

Uppdatering kv4 2024

KLARABO SVERIGE AB

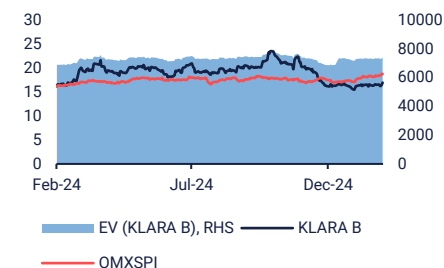
KlaraBo äger och förvaltar ett bostadsbestånd med ca 7 400 lägenheter och 556 000 kvm uthyrningsbar yta i städer och orter från Trelleborg i söder till Umeå i norr. Bolaget har ett koncept för kostnadseffektiva renoveringar och nyproduktion vilket har gett hyrestillväxt som väsentligt överstigit den framförhandlade hyresnivån för vanlig förvaltning.

VD: Andreas Morfiadakis
 SO: Lennart Sten
www.klarabo.se

Lista: OMX Mid Cap
 Senast: 16,90 SEK
 Marknadsvärde: 2 642 MSEK

Bloomberg: KLARAB:SS
 Refinitiv Eikon: KLARAB.ST

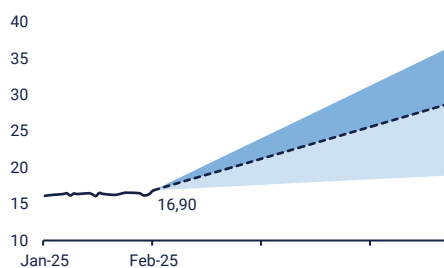
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	7,9	3,1	-7,9	7,6

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	18,9	28,6	36,2
Upp-/nedsida (%)	12	69	114

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Högre hyresökning gav värdelyft

KlaraBo ("KlaraBo" eller "Bolaget") nådde ett bättre resultat i kv4 2024 än våra estimat på samtliga nivåer. I resultatet ingick en väsentligt större värdeökning på bolagets fastigheter (132 MSEK) än väntat (20 MSEK). Värdeökningen berodde på att värderarna hade underskattat årets hyreshöjningar på bostadssidan. Vi höjer vår motiverade rikt Kurs för KlaraBo-aktien från 27,3 SEK/aktie till 28,6 SEK/aktie.

Bättre resultat än väntat på samtliga nivåer

KlaraBo nådde intäkter på 157,5 MSEK i kv4 2024, vilket marginellt understeg vår prognos om intäkter på 159,3 MSEK. Bolaget redovisade ett driftnetto på 87,9 MSEK i kv4 2024. Det var ca 9% mer än vår prognos på 80,6 MSEK. Förvaltningsresultatet på 31,4 MSEK blev ca 18% bättre än vårt estimat på 26,7 MSEK. Värdeökning på bolagets fastigheter om 132 MSEK (ca 1,3% av fastighetsvärdet per 31 december 2023) översteg tydligt vårt estimat om en värdeökning på 20 MSEK före kv4-rapporten. Värderarna av KlaraBos fastighetsbestånd hade 4,5% hyreshöjning som prognos. Utfallet väntas bli ca 5,0% hyreshöjning för 2025, vilket med evighetskapitalisering förklarar den värdeökning som redovisas för KlaraBos fastigheter i kv4 2024. Historiskt har KlaraBo kunnat addera ca 3%-enheter per år kopplat till renoveringar av lägenheter med en högre standard.

Antalet renoverade lägenheter var oförändrat 37 i kv4 2024, samma som i kv3 2024. Vi tror att den tidigare nedåtgående kurvan sedan 2022 kan vända uppåt under 2025, en uppfattning som verkar delas av företagsledningen. Det beror dels på förvärvet av bostadsbeståndet i Fredriksdal i Helsingborg som tillför 740 lägenheter. Det motsvarar ett tillskott på ca 11%, oaktat att Fredriksdals-portföljen också bör innehålla en större andel renoveringsmogna lägenheter än KlaraBos tidigare befintliga Sverige-fastighetsportfölj.

Bolaget har också förhandlat om 1,8 mdr SEK av låneportföljen till lägre räntenivåer. Den genomsnittliga räntenivån minskade från 3,6% per 30 september 2024 till 3,3% per 31 december 2024 som en följd av det. Räknet på en låneportfölj om ca 5 360 MSEK efter att förvärvet av Fredriksdals-beståndet i Helsingborg tillträdts i april 2025 motsvarar det 16 MSEK i ökad årlig intjäningsförmåga.

KlaraBo redovisar ett substansvärde på 32,4 SEK per aktie per 31 december 2024, givet Carlsquares sätt att beräkna substansvärdet utan återläggning av räntederivat samt med belastning för 5% latent skatt på övervärden på bolagets fastigheter. Det innebär att KlaraBo-aktien idag handlas till en substansrabatt på närmare 50%(!)

Nytt motiverat värde 28,6 SEK per aktie

Carlsquare höjer det motiverade värdet för KlaraBo-aktien från 27,3 SEK/aktie till 28,6 SEK/aktie efter en stark kv4 2024-rapport. Detta motiverade värde har beräknats genom en sammanvägning av tre olika värderingsmetoder; baserat på bolagets substansvärde, intjäningsförmåga samt en kassaflödesvärdering. Det motiverade värdet på KlaraBo-aktien varierar från 18,9 SEK/aktie (samma som tidigare) i ett Bear-scenario till 36,2 SEK/aktie i Bull-scenario (tidigare 37,5 SEK).

Nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Intäkter	502	590	630	742	800	856
Driftnetto	279	337	362	443	491	537
Rörelseresultat	232	286	311	391	437	482
Förvaltningsresultat	113	124	136	223	266	307
Res. efter fin. netto	184	-455	274	318	366	412
Årets resultat	125	-382	188	222	256	289
Överskottsgrad	56%	57%	57%	60%	61%	63%
Nettovinstmarginal, %	25%	-65%	30%	30%	32%	34%
Resultat SEK per aktie	0,95	-2,91	1,37	1,44	1,64	1,85
P/E	19,4x	-5,8x	12,3x	11,7x	10,3x	9,2x
Eget kapital/aktie	32,9	30,2	28,7	32,5	34,0	35,7
Soliditet	45%	43%	46%	47%	48%	49%
P/EK	0,56x	0,56x	0,59x	0,52x	0,50x	0,47x
Utdelning SEK per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case

KlaraBos affärsidé är att bygga nytt billigt och renovera bostadsfastigheter med eftersatt underhåll för att på så sätt nå 6–8% avkastning på investerat kapital och en årlig vinstökning på ca 12%. Bostadsbolagen kommer att få större hyresökningar än fastighetsbolagen med kontor och andra kommersiella lokaler 2025. Bostadsbolagens intjäningsförmåga lyfts även av den senaste tidens räntesänkningar i högre grad än fastighetsbolagen med kommersiella hyresgäster.

En förädlingsstrategi för bostäderna

Renovering av lägenheter ökar hyresintäkterna

KlaraBo startades 2017 av bland andra VD Andreas Morfiadakis. Det nya bolaget såg en möjlighet att nyproducera hyresfastigheter med lägenheter på ett kostnads-effektivt sätt utanför storstäderna. Ett av förvärvskriterierna när fastighetsportföljen började byggas upp var att den initiala hyran skulle vara låg och underhållet i fastigheterna något eftersatt. Det ger KlaraBo möjlighet att gå in och renovera en del av lägenheterna för ca 6 000 SEK per kvm (2024 års priser), vilket ger 6–8% avkastning på investerat kapital. Inför 2025 ser KlaraBo ut att få ca 5% hyreshöjning och på toppen av det kunna addera ca 2–3%-enheter genom renovering av lägenheter i beståndet. Renoveringstakten av antalet lägenheter är i skrivande stund låg och bör därför kunna öka under 2025 och 2026.

En ledning med relevant erfarenhet för strategin

VD Andreas Morfiadakis arbetade tidigare som CFO och vice VD på Victoria Park, ett bolag som genomförde spektakulära och förhållandevis framgångsrika renoveringar av miljonprogramslägenheter i så kallade utsatta områden i städernas förorter. Det konceptet byggde på att renovera de delar av lägenheten som gav störst hyresökning, som kök och badrum. Det som Victoria Park gjorde bedömer vi vara bland de mest utmanande ett bolag har tagit sig an på den svenska fastighetsmarknaden från ett förvaltningsperspektiv. De bostadsområden där KlaraBo äger fastigheter som ska renoveras är ofta köpta från allmännyttiga bolag. Det handlar i en del fall om miljonprogramsområden, men då ofta med något mer gynnsamma socioekonomiska förutsättningar än de så kallade utsatta områdena.

Banklån före obligationslån, ett förståndigt drag

Fastighetsinvesteringar är en kapitalkrävande verksamhet, där räntenivån på företagens lån får en stor betydelse på förvaltningsresultatet. KlaraBo finansierar sina fastighetsförvärv och byggnation med enbart banklån. KlaraBo har fyra storbanker och några mindre banker som står för belåningen av bolagets fastigheter. Att KlaraBo har valt bort obligationsmarknaden har visat sig vara förståndigt. Riskpremien för att låna ut till högrisk-segmentet inom fastighetssektorn har visserligen fallit tillbaka sedan 2024, men är fortfarande högre än det var innan ränteuppgången inleddes under andra halvåret 2021.

I takt med att KlaraBo växer och blir större bör räntemarginalen som Bolaget erbjuder av bankerna minska. Det visar inte minst den refinansiering av lån för 1,8 mdr SEK som bolaget gjorde under kv4 2024. En lägre genomsnittlig ränta på lånen ger en möjlighet till lönsamhetsexpansion med tillväxt.

Antaganden och prognoser

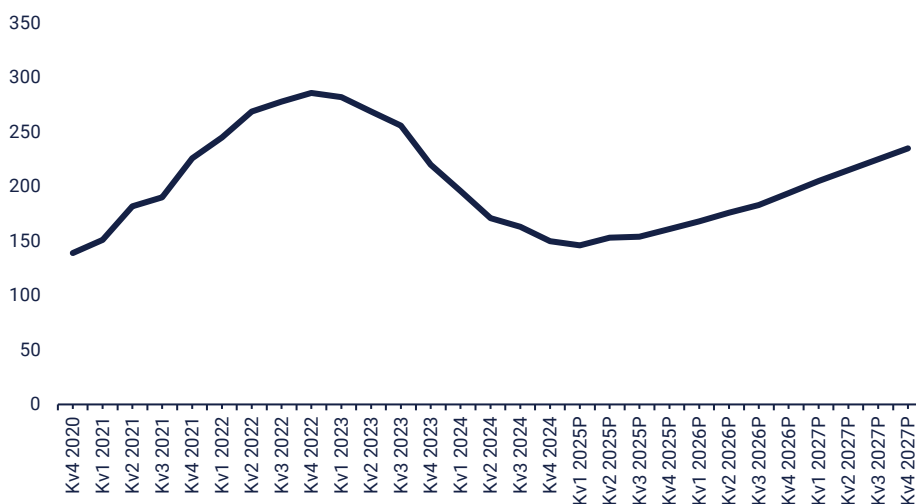
Carlsquare räknar i sina prognoser med att KlaraBos låga renoveringstakt av lägenheter håller på att bottna ut för att öka igen under 2025 och 2026. Vi har i våra intäktsprognoser antagit att hyreshöjningar via renoveringar kommer att ge KlaraBo en årlig hyrestillväxt på 6,5% 2025, 7,8% 2026 och 6,9% 2027. Dessa siffror avser organisk hyrestillväxt utan hänsyn till förvärv.

Tillväxt parallellt med förbättrat resultat

Renoveringar höjer hyrestillväxten

Av KlaraBos omkring 6 700 lägenheter före förvärvet av beståndet i Fredriksdal, Helsingborg bedöms omkring 4 000 lägenheter kunna renoveras. De resterande 2 700 lägenheterna har antingen redan renoverats, är nyproducerade eller bedöms av andra skäl inte vara möjliga att renovera. När bostadsbeståndet i Fredriksdal, Helsingborg med 740 lägenheter tillträdts 1 februari 2025 borde antalet renoveringsmogna lägenheter öka till omkring 4 500. Antalet lägenheter som KlaraBo renoverade ökade från 139 i årstakt per kv4 2020 för att toppa omkring 280 lägenheter per kvartal under nio månader från kv3 2022 till kv1 2023. Därefter har den årliga renoveringstakten sjunkit med ca 46% till 150 renoverade lägenheter i årstakt per 31 december 2024. Vi räknar med att renoveringstakten bottnar ut på denna nivå så att vi får 161 renoverade lägenheter i årstakt per 31 december 2025, 194 renoverade lägenheter under helåret 2026 och 235 renoverade lägenheter under helåret 2027.

Renoverade lägenheter/år kv4 2020-kv4 2024 samt prognos kv1 2025-kv4 2027



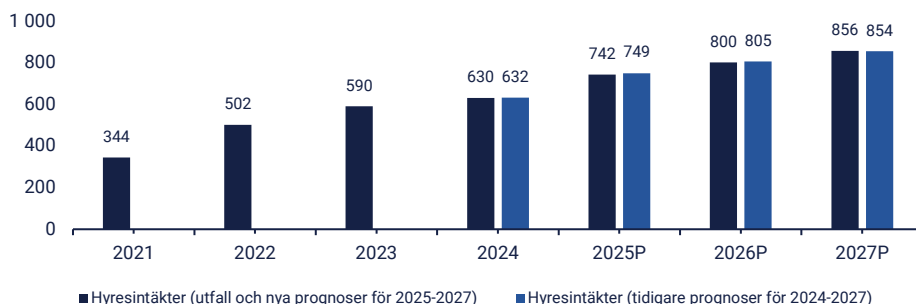
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Mätt för perioden från kv1 2019 till kv3 2024 blev den generella höjningen av KlaraBos bostadshyror 3,3% per år utan hänsyn till lägenhetsrenoveringar och 6,4% per år om även hyreshöjningar kopplade till lägenhetsrenoveringarna inkluderas. Dessa renoveringar adderade mellan 2,2% och 3,9% årlig hyresökning för KlaraBos del under perioden från 2020 till 2024.

Prognos för KlaraBos hyresintäkter

Dessa procentuella antaganden vad gäller hyresintäkter leder fram till följande utfall och prognoser vad gäller KlaraBos hyresintäkter för perioden 2021–2027. Vi låg redan före kv4-rapporten med ett antagande om 5,0% hyreshöjning för bolagets bostäder under 2025.

KlaraBo. Hyresintäkter (MSEK), 2020-2027P, nya och tidigare prognoser



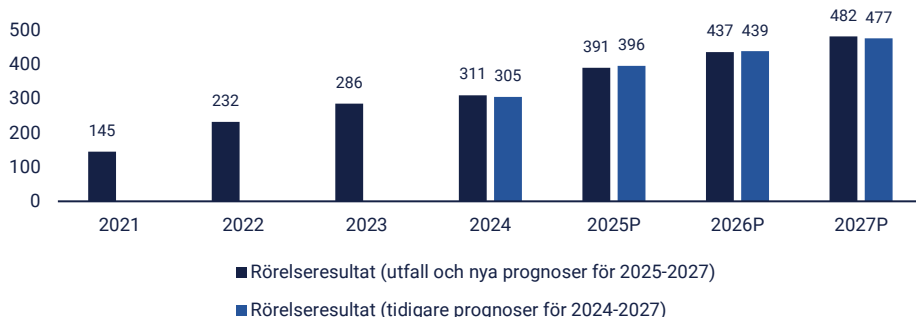
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Driftskostnads- och rörelseresultatprognos

Vi antar att driftskostnader för KlaraBos fastigheter ökar med 3% i årstakt från och med kv4 2024 till och med kv4 2027. Vidare antar vi att centrala administrativa kostnader ökar med ca 2% per år. Vi får då ett utfall för rörelseresultat 2020–2023 samt prognos för 2024–2027 enligt nedanstående graf.

Här finns en potential för KlaraBos del att förbättra överskottsgraden genom energibesparingar som bör leda till lägre uppvärmningskostnader. Bolaget har som mål att lyfta samtliga sina fastigheter som klassificeras som de lägsta energiklasserna (F och G) till energiklass E samt att minska koldioxidutsläppen från fastigheterna med 75% jämfört med basåret 2022.

KlaraBo. Rörelseresultat före värdeförändringar (MSEK), 2020-2027P

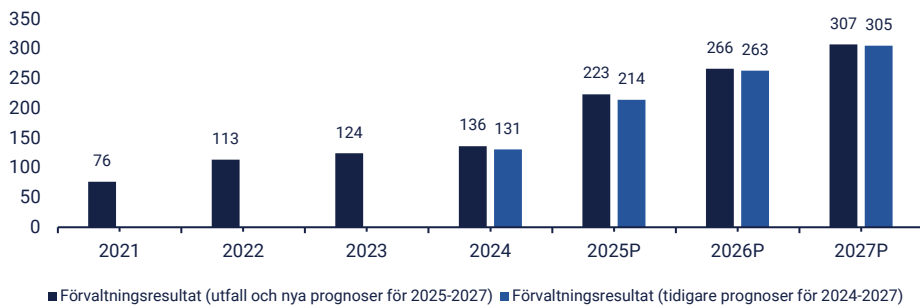


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Prognos finansnetto och förvaltningsresultat

KlaraBo lyckades sänka sin genomsnittliga räntekostnad från 3,6% i kv3 2024 till 3,3% per 31 december 2024. Vi antar att bolagets genomsnittliga räntekostnad sjunker till 3,2% fr.o.m. kv3 2025 till och med kv2 2026, för att därefter åter öka till 3,3% fr.o.m. kv3 2026.

KlaraBo. Förvaltningsresultat (MSEK), 2020-2027P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Värdering av jämförbara bolag

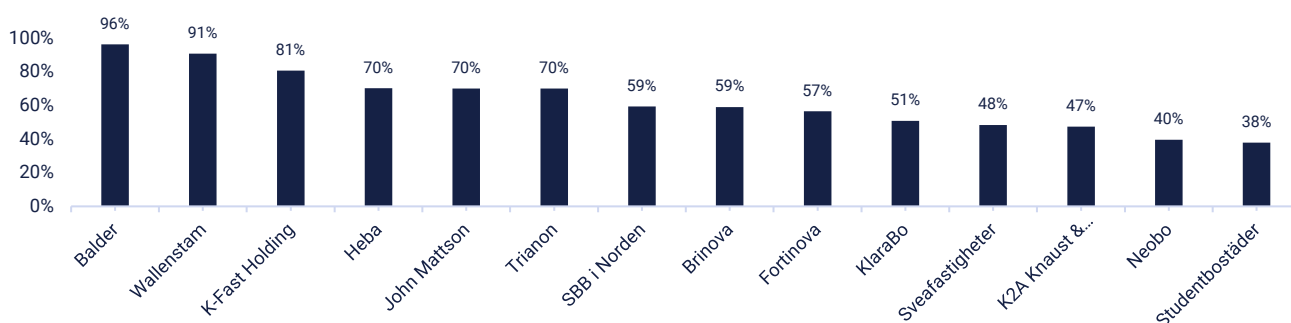
Carlsquare uppdaterar kvartalsvis nyckeltal för 40 svenska fastighetsbolag. Det ger en stark jämförelsebas för att avgöra vad som är en rimlig värdering för en fastighetsaktie liksom av under-sektorer som bostadsbolag, där KlaraBo hör hemma.

Nyckeltal för 40 svenska börsnoterade fastighetsbolag

I vår referensgrupp har vi valt ut 40 svenska börsnoterade fastighetsbolag med ett marknadsvärde från som mest Balder (94 mdr SEK), Sagax (80 mdr SEK) och Castellum (59 mdr SEK) till 22 bolag med ett marknadsvärde på mellan 644 MSEK (K2A) och tio mdr SEK. KlaraBo placerar sig i den sistnämnda gruppen.

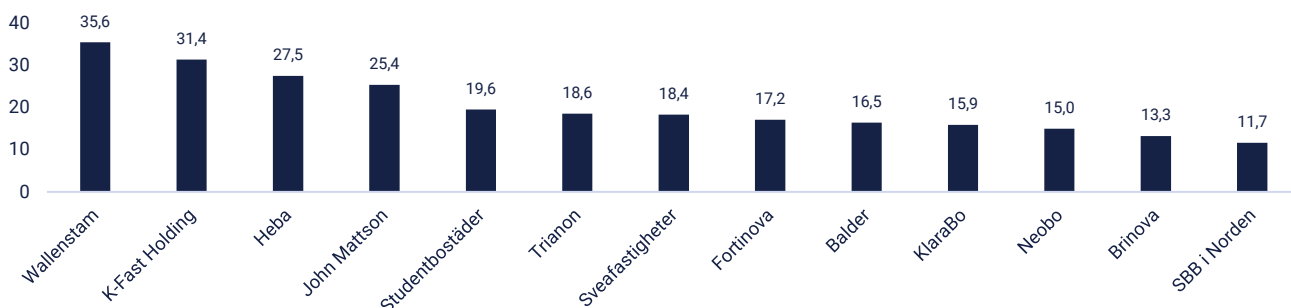
För att få en så precis jämförelsegrupp till KlaraBo som möjligt har vi delat upp gruppen med 40 börsnoterade fastighetsbolagen i två under-grupper där KlaraBo har placerats i en grupp med 14 bolag som antingen huvudsakligen äger bostäder eller blandade portföljer med både bostäder och kontor. Den andra gruppen består av övriga 26 bolag som främst äger fastigheter med kommersiella lokaler (kontor, butiker, industri och lager samt hotell mm).

14 fastighetsaktier med bostäder rangordnade efter kurs/substansvärde



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

13 fastighetsaktier med bostäder rangordnade efter P/E-tal på intjäningsförmåga (K2A har negativ VPA)



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Nyckeltal för 40 börsnoterade fastighetsbolag

Värderingstabell med nyckeltal för elva bostadsfastighetsbolag och tre bostad/kontorsbolag

	Aktiekurs (SEK)	Börsvärde (MSEK)	Hysesintäkter (MSEK)	Driftnetto (MSEK)	P/E	Fast värde (MSEK)	Substans- värde (SEK)	Implicit yield	Implicit hyres- multipel	Kurs/ Subst.
Balder	79,18	94 224	13 800	9 112	16,5x	223 216	97 919	4,2%	15,7	96%
Brinova	19,05	1 861	555	334	13,3x	8 540	3 158	4,7%	12,7	59%
Fortinova	26,00	1 335	365	196	17,2x	4 846	2 361	5,2%	10,4	57%
Heba	31,75	5 243	589	380	27,5x	13 589	7 476	3,6%	17,8	70%
John Mattson	63,20	4 790	643	395	25,4x	14 098	6 836	3,3%	18,4	70%
K2A	7,50	644	288	180	neg.	6 077	1 357	3,4%	18,5	47%
K-Fast Holding	18,16	4 467	655	355	31,4x	15 617	5 533	2,5%	21,6	81%
KlaraBo	16,46	2 573	732	357	15,9x	10 094	5 061	4,8%	10,2	51%
Neobo	17,66	2 567	944	417	15,0x	13 701	6 471	4,3%	10,2	40%
SBB i Norden	5,382	7 829	3 137	1 732	11,7x	53 867	13 194	3,7%	14,9	59%
Studentbostäder	1,44	833	486	279	19,6x	8 068	2 204	4,3%	13,3	38%
Sveafastigheter	37	7 400	1 432	791	18,4x	27 651	15 306	4,1%	13,3	48%
Trianon	21	4 208	853	510	18,6x	13x 90	6 013	4,6%	13,1	70%
Wallenstam	49,26	32 265	3 010	1 782	35,6x	65 588	35 571	3,0%	20,0	91%
Median		4 338	694	388	18,4x	13 645	6 242	4,2%	14,1	59%

Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Som jämförelse redovisar vi motsvarande nyckeltal för övriga 26 börsnoterade fastighetsbolag som Carlsquare har under bevakning. Som framgår värderas denna typ av fastighetsbolag som äger lokaler som hyrs ut till kommersiella hyresgäster generellt högre än bostadsbolagen, framför allt relativt bolagens substansvärden.

Värderingstabell med nyckeltal för 26 fastighetsbolag med kommersiella lokaler

	Aktiekurs (SEK)	Börsvärde (MSEK)	Hysesintäkter (MSEK)	Driftnetto (MSEK)	P/E	Fast värde (MSEK)	Substans- värde (SEK)	Implicit yield	Implicit hyres- multipel	Kurs/ Subst
Annehem	16,90	1 495	303	217	13,1x	4 697	2 736	6,4%	11,2	55%
Arlandastad	26,70	1 689	168	50	77,2x	6 074	5 115	1,9%	neg.	33%
Atrium Ljungberg	183,60	23 153	3 083	2 076	19,0x	56 749	32 411	4,6%	14,7	71%
Castellum	120,65	59 414	9 762	6 350	15,2x	135 824	71 656	5,3%	12,4	83%
Catena	484,50	29 244	2 498	1 946	23,3x	40 808	24 434	4,5%	17,2	120%
Cibus	172,15	10 841	1 412	1 018	29,3x	20 257	8 086	4,4%	16,3	134%
Corem	5,30	6 274	3 737	2 229	8,9x	55 205	17 966	5,3%	11,3	35%
Diös	73,15	10 346	2 523	1 640	12,7x	31 413	13 448	6,0%	10,9	77%
Eastnine	49,40	4 828	701	601	15,4x	10 744	5 205	5,8%	14,7	93%
Emilshus	51,60	5 890	747	567	17,8x	8 940	3 428	5,0%	15,2	172%
Fabege	86,10	27 085	3 671	2 590	20,0x	78 904	44 619	4,4%	16,1	61%
Fastpartner	64,20	11 742	2 313	1 542	14,7x	33 728	16 141	5,3%	12,5	73%
Genova	49,20	2 244	487	333	34,0x	9 521	2 830	5,2%	13,2	79%
Hufvudstaden	125,10	25 309	3 275	1 544	22,3x	47 115	35 084	4,2%	11,1	72%
Intea	51,93	10 294	1 200	913	25,2x	22 646	8 741	4,0%	18,9	118%
Logistea	15,25	7 237	968	757	19,9x	13 221	6 522	5,5%	14,2	111%
Nivika	39,10	3 730	734	470	19,4x	11 428	5 951	5,3%	12,1	63%
NP3 Fastigheter	273,50	16 837	2 142	1 538	18,3x	23 384	9 186	5,0%	14,2	183%
Nyfosa	109,70	22 825	3 623	2 325	19,7x	40 168	19 089	5,4%	12,0	120%
Pandox	199,00	38 726	3 981	3 412	17,6x	60 270	37 639	5,7%	15,2	103%
Platzer	86,30	10 340	1 806	1 353	14,1x	30 372	14 369	5,3%	14,2	72%
Sagax	236	79 868	5 171	4 028	23,4x	64 141	39 630	3,9%	20,0	202%
Stendörren	222	6 311	954	664	20,0x	13 061	5 241	4,9%	14,2	120%
Stenhus	11,92	4 432	981	688	13,1x	13 192	5 836	6,0%	11,8	76%
SLP	39,4	10 207	820	676	23,7x	13 489	7 436	4,5%	18,2	137%
Wihlborgs	108,1	33 233	4 226	2 935	19,2x	59 168	27 425	4,7%	14,9	121%
Median		10 343	1 974	1 446	19,3x	26 878	11 317	5,1%	14,2	88%

Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Värdering av KlaraBo-aktien

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser för helåren 2025–2028 samt ett restvärde avseende 2029, uppräknat från 2028 års nivåer med 2% antagen ökning av såväl hyresintäkter som drifts- och centrala administrationskostnader.

Vi har diskonterat förväntade kassaflöden med en kalkylränta på 6,0%, vilket är aningen högre än det avkastningskrav som fastighetsvärderarna använder i sina värderingar av KlaraBos fastigheter. Det låga avkastningskravet kan delvis motiveras av att bolagets effektiva räntekostnad endast var 3,3% per 31 december 2024. För att diskontera restvärdet under hela återstående perioden efter 2029 antar vi en långsiktigt årlig tillväxt på 3,0% i Bas-scenariot.

I Bear-scenariot antar vi att bolagets intäkter blir 3% lägre än i Bas-scenariot för perioden 2025–2028 samt sätter den långsiktiga årlig tillväxten till 2,5%. I Bull-scenariot antar vi i stället att bolagets intäkter 3% högre än i Bas-scenariot för perioden 2025–2028 samt sätter den långsiktiga årliga tillväxten till 3,5%. Givet dessa antaganden får vi ett DCF-värde på 34,2 SEK/aktie i Bas-scenariot (tidigare 32,0 SEK/aktie). Detta DCF-värde varierar från 18,7 SEK/aktie i Bear-scenariot (tidigare 20,1 SEK/aktie) till 46,9 SEK/aktie i Bull-scenariot (tidigare 48,5 SEK/aktie).

DCF-värdering Bas-scenario

(MSEK)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Intäkter	741,8	800,5	856,2	904,0	922,1
Driftskostnader	-298,3	-309,9	-319,1	-328,7	-335,3
Centrala administrationskostnader	-52,7	-53,7	-54,8	-55,9	-57,0
Rörelseresultat före avskrivningar	390,8	436,9	482,2	519,4	529,8
Skatt	-95,3	-109,9	-123,7	-136,1	-138,8
Förändringar i rörelsekapital	8,6	-2,7	-2,9	-9,1	0,0
Investeringar	-182,7	-208,2	-238,9	-274,1	0,0
Kassaflöde	121,4	116,0	116,7	100,0	13 032,5
Nuvärde kassaflöde	118,8	107,1	101,6	82,2	10 099,8
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	10 509,5				
Nettoskuld per 31 dec 2024 och lån för Helsingborgsköp	-5 164,1				
Motiverat värde (MSEK)	5 345,3				
Motiverat värde per aktie (SEK)	34,2				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	3,0%				

Källa: Carlsquare prognoser.

DCF-värdering Bear-scenario

(MSEK)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Intäkter	741,8	776,4	830,5	876,9	894,4
Driftskostnader	-298,3	-309,9	-319,1	-328,7	-335,3
Centrala administrationskostnader	-52,7	-53,7	-54,8	-55,9	-57,0
Rörelseresultat före avskrivningar	390,8	412,9	456,5	492,3	502,1
Skatt	-97,7	-123,9	-137,0	-147,7	-150,6
Förändringar i rörelsekapital	8,6	-2,7	-2,9	-9,1	0,0
Investeringar	-182,7	-208,2	-238,9	-274,1	0,0
Kassaflöde	119,0	78,1	77,8	61,3	10 042,2
Nuvärde kassaflöde	116,4	72,1	67,8	50,4	7 782,5
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	8 089,1				
Nettoskuld per 31 dec 2024 och lån för Helsingborgsköp	-5 164,1				
Motiverat värde (MSEK)	2 925,0				
Motiverat värde per aktie (SEK)	18,7				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	2,5%				

Källa: Carlsquare prognoser.

DCF-värdering Bull-scenario

(MSEK)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Intäkter	741,8	824,5	881,8	931,1	949,8
Driftskostnader	-298,3	-309,9	-319,1	-328,7	-335,3
Centrala administrationskostnader	-52,7	-53,7	-54,8	-55,9	-57,0
Rörelseresultat före avskrivningar	390,8	460,9	507,9	546,5	557,4
Skatt	-97,7	-138,3	-152,4	-164,0	-167,2
Förändringar i rörelsekapital	8,6	-2,7	-2,9	-9,1	0,0
Investeringar	-182,7	-208,2	-238,9	-274,1	0,0
Kassaflöde	119,0	111,7	113,8	99,3	15 608,3
Nuvärde kassaflöde	116,4	103,1	99,1	81,6	12 096,0
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	12 496,1				
Nettoskuld per 31 dec 2024 och lån för Helsingborgsköp	-5 164,1				
Motiverat värde (MSEK)	7 332,0				
Motiverat värde per aktie (SEK)	46,9				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	3,5%				

Källa: Carlsquare prognoser.

Sammanvägd värdering av jämförande och kassaflöde

I nedanstående tabell har vi vägt samman tre olika värderingsmodeller för KlaraBo-aktien; en kurs/substansvärdering och en P/E-tal på intjäningsförmåga. Vi har applicerat ett 25% lägre värde för att beräkna ett Bear-scenario enligt någon av de båda kategorierna och ett 25% högre värde för att beräkna motiverat enligt ett Bull-scenario. Den tredje värderingsmetoden är den tidigare redovisade kassaflödesmodellen för KlaraBo.

Jämfört med vid Initiierungsanalysen har vi ändrat Bear-, Bas- och Bull-scenarioberäkningarna av motiverat aktievärde från 75% för Bear, 100% för Bas och 125% för Bull till nu 70% för Bear, 90% för Bas och 110% för Bull. Vi har gjort det för att fastighetsaktier i allmänhet och bostadsbolag i synnerhet fortsatt värderas med relativt stora substansrabatter.

Givet 30% vikt vardera för kurs/substans och P/E-tal på intjäningsförmåga samt 40% vikt på kassaflödesmodellen för KlaraBo hamnar vi på ett sammanvägt motiverat värde om 28,6 SEK/aktie i Bas-scenariot (tidigare 27,3 SEK/aktie). Detta motiverade värde varierar från 18,9 SEK/aktie i Bear-scenariot (samma som tidigare) till 36,2 SEK/aktie i Bull-scenariot (tidigare 37,5 SEK/aktie) enligt beräkningar i nedanstående tabell.

DCF-värdering Bull-scenario

(SEK per aktie)	Bear	Bas	Bull
Substansvärde (SEK/aktie)	32,4	32,4	32,4
Kurs/substans	70%	90%	100%
Motiverat värde på substansvärde	22,7	29,1	32,4
Intjäningsförmåga (SEK/aktie)	1,03	1,03	1,03
P/E-tal på intjäningsförmåga	15,0	20,0	25,0
Motiverad värdering på intjäningsförmåga	15,5	20,6	25,8
Motiverat DCF-värde (SEK/aktie)	18,7	34,2	46,9
Applicerat på substansvärde	30%	30%	30%
Applicerat på intjäningsförmåga	30%	30%	30%
Applicerat värde på DCF-värde	40%	40%	40%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
Värde SEK/aktie	18,9	28,6	36,2
Kurspotential	12%	69%	114%

Källa: Carlsquare prognoser.

Risker och utmaningar

Att förvalta bostäder är en arbetsintensiv verksamhet med låg operationell risk där vakanserna brukar vara begränsade även i mindre städer. Däremot är ägandet av fastigheter kapitalkrävande och därmed känsligt för förändringar av räntevillkor och finansieringsmöjligheter.

Kapitalintensiv och räntekänslig bransch

KlaraBos investeringar i förvaltningsfastigheter och nyproduktion av bostäder är en räntekänslig verksamhet. Detta då fastighetsinvesteringar är kapitalintensiva och lämpar sig väl för belåning. Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna, kapitalmarknadens villkor, krav från tillsynsmyndigheter samt osäkerhetsfaktorer kopplat till fastighetssektorn och omvärldshändelser, både verkliga och det som sker på världens börser. Priset på fastigheterna vid en försäljning avgörs av aktuella avkastningskrav. Dessa avkastningskrav styrs i stor utsträckning av bankernas vilja att låna ut pengar till fastighetsmarknaden i allmänhet och till de specifika fastigheterna och ägarna i synnerhet.

Kostnads- och förseningsrisker i byggprojekt

KlaraBo genomför renoveringar (hyresgäst Anpassningar) av lägenheter samt nyproduktion av bostäder. Medan renoveringsprojekten är relativt begränsade projekt är nyproduktion mer omfattande. I båda fallen finns en risk för kostnadsöverdrag, förseningar och att byggnationen inte utförs i enlighet med vad som överenskommit. Historiskt har byggkostnaderna varit volatila. Under 2022–2023 steg byggpriserna med ca 20%. Den svenska byggmarknaden kännetecknas också av en relativt begränsad konkurrens bland byggbolag och övriga leverantörer, vilket håller upp kostnadstrycket i sektorn.

Byggnader åldras och kräver underhåll

KlaraBo har köpt en stor andel lägenheter som ursprungligen är byggda på 1960- och 1970-talet. Drygt 50 år senare brukar fasader, tak, vatten- och avlopp etcetera vara nedgångna och kräva underhåll och/eller ombyggnad, i den mån det inte redan har utförts. Medan fastighetsägaren kan höja hyran vid renovering och modernisering inne i bostadslägenheter, ger det yttre underhållet av en fastighet inte någon rätt att höja hyran.

Förvaltning av bostäder är en lokal verksamhet

KlaraBo har ett geografiskt spritt bestånd från södra till norra Sverige. Bostadsförvaltning brukar vara mer arbetsintensiv än att förvalta kommersiella lokaler. Skillnaden beror på att kommersiella hyresgäster oftast är professionella företag, medan bostäder hyrs av privatpersoner som kräver mer service av fastighetsägaren. Verksamheten med att hyra ut bostäderna kräver en lokal förankring och ett nätverk där bostadsfastigheterna är belägna.

Beroende av nyckelpersoner

Även om KlaraBo har en relativt stor och som vi uppfattar det väl fungerande förvaltningsorganisation är mycket av bolagets tillväxtstrategi knutet till VD Andreas Morfiadakis. Skulle Andreas lämna bolaget kan tillväxten framöver bli lägre än den annars skulle ha blivit. Andra nyckelpersoner i bolaget är CFO Per Holmqvist och fastighetschefen Jimmy Larsson.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK), kv1 2024-kv3 2026P

	kv1 24	kv2 24	kv3 24	kv4 24	kv1 25P	kv2 25P	kv3 25P	kv4 25P	kv1 26P	kv2 26P	kv3 26P
Intäkter	156,7	157,5	158,8	157,5	178,7	186,5	187,7	188,9	198,0	199,4	200,8
Kostnader	-83,3	-60,6	-54,8	-69,5	-90,9	-68,0	-61,5	-78,0	-96,2	-70,0	-63,3
Driftnetto	73,4	96,9	104,0	88,0	87,8	118,5	126,2	110,9	101,7	129,4	137,5
Centrala administrationskostnader	-12,3	-15,0	-11,5	-13,0	-13,1	-13,1	-13,2	-13,3	-13,3	-13,4	-13,5
Rörelseresultat	61,1	81,9	92,5	75,0	74,7	105,4	113,0	97,7	88,4	116,0	124,0
Finansiella intäkter och kostnader	-40,9	-44,6	-45,3	-43,5	-41,3	-42,9	-41,6	-41,6	-41,8	-42,0	-43,4
Förvaltningsresultat	20,2	37,3	47,2	31,5	33,4	62,6	71,5	56,1	46,6	73,9	80,7
Värdeförändringar fastigheter	-45,3	11,3	12,8	132,4	22,0	23,8	24,1	24,3	24,6	24,9	25,2
Värdeförändringar derivat	44,2	-1,7	-89,0	72,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	19,1	46,9	-29,0	236,6	55,4	86,4	95,5	80,4	71,2	98,8	105,9
Skattekostnad	-15,4	-18,2	6,1	-57,6	-16,6	-25,9	-28,7	-24,1	-21,4	-29,7	-31,8
Periodens resultat	3,7	28,7	-22,9	178,9	38,8	60,5	66,9	56,3	49,8	69,2	74,1
Hänförligt till moderbolaget	3,7	28,7	-22,9	178,9	38,8	60,5	66,9	56,3	49,8	69,2	74,1
Hänförligt till minoritet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vinst (SEK per aktie)	0,03	0,22	-0,18	1,37	0,26	0,39	0,43	0,36	0,32	0,44	0,47
Genomsnittligt antal aktier	131,1	130,9	130,6	130,3	147,7	156,4	156,4	156,4	156,4	156,4	156,4

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), 2021-2028P

Resultaträkning	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	344,2	501,6	589,7	630,5	741,8	800,5	856,2	904,0
Kostnader	-154,3	-222,7	-252,5	-268,2	-298,3	-309,9	-319,1	-328,7
Driftnetto	189,9	278,9	337,2	362,3	443,5	490,6	537,0	575,3
Centrala administrationskostnader	-44,9	-46,5	-51,4	-51,8	-52,7	-53,7	-54,8	-55,9
Rörelseresultat	145,1	232,4	285,9	310,5	390,8	436,9	482,2	519,4
Finansiella intäkter och kostnader	-68,7	-119,0	-161,7	-174,3	-167,4	-170,6	-175,0	-176,7
Förvaltningsresultat	76,4	113,4	124,2	136,2	223,5	266,2	307,3	342,7
Värdoförändringar fastigheter	737,3	-25,7	-439,9	111,2	94,2	100,2	105,2	110,9
Värdoförändringar derivat	10,9	95,9	-139,8	26,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	824,6	183,6	-455,5	273,6	317,7	366,4	412,5	453,6
Skattekostnad	-184,1	-58,5	73,9	-85,1	-95,3	-109,9	-123,7	-136,1
Periodens resultat	640,5	125,1	-381,5	188,4	222,4	256,5	288,7	317,5
Övrigt total resultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens totalresultat	640,5	125,1	-381,5	188,4	222,4	256,5	288,7	317,5
Resultat hänförligt till moderbolaget	637,9	125,1	-381,5	178,9	222,4	256,5	288,7	317,5
Resultat hänförligt till minoritet	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vinst per aktie (SEK)	83,4	131,7	131,1	130,7	154,2	156,4	156,4	156,4
Genomsnittligt antal aktier (milj.st)	7,75	0,95	-2,91	1,37	1,44	1,64	1,85	2,03
Tillväxt	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	93%	46%	18%	7%	18%	8%	7%	6%
Driftnetto	96%	47%	21%	7%	22%	11%	9%	7%
Rörelseresultat	100%	60%	23%	9%	26%	12%	10%	8%
Förvaltningsresultat	113%	49%	10%	10%	64%	19%	15%	12%
Resultat före skatt	87%	n.m.	n.m.	n.m.	16%	15%	13%	10%
Periodens resultat	86%	n.m.	n.m.	n.m.	18%	15%	13%	10%
Marginaler	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Överskottsgrad	55%	56%	57%	57%	60%	61%	63%	64%
EBIT-marginal före värdoförändringar	42%	46%	48%	49%	53%	55%	56%	57%
Förvaltningsresultat-marginal	22%	23%	21%	22%	30%	33%	36%	38%
Resultat före skatt-marginal	240%	37%	-77%	43%	43%	46%	48%	50%
Nettovinst-marginal	186%	25%	-65%	30%	30%	32%	34%	35%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK) 2021-2028P

Balansräkning	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025P	2 026P	2 027P	2 028P
Immateriella anläggningstillgångar	1,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansiella Anläggningstillgångar	7 850,0	9 170,7	9 031,9	9 243,9	10 328,9	10 637,2	10 981,3	11 366,4
Materiella Anläggningstillgångar	5,3	9,8	7,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Finansiella Anläggningstillgångar	24,9	17,8	17,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivat	7,2	103,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fordringar	22,4	51,9	24,3	407,2	411,5	410,1	408,7	404,1
Likvida medel	616,5	338,3	168,5	143,0	79,9	100,8	98,3	89,9
Summa tillgångar	8 527,7	9 692,0	9 249,9	9 799,9	10 826,0	11 153,9	11 494,0	11 866,1
Eget kapital	4 206,9	4 320,0	3 936,3	4 484,2	5 078,2	5 314,0	5 581,1	5 875,8
Derivat	0,0	0,0	36,7	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Uppskjutet skatteskuld	281,0	309,2	216,0	269,2	288,6	309,2	330,9	353,8
Långfristiga räntebärande skulder	3 124,8	4 800,6	4 762,7	3 762,0	4 179,0	4 249,0	4 299,0	4 349,0
Kortfristiga räntebärande skulder	759,1	97,5	116,1	1 128,2	1 128,2	1 128,2	1 128,2	1 128,2
Övriga skulder	155,9	164,7	182,0	145,8	141,5	142,9	144,3	148,9
Eget kapital och skulder	8 527,7	9 692,0	9 249,9	9 799,9	10 826,0	11 153,9	11 494,0	11 866,1
Likviditet	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Balanslikviditet	2%	20%	8%	32%	32%	32%	32%	32%
Likviditetsgrad	70%	149%	65%	43%	39%	40%	40%	39%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	129%	57%	11%	6%	8%	8%	7%
Soliditet	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	3 267	4 560	4 710	4 747	5 227	5 276	5 329	5 387
Nettoskuld/EBIT	22,5x	19,6x	16,5x	15,3x	13,4x	12,1x	11,1x	10,4x
Nettoskuld/EK	78%	106%	120%	106%	103%	99%	95%	92%
Skuld/EK	92%	113%	124%	109%	105%	101%	97%	93%
Soliditet	49%	45%	43%	46%	47%	48%	49%	50%
Lönsamhetsmått	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Avkastning på eget kapital	22%	3%	-9%	5%	5%	5%	5%	6%
Avkastning på totalt kapital	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	5%
Avkastning på investerat kapital	10%	1%	-4%	2%	2%	3%	3%	3%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK) 2021-2028P

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Rörelseresultat	145,1	232,4	285,9	310,5	390,8	436,9	482,2	519,4
Justering för poster som inte ingår i kassaflödet	1,3	2,2	2,7	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhållen ränta	0,0	1,4	7,5	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Betald ränta	-74,2	-105,4	-171,2	-175,3	-171,4	-174,6	-179,0	-180,7
Betald skatt	-18,5	-25,3	-23,6	-23,4	-95,3	-109,9	-123,7	-136,1
Kassaflöde från den löpande rörelsen	53,7	105,4	101,3	118,2	128,2	156,3	183,5	206,6
Förändring rörelsefordringar/-skulder	10,0	-8,9	31,5	-35,8	-8,6	2,7	2,9	9,1
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	63,8	96,5	132,7	82,4	119,6	159,0	186,4	215,8
Förvärv av förvaltningsfastigheter	21,4	-252,4	0,0	-77,3	-808,0	0,0	0,0	0,0
Försäljning av förvaltningsfastigheter	0,0	0,0	0,0	123,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Utköp av innehav utan bestämmande inflytande	-406,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investering i befintliga förvaltningsfastigheter	-154,9	-197,1	-161,5	-144,0	-182,7	-208,2	-238,9	-274,1
Nyproduktionsinvesteringar	-135,2	-117,4	-117,1	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhållet investeringsstöd	25,5	20,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-0,5	-1,3	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-651,0	-547,8	-279,1	-103,1	-990,7	-208,2	-238,9	-274,1
Nyemission netto	1 137,8	0,0	0,0	0,0	391,0	0,0	0,0	0,0
Likvid från teckningsoptioner	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyupptagna finansiella skulder	893,1	557,8	30,8	100,0	417,0	70,0	50,0	50,0
Låneupptagningskostnader	-2,2	-14,6	0,0	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortering av finansiella skulder	-1 019,9	-358,4	-52,1	-84,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändring byggnadskreditiv	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Återköp av egna aktier	0,0	-11,7	-2,1	-16,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	1 021,2	173,1	-23,4	-4,7	808,0	70,0	50,0	50,0
Periodens kassaflöde	433,9	-278,2	-169,8	-25,5	-63,1	20,9	-2,5	-8,4
Likvida medel vid periodens början	182,7	616,5	338,3	168,5	143,0	79,9	100,8	98,3
Likvida medel vid periodens slut	616,5	338,3	168,5	143,0	79,9	100,8	98,3	89,9
Nyckeltal	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Kassaflöde löp. verksamhet/Intäkter	0,16x	0,21x	0,17x	0,19x	0,17x	0,20x	0,21x	0,23x
Kassaflöde, löp. verksamhet/tillgångar	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,02x	0,02x
Utdelning kronor per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.