

Uppdatering kv3 2025

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

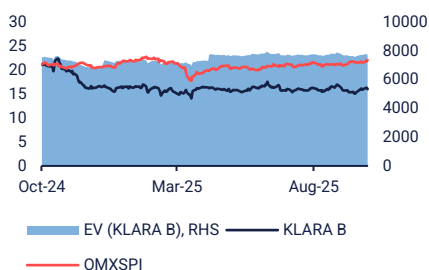
Senast: 15,96 SEK

Marknadsvärde: 2 450 MSEK

Bloomberg: KLARAB:SS

Refinitiv Eikon: KLARAB.ST

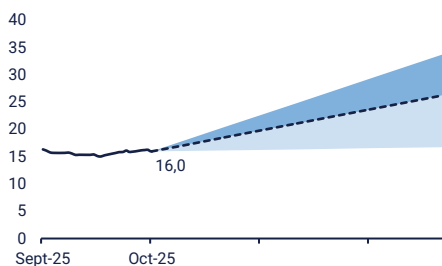
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-21,3	-2,7	-2,2	-2,2

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	17,5	27,0	34,6
Upp-/nedsida (%)	10	69	117

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson

Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke

Equity Analyst

Renoveringar ger värdetillväxt

KlaraBo ("KlaraBo" eller "Bolaget") redovisade ett förvaltningsresultat för kv3 2025 som var 10% lägre än vårt estimat. Men en värdeökning på renoverade fastigheter på 84 MSEK lyfte resultat efter finansnetto väsentligt. Vi justerar upp vår riktkurs för KlaraBo-aktien till 27,0 SEK/aktie i Bas-scenariot (tidigare 26,2 SEK/aktie) med anledning av våra uppdaterade prognoser på KlaraBo samt en genomgång av aktuell värdering av fastighetssektorn.

Litet sämre förvaltningsresultat, men stora värdeökningar

Bolaget redovisade ett driftnetto på 118,7 SEK, jämfört med vårt estimat på 123,5 MSEK. Förvaltningsresultatet blev 56,3 MSEK i kv3 2025, där vår prognos före rapporten var 62,8 MSEK. Det motsvarar en negativ avvikelse på ca 10%.

KlaraBo redovisade däremot en värdeökning om 84 MSEK för fastigheterna under kv3 2025, vilket väsentligt översteg vår prognos på 24,6 MSEK. Dessa värdeförändringar är i stort sett hänförliga till förbättrade kassaflöden i fastigheterna efter genomförda renoveringar. Värdeökningen motsvarar 0,8% av fastigheternas marknadsvärde per 30 juni 2025. Som jämförelse redovisade andra bostadsbolag som Heba, John Mattsson och Neobo en värdeökning på sina fastigheter på i genomsnitt 0,2% under kv3 2025.

Det uppstod även en positiv värdeförändring på finansiella derivat i KlaraBos kv3-resultat, dock med ett större belopp (29,6 MSEK) än vår prognos om 10 MSEK. Bolaget använder räntederivat som ett verktyg för att försäkra sig som en stabil och så låg effektiv räntekostnad på låneportföljen som möjligt.

Enligt Carlsquare Equity Researchs sätt att beräkna substansvärde för fastighetsbolag (avdrag för 5% latent skatt på övervärden fastigheter samt ingen återläggning av räntederivat) uppgick KlaraBos substansvärde till 33,1 SEK per aktie den 30 september 2025. Aktien noteras till 16,24 SEK, vilket motsvarar en substansrabatt på mycket höga 51%. Med hänsyn till belåning innebär det att investerarna älsätter fastigheternas marknadsvärde en rabatt på omkring 25%.

Nytt motiverat värde 27 SEK per aktie

Till följd av en något lägre intjäningsförmåga än tidigare i kombination med ett högre substansvärde beräknar Carlsquare Equity Research fram till ett nytt motiverat värde för KlaraBo-aktien på 27,0 SEK/aktie (tidigare 26,2 SEK/aktie). 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 17,5 SEK/aktie (tidigare 16,7 SEK) i ett Bear-scenario till 34,6 SEK/aktie i Bull-scenario (tidigare 33,7 SEK) /aktie.

Nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Intäkter	502	590	630	722	780	835
Driftnetto	279	337	362	417	464	510
Rörelseresultat	232	286	311	363	416	461
Förvaltningsresultat	113	124	136	172	226	259
Res. efter fin. netto	184	-455	274	542	368	407
Årets resultat	125	-382	188	421	258	285
Överskottsgrad	56%	57%	57%	58%	59%	61%
Nettovinstmarginal, %	25%	-65%	30%	58%	33%	34%
Resultat SEK per aktie	0,95	-2,91	1,37	2,74	1,68	1,85
P/E	19,4x	-5,8x	12,0x	5,8x	9,5x	8,6x
Eget kapital/aktie	32,9	30,2	29,2	31,7	33,1	34,8
Soliditet	45%	43%	46%	45%	46%	47%
P/EK	0,56x	0,56x	0,56x	0,50x	0,48x	0,46x
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 nå 8% avkastning på investerat kapital och en årlig vinstökning på ca 12%. Bostadsbolagen har fått hyresökningar på ca 5% under 2025, medan fastighetsbolag med kontor och andra kommersiella lokaler ligger på ungefär oförändrade hyresnivåer. 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 kostnadseffektivt 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, vilket givet en hyresökning på ca 40% räknat från utgående hyresnivå på ca 1 200 SEK per kvm och år ger 8% avkastning på investerat kapital. Under 2025 har Bolaget fått ca 5% hyreshöjning på sin bostadsportfölj. Bolaget kan addera ca 2–3%-enheter genom renovering av lägenheter i beståndet. Renoveringstakten av antalet lägenheter har varit låg under 2023 och 2024, men ökade med 23% om de första nio månaderna 2025 jämförs med motsvarande period 2024.

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 men 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. De bostadsområden där KlaraBo äger fastigheter som ska renoveras är ofta förvärvade från allmännyttiga bolag. Det handlar i en del fall om miljonprogramsområden, men också om socioekonomiskt något mer stabila områden.

Banklån dominerar låneportföljen

Fastighetsinvesteringar är en kapitalkrävande verksamhet, där räntenivån på företagets lån får en stor betydelse på förvaltningsresultatet. KlaraBo finansierar sina fastighetsförvärv och byggnation med enbart banklån. KlaraBo har fyra storbanker som står för huvuddelen av belåningen av Bolagets fastigheter. Men ledningen öppnade vid kv3 2025-rapportgenomgången för att även ta upp lån i obligationsmarknaden framöver, då villkoren på denna marknad har förbättrats. KlaraBo genomförde under kv2 2025 refinansiering av lån på ca 1 miljard SEK (ca 20% av den totala låneportföljen) med lägre räntemarginaler som resultat.

Antaganden och prognoser

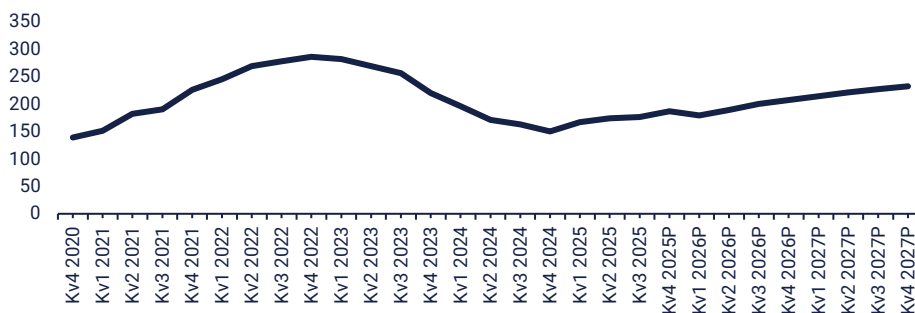
Carlsquare räknar i sina prognoser med att KlaraBos renoveringstakt av lägenheter kommer att fortsätta öka i samma takt kv4 2025-kv4 2027 som vi antog i vår senaste prognos efter kv2 2025-rapporten. Vi har i våra intäktsprognoser antagit att hyreshöjningar plus renoveringar kommer att ge Bolaget en årlig hyrestillväxt på 7,3% 2026 och 7,2% 2027. Dessa siffror avser organisk hyrestillväxt utan hänsyn till förvärv.

Tillväxt parallellt med förbättrat resultat

Renoveringar höjer hyrestillväxten

Efter förvärvet av Fredriksdals-beståndet i Helsingborg består KlaraBos fastighetsbestånd av ca 7 400 lägenheter, varav omkring 4 000 lägenheter bedöms som möjliga att renovera. Genom förvärvet i Helsingborg ökade antalet lägenheter i Bolagets fastighetsportfölj med mellan 11 och 12%. 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 sjönk den årliga renoveringstakten till 150 renoverade lägenheter per år den 31 december 2024. Under de nio första månaderna 2025 steg antalet renoverade lägenheter i rullande årstakt till 176 st. Vi estimerar att antalet renoverade lägenheter kommer att öka till 187 st per 31 december 2025, till 207 st per 31 december 2026 samt till 232 st per 31 december 2027.

Renoverade lägenheter/år kv4 2020-kv3 2025 samt prognos kv4 2025-kv4 2027



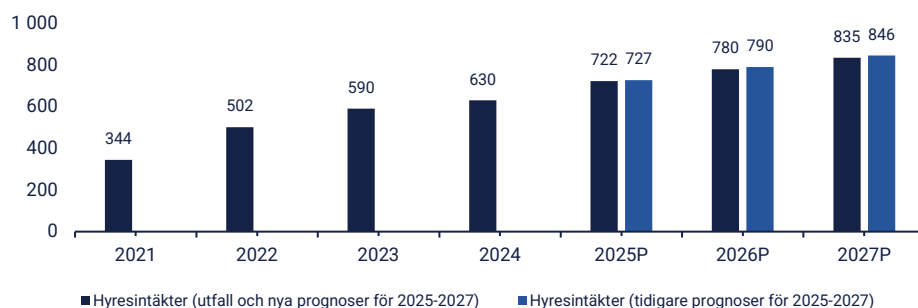
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Mätt för perioden från kv1 2019 till kv3 2025 blev den generella höjningen av KlaraBos bostadshyror 2,9% per år utan hänsyn till lägenhetsrenoveringar och 5,0% per år om även hyreshöjningar kopplade till lägenhetsrenoveringarna inkluderas.

Prognos för KlaraBos hyresintäkter

Dessa procentuella antaganden vad gäller hyresintäkter leder fram till följande utfall och prognoser vad gäller KlaraBos hyresintäkter för perioden 2021–2027P.

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



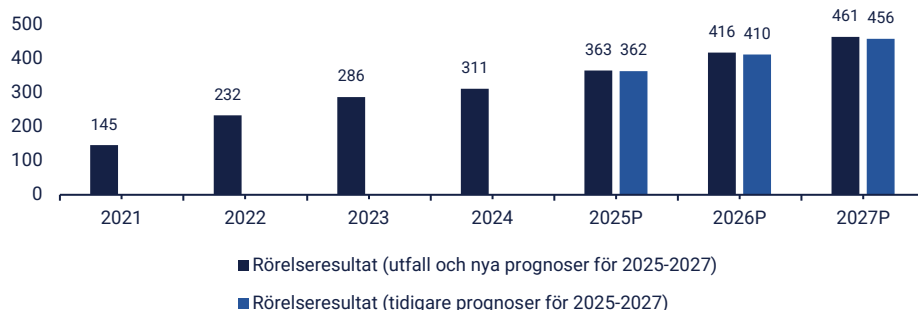
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Driftskostnads- och rörelseresultatprognos

Vi antar, liksom tidigare, att driftskostnader för KlaraBos fastigheter ökar med 3% i årstakt från och med kv4 2025 till och med kv4 2027. Samtidigt sänker vi prognosen för centrala administrationskostnader från tidigare 16,1 MSEK till 11,7 MSEK per kvartal från och med kv4 2025. Denna prognosändring stöds av det lägre utfallet på 12,6 MSEK i kv3 2025 och vidare av bolagets prognos framåt i intjäningsförmågan. De centrala administrationskostnaderna antas sedan öka med 2,0% per år från denna nivå till och med kv4 2027. Vi får då ett utfall för rörelseresultat 2020–2024 samt prognos för 2025–2027 enligt nedanstående graf.

Det finns en potential för KlaraBo 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

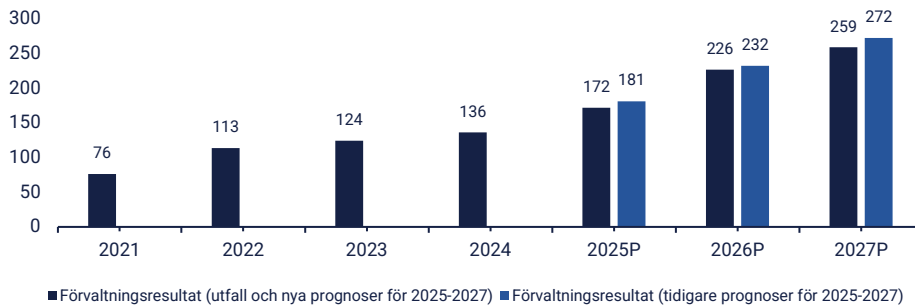


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Prognos finansnetto och förvaltningsresultat

KlaraBo lyckades sänka sin genomsnittliga räntekostnad från 3,6% i kv3 2024 till 3,3% per 31 december 2024. Under kv1 2025 ökade den genomsnittliga räntekostnaden till 3,4% och låg kvar på denna nivå under kv2 2025 för att öka till 3,7% genomsnittlig låneränta under kv3 2025. Vi antar att Bolagets genomsnittliga räntekostnad sjunker till 3,6% under 2026, för att öka till 3,8% genomsnittlig låneränta under 2027.

KlaraBo. Förvaltningsresultat (MSEK), 2020-2027P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Värdering av jämförbara bolag

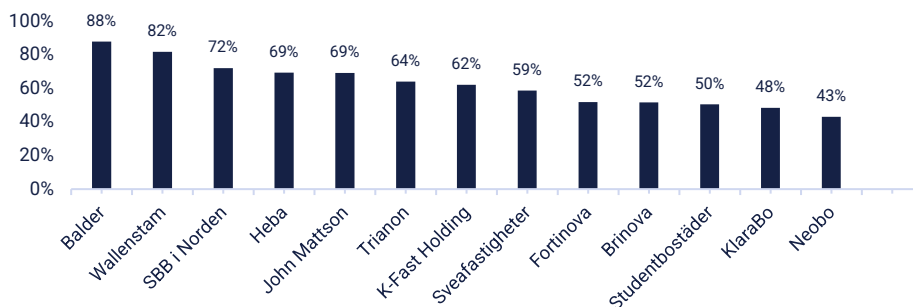
Carlsquare uppdaterar kvartalsvis nyckeltal för 40 svenska fastighetsbolag. Det ger en stark jämförelsebas för att avgöra vad som är en rimlig värdering för en fastighetsaktie liksom av under-sektorer som bostadsbolag, där KlaraBo hör hemma.

Nyckeltal för 40 svenska börsnoterade fastighetsbolag

I vår referensgrupp har vi valt ut 40 svenska börsnoterade fastighetsbolag med ett marknadsvärde från som mest Balder (88 mdr SEK), Sagax (77 mdr SEK) och Castellum (55 mdr SEK) till 23 bolag med ett marknadsvärde på mellan 440 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 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. I de jämförande graferna nedan har vi valt att exkludera K2A, då bolaget värderas med låga nyckeltal och har en svag intjäningsförmåga.

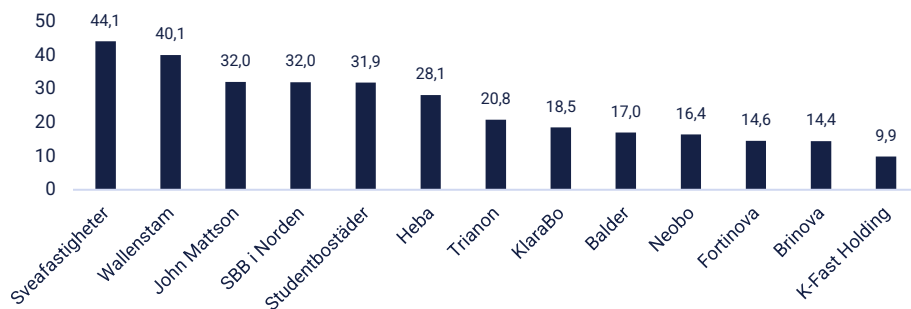
13 bostadsfastighetsaktier rangordnade efter kurs/substansvärde



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Sedan vår senaste analysuppdatering den 17 juli 2025 är det främst SBB, Balder, Sveafastigheter och Studentbostäder som har värderats upp. I SBB:s fall handlar det om att bolaget håller på att stärkas finansiellt, delvis med hjälp av sin nya ägare Aker (Kjell-Inge Rokke). Sveafastigheter har dragit nytta av att vara intressebolag till SBB och Kjell-Inge Rokke har köpt en större aktiepost i Sveafastigheter under perioden.

13 bostadsfastighetsaktier rangordnade efter P/E-tal på intjäningsförmåga



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Den största multipelexpansionen vad gäller P/E-tal (dvs värdering baserat på bolagens intjäningsförmåga före värdeförändringar) sedan vår senaste analysuppdatering den 17 juli 2025 är i stort sett samma bolag som har värderats upp mest under perioden, dvs SBB, Sveafastigheter och Studentbostäder. Investerare bör inte fästa allt för stor vikt vid den låga P/E-tals-multipeln för K-Fast Holding. Detta då detta nyckeltal är beräknat med Brinova konsoliderat, en situation som sannolikt inte kommer att bestå någon längre tid.

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)	Substansvärde (SEK)	Implicit yield	Implicit hyresmultipel	Kurs/Subst.
Balder	73,74	87751	13700	9086	17,0x	226056	100140	4,3%	15,4x	88%
Brinova	16,65	3834	1090	710	14,4x	18975	7432	4,7%	13,9x	52%
Fortinova	25,00	1283	389	204	14,6x	5035	2480	5,4%	9,8x	52%
Heba	32,50	5044	606	399	28,1x	13868	7275	3,6%	18,5x	69%
John Mattson	66,40	5033	673	420	32,0x	14544	7280	3,5%	17,9x	69%
K2A	5,16	443	278	181	68,6x	6135	1915	3,9%	16,6x	23%
K-Fast Holding	14,82	3646	1221	765	9,9x	24037	5881	3,6%	17,6x	62%
KlaraBo	15,96	2450	735	367	18,5x	10534	5075	4,7%	10,5x	48%
Neobo	19,38	2818	965	455	16,4x	13873	6552	4,6%	10,3x	43%
SBB i Norden	5,72	9262	3249	1393	32,0x	54438	12879	2,8%	15,3x	72%
Studentbostäder	1,80	1249	490	272	31,9x	8100	2481	4,1%	13,7x	50%
Sveafastigheter	45,5	9100	1557	717	44,1x	28568	15522	3,4%	13,7x	59%
Trianon	20,3	3743	784	454	20,8x	12299	5857	4,5%	12,7x	64%
Wallenstam	46,04	29512	3268	2163	40,1x	69667	36120	3,7%	17,7x	82%
Median		3788	875	17587	24,5x	14208	6914	4,0%	14,6x	60%

Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Som en jämförelse redovisar vi motsvarande nyckeltal för övriga 26 börsnoterade fastighetsbolag som hyr ut kommersiella lokaler och som Carlsquare också har under bevakning. Denna kategori av fastighetsbolag värderas generellt högre än bostadsbolagen, framför allt relativt bolagens substansvärden. Däremot har bolag som Fabege och Fastpartner med flera redovisat ökade vakansgrader i sina kontorsbestånd i Stockholmsregionen. Men efter Atrium Ljungbergs och Platzers kv3 2025-rapporter den 10 oktober har investerarnas tro om att vi närmar oss en konjunkturuppgång vad gäller kontorsefterfrågan ökat. Vi är inte helt övertygade om att så är fallet än.

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	19,44	1720	343	204	20,2x	5121	2741	5,0%	11,8x	63%
Arlandastad	30,20	1910	172	63	44,2x	6173	5146	2,1%	neg.	37%
Atrium Ljungberg	36,06	22734	3137	2113	22,5x	59051	32962	4,6%	14,7x	69%
Castellum	112,85	55534	9591	6211	15,8x	137328	72938	5,3%	12,2x	76%
Catena	476,00	28731	2589	2086	23,0x	42346	25108	4,7%	17,1x	114%
Cibus	171,15	14049	1846	1364	27,6x	27090	10839	4,5%	16,4x	130%
Corem	4,15	5709	3575	2096	9,5x	51407	16249	5,3%	11,1x	35%
Diös	71,20	10095	2694	1773	11,9x	32644	13364	6,2%	10,6x	76%
Eastnine	49,85	4874	676	583	17,8x	10635	5372	5,8%	14,9x	91%
Emilshus	56,80	7166	979	748	19,1x	11852	4285	5,1%	14,9x	167%
Fabege	88,00	27683	3634	2542	23,1x	78450	43786	4,2%	16,6x	63%
Fastpartner	56,20	10189	2250	1486	14,6x	33921	16020	5,4%	12,3x	64%
Genova	40,20	1834	512	371	10,3x	9617	3169	5,9%	12,2x	58%
Hufvudstaden	131,10	26522	3324	1671	24,6x	47414	34901	4,4%	11,4x	76%
Intea	67,00	14354	1560	1250	20,0x	25662	12743	4,8%	16,8x	113%
Logistea	15,55	7939	1141	926	17,9x	15642	7662	5,9%	13,7x	104%
Nivika	42,50	4033	804	516	19,8x	12513	6152	5,2%	12,4x	66%
NP3 Fastigheter	275,00	16935	2237	1624	19,2x	24863	9643	5,1%	14,1x	176%
Nyfosa	86,50	18001	3478	2237	15,6x	39561	18693	5,9%	11,0x	96%
Pandox	191,80	37325	3901	3275	21,7x	61060	36689	5,4%	15,5x	102%
Platzer	78,80	9441	1691	1254	15,4x	29659	14777	5,2%	14,2x	64%
Sagax	227	76828	5377	4282	20,8x	66231	39107	4,2%	19,1x	196%
Stendörren	208	6782	1044	747	20,3x	14942	6275	5,0%	14,2x	108%
Stenhus	10,32	3747	988	695	12,3x	13356	5996	6,4%	11,0x	62%
SLP	43,25	11254	1031	870	23,9x	16436	8081	4,6%	18,4x	139%
Wihlborgs	95,55	29375	4346	3022	18,7x	63457	28070	4,9%	14,3x	105%
Median		10721	2041	44009	19,5x	28374	13053	5,1%	14,2x	83%

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 något högre än det avkastningskrav som fastighetsvärderarna använder i sina värderingar av KlaraBos fastigheter. Det relativt låga avkastningskravet kan delvis motiveras av att Bolagets effektiva räntekostnad uppgick till 3,7% per 30 september 2025. 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 blir 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 32,3 SEK/aktie i Bas-scenariot (tidigare 29,5 SEK/aktie). Detta DCF-värde varierar från 16,8 SEK/aktie i Bear-scenariot (tidigare 14,1 SEK/aktie) till 45,6 SEK/aktie i Bull-scenariot (tidigare 42,3 SEK/aktie). Anledningen att de diskonterade kassaflödena blir högre än vid vår senaste analysuppdatering efter kv2 2025-rapporten förklaras av lägre centrala administrationskostnader, medan de något högre räntekostnaderna inte ingår i denna nuvärdeskalkyl.

DCF-värdering Bas-scenario

(MSEK)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Intäkter	721,9	780,0	835,4	882,3	899,9
Driftskostnader	-304,5	-316,2	-325,7	-335,5	-342,2
Centrala administrationskostnader	-54,1	-47,4	-48,3	-49,3	-50,3
Rörelseresultat före avskrivningar	363,3	416,4	461,4	497,5	507,4
Skatt	-121,3	-110,5	-122,0	-133,9	-132,9
Förändringar i rörelsekapital	-365,7	-4,5	4,3	19,8	0,0
Investeringar	-151,5	-168,4	-193,2	-221,7	0,0
Kassaflöde	-275,2	132,9	150,5	161,6	12 482,3
Nuvärde kassaflöde	-280,3	127,7	136,4	138,2	10 069,7
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	10 191,6				
Nettoskuld per 30 september 2025	-5 233,6				
Motiverat värde (MSEK)	4 958,0				
Motiverat värde per aktie (SEK)	32,3				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	3,0%				

Källa: Carlsquare prognoser.

DCF-värdering Bear-scenario

(MSEK)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Intäkter	721,9	756,6	810,4	855,8	872,9
Driftskostnader	-304,5	-316,2	-325,7	-335,5	-342,2
Centrala administrationskostnader	-54,1	-47,4	-48,3	-49,3	-50,3
Rörelseresultat före avskrivningar	363,3	393,0	436,3	471,0	480,4
Skatt	-90,8	-117,9	-130,9	-141,3	-144,1
Förändringar i rörelsekapital	-365,7	-4,5	4,3	19,8	0,0
Investeringar	-151,5	-168,4	-193,2	-221,7	0,0
Kassaflöde	-244,7	102,2	116,5	127,7	9 608,3
Nuvärde kassaflöde	-249,2	98,2	105,6	109,2	7 751,1
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	7 814,9				
Nettoskuld per 30 september 2025	-5 233,6				
Motiverat värde (MSEK)	2 581,3				
Motiverat värde per aktie (SEK)	16,8				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	2,5%				

Källa: Carlsquare prognoser.

DCF-värdering Bull-scenario

(MSEK)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Intäkter	721,9	803,4	860,5	908,7	926,9
Driftskostnader	-304,5	-316,2	-325,7	-335,5	-342,2
Centrala administrationskostnader	-54,1	-47,4	-48,3	-49,3	-50,3
Rörelseresultat före avskrivningar	363,3	439,8	486,4	523,9	534,4
Skatt	-90,8	-131,9	-145,9	-157,2	-160,3
Förändringar i rörelsekapital	-365,7	-4,5	4,3	19,8	0,0
Investeringar	-151,5	-168,4	-193,2	-221,7	0,0
Kassaflöde	-244,7	134,9	151,6	164,8	14 963,5
Nuvärde kassaflöde	-249,2	129,6	137,4	140,9	12 071,2
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	12 230,0				
Nettoskuld per 30 september 2025	-5 233,6				
Motiverat värde (MSEK)	6 996,4				
Motiverat värde per aktie (SEK)	45,6				
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.

I våra Bear-, Bas- och Bull-scenario-beräkningar av motiverat aktievärde räknar vi med kurs/substansrelationer om 70% för Bear, 90% för Bas och 110% för Bull. Vi har gjort det för att fastighetsaktier i allmänhet och bostadsbolag i synnerhet 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 27,0 SEK/aktie i Bas-scenariot (tidigare 26,2 SEK/aktie). Detta motiverade värde varierar från 17,5 SEK/aktie i Bear-scenariot (tidigare 16,7 SEK/aktie) till 34,6 SEK/aktie i Bull-scenariot (tidigare 33,7 SEK/aktie) enligt beräkningar i nedanstående tabell.

DCF-värdering Bull-scenario

(SEK per aktie)	Bear	Bas	Bull
Substansvärde (SEK/aktie)	33,1	33,1	33,1
Kurs/substans	70%	90%	100%
Motiverat värde på substansvärde	23,1	29,8	33,1
Intjäningsförmåga (SEK/aktie)	0,86	0,86	0,86
P/E-tal på intjäningsförmåga	15,0	20,0	25,0
Motiverad värdering på intjäningsförmåga	12,9	17,2	21,5
Motiverat DCF-värde (SEK/aktie)	16,8	32,3	45,6
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	17,5	27,0	34,6
Kurspotential	10%	69%	117%

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. Ägandet av fastigheter är kapitalkrävande och 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 huvudägarna i respektive bolag i synnerhet.

Kostnads- och förseningsrisker i byggprojekt

KlaraBo genomför renoveringar (hyresgästpassningar) av lägenheter samt nyproduktion av bostäder. Medan renoveringsprojekten är relativt begränsade projekt är nyproduktion mer omfattande. I båda fallen finns en risk för kostnadsöverdrag, medan risken för förseningar samt att byggnationen inte utförs i enlighet med vad som överenskommit är störst vad gäller nyproduktion. Under 2022–2023 steg byggpriserna med ca 20%. Den svenska byggmarknaden kännetecknas av en relativt begränsad konkurrens bland byggbolag och övriga leverantörer, vilket håller uppe kostnadstrycket i sektorn. Under 2025 har byggpriserna i Sverige stabiliserats på en relativt hög nivå.

Byggnader åldras och kräver underhåll

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

Förvaltning av bostäder är en lokal verksamhet

KlaraBo har ett geografiskt spritt bestånd från södra till norra Sverige. Bostadsförvaltning är mer arbetsintensiv än att förvalta kommersiella lokaler. Skillnaden beror på att kommersiella hyresgäster huvudsakligen är professionella företag, medan bostäder hyrs av många privatpersoner som kräver mer service av fastighetsägaren. Verksamheten med att hyra ut bostäderna kräver också 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 Magnus Nordholm och fastighetschefen Jimmy Larsson.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK), kv2 2024-kv4 2026P

	Kv2 24	Kv3,24	Kv4,24	Kv1,25	Kv2,25	Kv3,25	Kv4, 25P	Kv1,26P	Kv2,26P	Kv3,26P	Kv4,26P
Intäkter	157,5	158,8	157,5	175,1	180,5	182,4	183,9	192,7	194,2	195,8	197,3
Kostnader	-60,6	-54,8	-69,5	-91,9	-70,9	-63,7	-78,0	-97,3	-73,1	-65,6	-80,3
Driftnetto	96,9	104,0	88,0	83,2	109,6	118,7	105,9	95,4	121,1	130,2	117,0
Centrala administrations- kostnader	-15,0	-11,5	-13,0	-13,8	-16,0	-12,6	-11,7	-11,8	-11,8	-11,9	-11,9
Rörelseresultat	81,9	92,5	75,0	69,4	93,6	106,2	94,2	83,6	109,3	118,3	105,1
Finansiella intäkter och kostnader	-44,6	-45,3	-43,5	-44,6	-47,0	-49,9	-50,1	-47,3	-47,4	-47,6	-47,7
Förvaltningsresultat	37,3	47,2	31,5	24,8	46,5	56,3	44,1	36,3	61,9	70,7	57,4
Värdeförändringar fastigheter	11,3	12,8	132,4	240,0	33,5	84,1	34,7	35,0	35,4	35,7	36,1
Värdeförändringar derivat	-1,7	-89,0	72,7	16,7	-68,4	29,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	46,9	-29,0	236,6	281,5	11,6	170,0	78,8	71,3	97,3	106,4	93,5
Skattekostnad	-18,2	6,1	-57,6	-52,2	-4,9	-40,6	-23,6	-21,4	-29,2	-31,9	-28,0
Periodens resultat	28,7	-22,9	178,9	229,3	6,7	129,4	55,1	49,9	68,1	74,5	65,4
Hänförligt till moderbolaget	28,7	-22,9	178,9	229,3	6,7	129,4	55,1	49,9	68,1	74,5	65,4
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)	0,22	-0,18	1,37	1,49	0,04	0,84	0,36	0,33	0,44	0,49	0,43
Genomsnittligt antal aktier	130,9	130,6	130,3	154,2	153,5	153,5	153,5	153,5	153,5	153,5	153,5

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	721,9	780,0	835,4	882,3
Kostnader	-154,3	-222,7	-252,5	-268,2	-304,5	-316,2	-325,7	-335,5
Driftnetto	189,9	278,9	337,2	362,3	417,4	463,8	509,7	546,8
Centrala administrationskostnader	-44,9	-46,5	-51,4	-51,8	-54,1	-47,4	-48,3	-49,3
Rörelseresultat	145,1	232,4	285,9	310,5	363,3	416,4	461,4	497,5
Finansiella intäkter och kostnader	-68,7	-119,0	-161,7	-174,3	-191,6	-190,0	-202,7	-205,5
Förvaltningsresultat	76,4	113,4	124,2	136,2	171,7	226,4	258,7	292,0
Värdeförändringar fastigheter	737,3	-25,7	-439,9	111,2	392,3	142,1	148,0	154,5
Värdeförändringar derivat	10,9	95,9	-139,8	26,2	-22,1	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	824,6	183,6	-455,5	273,6	541,9	368,5	406,7	446,5
Skattekostnad	-184,1	-58,5	73,9	-85,1	-121,3	-110,5	-122,0	-133,9
Periodens resultat	640,5	125,1	-381,5	188,4	420,5	257,9	284,7	312,5
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	420,5	257,9	284,7	312,5
Resultat hänförligt till moderbolaget	637,9	125,1	-381,5	178,9	420,5	257,9	284,7	312,5
Resultat hänförligt till minoritet	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vinst per aktie (SEK)	7,75	0,95	-2,91	1,37	2,74	1,68	1,85	2,04
Genomsnittligt antal aktier (milj.st)	83,4	131,7	131,1	130,7	153,7	153,5	153,5	153,5
Tillväxt	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	93%	46%	18%	7%	14%	8%	7%	6%
Driftnetto	96%	47%	21%	7%	15%	11%	10%	7%
Rörelseresultat	100%	60%	23%	9%	17%	15%	11%	8%
Förvaltningsresultat	113%	49%	10%	10%	26%	32%	14%	13%
Resultat före skatt	87%	n.m.	n.m.	n.m.	98%	-32%	10%	10%
Periodens resultat	86%	n.m.	n.m.	n.m.	123%	-39%	10%	10%
Marginaler	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Överskottsgrad	55%	56%	57%	57%	58%	59%	61%	62%
EBIT-marginal före värdeförändringar	42%	46%	48%	49%	50%	53%	55%	56%
Förvaltningsresultat-marginal	22%	23%	21%	22%	24%	29%	31%	33%
Resultat före skatt-marginal	240%	37%	-77%	43%	75%	47%	49%	51%
Nettovinst-marginal	186%	25%	-65%	30%	58%	33%	34%	35%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK) 2021-2028P

Balansräkning	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
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	10 607,1	10 917,6	11 258,7	11 635,0
Materiella Anläggningstillgångar	5,3	9,8	7,7	5,5	4,1	4,1	4,1	4,1
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	28,2	25,9	28,1	37,9
Likvida medel	616,5	338,3	168,5	143,0	95,8	147,8	187,0	178,5
Summa tillgångar	8 527,7	9 692,0	9 249,9	9 799,9	10 735,4	11 095,6	11 478,1	11 855,7
Eget kapital	4 206,9	4 320,0	3 936,3	4 484,2	4 860,0	5 088,6	5 342,8	5 623,5
Derivat	0,0	0,0	36,7	10,6	32,7	32,7	32,7	32,7
Uppskjutet skatteskuld	281,0	309,2	216,0	269,2	355,2	384,5	415,0	446,8
Långfristiga räntebärande skulder	3 124,8	4 800,6	4 762,7	3 762,0	4 788,9	4 888,9	4 988,9	5 063,9
Kortfristiga räntebärande skulder	759,1	97,5	116,1	1 128,2	566,2	566,2	566,2	566,2
Övriga skulder	155,9	164,7	182,0	145,8	132,4	134,7	132,5	122,6
Eget kapital och skulder	8 527,7	9 692,0	9 249,9	9 799,9	10 735,4	11 095,6	11 478,1	11 855,7
Likviditet	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Balanslikviditet	2%	20%	8%	32%	4%	4%	4%	6%
Likviditetsgrad	70%	149%	65%	43%	18%	25%	31%	31%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	129%	57%	11%	14%	21%	27%	26%
Soliditet	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	3 267	4 560	4 710	4 747	5 259	5 307	5 368	5 452
Nettoskuld/EBIT	22,5x	19,6x	16,5x	15,3x	14,5x	12,7x	11,6x	11,0x
Nettoskuld/EK	78%	106%	120%	106%	108%	104%	100%	97%
Skuld/EK	92%	113%	124%	109%	110%	107%	104%	100%
Soliditet	49%	45%	43%	46%	45%	46%	47%	47%
Lönsamhetsmått	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Avkastning på eget kapital	22%	3%	-9%	5%	9%	5%	6%	6%
Avkastning på totalt kapital	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
Avkastning på investerat kapital	10%	1%	-4%	2%	4%	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	363,4	416,4	461,4	497,5
Justering för poster som inte ingår i kassaflödet	1,3	2,2	2,7	2,5	1,5	0,0	0,0	0,0
Erhållen ränta	0,0	1,4	7,5	3,9	1,7	1,6	1,6	1,6
Betald ränta	-74,2	-105,4	-171,2	-175,3	-189,4	-191,6	-204,3	-207,1
Betald skatt	-18,5	-25,3	-23,6	-23,4	-63,4	-110,5	-122,0	-133,9
Kassaflöde från den löpande rörelsen	53,7	105,4	101,3	118,2	113,8	115,8	136,7	158,0
Förändring rörelsefordringar/-skulder	10,0	-8,9	31,5	-35,8	-6,8	4,5	-4,3	-19,8
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	63,8	96,5	132,7	82,4	106,9	120,4	132,4	138,3
Förvärv av förvaltningsfastigheter	21,4	-252,4	0,0	-77,3	-804,5	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	-151,5	-168,4	-193,2	-221,7
Nyproduktionsinvesteringar	-135,2	-117,4	-117,1	-5,2	-1,9	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	-0,3	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 investeringsverksamhet	-651,0	-547,8	-279,1	-103,1	-958,2	-168,4	-193,2	-221,7
Nyemission netto	1 137,8	0,0	0,0	0,0	383,7	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	510,0	100,0	100,0	75,0
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	-44,6	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	-45,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	1 021,2	173,1	-23,4	-4,7	804,1	100,0	100,0	75,0
Periodens kassaflöde	433,9	-278,2	-169,8	-25,5	-47,2	52,0	39,2	-8,4
Likvida medel vid periodens början	182,7	616,5	338,3	168,5	143,0	95,8	147,8	187,0
Likvida medel vid periodens slut	616,5	338,3	168,5	143,0	95,8	147,8	187,0	178,5
Nyckeltal	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Kassaflöde löp. verksamhet/Intäkter	0,16x	0,21x	0,17x	0,19x	0,16x	0,15x	0,16x	0,18x
Kassaflöde, löp. verksamhet/tillgångar	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x	0,01x
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 Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.