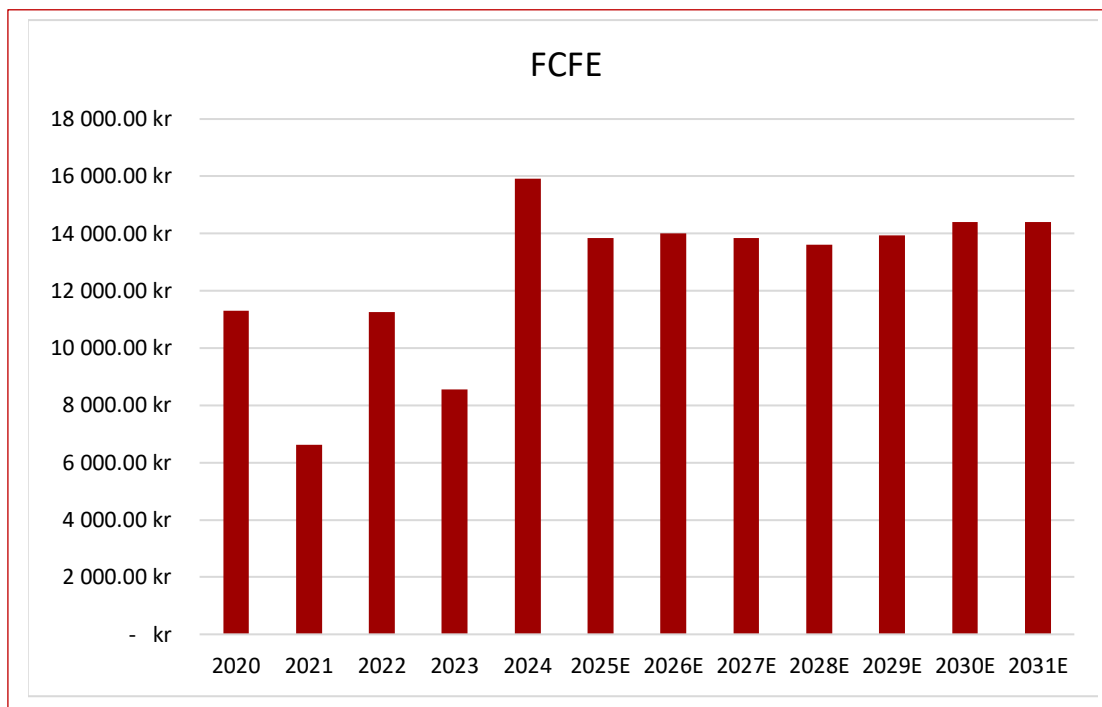


Sagax Ab

Sagax- Europas logistikjätte med global ambition

Med en strategisk position på några av Europas mest expansiva logistikmarknader har Sagax byggt upp en stark portfölj av industri- och lagerfastigheter. Bolagets internationella spridning, från Finland till Spanien, har visat sig vara en framgångsfaktor som säkrar stabila kassaflöden trots makroekonomiska utmaningar. I en tid då e-handel och just-in-case-logistik omformar marknadslandskapet, står Sagax redo att kapitalisera på den växande efterfrågan. Med en disciplinerad kapitalallokering och långsiktiga hyresavtal har Sagax positionerat sig som en defensiv tillväxtaktör inom en bransch med starka strukturella drivkrafter. Frågan är – hur långt kan de växa?



Analytiker

Agust Busch Palm
Joakim Ros

Nyckeltal

Handelsplats	Large Cap sthlm
Sektor	Fastigheter
Börsvärde (MKR)	76 769
Enterprise Value	153 315
Nettoskuld/EBITDA	7,4
Direktavkastning (%)	1,6
P/E	20,7
EV/EBIT	23,8
EPS	10,32
ROE (%)	8,3
ROIC (%)	4,6
ROA (%)	4,2

Värdering

Aktiekurs	213,2
Riktkurs FCFE	254,22
Riktkurs Peers	-71- +12%
Uppsida/nedsida	18%
Rekommendation	Avvakta



Investment Case

Sagax representerar ett attraktivt investeringscase tack vare en välbalanserad och effektiv strategi som kombinerar stabila kassaflöden med selektiv tillväxt och hög operativ effektivitet. Det primära värde drivande elementet är bolagets exponering mot logistik- och lättindustrisegmentet, som fortsatt växer strukturellt i takt med ökad e-handel, regional produktion och behov av kostnadseffektiva lagerlösningar nära städer. Detta skapar underliggande efterfrågan som gynnar bolagets uthyrningsgrad och hyresutveckling.

Under perioden 2019–2024 har hyresintäkterna vuxit med en CAGR om cirka 12,3 %, vilket är högt i relation till fastighetssektorns genomsnitt. Nettooperativt resultat (NOI) har följt liknande trend, vilket indikerar god kostnadskontroll och ett aktivt fastighetsförvaltande. Sagax har samtidigt varit återhållsamma med risk: belåningsgraden är fortsatt relativt låg (41 %), och en stor del av finansiering består av obliaktionslån (79%) där räntebindningen är lång – vilket dämpat räntekostnadsinflationen under 2023-2024.

Ett centralt argument i investmentcaset är Sagax förmåga att identifiera attraktiva förvärv med uthållig avkastning som genom aktiv förvaltning och hyresjusteringar kan lyfta avkastningen över tid. I flera fall har detta skett med begränsat kapitalbehov tack vare joint ventures eller samarbeten (t.ex. med NP3 och Hemsö). Denna kapitaldisciplin gör att bolaget kan växa med bibehållen soliditet.

Vidare har bolaget under 2023-2024 visat sin förmåga att emittera preferens- och D-aktier som finansieringsform, vilket gett tillgång till kapital utan att späda ut stamaktieägare nämnvärt. Givet rådande ränteklimat är detta ett viktigt inslag som stärker bolagets relativa förvärvskapacitet.

Marknadsmässigt är det värt att notera att Sagax har sin största exponering i Finland (ca 30 % av fastighetsvärdet), följt av Sverige (ca 25 %) och Tyskland

(ca 15 %). Den geografiska diversifieringen skapar riskspridning och viss valutasäkring. Dessutom verkar Sagax ofta i segment där konkurrensen är lägre och där etableringsbarriärer finns i form av långa detaljplaneprocesser, vilket ytterligare stärker hyresförhandlingspositionen.

Sammanfattningsvis är Sagax ett kvalitativt bolag med defensiva kassaflöden, tillväxtmöjligheter och en aktiv men konservativ kapitalallokering. För investerare med ett långsiktigt perspektiv och behov av stabil avkastning kan bolaget fungera både som kassaflödesbärare och tillväxt drivare i en fastighetsportfölj.



Affärsmodell

Sagax affärsmodell bygger på att långsiktigt äga och förvalta fastigheter för lager och lätt industri. Modellen kännetecknas av tre hörnpelare: i) stabila kassaflöden genom långa hyreskontrakt, ii) proaktiv förvaltning och värdeskapande utveckling, samt iii) selektiva och lönsamma förvärv.

Hyresintäkterna kommer främst från hyresgäster inom logistik, lätt industri och verksamhetslokaler – sektorer som kännetecknas av lågt omflyttningstryck och hög anpassningsbarhet. Cirka 99 % av bolagets kontrakt är kommersiella och nästan samtliga är indexerade mot KPI eller motsvarande, vilket ger inflationsskyddade intäkter. Den genomsnittliga kontraktslängden per 2024 uppgår till över 6 år, vilket säkerställer framtida intäkter och minskar omsättningsrisken.

Förvaltningen sker huvudsakligen internt, vilket möjliggör hög kontroll över kostnadsutvecklingen. Genom att renovera, anpassa och utveckla befintliga lokaler skapas mervärde utan större nybyggnadsrisk. Detta återspeglas i bolagets höga driftnetto (NOI) i förhållande till hyresintäkterna – en nyckelindikator på effektiv drift.

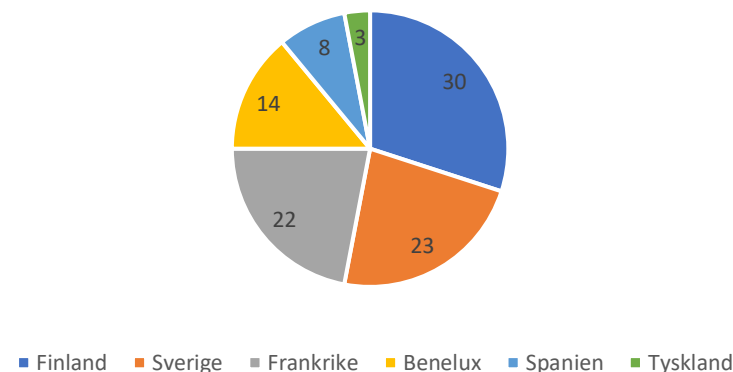
Ett ytterligare inslag i affärsmodellen är ett selektivt men opportunistiskt synsätt på förvärv. Sagax fokuserar inte primärt på troféobjekt i citylägen utan söker istället robust avkastning i sekundära lägen med uthållig efterfrågan, och en hög befolkningstillväxt. Fastigheterna förvärvas ofta till attraktiva direktavkastningar (>5 %) och har potential för avkastningshöjning genom förbättrad förvaltning. Detta kombineras med låg finansiell risk genom en strikt policy om lång ränte- och kapitalbindning, samt sällan försäljning av fastigheter som inte längre uppfyller bolagets avkastningskrav.

Sagax har också använt kapitalstrukturens flexibilitet som ett verktyg. Genom hybridinstrument och stam-/preferens-/D-aktier har bolaget skapat en bred kapitalbas med differentierade avkastningskrav. Detta möjliggör

kapitalanskaffning till lägre kostnad utan att tvingas sälja tillgångar i ogynnsamma marknadslägen.

Slutligen bidrar Sagax roll som minoritetsägare i närstående fastighetsbolag till ytterligare riskspridning och indirekt avkastning – till exempel via innehav i Hemsö och Söderport (delägt med AB Balder).

Geografisk spridning av fastigheter %
(fastighetsvärde)



Diagrammet ovan illustrerar Sagax geografiska fördelning av fastighetsportföljen per 2024. Finland utgör den största marknaden med 30 % av det totala fastighetsvärdet, följt av Sverige med 23 % och Frankrike på 22 %. Dessa tre marknader representerar tillsammans över 75 % av bolagets bestånd, vilket tydliggör Sagax fokus på starka och stabila logistikmarknader i norra och västra Europa.

Affärsmodell

Benelux står för 14 %, medan Spanien och Tyskland tillsammans utgör 11 %. Sagax strategi att sprida sina fastigheter över flera europeiska marknader bidrar till en diversifierad intäktsström och minskar exponeringen mot enskilda nationella risker. Den geografiska spridningen fungerar också som en skyddsmekanism mot regionala konjunktursvängningar, vilket stärker bolagets motståndskraft i tider av ekonomisk osäkerhet.

Internationell expansion, särskilt i Benelux och Tyskland, har också öppnat upp för nya tillväxtmöjligheter. Dessa marknader är attraktiva för logistik och industriella fastigheter, och Sagax har positionerat sig strategiskt för att dra nytta av dessa trender. I framtiden kan en ökad andel av portföljen förväntas fördelas till dessa snabbväxande regioner, vilket ytterligare diversifierar intäktsbasen.

Sammantaget är affärsmodellen robust, skalbar och anpassad för låg volatilitet med god riskjusterad avkastning, ett recept som gjort Sagax till ett av börsens mest lönsamma fastighetsbolag sett över tioårsperioden.

Marknad och Konkurrens

Logistik- och lättindustrifastigheter har de senaste åren blivit en het sektor, drivet av flera strukturella trender:

- **E-handels snabba tillväxt:** Ökad e-handel medför större behov av lager- och logistikutrymmen. E-handelslogistik kräver ungefär tre gånger mer lageryta än traditionell detaljhandelslogistik, vilket har drivit upp efterfrågan på moderna logistikanläggningar. Under 2022-2023 expanderade logistikytan kraftigt i Sverige, ca 1,3 miljoner kvm ny lageryta tillkom 2022 (jämfört med ca 600 000 kvm årligen tidigare) och minst lika mycket förväntades 2023 – för att möta e-handelsbehovet. Detta gynnar fastighetsägare som Sagax, då hyresgäster i allt högre grad söker större och fler lagerlokaler.
- **Förändrade leveranskedjor och lagerhållning:** Osäkerheter i globala leveranskedjor (bl.a. under pandemin) har lett till att företag ökar sina säkerhetslager och flyttar hem produktion (reshoring). Det innebär ett ökat behov av lager- och industrilokaler i Europa. Många branscher går från just-in-time till just-in-case, vilket ökar lagerytorna för att säkra leveranser. Dessutom bidrar omställningen till en cirkulär ekonomi till behov av nya ytor för returflöden och återvinning, liksom en generell efterfrågan på last-mile-logistik nära slutkund i takt med urbanisering.
- **Begränsat utbud av nya moderna lokaler:** Segmentet kännetecknas av relativt låg nyproduktionstakt och hög uthyrningsgrad. Marknadsledande aktörer som Sagax framhåller att lager/industrisegmentet kombinerar låg nyproduktion med stabil efterfrågan, vilket bidrar till hög direktavkastning. Brist på byggklar mark nära storstäder och långa planprocesser begränsar utbudet av nya logistikanläggningar. Det innebär att moderna, energieffektiva fastigheter är eftertraktade och kan uppnå högre hyror. I Sverige

ligger vakansgraderna för logistik oftast lågt (kring 2–5 % i prime-lägen).

- **Teknologi och hållbarhet:** Teknisk innovation (t.ex. automatisering, IoT) kräver anpassningsbara och moderna industrilokaler. Hyresgäster ställer högre krav på takhöjd, golvbärighet och digital infrastruktur i lagren för att hantera automation och dataspårning. Samtidigt ökar fokus på hållbarhet – energieffektiva och miljöcertifierade lagerbyggnader är mer attraktiva för hyresgäster och investerare. Fastighetsbolag investerar i solceller, LED-belysning och gröna certifieringar för att möta dessa krav, något som kan ge långsiktig konkurrensfördel.

Sammantaget befinner sig branschen i en strukturell medvind. *”Samhället befinner sig i en omställningsfas där teknisk innovation, klimatförändringar och nya leveranssätt ökar behovet av fler och större logistikytor”* enligt Catenas marknadsöversikt. Dessa trender väntas ge fortsatt stark efterfrågan på Sagax kärnsegment långsiktigt, även om konjunkturvariationer kan påverka takten kortsiktigt.



Marknad och Konkurrens

Makroläget: räntor, inflation och kapitalmarknad

Den globala ekonomiska utvecklingen mellan 2022 och 2024 präglades av kraftiga räntehöjningar och stigande inflation, vilket påverkade fastighetssektorn på flera fronter. Efter många år med låga räntor skiftade Riksbanken snabbt från 0 % till 2,5 % under 2022, med fortsatta höjningar under 2023. Detta ökade kostnaderna för kapital, vilket i sin tur påverkade fastighetsvärderingar och direktavkastningskrav. För logistikfastigheter, som tidigare haft rekordlåga yield-nivåer kring 4–5 %, skapade det stigande ränteläget en tydlig värdenedgång. Transaktionsvolymerna på marknaden minskade drastiskt när finansieringen blev dyrare och osäkerheten ökade.

Trots detta har logistikfastigheter, och särskilt bolag som Sagax, visat motståndskraft. Hyresavtal som är indexerade mot KPI har genererat stabila intäkter även under inflationsperioden. Exempelvis ökade Sagax hyresintäkter med 16 % under 2024, delvis drivet av indexuppräknningar. Kapitalmarknaden har också visat fortsatt förtroende för sektorn – Catena genomförde nyemissioner för totalt 10 miljarder kronor mellan 2020 och 2024 för att finansiera sin expansion, och SLP tog in 1,1 miljarder så sent som hösten 2024. Sagax har i sin tur upprätthållit en sund finansiell position med en belåningsgrad på 41 % och en räntetäckningsgrad på 5,0x, vilket skapar motståndskraft i ett högre ränteläge.

Konkurrenslandskap och jämförbara bolag

Logistiksegmentet har utvecklats från att vara en nisch till en central del av fastighetsmarknaden. I Sverige återfinns flera specialiserade börsbolag som Catena och NP3 Fastigheter, utöver Sagax. Catena är marknadsledande inom logistikfastigheter med fokus på svenska storstadsregioner, medan NP3 riktar sig mot högavkastande lager och lätt industri i norra och mellersta Sverige. En ny utmanare är Swedish Logistic Property (SLP), som sedan grundandet 2018 byggt upp en stark portfölj genom aggressiva förvärv. SLP har en något lägre belåningsgrad än sina konkurrenter och har attraherat kapital även under mer osäkra marknadsförhållanden.

Sagax särskiljer sig genom sin internationella diversifiering med fastigheter i Finland, Nederländerna, Frankrike, Spanien och Tyskland, vilket ger en bredare exponering och minskar risken för enskilda marknadsnedgångar. Denna strategi innebär dock även att bolaget möter konkurrens från internationella aktörer som Warehouses De Pauw (WDP) och SEGRO. Dessa bolag är två av Europas största inom logistikfastigheter med hög uthyrningsgrad och stark närvaro på flera marknader. Till skillnad från Sagax är dock deras bestånd koncentrerat till specifika regioner snarare än spritt över många marknader.

Sammanfattningsvis befinner sig Sagax i en stark position på den internationella logistikmarknaden. Med en spridning över flera länder minskar exponeringen mot enskilda marknadsrisker, samtidigt som hyresindexering och långsiktiga hyresavtal ger stabila kassaflöden även i utmanande makroklimat. Trots ökad konkurrens från både svenska och internationella aktörer fortsätter Sagax att växa och stärka sin marknadsposition.



Marknad och Konkurrens

Jämförbara Bolag:

- **Catena AB:** Sveriges ledande logistikfastighetsbolag med fokus på lager och terminaler nära storstadsregioner. Bolaget växer genom förvärv och nyutveckling och har en stark hyresgästbas som inkluderar DHL och PostNord. Catena har en solid finansiell struktur med låg belåning (ca 38%) och handlas nära sitt substansvärde (P/NAV 1,03).
- **NP3 Fastigheter:** Nischat mot lager och lätt industri i norra Sverige. Bolaget arbetar med sale-leaseback-affärer och har hög direktavkastning (6-8 %). NP3:s tillväxt har varit stark, men bolaget har också högre belåning (ca 52 % LTV) och känslighet för ränteläge, vilket avspeglas i en värdering över NAV (2,41x).
- **Swedish Logistic Property (SLP):** Grundades 2018 och har snabbt byggt upp en portfölj i södra Sverige. Bolaget fokuserar på hållbara logistikfastigheter och finansierar sin snabba tillväxt genom både lån och nyemissioner. SLP:s belåningsgrad ligger på cirka 48% och aktien handlas till en premium mot NAV (1,28x).

Internationella Konkurrenter:

- **Warehouses De Pauw (WDP)** och **SEGRO** är två av Europas största logistikfastighetsbolag med hög uthyrningsgrad (ca 98 % för WDP). Dessa aktörer har dragit nytta av e-handels tillväxt och är etablerade på flera europeiska marknader där även Sagax är verksamt.
- Internationella fonder som **Blackstones Mileway** och **Logicor** har också ökat sin närvaro i Norden, men är än så länge mer koncentrerade till specifika logistiknav.

Sammanfattningsvis har Sagax en konkurrensfördel genom sin geografiska spridning, men möter också ökad konkurrens från både lokala och internationella aktörer på sina marknader.

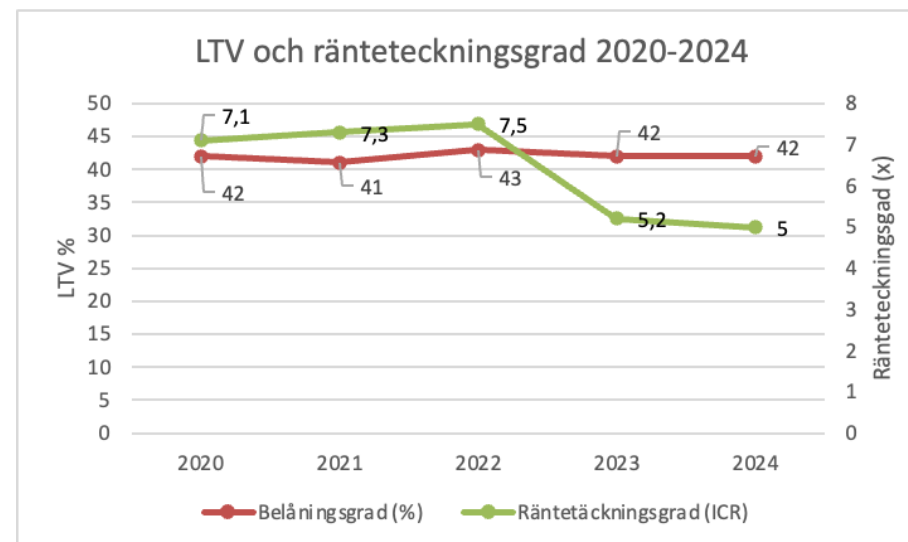
Överlag präglas konkurrenssituationen av att kapital söker sig till logistiksegmentet. Institutionella investerare ökar sin exponering; många industrifastigheter som tidigare ägdes av brukarna själva har sålts ut till långsiktiga fastighetsägare. Detta gynnar bolag med expertis i segmentet – Sagax framhäver sin nischkunskap som en konkurrensfördel vid förvärv och uthyrning. Bolaget kan via sin erfarenhet identifiera attraktiva objekt off-market och erbjuda flexibla lösningar till hyresgäster, vilket stärker marknadspositionen.

	Market Cap	Substansrabatt	NAV	P/NAV	NOI	Soliditet	Belåningsgrad (fastighetsbestånd)
Catena	27476	-3%	26704	1,03	1789	52,6%	37,8%
NP3	27316	-141%	11341	2,41	1626	39%	51,7%
SLP	10148	-28%	7914	1,28	610	45%	48,2%
Average	21647	-57%	15320	1,57	1342	46%	46%
Sagax	74426	-61%	46093	1,61	3619	51%	41%
Upside/downside	-71%	-7%	-67%	-3%	-63%	-11%	12%

Värdering

Sagax har etablerat sig som en ledande aktör inom logistik- och lagerfastigheter med en imponerande tillväxt de senaste åren. Bolagets strategi har präglats av konsekventa förvärv, långsiktiga hyresavtal och en välavvägd internationell diversifiering. Mellan 2020 och 2024 ökade Sagax sin omsättning från 2 581 Mkr till 4 293 Mkr, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om 14 %. Under samma period ökade hyresintäkterna från 2 581 Mkr till 4 293 Mkr, vilket visar på en stabil inkomstström och effektiv uthyrning. Hyresintäkterna har också varit väl spridda över olika geografier, där Finland, Nederländerna, Frankrike och Tyskland utgör viktiga marknader för bolaget. Denna internationella spridning minskar exponeringen mot enskilda marknader och bidrar till en mer stabil kassaflödesprofil.

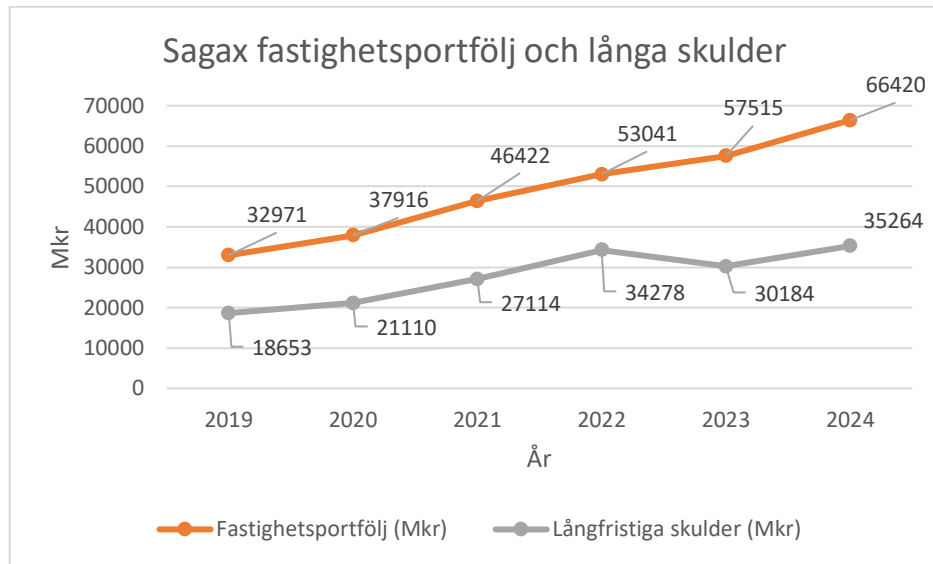
Net Operating Income (NOI), som speglar bolagets driftnetto, har även utvecklats starkt. Från 2 154 Mkr år 2020 till 3 619 Mkr 2024, med en genomsnittlig NOI-marginal på cirka 85 %. Detta är ett resultat av både stark tillväxt i hyresintäkter och god kostnadskontroll. Sagax har hållit sin belåningsgrad relativt stabil, omkring 42 %, vilket har möjliggjort förvärv och expansion utan att öka risknivån markant. Under perioden 2020 till 2024 genomförde bolaget betydande förvärv, särskilt i Nederländerna och Frankrike, vilket adderade både lager- och logistikfastigheter till portföljen. Dessa förvärv har varit strategiska för att etablera närvaro i snabbväxande logistikkluster med hög efterfrågan på moderna lagerlösningar.



Diagrammet visar utvecklingen av Sagax belåningsgrad (LTV) och räntetäckningsgrad (ICR) mellan 2020 och 2024. Under perioden har belåningsgraden varit stabil runt 41-43 %, vilket indikerar en balanserad skuldsättning i förhållande till bolagets fastighetsvärden. Detta är positivt ur ett riskperspektiv, särskilt i en sektor som präglas av hög kapitalintensitet.

Räntetäckningsgraden (ICR), som mäter förmågan att täcka räntekostnader med rörelseresultatet, har däremot visat en nedåtgående trend. Från en stark nivå på 7,5x år 2022 har den sjunkit till 5,0x år 2024. Denna minskning kan förklaras av stigande räntor under perioden samt ökade finansieringskostnader relaterade till nyupptagna lån för expansion. Trots nedgången ligger ICR fortsatt på en nivå som är betryggande över riskgränsen (vanligtvis 2,5-3x), vilket tyder på att Sagax har god betalningsförmåga även i ett högre ränteläge.

Värdering



Diagrammet ovan visualiserar Sagax tillväxtresa i termer av både fastighetsportföljens värde och utvecklingen av långfristiga skulder mellan 2019 och 2024. Det framgår tydligt att fastighetsvärdena har ökat i en jämn takt, vilket speglar den expansion som Sagax genomfört under perioden. Parallellt har bolaget även ökat sina långfristiga skulder, dock i en något lägre takt. Detta indikerar en kontrollerad belåningsstrategi där tillgångarnas värde har växt snabbare än skuldsättningen, vilket stärker balansräkningen och minskar risken för negativ hävstång vid förändringar i räntenivåer. Utvecklingen visar på bolagets förmåga att expandera utan att kompromissa med den finansiella stabiliteten.

Det stabila LTV-värdet tillsammans med en fortfarande stark räntetäckningsgrad pekar på att Sagax upprätthåller en sund finansiell struktur, även under perioder med högre räntetryck. Fortsatt övervakning av

ICR är dock viktig för att säkerställa att ökade räntekostnader inte pressar kassaflödena alltför mycket i framtiden.

Räntenettot har visat på en viss volatilitet, särskilt under de senaste åren där höjda räntor påverkat finansieringskostnaderna. Under 2024 uppgick räntenettot till -426 Mkr, vilket reflekterar både en högre räntebindning och en utökad låneportfölj för att finansiera förvärv och expansion. Trots detta har Sagax upprätthållit en solid räntetäckningsgrad, vilket visar på god förmåga att täcka räntekostnaderna med löpande kassaflöden.

Capex, som andel av omsättningen, var under 2020 till 2024 förhållandevis hög, mellan 30 % och 162 %. Det är ett tecken på aktiv portföljutveckling och förvärv. Dessa investeringar har resulterat i högre hyresintäkter och stärkt kassaflöde, samtidigt som portföljens marknadsvärde har ökat betydligt. Sammanfattningsvis har Sagax genomfört en aggressiv men välkontrollerad expansionsstrategi som har möjliggjort stark tillväxt utan att belåningen ökat till riskabla nivåer.

Estimat och Framåtblickande Prognos

Baserat på den historiska tillväxten och bolagets starka position inom logistik- och lagerfastigheter har jag gjort prognoser för perioden 2025 till 2031. Estimatens grundar sig på förväntad marknadsutveckling, indexerade hyresavtal och fortsatt förvärvstakt. Omsättningen förväntas växa med en genomsnittlig årlig tillväxt om 7 %, från 4 550 Mkr 2025 till 7 710 Mkr 2031. Denna tillväxt drivs primärt av nya förvärv, indexjusterade hyresavtal och expansion på befintliga marknader. Hyresintäkterna estimeras följa omsättningen nära, med samma tillväxttakt, vilket bibehåller en hög uthyrningsgrad och säkerställer starka kassaflöden. Hyresintäkterna som andel av omsättningen är förväntad att ligga stabilt kring 100 %, vilket reflekterar att bolagets intäktsmodell är helt baserad på uthyrning av fastigheter.



Värdering

Net Operating Income (NOI) bedöms växa från 3 640 Mkr 2025 till 6 200 Mkr 2031, vilket motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxt om 9 %. Den något högre tillväxttakten i NOI jämfört med omsättning indikerar en förbättrad operationell effektivitet och starkare marginaler över tid. Sagax strategi att förvärva fastigheter med hög direktavkastning och långsiktiga hyresavtal stödjer denna tillväxt.

Nettoupptagning av lån och amorteringar har historiskt varierat men förväntas stabiliseras på cirka 8 000 Mkr per år framåt. Detta är i linje med bolagets tidigare kapitalstruktur där förvärv ofta finansieras med belåning. Räntenettot estimeras öka något under kommande år till följd av högre räntor, men Sagax har visat en förmåga att hantera ränteökningar genom långa räntebindningstider och starka kassaflöden. För 2025 väntas räntenettot ligga på -468 Mkr och öka till -750 Mkr 2031, vilket reflekterar högre finansieringskostnader i samband med nya investeringar.

Förändringar i rörelsekapital (Change in NWC) förväntas ligga relativt stabilt på cirka 2–3 % av omsättningen, vilket är rimligt givet Sagax förutsägbara hyresintäkter och långa hyreskontrakt. Capex som andel av omsättningen estimeras sjunka något över tid, från 8 % 2025 till 2 % 2031, i takt med att portföljen mognar och utvecklingsprojekten minskar i andel. Detta möjliggör högre kassaflöden till aktieägarna och en potentiell förbättring av avkastningen på eget kapital.

Sammanfattningsvis bygger estimaten på en stabil expansion genom förvärv, indexjusterade hyror och effektiv portföljhantering. Sagax strategiska position på flertalet europeiska marknader, i kombination med en långsiktig hyresmodell, ger goda förutsättningar för att uppnå dessa tillväxtmål. Estimaten är försiktigt positiva och reflekterar både bolagets historiska prestation och förväntade marknadstrender inom logistikfastigheter.

Värderingen av Sagax har genomförts med hjälp av en FCFE-modell (Free Cash Flow to Equity), vilken beräknar bolagets fria kassaflöden efter räntor, amorteringar och nödvändiga investeringar. Genom att diskontera dessa kassaflöden till ett nuvärde, skapas en bild av aktiens verkliga värde baserat på förväntad lönsamhet och framtida tillväxt.

Antaganden i modellen

Värderingen bygger på välgrundade antaganden om tillväxt i både omsättning och hyresintäkter. Från 2025 till 2031 förväntas Sagax öka sin omsättning med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) på 6 %, understött av fortsatt förvärvsstrategi och indexjusterade hyresavtal. Hyresintäkterna utgör stabilt 100 % av omsättningen, vilket är ett tecken på en effektiv förvaltning och hög uthyrningsgrad.

Net Operating Income (NOI) förväntas växa med 4 % per år, drivet av indexuppräknningar och stabila hyresavtal. Bolagets internationella diversifiering bidrar också till riskminimering genom minskad exponering mot enskilda marknader. Gällande räntenettot har jag justerat för en något högre räntekostnad över prognosperioden, med en ökning om 4 % per år. Detta speglar både förväntad räntenivå i marknaden och Sagax förmåga att förhandla om sina lånevillkor.

Nyupptagna lån och amorteringar har antagits växa med 2–3 % per år. Sagax har historiskt sett varit skickliga på att använda upplåning för förvärv, utan att överbelasta balansräkningen. Belåningsgraden ligger stabilt kring 42 %, vilket betraktas som sunt för ett fastighetsbolag med internationell spridning.

Change in NWC (Net Working Capital) förväntas ligga stabilt under prognosperioden. Modellen speglar en effektiv kapitalhantering med små justeringar över åren. **Capex** som andel av omsättningen har justerats till



Värdering

en genomsnittlig nivå mellan 2-5 %, vilket reflekterar både underhåll och expansion i form av nya förvärv. Historiskt har Capex varierat kraftigt, men estimaten framåt bygger på en något mer konservativ tillväxttakt för att säkerställa lönsamhet.

Diskonteringsränta och terminalvärde

För att diskontera kassaflödena har en **WACC** på 11,5 % använts, baserat på en riskfri ränta om 2,3 %, en marknadsriskpremie (ERP) på 6 % och ett beta på 1,38. Denna nivå är rimlig för Sagax, med tanke på bolagets höga kapitalintensitet och internationella exponering. Terminalvärdet, som beräknar värdet av kassaflöden bortom prognosperioden, har satts till en terminal tillväxttakt om 2,5 %. Detta reflekterar förväntningar om långsiktig ekonomisk tillväxt i linje med BNP och inflation.

Resultat av värderingen

Den uppdaterade FCFE-modellen ger ett estimerat **Equity Value** för A och B aktierna om **118,5 miljarder kr**, vilket motsvarar en riktkurs om **254,22 kr per aktie**. Detta innebär en potentiell uppsida på cirka **18%** från nuvarande aktiekurs på 215 kr. Justeringen från tidigare värdering beror på en korrigering av antalet aktier till 466 miljoner, vilket resulterade i ett lägre pris per aktie. Värderingen visar att en betydande del av bolagets värde är bundet till terminalvärdet, vilket gör det kritiskt att Sagax upprätthåller stabila kassaflöden och fortsatt förvärvsdriven tillväxt.

Sagax framstår som attraktivt värderat utifrån den diskonterade FCFE-modellen. Med en stabil tillväxt i omsättning och NOI, kombinerat med en konservativ kapitalkostnad, finns god potential för värdetillväxt framöver. En riktkurs på **254,22 kr** indikerar en tydlig uppsida, särskilt om Sagax kan fortsätta sin expansion genom förvärv och upprätthålla sin höga

uthyrningsgrad. Bolagets internationella spridning och förmåga att säkra långsiktiga hyresavtal minskar dessutom risken för lokala marknadssvängningar. Det gör Sagax till en intressant investering med robust kassaflöde och diversifierad marknadsexponering.

Peer-värdering

I tabellen nedan presenteras peer-bolag och en jämförelse kring en uppsättning nyckeltal. Det kan utifrån jämförelsen först och främst konstateras att Sagax är ett betydligt större bolag sett till börsvärde i förhållande till peers, vilket bör tas i beaktning. Detta motiverar en storlekspremie för Sagax i förhållande till de mindre aktörerna. Vi ser även att Sagax har en högre soliditet och lägre belåningsgrad än genomsnittet, dvs större finansiering med eget kapital och mindre med skulder, därmed lägre finansiell risk. Vilket ytterligare motiverar en värderingspremie jämfört med peers. Detsamma gäller för det faktum att Sagax geografiska spridning är betydligt större än peers, vilket sänker risken. Sammantaget kan vi dock urskilja att värderingarna för peer-gruppen generellt är ansträngd vad gäller att identifiera någon substansrabatt.

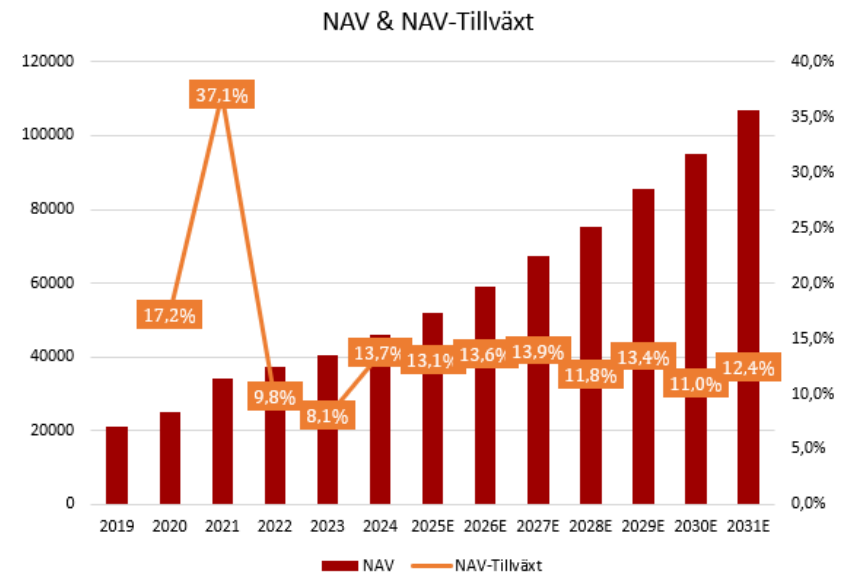
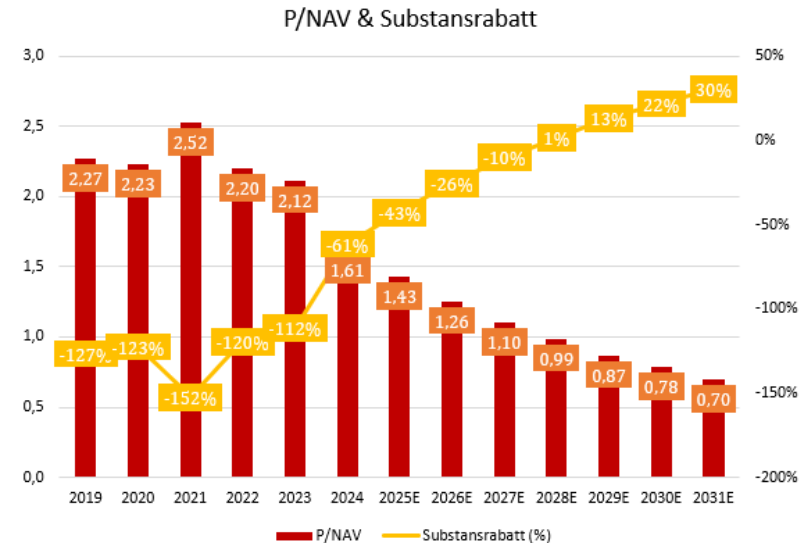
	Market Cap	Substansrabatt	NAV	P/NAV	NOI	Soliditet	Belåningsgrad (fastighetsbestånd)
Catena	27476	-3%	26704	1,03	1789	52,6%	37,8%
NP3	27316	-141%	11341	2,41	1626	39%	51,7%
SLP	10148	-28%	7914	1,28	610	45%	48,2%
Average	21647	-57%	15320	1,57	1342	46%	46%
Sagax	74426	-61%	46093	1,61	3619	51%	41%
Upside/downside	-71%	-7%	-67%	-3%	-63%	-11%	12%



Värdering

NAV- beräkning, P/NAV

För Sagax NAV värdering kan det konstateras att den historiskt varit hög, bolaget har handlats närmare nivåer om ca 2-2,5x P/NAV. Vilket vidare har inneburit att det inte funnits någon substansrabatt. Dock estimerar vi att Sagax framöver kommer att fortsätta presterast starkt och växa det verkliga värdet på sin fastighetsportfölj genom förvärv och värdetillväxt. Detta inom ramarna för bolaget finansiella mål, i synnerhet att bolaget jobbar för att avkastningen på eget kapital ska under en femårsperiod uppgå till lägst 15% per år. Något som stöds av bolaget historiska nivåer för R12 på 13% och sitt femåriga genomsnitt om 15%. Dock estimerar vi en något lägre nivå framåt med en CAGR 2025-2031 om ca 13%. Sammantaget kan det dock konstateras att värdering för P/NAV multipeln kommer gå mot låga nivåer och i vår mening för låga nivåer för Sagax som bolag. Vilket därmed bör medföra en uppgång i aktiekursen framöver.



Rekommendation

Sagax har under de senaste åren visat en imponerande tillväxt inom logistik- och industrifastigheter, där strategiska förvärv och långsiktiga hyresavtal har skapat stabila kassaflöden och stark intäktstillväxt. Bolaget har en väldiversifierad fastighetsportfölj med närvaro i flera europeiska marknader, vilket bidrar till riskspridning och minskad exponering mot enskilda ekonomiska svängningar. Mellan 2019 och 2024 ökade fastighetsportföljen från 32 971 Mkr till 66 420 Mkr, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxt om 19,1%. Samtidigt har belåningsgraden hållits stabil runt 42%, vilket indikerar en balanserad finansieringsstrategi.

Trots dessa starka fundament visar analysen vissa riskmoment. Räntetäckningsgraden (ICR) har gradvis sjunkit från 7,5X år 2022 till 5,0X 2024, vilket antyder en ökande känslighet för räntekostnader. Med tanke på det nuvarande ränteläget och osäkerheter kring framtida finansieringskostnader kan denna nedgång vara ett tidigt tecken på pressade marginaler framöver. Vidare har värderingen i FCFE-modellen resulterat i estimerat eget kapitalvärde om 118,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en riktkurs om 254,22kr. Detta indikerar en uppsida på 18%, men också en viss osäkerhet kring framtida tillväxttakt och finansieringsmöjligheter.

Givet de rådande marknadsförhållandena, ökade finansieringskostnader och osäkerheter kring räntenivåer, rekommenderas **Avvakta** för Sagax. Även om bolaget har en robust affärsmodell och en diversifierad portfölj, är den fallande räntetäckningsgraden och det nuvarande marknadsläget, faktorer som motiverar en mer försiktig hållning. Vi ser ett bättre ingångsläge vid en

eventuell stabilisering i ränteläget samt en positiv utveckling i ICR för att bekräfta att kassaflödet är robust även under högre räntor.

