

## Initieringsanalys

### KLARABO SVERIGE AB

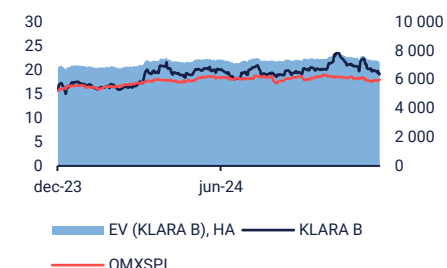
KlaraBo äger och förvaltar ett bostadsbestånd med ca 6 700 lägenheter och ca 500 000 kvm ut-hyrningsbar yta i städer och orter från Trelleborg i söder till Umeå i norr. Bolaget har ett koncept för kostnadseffektiva renoveringar och nyproduktion vilket har gett hyrestillväxt som väsentligt överstigit den framförhandlade hyresnivån för vanlig förvaltning.

VD: Andreas Morfiadakis  
SO: Lennart Sten  
[www.klarabo.se](http://www.klarabo.se)

Lista: OMX Mid Cap  
Senast: 19,16 SEK  
Marknadsvärde: 2 502 MSEK

Bloomberg: KLARAB:SS  
Refinitiv Eikon: KLARAB.ST

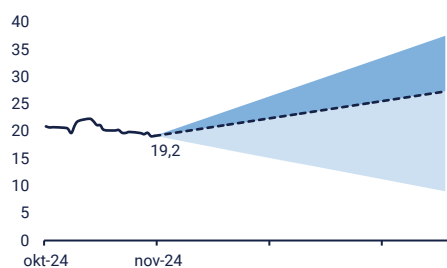
### AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	28,9	11,7	-3,9	-8,1

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	18,9	27,3	37,5
Upp-/nedsida (%)	-1	42	96

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson  
Head of Equity Research

## 6% höjd hyra 2025 för underskattat KlaraBo

KlaraBo är ett fastighetsbolag med bostadsfastigheter där ledningens mål är att renovera och nyproducera bostäder för att på så sätt uppnå en större hyrestillväxt än vad som vore möjligt med enbart förvaltning. Vi inleder bevakning av KlaraBo med ett motiverat värde på 27,3 SEK/aktie i ett basscenario, vilket motsvarar en kurspotential på 42%.

### Renoverar hyreslägenheter och höjer hyran

KlaraBo Sverige AB ("KlaraBo" eller "Bolaget") har som affärsidé sedan bolaget startades 2017 att nyproducera och renovera bostäder till en låg kostnad utanför storstadsområdena. Ett av Bolagets förvärvskriterier har varit att hitta fastigheter med ett eftersatt underhåll. En renovering för ca 6 000 SEK per kvm brukar ge mellan 6 och 8% i avkastning. Bolaget har anpassat sig och sänkt renoveringstempot givet nuvarande lågkonjunktur. Den 28 november 2024 meddelades att bolaget köper ett renoveringsmoget bestånd i Helsingborg av Rikshem för 850 MSEK och samtidigt genomför en företrädesemission om 391 MSEK för att finansiera förvärvet.

### Högre hyrestillväxt för bostäder än kontor 2025

Hyreskontrakt för kommersiella lokaler (kontor, butiker, industri och lager mm.) innehåller en klausul där hyran höjs med KPI-förändringen mellan oktober innevarande år och oktober året innan. De flesta hyror för kommersiella lokaler i Sverige har höjts med ca 11% 2023 och 6,5% 2024. Under motsvarande period har bostadshyreshöjningarna begränsat sig till ca 3% per år. När inflationstakten har sjunkit till 1,6% per år kommer hyresökningarna för kommersiella lokaler också att sjunka till denna nivå för 2025. Samtidigt väntas bostadsbolagen (inklusive KlaraBo) få hyreshöjningar på omkring 4,5% 2025. Till det tillkommer hyresökningar på grund av renoveringar, vilka som under perioden 2020–2024 har gett KlaraBo ca 3%-enheter högre årlig hyresökning än vad som annars hade varit fallet.

Till det kan läggas den positiva effekten av sänkta räntor som Riksbankens sänkningar väntas ge. Bostadsbolagen har ungefär samma belåning som kontorsfastighetsbolagen. Bostäderna värderas med 4–5% direktavkastning jämfört med kontor och industri som brukar ligga inom intervallet 5–8%. Det gör att bostadsbolag, som KlaraBo, gynnas i högre utsträckning av räntesänkningstrenden än kontorsfastighetsbolagen.

Bolaget avser också att växa genom förvärv, vilket visas med köpet i Helsingborg. Efter de kraftiga räntehöjningarna 2022–2023 finns det en del fastighetsägare som behöver sälja för att minska sin lånebörd. Det ger fyndmöjligheter för köpare som KlaraBo.

### Vi inleder bevakning av KlaraBo med motiverad kurs på 27,3 SEK per aktie

Carlsquare inleder bevakning av KlaraBo med ett motiverat värde på 27,3 SEK per 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 18,9 SEK/aktie i ett Bear-scenario till 37,5 SEK/aktie i Bull-scenario. Aktiens substansvärde uppskattas till 28,7 SEK/aktie efter genomförd företrädesemission 1:5 till kurs 15 SEK/aktie för att del-finansiera fastighetsförvärvet i Helsingborg under kv1 2025.

### Nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Intäkter	344	502	590	632	749	805	854
Driftnetto	190	279	337	355	440	484	524
Rörelseresultat	145	232	286	305	396	439	477
Förvaltningsresultat	76	113	124	131	214	263	305
Res. efter fin. netto	825	184	-455	84	301	355	400
Årets resultat	640	125	-382	45	211	248	280
Överskottsgrad	55%	56%	57%	56%	59%	60%	61%
Nettovinstmarginal, %	186%	25%	-65%	7%	28%	31%	33%
Resultat SEK per aktie	7,75	0,95	-2,91	0,27	1,36	1,59	1,79
P/E	6,4x	19,4x	-5,8x	71,4x	14,0x	12,1x	10,7x
Eget kapital/aktie	36,6	32,9	30,1	25,3	29,0	30,5	32,1
Soliditet	49%	45%	43%	43%	44%	45%	46%
P/EK	1,36x	0,56x	0,56x	0,76x	0,66x	0,63x	0,60x
Utdelning SEK per aktie	0,00	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%	0,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Innehållsförteckning

Investment case .....	3
En förädlingsstrategi för bostäderna .....	3
Aktie- och värderingsutveckling .....	7
Introduktion till bolaget .....	9
Introduktion till KlaraBo .....	9
Ledning, incitamentsprogram och ägare .....	15
Den svenska fastighetsmarknaden .....	17
Bostäder med nästan 100% uthyrningsgrad .....	17
Tillväxt parallellt med förbättrat resultat .....	21
Värderingar av jämförbara bolag .....	25
Finansiell känslighetsanalys .....	28
Känslighet för räntehöjning och hyrestapp .....	28
Värdering .....	30
Risker och utmaningar .....	32
Nyckeltal och räkenskaper .....	33
Friskrivning .....	37

## 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 väntas 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 av bland andra VD Andreas Morfiadakis år 2017. Det nya bolaget såg en möjlighet att nyproducera hyresfastigheter med lägenheter på ett kostnads-effektivt sätt i städer utanför storstäderna Stockholm, Göteborg och Malmö.

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. Den 28 november 2024 meddelades att KlaraBo genomför ett förvärv av ett renoveringsmoget fastighetsbestånd i Helsingborg för 850 MSEK. För att finansiera detta förvärv genomför KlaraBo en företrädesemission på 391 MSEK.

Inför 2025 ser KlaraBo ut att få 4,7% hyreshöjning och på toppen av det kunna addera ca 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

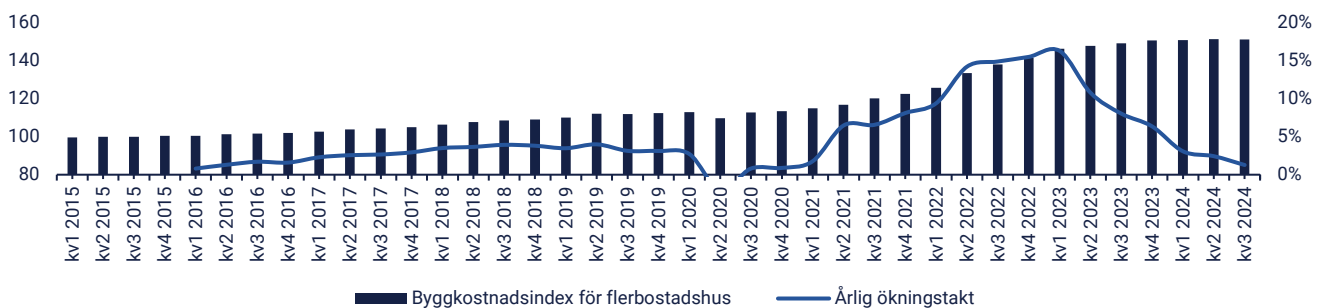
VD Andreas Morfiadakis arbetade tidigare som CFO och vice VD på Victoria Park, ett bolag som genomförde spektakulära och förhållandevis framgångsrika renoveringar av miljonprogramslägenheter i så kallade utsatta områden i stadernas förorter. Det konceptet byggde på att renovera de delar av lägenheten som gav störst hyresökning, som kök och badrum. Det finns andra delar av renoveringsprogrammet för äldre och tekniskt slitna bostadsfastigheter som inte ger rätt till någon hyreshöjning. Det gäller främst det yttre underhållet av fasader, tak och gemensamma utrymmen. 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. Hushållens betalningsförmåga i utanförskapsområden är enligt officiell statistik bland de lägsta i Sverige. De bostadsområden där KlaraBo äger fastigheter som ska renoveras är ofta köpta från allmännyttiga bolag. Det handlar dock oftast om fastigheter belägna i områden med mer fördelaktiga socioekonomiska förutsättningar.

## Avtagande byggkostnadsökning

Byggkostnadsindex ökade länge i en måttlig takt, i nivå med den låga inflation som då rådde i Sverige fram till början av 2021. Från denna tidpunkt började byggpriserna öka i dramatisk takt. Det var en del av den inflationschock som drabbade världen efter Covid-pandemins slut. Den årliga ökningstakten för byggpriserna gick från 1,8% i kv1 2021 till 8,1% i kv4 2021 till som högst 16,3% årlig ökningstakt i kv1 2023. Därefter har byggkostnadsökningen fallit tillbaka snabbt, precis som den allmänna inflationen i Sverige. I kv3 2024 uppmättes 1,3% årlig ökningstakt för byggkostnadspriserna enligt byggkostnadsindex. Även om byggkostnadsindex fortfarande är utmanande att få ihop för de flesta fastighetsbolag inklusive KlaraBo kommer den avtagande ökningstakten för byggpriserna ändå att göra att fler projekt kan startas under 2025 och 2026 enligt vår bedömning.

KlaraBo har som många andra branschbolag tagit en paus med nyproduktionen, i KlaraBos fall sedan inledningen av 2024. Detta då förutsättningarna att få nyproduktionskalkylerna lönsamma är ytterst utmanande i dagsläget bortsett från extrema A-lägen i storstäderna. Detta har lett till en större selektivitet i valet av orter men även lägenheter där sådana renoveringar kan genomföras.

### Byggkostnadsindex flerbostadshus kv1 2015-kv3 2024



Källa: SCB.

## 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 så här i efterhand visat sig vara förståndigt. Detta då andelen obligationslån för den svenska börsnoterade fastighetssektorn plus några större institutionella onoterade bolag som Vasakronan, Hemsö, Humlegården och Rikshem ökade från 14% av all finansiering för dessa bolag 2014 till ca 40% från 2022, där nivån ungefärligen fortfarande ligger 2024. Riskpremien för att låna ut till högrisk-segmentet inom fastighetssektorn ökade snabbt från 2021 till 2022 men har fallit tillbaka markant under 2024. Det illustreras av nedanstående diagram. Hade KlaraBo valt att ta upp obligationslån så hade följden blivit höga räntekostnader speciellt under 2022 och 2023.

KlaraBo har valt en förständig strategi med att undvika obligationslån. Det har gett lägre räntekostnader än vad som annars hade varit fallet.

### Risk-premie (räntepunkter) på obligationer för bolag med låg kredit-rating



Källa: Capital IQ och ITraxx Europé Crossover Index.

### Förbättrad intjäning ger förbättrad kreditrating

Bostadsfastigheterna värderas generellt med ett lägre direktavkastningskrav än kommersiella fastigheter. Samtidigt brukar bostadsfastighetsbolag i genomsnitt ha ungefär samma belåningsgrad som bolag som äger fastigheter med kommersiella lokaler. Följden blir att bostadsbolag blir mer räntekänsliga vad gäller intjäningsförmågan än bolag som äger fastigheter med kommersiella lokaler. Nuvarande sjunkande räntetrend i Sverige gynnar KlaraBo och andra bostadsbolag.

I takt med att KlaraBo växer och blir större bör räntemarginalen som Bolaget erbjuder av bankerna minska. Det medför en möjlighet till lönsamhetsexpansion med tillväxt. Denna resa har andra bolag som expanderat och växt som exempelvis Balder, NP3 och Sagax upplevt, även om det kan ta några år att nå så långt.

Bankerna bedömer bolagens kreditvärdighet främst på deras intjäningsförmåga, som förbättras när den genomsnittliga räntenivån sjunker. Motsatsen gäller också. Det gjorde att åren 2022 och 2023 blev påfrestande för de flesta fastighetsbolag och inte minst bostadsbolag med en belåningsgrad överstigande 50%. En sådan belåningsgrad är normal i dagens svenska fastighetssektor, därtill styrt av bankernas kreditgivningsregler. Nu har momentum för bostadsbolagen blivit positivt igen, vilket är gynnsamt för KlaraBo.

### Svensk femårig statsobligationsränta, veckovis år de senaste fem åren



Källa: Capital IQ.

## Stor kurspotential i aktien

Vi kommer fram till en motiverad aktiekurs på 27,3 SEK i KlaraBo baserad på en kombinerad värdering med tre olika metoder; en substansvärdering, en värdering baserad på intjäningsförmåga och en kassaflödesvärdering.

KlaraBo-aktien värderas i skrivande stund till en substansrabatt på ca 32 procent med hänsyn till den förestående företrädesemission som ska finansiera en del av fastighetsförvärvet i Helsingborg under kv1 2025. Att värderas till en betydande substansrabatt är ett öde som KlaraBo delar med flera andra mindre börsnoterade fastighetsbolag och främst de som äger bostadsfastigheter utanför Stockholmsregionen. Vi menar att detta "08-perspektiv" är felaktigt då fastigheternas geografiska lägen redan återspeglas i den externa fastighetsvärdering som bolagen genomför. En mer rationell förklaring till att bostadsbolagen värderas till större rabatter än fastighetsbolagen med kommersiella hyresgäster kan vara en eftersläpningseffekt. Detta då den senare gruppen av bolaget har haft två gynnsamma år med mycket stora hyresökningar, medan bostadsbolagen fått nöja sig med betydligt mindre hyreshöjningar. Som vi också betonar på andra ställen i denna analys sker ett skifte där bostadsbolagen väntas få större hyreshöjningar än de kommersiella fastighetsbolagen under 2025 och troligen även under 2026.

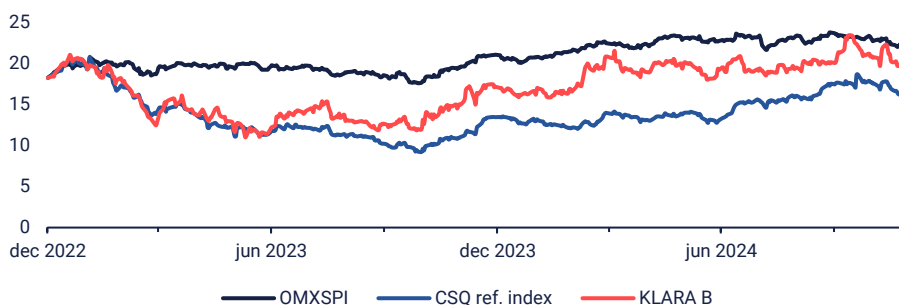
Om KlaraBo fortsätter att växa och genomför sin strategi med fastighetsförädling (renovering av hyreslägenheter som ger en högre hyrestillväxt än enbart förvaltning) och samtidigt genomför förvärv (som nu senast i Helsingborg) är vi övertygade om att värdering av KlaraBo-aktien kommer att förbättras över tid.

## Aktie- och värderingsutveckling

I grafen nedan visas KlaraBo-aktiens utveckling jämfört med OMXSPI sedan 30 december 2022. KlaraBo-aktien har utvecklats aningen bättre än CSQ referensindex (Brinova, Fortinova, Heba, John Mattsson, K2A, K-Fast Holding, Neobo, SBB, Studentbostäder och Sveafastigheter). Vissa av dessa bolag (främst SBB och Studentbostäder) lider fortfarande av likviditetsutmaningar kopplad till sin lånefinansiering. De behöver sälja fastigheter och ta in nytt kapital i någon form, vilket pressar deras aktiekurs. I jämförelse har KlaraBo mer stabila finanser, vilket minskar den finansiella risken.

Samtidigt har KlaraBo-aktien utvecklats något sämre än OMX XSPI, vilket vi tror beror på i stor sett samma sak som nämns ovan. Nämligen att investerare upplever att fastighetsbolagen som grupp har en större utmaning att hantera sina låneskulder och räntebetalningar än genomsnittsföretaget på OMXSPI, som typiskt sett är ett industriföretag med en lägre belåningsgrad än fastighetsbolagen. Vidare befinner Sverige i en lågkonjunktur. Det gör att investerarna oroar sig för hyresutvecklingen, vilket vi anser relevant när det gäller kommersiella lokaler men inte för bostäder.

### KLARABO, aktieutveckling (Index 2022-12-30 = 18,2)

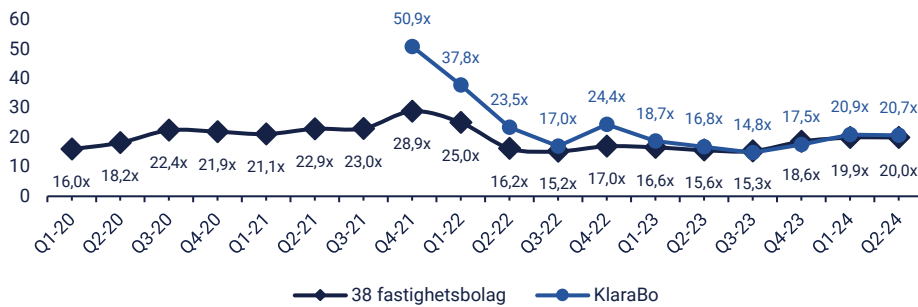


Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Carlsquare publicerade "Real Estate Equity Snapshot" den 21 oktober 2024. De två nedanstående graferna är tagna från denna rapport. Den första visar P/E-tals utvecklingen sedan kv1 2020 för 38 börsnoterade svenska fastighetsbolag. E:et i nämnaren står för "Earnings" dvs vinst per aktie. Denna vinst per aktie är beräknad som ett normaliserat driftnetto på bolagens fastigheter med avdrag för centrala administrationskostnader och finansnetto. Därefter har detta förvaltningsresultat belastats med 10% schablonskatt. Värdeförändringar på fastigheter och derivat ingår inte i denna vinst per aktie-beräkning.

Som framgår av nedanstående graf toppade värderingen av fastighetssektorn på p/e 28,9 ggr i kv4 2021 för att bottna på p/e 15,2 ggr i kv3 2022. Därefter har p/e-talet för fastighetssektorn långsamt återhämtat sig och stigit till p/e 20,0 ggr i kv3 2024. P/e-talsmässigt handlas KlaraBo väldigt nära median-värdet för fastighetssektorn sedan kv2 2023.

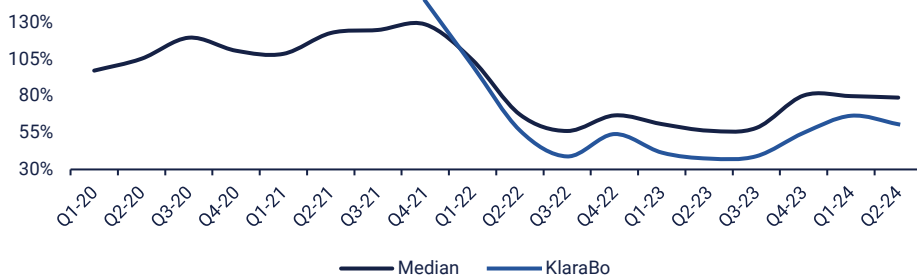
### Värdering P/E-tal för börsnoterade svenska fastighetsbolag, kv1 2020-kv3 2024



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Vi går vidare till värdeutvecklingen av kurs/substansvärde-kvoten (P/NAV där NAV står för Net Asset Value på engelska eller substansvärde på svenska) sedan kv1 2020 för 38 börsnoterade fastighetsbolag. Även här toppade värderingen av fastighetssektorn på omkring 125% av bolagens substansvärden i kv4 2021 för att redan i kv3 2022 ha fallit tillbaka till intervallet 50–60% kurs/substansvärdering. Därefter skedde en återhämtning till en värdering omkring en nivå på 75% kurs/substansvärde från och med kv4 2023. KlaraBo har halkat ned till en värdering på endast omkring 60% av aktiens substansvärde sedan kv2 2022.

### Värdering P/NAV för börsnoterade svenska fastighetsbolag, kv1 2020-kv3 2024



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.



# Introduktion till bolaget

KlaraBo grundades 2017. Bolaget äger och förvaltar idag ca 6 700 bostadslägenheter i 25 tätorter eller städer från Trelleborg i söder till Umeå i norr. Renovering av lägenheter med eftersatt underhåll för att höja hyran mer än den generella årliga höjningen är en viktig del av bolagets affärskoncept.

## Introduktion till KlaraBo

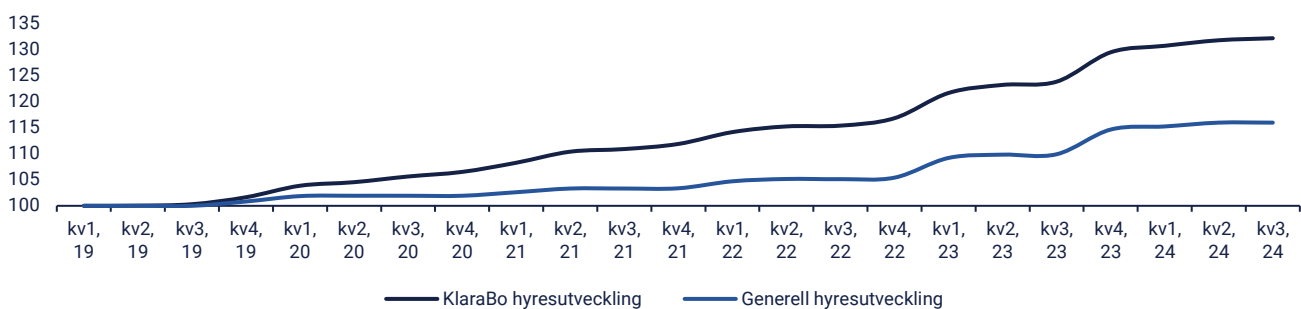
### Höjer hyran vid renoveringar

KlaraBo är ett tillväxtbolag med avseende på förvärvsplaner samt målsättning för hyrestillväxten i beståndet. Sedan kv2 2019 har bolaget genom att renovera och höja hyran för utvalda lägenheter i beståndet ofta lyckats höja hyran med 30–40% från nivån 800–1100 SEK per kvm och år till 1100–1500 SEK per kvm och år efter en sådan renovering. En renovering ligger i 2024 års prisnivå på ca 6000 SEK per kvm uthyrbar yta.

### Historik påvisar förmåga

Nedanstående graf illustrerar att bolaget från kv1 2019 till kv3 2024 lyckats skapa ca 16%-enheter högre ackumulerad hyrestillväxt under denna period genom att tillämpa denna renoveringsstrategi för fastighetsportföljen. Denna avkastning utgör skillnaden mellan den hyra som bolaget får ut inräknat renoverade lägenheter och vad som förhandlas fram som hyresökningar i de lokala förhandlingarna med Hyresgästföreningarna i varje kommun för samtliga bostadslägenheter (inte renoverade och renoverade). Mätt som årligt genomsnitt ligger KlaraBo på 6,3% hyrestillväxt inklusive hyresgäst Anpassningar, medan den generella ökningstakten i de tätorter och städer där KlaraBo äger fastigheter uppgår till 3,2% mätt över denna period på omkring fem år.

### Renoveringar av lägenheter ger högre hyrestillväxt än bara förvaltning

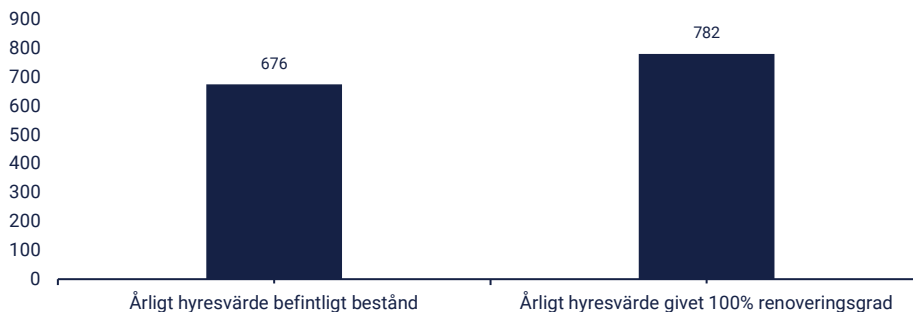


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Ett annat sätt att se på effekterna av bolagets hyreshöjningsstrategi är att KlaraBos fastighetsbestånd per 30 september 2024 genererade hyresintäkter på 676 MSEK uttryckt i årstakt 12 månader framåt. Skulle den del av portföljen som enligt företagsledningens definition har en kalkylerbar ROT-potential (ROT=renovering, om- och tillbyggnad) renoveras skulle portföljens årliga hyresvärde öka med 106 MSEK till 782 MSEK per år. Med fastighetsförvärvet i Helsingborg adderar KlaraBo 76 MSEK i årliga hyresintäkter och en siffra som lär vara högre än så efter genomförda renoveringar i detta bestånd.

Ca 40% av KlaraBos fastighetsportfölj anses av ledningen inte uppfylla kriterierna för ROT-renovering. Denna del utgörs av lägenheter som renoverats av tidigare ägare eller av KlaraBo, alternativt är nyproducerade lägenheter.

### 16% högre hyresintäkter (MSEK) om hela KlaraBos bestånd hade varit renoverat



Källa: Bolagsinformation.

En annan del i KlaraBos arbete är att bygga ett förtroende hos kommunerna där bolaget äger fastigheter. Kommunerna brukar utlysa markanvisningstävlingar mellan olika fastighets- och byggbolag när de lokala politikerna vill genomföra en detaljplan. Det vinnande förslaget brukar tilldelas en bygggrätt som anvisas och där bolaget betalar ett marknadsmässigt pris för bygggrätten i förhållande till ortens storlek och geografiska läge. De höga prislapparna inom detta segment är främst ett storstads-fenomen.

Av det som finns i KlaraBos fastighetsportfölj anser ledningen att förutsättningarna för hyrestillväxt inräknat renoverings- och nyproduktionsmöjligheter ser bäst ut i Visby, Östersund, Sundsvall, Gävle, Helsingborg, Umeå och Trelleborg.

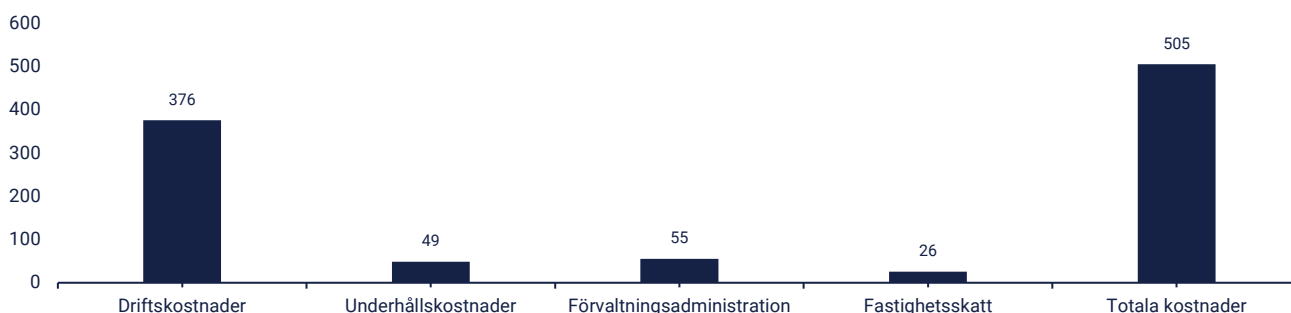
### Behov av ytterligare förvärv

En del av beståndet har KlaraBo ägt i ganska många år. I exempelvis Trelleborg och Visby är en stor andel av de lägenheter som varit möjliga att renovera redan ombyggda. Det innebär att bolaget behöver fylla på varulagret av renoveringsmogna fastigheter för att hålla en oförändrad renoveringstakt på längre sikt. En sådan påfyllning sker nu med förvärvet av ett fastighetsbestånd i Helsingborg för 850 MSEK före avdrag uppskjuten skatt och vissa nedlagda entreprenadarbeten.

## Driftskostnader

Går vi över till driftskostnaderna uppgick dessa i genomsnitt till 376 SEK per kvm och år i driftskostnader, 49 SEK per kvm i underhållskostnader, 55 SEK per kvm i förvaltningsadministration och 26 SEK per kvm i fastighetsskatt. Det gav totala drifts- och underhållskostnader på 505 SEK per kvm uthyrbar yta för helåret 2023. Huvuddelen av driftskostnaderna på 376 SEK per kvm och år utgörs av taxebundna uppvärmningskostnader för el och fjärrvärme samt vatten- och avlopp plus sophämtning etcetera.

### Drifts- och underhållskostnader, SEK/kvm uthyrbar yta i KlaraBos bestånd 2023



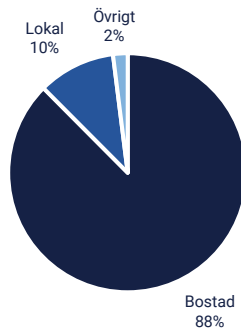
Källa: Bolagsinformation.

Överskottsgraden för KlaraBos fastighetsbestånd (driftnetto före centrala administrationskostnader dividerat med hyresintäkterna) blev 58% för helåret 2023. Det får betraktas som ett relativt normalt nyckeltal med hänsyn till det bostadsbestånd som KlaraBo äger, även om underhållskostnaderna är något låga.

## Fastighetsportföljen

Bolagets fastighetsbestånd omfattar ca 226 fastigheter med totalt ca 6 700 lägenheter och en uthyrbar yta om ca 499 tusen kvm. Den genomsnittliga fastigheten uppfattar vi därmed som ett punkthus med ca 2200 kvm uthyrbar yta. Ca 88% av den uthyrbara ytan i fastighetsbeståndet utgörs av bostadslägenheter.

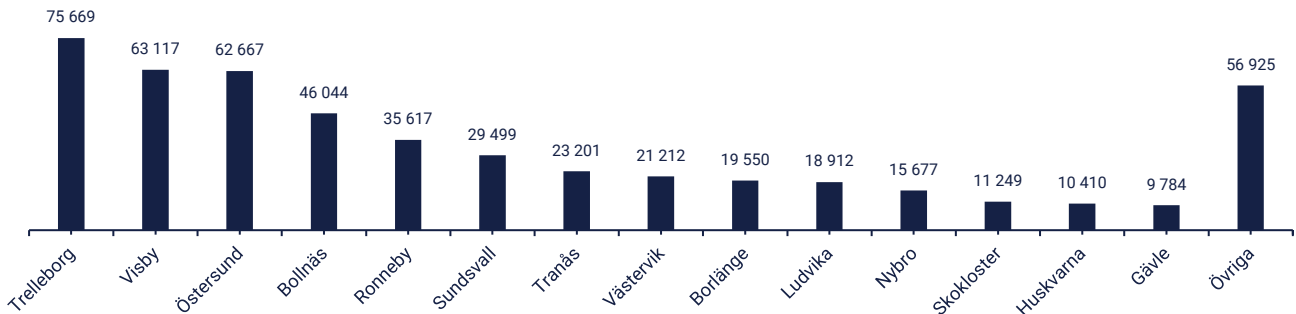
### Fördelning av uthyrbar yta (kvm) per lokalkategori i KlaraBos fastighetsportfölj



Källa: Bolagsinformation.

Fastigheterna är belägna i 25 städer (eller tätorter) från Trelleborg i söder till Umeå i norr. De största bestånden räknat i uthyrbar yta (kvm) finns i Trelleborg, Visby, Östersund, Bollnäs och Ronneby illustrerat i nedanstående graf.

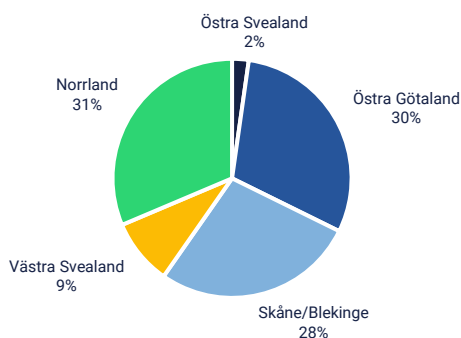
### Städer där KlaraBo äger fastigheter rangordnat efter förvaltade kvm



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

KlaraBo äger kluster av fastigheter i främst tre delar av Sverige. Den största regionen (enligt Carlsquares indelning) mätt i antal kvm förvaltade fastigheter är Norrland med fastigheter i Östersund, Bollnäs, Sundsvall, Gävle och Umeå. Näst största regionen enligt Carlsquares indelning är Östra Götaland (Småland, Gotland och Östergötland) med fastigheter i Visby, Tranås, Västervik, Motala, Nybro, Huskvarna, Vaggeryd och Oskarshamn. Nästan lika många kvm (och sannolikt en relativt stor andel av marknadsvärdet på fastigheterna) hittar vi i Skåne och Blekinge med fastigheter belägna i Trelleborg, Ronneby, Malmö, Helsingborg, Bjuv, Svalöv, Höganäs och Höör.

## Fördelning av KlaraBos fastighetsinnehav (kvm) efter geografisk region



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

### En grön strategi

KlaraBo har en grön strategi för sina fastigheter. Bolaget genomför investeringar för att sänka uppvärmningskostnaderna i fastigheterna. Den 25 november skickades ett pressmeddelande ut om att lyfta de ca 14% av KlaraBos fastigheter som energimässigt klassas som F och G senast till 2030. Dessa fastigheter ska lyftas till en högre energiklass E genom investeringar på ca 25 MSEK som kommer att resultera i sänkta driftskostnader. Det kan handla om att exempelvis byta ut fönster eller injustering av värmekällor mm. Avkastningen brukar bli 8–10% på investerat kapital för denna typ av investeringar.

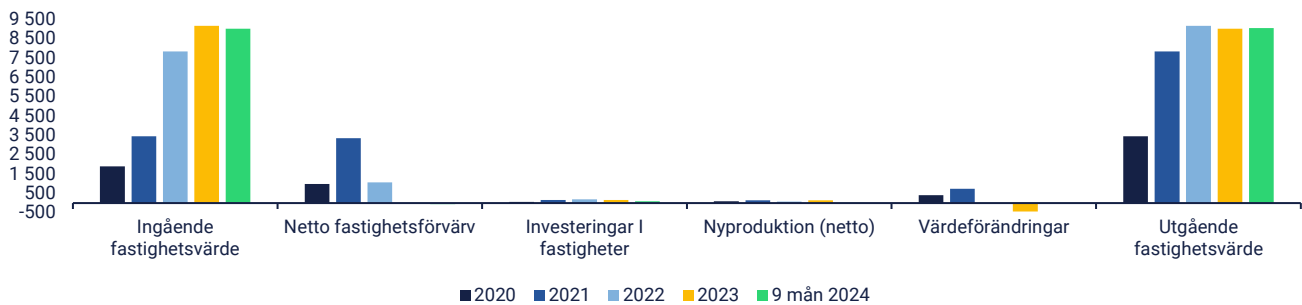
### Förvaltningsorganisationen

Bolaget har byggt upp sin förvaltningsorganisation med 66 anställda, en organisation som har funnit på plats i stort sett sedan starten 2017. Fastigheterna sköts av förvaltare som utgår från något av bolagets fyra regionkontor. Kontoren för de fyra regionerna ligger i Bollnäs (Nord), Borlänge (Mitt), Visby (Öst) och Trelleborg (Syd). Större lokalkontor finns i Östersund och i Oskarshamn (det senare kontoret med ekonomi- och administrativ personal). Huvudkontoret hittar vi i Malmö.

### Fastighetstransaktioner

Det finns många små börsnoterade svenska fastighetsbolag, där KlaraBo är ett av dessa. Väl noterade på Stockholmsbörsen måste sådana bolag växa och öka sin vinst för att motiverat sin plats som ett börsnoterat bolag, annars riskerar de att bli uppköpta av någon konkurrent.

KlaraBo vill köpa fastigheter hellre än att sälja någon del av portföljen. Bolaget har ingen säljlista annat än för de fastigheter som består av övervägande kommersiella lokaler. Två sådana fastigheter i Borlänge såldes i september 2024 i en bytesaffär med Diös, där KlaraBo samtidigt köpte två bostadsfastigheter i Falun.

**Förvärv/investeringar/värdeförändringar (MSEK) i KlaraBos bestånd 2020–2024**


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

De stora fastighetsförvärven genomfördes under 2021 (ca 3,3 mdr SEK, främst av bolaget Kuststaden som adderade ca 2 300 lägenheter i Visby, Ronneby och Jönköping till KlaraBo-koncernen). KlaraBo nästan fördubblade sitt fastighetsvärde vid det tillfället. Under 2022 förvärvade KlaraBo fastigheter för ca 1,1 mdr SEK. Större delen av dessa förvärv gjordes i juli 2022 av 877 bostadslägenheter i Östersund för 890 MSEK (13 850 SEK per kvm uthyrbar yta). Det kan jämföras med KlaraBos nuvarande fastighetsportfölj som per 2024-09-30 var värderad till ca 18 1000 SEK per kvm.

### Finansiering av förvärv

KlaraBo kan tänka sig att finansiera fastighetsförvärv med nyemitterade aktier om direktavkastningen på de förvärvade fastigheterna överstiger den implicita fastighetsyielden som den egna aktien värderas till. Det är alltså ett arbitrage-tänk som ligger bakom denna regel. Denna strategi tillämpas nu i samband med fastighetsköpet i Helsingborg från Rikshem, där en företrädesemission på 391 MSEK till kurs 15 SEK per aktie genomförs för att delfinansiera ett fastighetsförvärv på netto 808 MSEK efter avdrag för uppskjuten skatt och nedlagda investeringsarbeten.

Det finns enligt Carlsquares kännedom en del fastighetsägare i Sverige som är pressade att sälja fastigheter för att minska på sin lånebörda. Räntehöjningar under 2022–2023 har pressat tillbaka deras förvaltningsresultat, liksom kreditvärdigheten hos deras banker. Det kan ge fastighetsköpare, där KlaraBo skulle kunna vara en sådan, fyndmöjligheter framöver.

## Ledning, incitamentsprogram och ägare

### Ledningsgrupp för nästa nivå

KlaraBos ledningsgrupp består av VD Andreas Morfiadakis, CFO Per Holmqvist samt fastighetschef Jimmy Larsson.

#### Ledningsgruppen



**Andreas Morfiadakis** är bolagets VD sedan 2017 och medgrundare av KlaraBo. Han har tidigare varit vice VD och CFO i Victoria Park. Andreas äger 2 361 287 A-aktier och 113 400 B-aktier i KlaraBo via bolag. Andreas har en Bachelor's degree från DePaul University i Chicago, USA år 2000.



**Per Holmqvist** är CFO sedan 1 april 2024. Han har tidigare erfarenhet som CFO och vice VD för Hövding Sverige, Head of Group Business Control i Heimstaden samt Group Business Controller på Bygghemma. Per är Civilingenjör i Industriell Ekonomi och äger inte några aktier i KlaraBo.



**Jimmy Larsson** har varit fastighetschef sedan 2019. Han har 20 års erfarenhet av bostadsförvaltning och har tidigare haft chefspositioner i Brogripen, Ikano Bostad, och Riksbyggen. Jimmy är också ledamot i hyresnämnden i Malmö. Han äger 100 000 A-aktier och 50 000 B-aktier i KlaraBo.



**Maria Lindén** är HR-ansvarig på KlaraBo sedan 2023. Hon har ca 25 års erfarenhet som HR-ansvarig HR Business Partner i olika branscher som exempelvis livsmedel och transport/shipping. Maria är också VD i AMLL Consulting AB. Hon äger inte några aktier i KlaraBo.

Källa: Bolagsinformation

#### Styrelsen (även dessa bilder ska bytas till svartvitt)



**Lennart Sten** är styrelseordförande för KlaraBo sedan 2018. Han har tidigare varit VD för Svenska Handelsfastigheter och VD för GE Real Estate. Andra pågående uppdrag är styrelseordförande för CLS Holding plc, styrelseledamot i Interago Holding Easy Depot och Vestigia Development AB. Lennart äger 2 495 000 A-aktier och 3 632 335 B-aktier i KlaraBo direkt och indirekt.



**Lulu Gylleneiden** är styrelseledamot sedan 2018. Hon har en fastighetsmäklarutbildning och har tidigare varit fastighetschef hos Lidl Sverige AB, VD i Malthus (Sverige och Finland) samt affärschef hos NCC. Lulu äger 34 000 A-aktier och 18 400 B-aktier i KlaraBo.



**Sophia Mattsson-Linnala** är styrelseledamot sedan 2021. Hon har tidigare varit ordförande i kommissionen som kartlägger faktorer som bestämmer hyressättningen för bostäder, VD på Rikshem och styrelseledamot i Sweden Green Building Council. Sophia har och har haft ett flertal styrelseuppdrag bland annat tidigare i Willhem AB och idag för Anders Bodin Fastigheter AB. Hon äger 17 400 A-aktier i KlaraBo.



**Mats Johansson** är styrelseledamot sedan 2015. Han har varit med och grundat företag som Ab-raxas Holding, ZetaDisplay, MultiQ International, Iconovo, Easy Depot och Nudging Capital. Mats är idag styrelseordförande i bland annat EasyDepot och styrelseledamot i Iconovo. Han är en av de större ägarna i KlaraBo med 2 699 400 A-aktier indirekt via bolag.



**Anders Pettersson** är styrelseledamot sedan 2017. Han har tidigare varit koncernchef för Thule och har idag ett ganska stort antal styrelseuppdrag bland annat i Easy Depot. Anders har även haft ett stort antal tidigare styrelseuppdrag bland annat i Hilding Anders Holding och ZetaDisplay. Han är en av de större privata aktieägarna i KlaraBo med 3 466 316 A-aktier och 3 327 793 B-aktier.



**Joacim Sjöberg** är styrelseledamot sedan 2020. Han är idag VD för Castellum. Joachim har en tidigare erfarenhet från fastighetstransaktioner och Investment Banking från firmor som Jones Lang Lasalle, Enskilda Securities och Swedbank. Han äger 17 400 B-aktier i KlaraBo.



**Per Håkan Börjesson** är styrelseledamot sedan 2021. Han är styrelseledamot och VD i Investment AB Spiltan som är den största aktieägaren i KlaraBo sett till aktiekapitalet, men inte rösterna. Per Håkan har ett antal pågående och tidigare styrelseuppdrag vid sidan av KlaraBo.

Källa: Bolagsinformation

## Femton största ägare

Största ägare i KlaraBo är Investment AB Spiltan. Den näst största ägaren, Rutger Arnhult, är VD och huvudägare i det större fastighetsbolaget Corem (som är en fusion av de båda tidigare börsnoterade fastighetsbolagen Corem och Klövern). Styrelseordförande Lennart Sten är sjunde största och VD Andreas Morfiadakis trettionde största ägare i KlaraBo med avseende på andel av kapitalet. Av de femton största aktieägarna har Ralph Mühlrad, Anders Pettersson med familj, Lennart Sten, Mats Johansson, Andreas Morfiadakis och Richard Mühlrad en större mängd A-aktier och därmed en större andel av rösterna än kapitalet i KlaraBo. Per 30 september 2024 hade KlaraBo återköpt 1 534 582 aktier i bolaget, motsvarande 1,2% av aktiekapitalet.

### Femton största ägare i KlaraBo per 30 september 2024

Ägare	Andel av kapital	Andel av röster	Verifierat
Investment AB Spiltan	11,7%	11,8%	2024-09-26
Rutger Arnhult	7,6%	3,6%	2024-09-30
Ralph Mühlrad	6,6%	7,3%	2024-09-26
Pensionskassan SHB Försäkringsför.	6,3%	3,0%	2024-09-26
Wealins S.A.	6,1%	2,9%	2024-09-26
Anders Pettersson med familj	5,2%	13,6%	2024-09-26
Lennart Sten	4,6%	10,3%	2024-09-26
SBB i Norden	4,3%	2,0%	2024-09-30
Odin Fonder	3,9%	1,8%	2024-10-31
Länsförsäkringar Fonder	3,7%	1,8%	2024-10-31
Mats Johansson	2,0%	9,7%	2024-09-26
Avanza Pension	2,0%	0,9%	2024-09-26
Andreas Morfiadakis	1,9%	8,5%	2024-09-26
Richard Mühlrad	1,4%	3,2%	2024-09-26
Carnegie Fonder	1,2%	0,6%	2024-09-30

Källa: Holdings.se och Bolagsinformation.



# Den svenska fastighetsmarknaden

KlaraBo verkar på den svenska bostadsmarknaden där hyressättningssystemet sedan 2006 möjliggör att renovera bostäder med eftersatt underhåll och få väsentligt högre hyresintäkter efter en sådan renovering.

## Bostäder med nästan 100% uthyrningsgrad

### Ett speciellt hyressättningssystem

För den svenska bostadsmarknaden skapades under efterkrigstiden ett system där hyressättningen för lägenheterna baserar sig på den så kallade bruksvärdesprincipen. Bruksvärdet ska spegla hyresgästernas allmänna värderingar och vara skälig. I detta bruksvärde har tekniskt skick på kök och badrum mm som kan betecknas som standard i lägenheten fått full betydelse, medan lägenhetens geografiska läge och områdets attraktivitet där bostaden ligger knappast beaktas alls. Mer om det längre fram i denna text.

De allmännyttiga kommunala bostadsbolagen ansågs när detta system infördes vara ledande för hyressättningen i respektive stad (kommun). Likaså att förhandlingarna om bostadshyrorna för varje kommande år skulle ske centralt mellan Fastighetsägarnas organisation och Hyresgästföreningen.

En bostadsbrist uppstod på 1960-talet i Sverige i samband med urbaniseringen när många människor flyttade från landsbygden till centralorter och regionstäder. Den socialdemokratiska regeringen valde då att lansera det så kallade miljonprogrammet med målet att producera ungefär en miljon nya bostäder. Dessa lägenheter byggdes främst i städernas förorter och styrdes av att det skulle gå snabbt att producera dem. Ofta anpassades byggkropparna till optimala avstånd mellan byggkranarna, liksom antalet våningar på varje hus osv.

Sedan början av 2000-talet är de allmännyttiga bostadsområden ofta nedgångna och eftersatta vad gäller det tekniska underhållet, liksom service och omgivningen. Sedan 1990-talet har den svenska bostadsmarknaden genomgått en marknadsanpassning där hyresrättsfastigheter i hög grad omvandlats till bostadsrätter, särskilt i attraktiva områden i stor- och regionstäderna. Från början av 1990-talet blev det svårt att nyproducera hyresrätter med vinst, då de tidigare statliga subventionerna togs bort efter den svenska finanskrisen. I stället var det mesta som nyproducerades avsedda att bli bostadsrättslägenheter med stigande priser och höga vinster för en växande skara av bostadsutvecklande bolag under de två första decennierna av 2000-talet.

Presumtionshyressättningen infördes 2006 och innebär att parterna utgår från de faktiska produktionskostnaderna när hyran ska bestämmas för en nybyggd bostad (lägenhet). Detta gjorde det möjligt att ta ut 1 800–2 000 SEK per kvm och år i nyproduktionshyra i regionstäderna. Tidigare hade det inte varit möjligt att få ut ens 1 300 SEK per kvm och år för nyproduktion på Kungsholmen mycket nära Stockholm city. När presumtionshyran för en ny lägenhet har fastställts är den låst i femton år och kan inte bruksvärdesprövas under denna period.

Bruksvärdesystemet för hyressättning gäller fortfarande för begagnade lägenheter. Det är ett system som premierar standardhöjning i lägenheterna genom att bevilja generösa hyreshöjningar för detta, men som knappast alls beaktar konsumentens preferenser vad gäller attraktiva geografiska lägen. Det gör att lägenheter i exempelvis utsatta förorter till Stockholm som Rinkeby eller norra Botkyrka efter en renovering kan ha en högre hyra än en attraktiv (om än inte renoverad) lägenhet i Stockholms innerstad. Som bostadsrätter är lägenheternas genomsnittspris ca 108 000 SEK per kvm i centrala Stockholm, medan det i stadsdelarna Kista-Spånga är ca 31 000 SEK per kvm (dvs mindre än en tredjedel av prisnivån i centrala Stockholm).

Om vi lägger de mest extrema snedvridningarna av bruksvärdesystemet (som återfinns i Stockholmsregionen och i någon mån i Göteborgs-området) åt sidan och i stället ägnar oss åt tätorter och städer där KlaraBo äger bostadsfastigheter är skillnaderna betydligt mindre dramatiska. Det gäller allt från kötider för att få en lägenhet till att hyresgästernas betalningsvilja för en nyproducerad lägenhet ofta är lägre än i storstadsområdena.

## Byggrätter och nyproduktion

Det faktum att KlaraBo har sitt fokus utanför Sveriges tre storstadsområden gör att priserna på byggrätter blir väsentligt lägre än i storstäderna. Huvuddelen av nyproduktionen av kommersiella lokaler och bostäder i Sverige sker i tillväxtregionerna med en tyngdpunkt i Stockholmsregionen. Medan en byggrätt utanför storstäderna brukar betinga ett pris på högst 5 000 SEK per kvm, kan det kosta 15–30 000 SEK per kvm att förvärva en byggrätt i ett attraktivt område i Stockholmsområdet. Till det kan läggas en nyproduktionskostnad på uppskattningsvis 25 000 SEK per kvm för att färdigställa de nya lägenheterna med en standardiserad och modul-anpassad produktionsform. Kalkylerna vid nyproduktion blir därmed väldigt olika beroende på vilken del av Sverige vi talar om. För KlaraBos del betyder det att kostnaderna för nyproduktion blir väsentligt lägre än i storstadsområdena, men samtidigt att bolaget måste utvärdera på vilka orter och i vilka lägen som det finns en efterfrågan på nyproducerade lägenheter.

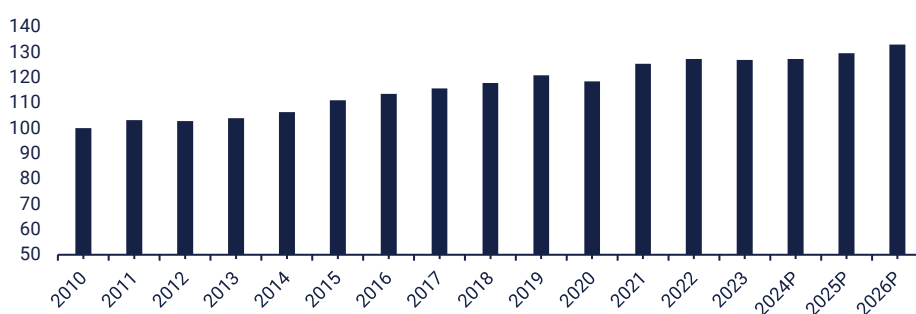
Systemet med presumtionshyror har gjort det möjligt att givet ett starkare konjunkturläge nyproducera lägenheter i svenska regionstäder och i vissa fall även i övriga medelstora städer. Även om hyresintäkterna vid nyproduktion blir lägre i KlaraBos städer och tätorter jämfört med storstadsområdena så är skillnaden mindre än skillnaden i byggrättsvärden. Vi talar om ca 1 100–1 500 SEK per kvm och år i hyra för en nyrenoverad lägenhet i KlaraBos områden jämfört med 2 000–2 200 SEK per kvm och år för en nyrenoverad lägenhet i Stockholmsregionen. Dessa siffror avser medelstora lägenheter på ca 50 kvm. För mindre lägenheter blir hyran betydligt högre per kvm och år.

Presumtionshyror ger förutsättningar till nyproduktion. Samtidigt är marknaden utanför storstäderna mer känslig för höga priser.

## Svensk ekonomi

Den svenska ekonomin uttryckt som BNP i fasta priser växte med 1,5% per år under perioden från 2010 till 2023. Året innan 2010, tappade svensk ekonomi ca 5% i BNP, som var den största nedgången under efterkrigstiden. Det blev också ett mindre tapp i BNP under Covid-pandemin 2020. EU-kommissionens prognos i november 2024 är att Sveriges BNP kommer att växa med 0,3% 2024, med 1,8% 2025 samt med 2,6% 2026. Sverige är ett export-beroende land. Hotet om handelshinder (tullar) på export av europeiska varor till USA efter Donald Trumps seger i det amerikanska presidentvalet i november 2024 har gjort att vissa bedömare ser en risk för en svagare svensk och europeisk ekonomisk tillväxt framöver än vad som annars hade blivit fallet.

### BNP-utveckling i Sverige 2010-2026P (Index=100 år 2010)



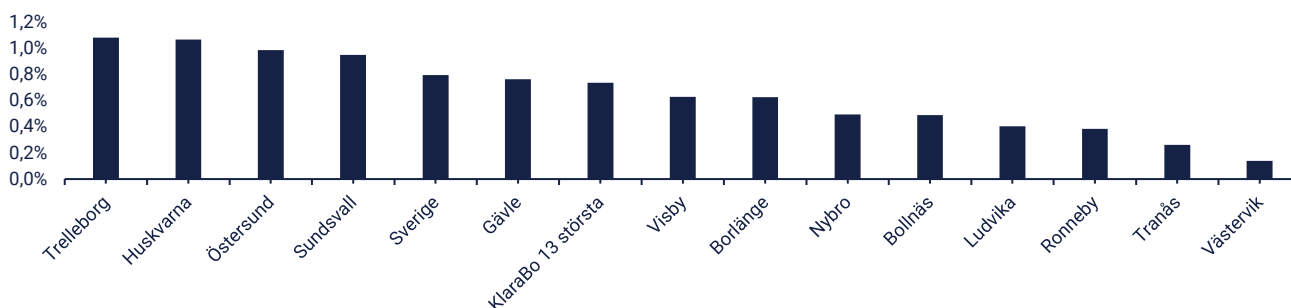
Källor: Ekonomifakta, SCB och EU-kommissionen.

## Demografi

Demografiska förändringar är en viktig bakomliggande faktor för möjligheten att hyra ut tomma lokaler när hyreskontrakt löpt ut och därmed också på fastigheters restvärden. På bostadssidan är vakanserna generellt låga eller obefintliga med undantag av ett fåtal kommuner främst i Norrlands inland.

Den svenska befolkningen har sedan början av 1990-talet alltmer koncentrerats till stor- och regionstäderna. Det har inneburit att bostadsbristen blivit störst i dessa områden. Denna efterfrågan mättes under 2010-talet när det byggdes för mycket nya bostadsrättslägenheter i högprissegmentet i Stockholm, Göteborg och Malmö med förorter, men även i många regionstäder som till exempel Uppsala, Linköping och Örebro fram till 2017.

### Årlig befolkningstillväxt i KlaraBos 13 viktigaste städer och Sverige 2000-2020



Källa: Sv.wikipedia.org och Carlsquare.

Mellan år 2000 och 2020 hade Sverige en befolkningsökning på ca 1% per år, där tillväxten dock till ca 80% förklarades av invandring. När invandringen till Sverige minskade genom skärpta regler från 2015 och än mer efter regeringsskiftet 2022 har den svenska befolkningstillväxten avtagit snabbt och uppgick i september 2024 till 0,25% ökning jämfört med september 2023. Födelsealen har gått ned, samtidigt som Sverige har en stor generation födda på 1940-talet som har hunnit passera 80 års-strecket. De närmaste åren lär födelseöverskotten (antal födda minus antalet döda) inte bli särskilt stora, om ens positiva.

Det råder fortfarande brist på bostäder i de flesta större svenska städer, även om denna brist har minskat på senare tid till följd av den lägre befolkningsökningen. Efterfrågan på nya bostäder bestäms inte av antalet nyfödda, utan av de årskullar som är mellan 18 och 30 år när man normalt sätter bo för första gången. Dessa årskullar är större än de som föds nu.

# Antaganden och prognoser

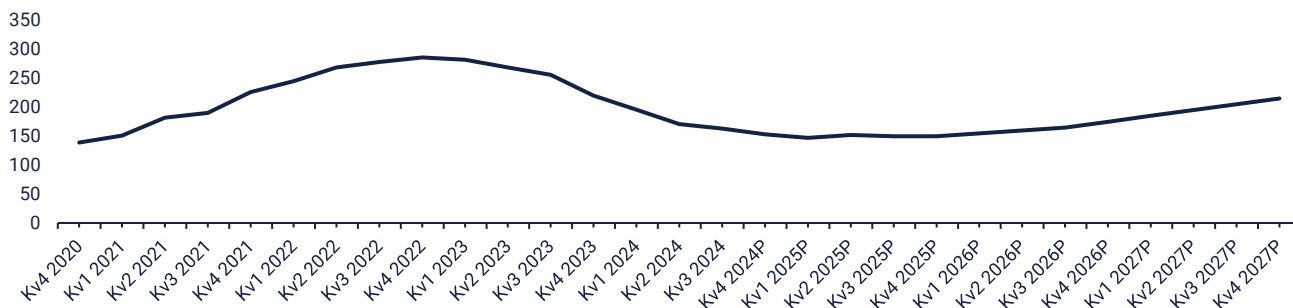
Carlsquare räknar i sina prognoser med att KlaraBos låga renoveringstakt av lägenheter håller på att bottna ut för att öka igen under 2025 och 2026. Vi har i våra intäktsprognoser antagit att hyreshöjningar via renoveringar kommer att ge KlaraBo en årlig hyrestillväxt på 7,0% 2025, 6,5% 2026 och 6,2% 2027. Dessa siffror avser organisk hyrestillväxt utan hänsyn till förvärv.

## Tillväxt parallellt med förbättrat resultat

### Renoveringar höjer hyrestillväxten

Av KlaraBos omkring 6 700 lägenheter 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. 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 40% till 163 renoverade lägenheter under perioden från kv4 2023 till och med kv3 2024. Vi räknar med att renoveringstakten bottnar ut på denna låga nivå så att vi får 153 renoverade lägenheter för helåret 2024, som ökar marginellt till 158 renoverade lägenheter enligt vår prognos för kv4 2025. Därefter tror vi på en relativt snabb uppgång till 198 renoverade lägenheter per kv4 2026 och till 215 renoverade lägenheter per kv4 2027.

### Renoverade lägenheter/år kv4 2020-kv3 2024 samt prognos kv4 2024-kv4 2027



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

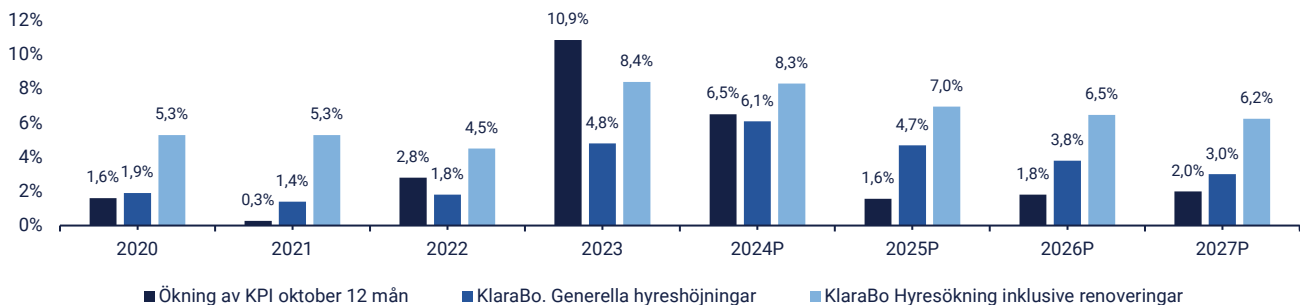
Mätt för perioden från kv1 2019 till kv3 2024 har den generella höjningen av KlaraBos bostadshyror varit 3,3% per år utan hänsyn till genomförda lägenhetsrenoveringar och 6,4% per år om även hyreshöjningar kopplade till lägenhetsrenoveringarna beaktas. Dessa renoveringar adderade mellan 2,2% och 3,9%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

Hyressättningssystemet skiljer sig markant åt mellan bostäder och kommersiella lokaler i Sverige. För bostäder bestäms de årliga hyreshöjningarna per kommun efter förhandlingar mellan Fastighetsägarnas organisation och Hyresgästföreningen. För kommersiella lokaler är hyressättningen fri och marknadsmässig där ett standard-hyresavtal löper på tre år. I vissa fall, främst för nybyggda industri- och logistiklokaler kan hyresavtalen vara längre, exempelvis tio år. I sådana fall brukar hyresgästen stå för en större andel av underhållet på sin fastighet.

Nästa alla kommersiella hyresavtal för kontor, butiker, industri- och lagerlokaler samt restauranger och hotell mm innehåller en index-regleringsklausul där hyran höjs med den procentsats som inflationen i Sverige (KPI) ökat med mellan oktober innevarande år och oktober året innan. Det har gjort att ägarna av kommersiella fastigheter fick ca 11% hyresökning via KPI-förändringen 2022 och ytterligare 6,5% hyresökning via KPI-förändringen 2023. I samband med omförhandling av hyreskontrakt för kommersiella lokaler när dessa kontrakt löper ut kommer det att prövas om de automatiska KPI-index-höjningarna har gjort att nu debiterad hyra överstiger marknadsmässig hyra och därmed kan komma att sänkas efter en sådan omförhandling. Med bostäder är det tvärtom, eftersom hyreshöjningarna för 2023 och 2024 kraftigt understeg inflationstakten, något som bostadshyresägarna kommer att få kompensation för detta under 2025.

I grafen nedan har vi jämfört KPI-utvecklingen i Sverige för åren 2020–2025. KPI-talet för oktober 2024 som nu är känt bestämmer 2025 års kommersiella hyresnivåer. Därtill har vi adderat prognoser för 2026 och 2027 års ökning av SCB:s KPI-tal med Riksbankens långsiktiga 2%-iga inflationsmål som ledstjärna. Vi har jämfört denna KPI-ökning i de kommersiella hyresavtalen med årliga hyresökningar för bostäder inom KlaraBos geografiska regioner. Nedanstående siffror är angivna exklusive effekten av fastighetsförvärv eller avyttringar. Hyran avtalas lokalt i varje kommun mellan Fastighetsägarnas organisation och Hyresgästföreningen enligt bruksvärdesprincipen för olika lägenhetsbestånd.

### Hyreshöjning enl. KPI i lokalhyreskontrakt samt generella och faktiska hyreshöjningar

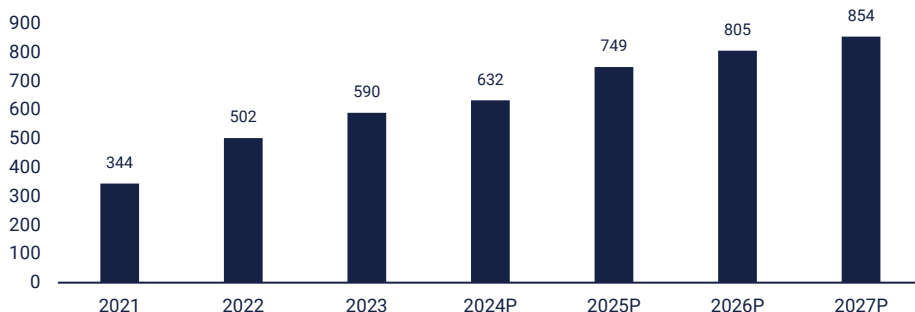


Källor: KPI-tal i oktober 2019-oktober 2024 enligt SCB, Bolagsinformation (hyreshöjningar 2020–2024) samt Carlsquare prognoser (hyreshöjningar 2025–2027).

## 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.

### KlaraBo. Hyresintäkter (MSEK), 2020-2027P



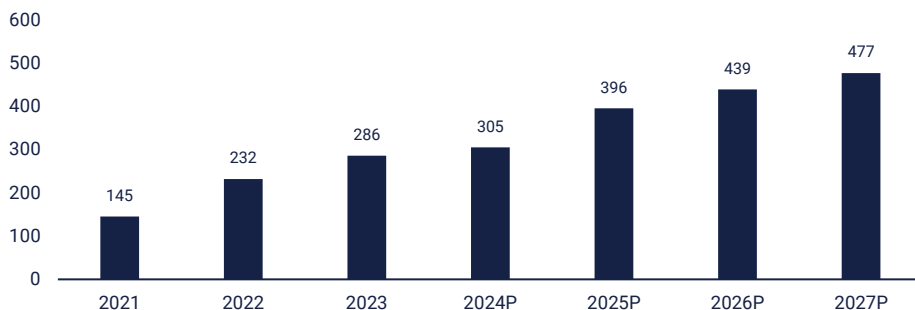
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

## 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. Ledningen bedömer dock inte att några större uppvärderingar av bolagets fastigheter till följd av minskade uppvärmningskostnader kommer att ske. Detta då fastighetsvärderarna idag använder driftskostnads-schabloner snarare än faktiska driftskostnader när de marknadsvärderar fastigheterna.

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

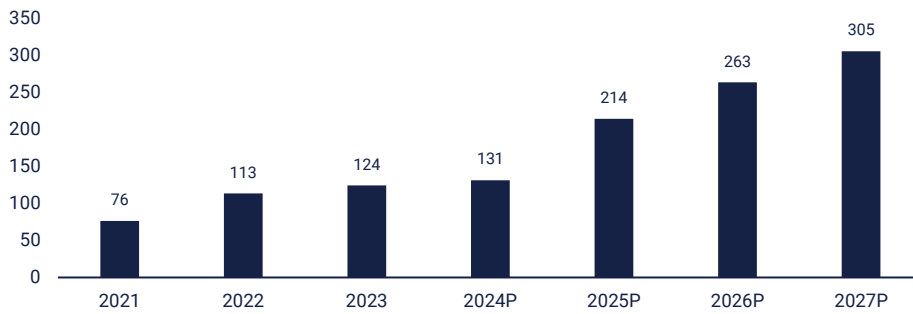


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

## Prognos finansnetto och förvaltningsresultat

Vi antar att KlaraBo lyckas sänka sin genomsnittliga räntekostnad från 3,6% i kv3 2024 till 3,45% under helåret 2025 och till 3,35% under helåret 2026. För 2027 antar vi en oförändrad räntenivå jämfört med 2026.

### KlaraBo. Förvaltningsresultat (MSEK), 2020-2027P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.



# Värderingar av jämförbara bolag

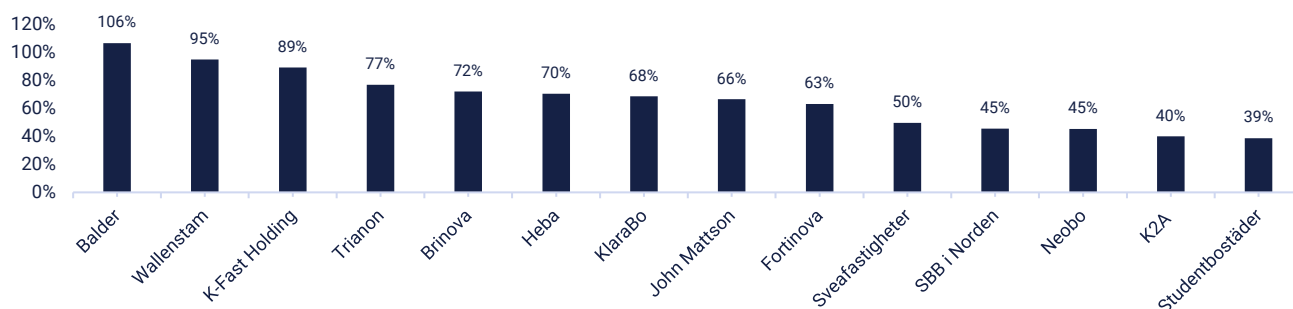
Carlsquare uppdaterar kvartalsvis nyckeltal för 39 svenska fastighetsbolag. Det ger en stark jämförelsebas för att avgöra vad som är en rimlig värdering för en fastighetsaktie liksom av under-sektorer som bostadsbolag, där KlaraBo hör hemma.

## Nyckeltal för 39 svenska börsnoterade fastighetsbolag

I vår referensgrupp har vi valt ut 39 svenska börsnoterade fastighetsbolag med ett marknadsvärde från som mest Balder (98 mdr SEK), Sagax (82 mdr SEK) och Castellum (64 mdr SEK) till ca 16 bolag med ett marknadsvärde på mellan knappt en och tio mdr SEK. KlaraBo placerar sig i den sistnämnda gruppen.

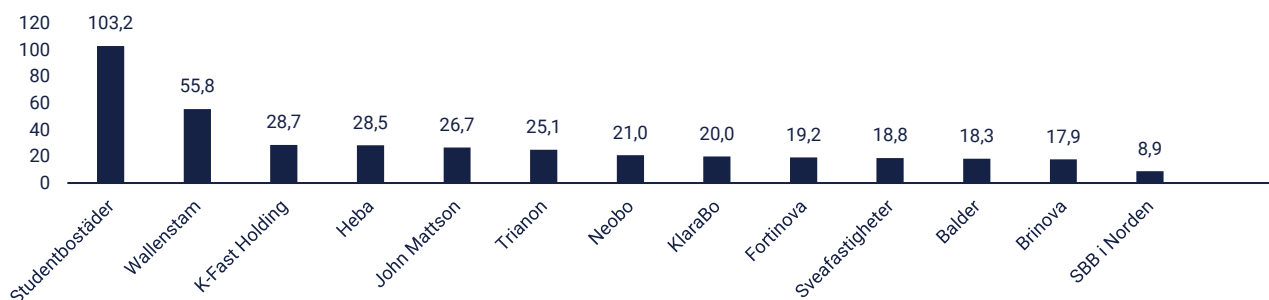
För att få en så precis jämförelsegrupp till KlaraBo som möjligt har vi delat upp gruppen med 39 börsnoterade fastighetsbolagen i två under-grupper där KlaraBo har placerats i gruppen av 14 bolag som antingen äger bostäder eller blandade portföljer med bostäder och kontor. Den andra gruppen består av 25 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.

### 14 fastighetsaktier med bostäder rangordnade efter P/E-tal på intjäningsförmåga

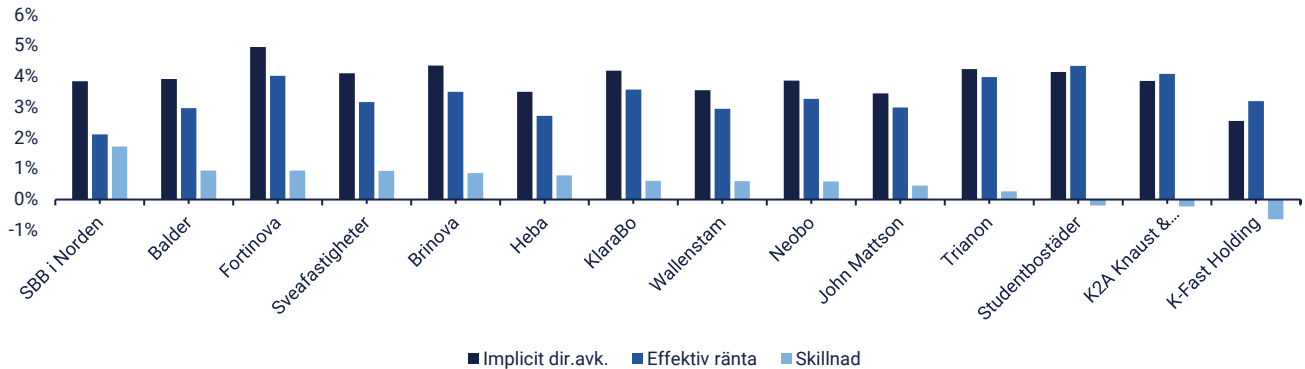


Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

## Arbitrage mellan implicit yield och genomsnittlig ränta

Fastighetsbolag brukar ha som målsättning att uppnå ett arbitrage på mellanskillnaden mellan direktavkastningen på fastigheterna och ränta på fastighetslånen med en belåningsgrad på i genomsnitt omkring 50 procent.

### 14 bostadsbolag med implicit direktavkastning fastigheter och genomsnittlig ränta på fastighetslån

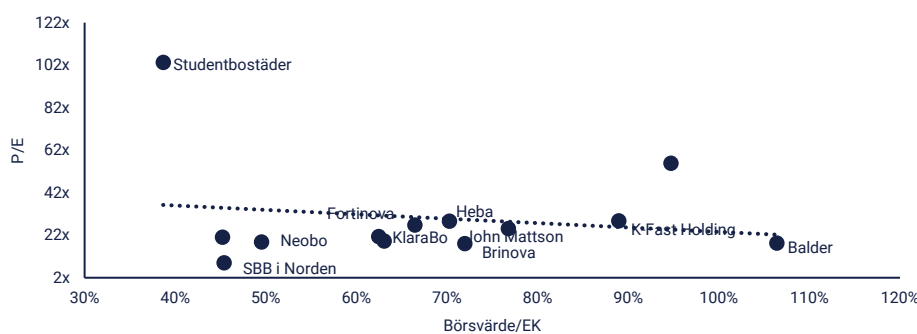


Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

## Jämförande punktdiagram värdering av bostadsbolag

I nedanstående graf har vi plottat in de 14 bostadsbolagen med P/E-värdering på y-axeln baserad på intjäningsförmåga exklusive värdeförändringar och med Börsvärde/EK (eller Kurs/Substansvärde) på x-axeln. KlaraBo hamnar ungefär i mitten, som genomsnittet, i gruppen av lågt värderade bostadsbolag på Stockholmsbörsen. Den streckade linjen är en regressionsanalys som indikerar ett svagt negativt samband mellan P/E-talsvärderingen på y-axeln och Börsvärde/EK på x-axeln.

### Värderingsmatris bostadsbolag. P/E på x-axeln, Kurs/Substansvärde på y-axeln



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

## Nyckeltal för 39 börsnoterade fastighetsbolag

### Värderingstabell med nyckeltal för 14 bostadsfastighetsbolag

	Aktiekurs (SEK)	Börsvärde (MSEK)	Hysesintäkter (MSEK)	Driftnetto (MSEK)	P/E	Fast värde (MSEK)	Substans- värde (SEK)	Implicit yield	Implicit hyres- multipl	Kurs/ Subst.
Balder	83,92	98 354	13 000	8 521	18,3x	215 266	92 233	3,9%	16,7	107%
Brinova	23,2	2 267	540	320	18,1x	8 448	3 124	4,4%	13,6	73%
Fortinova	28,6	1 468	365	196	18,9x	4 846	2 361	5,0%	10,7	62%
Heba	32,05	5 292	571	364	29,2x	13 279	7 345	3,5%	18,4	72%
John Mattson	60	4 548	641	395	27,1x	13 941	6 753	3,4%	18,0	67%
K2A	9,8	841	469	301	neg.	9 155	2 068	3,9%	16,7	41%
K-Fast Holding	19,7	4 846	625	333	28,9x	15 013	5 415	2,6%	20,8	89%
KlaraBo	19,16	2 996	713	346	19,5x	9 863	4 487	4,2%	11,5	67%
Neobo	22,65	3 293	923	387	23,7x	13 696	6 452	3,7%	11,2	51%
SBB i Norden	3,8605	5 616	3 137	1 732	8,4x	53 867	13 194	3,9%	14,2	43%
Studentbostäder	1,515	876	456	256	111,3x	7 947	2 101	4,1%	13,7	42%
Sveafastigheter	36,42	7 284	1 432	791	18,1x	27 651	15 306	4,2%	13,2	48%
Trianon	23,1	4 629	824	486	25,7x	13 038	5 874	4,2%	14,1	79%
Wallenstam	51,4	33 729	3 156	2 151	56,8x	64 602	34 952	3,5%	19,4	96%
<b>Median</b>		<b>4 588</b>	<b>677</b>	<b>375</b>	<b>23,7x</b>	<b>13 487</b>	<b>6 163</b>	<b>3,9%</b>	<b>14,1</b>	<b>67%</b>

Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Som jämförelse redovisar vi motsvarande nyckeltal för övriga 25 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.

### Värderingstabell med nyckeltal för 25 fastighetsbolag med kommersiella lokaler

	Aktiekurs (SEK)	Börsvärde (MSEK)	Hysesintäkter (MSEK)	Driftnetto (MSEK)	P/E	Fast värde (MSEK)	Substans- värde (SEK)	Implicit yield	Implicit hyres- multipl	Kurs/ Subst
Annehem	16,70	1 478	300	180	20,0x	4 675	2 694	5,4%	11,2	55%
Arlandastad	28,60	1 809	168	34	91,0x	6 055	5 140	1,2%	-3,9	35%
Atrium Ljungberg	201,50	25 410	2 908	1 965	21,9x	56 015	32 131	4,2%	16,2	79%
Castellum	129,00	63 526	9 762	6 350	16,3x	135 824	71 501	5,1%	12,8	89%
Catena	489,00	29 516	2 498	1 946	23,5x	40 808	24 434	4,5%	17,3	121%
Cibus	174,60	10 995	1 390	1 002	30,2x	19 945	7 962	4,4%	16,5	138%
Corem	7,06	8 360	3 738	2 237	14,1x	56 063	18 367	5,0%	12,0	46%
Diös	80,45	11 378	2 541	1 670	13,2x	30 480	13 073	6,1%	10,9	87%
Eastnine	48,43	4 309	487	403	18,0x	7 398	4 644	5,7%	14,4	93%
Emilshus	48,90	5 582	708	530	18,2x	8 464	3 282	5,0%	15,1	170%
Fabege	84,90	26 708	3 655	2 597	20,2x	78 241	44 072	4,5%	16,0	61%
Fastpartner	69,40	12 693	2 264	1 494	17,1x	33 864	15 924	4,9%	13,4	80%
Genova	50,40	2 299	487	333	34,8x	9 460	2 830	5,2%	13,2	81%
Hufvudstaden	125,70	25 430	3 130	1 460	24,3x	46 376	34 334	4,0%	11,6	74%
Logistea	15,15	7 171	909	664	27,1x	13 101	7 358	5,3%	13,9	97%
Nivika	41,80	3 987	734	470	20,7x	11 428	5 951	5,1%	12,4	67%
NP3 Fastigheter	257,50	15 852	1 938	1 378	19,8x	21 127	8 765	5,0%	14,3	181%
Nyfosa	109,00	22 680	3 623	2 325	19,6x	40 168	19 089	5,4%	11,9	119%
Pandox	192,40	37 442	3 851	3 044	20,4x	59 282	36 537	5,1%	15,4	102%
Platzer	88,00	10 544	1 689	1 286	14,8x	28 524	13 965	5,3%	14,3	76%
Sagax	241	81 560	5 171	4 028	23,9x	64 141	39 630	3,8%	20,3	206%
Stendörren	208	5 913	954	664	18,7x	13 061	5 241	5,0%	13,8	113%
Stenhus	11,08	4 119	981	688	12,2x	13 192	5 836	6,1%	11,5	71%
SLP	38,3	9 922	730	592	25,8x	12 446	7 192	4,3%	19,0	138%
Wihlborgs	110,6	34 001	4 197	2 885	21,3x	57 898	26 392	4,6%	15,1	129%
<b>Median</b>		<b>10 995</b>	<b>1 938</b>	<b>1 378</b>	<b>20,2x</b>	<b>28 524</b>	<b>13 073</b>	<b>5,0%</b>	<b>13,9</b>	<b>89%</b>

Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

# Finansiell känslighetsanalys

KlaraBo har omkring 50% belåningsgrad med enbart banklån på fastigheterna och inte några obligationslån. Bolaget skulle klara att räntan steg till 6,5% innan förvaltningsresultat skulle sjunka till noll.

## Känslighet för räntehöjning och hyrestapp

### KlaraBos fastigheter finansierade med endast banklån

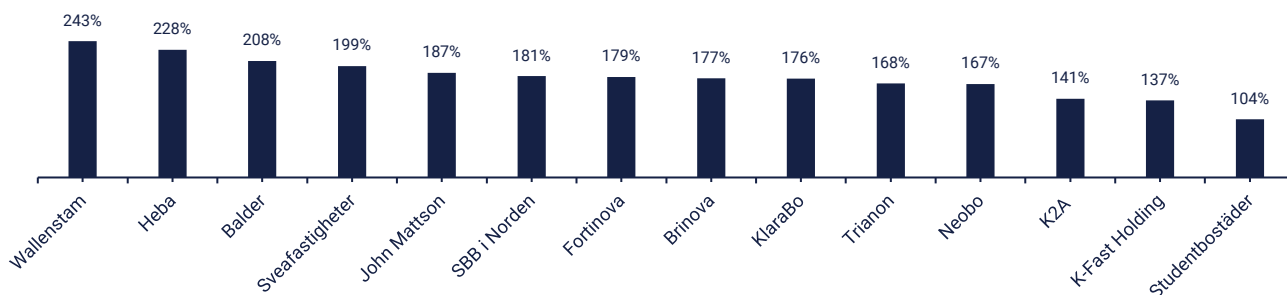
Bolagets skuldportfölj uppgår till 4,9 miljarder SEK. Räntedurationen är fem och ett halvt år, där 80% av lånen löper med fast ränta. Vid den senaste omförhandlingen fick bolaget 1,47% räntemarginal (ned från 1,61%), uttryckt som de långivande bankers räntemarginal. Bolaget har fyra storbanker och några mindre banker som långivare. KlaraBo har enbart banklån och inte några obligationslån.

KlaraBo finansierar sina hyresgästanpassningar med eget kapital eftersom lån på dessa skulle kosta ca 5,5% i årlig ränta.

Den effektiva skattekostnaden på resultatet efter finansnetto är hög, uppskattningsvis omkring 30%. Detta beror på de ränteavdragsbegränsningsregler som infördes för några år sedan av regeringen.

KlaraBo har 176% räntetäckningsgrad enligt definitionen förvaltningsresultatet (före värdeförändringar) dividerat med räntekostnaderna (finansnettot). Vår jämförelsegrupp av 14 bostadsbolag har räntetäckningsgrader på som mest Wallenstam med 243% till som lägst Studentbostäder med 104%.

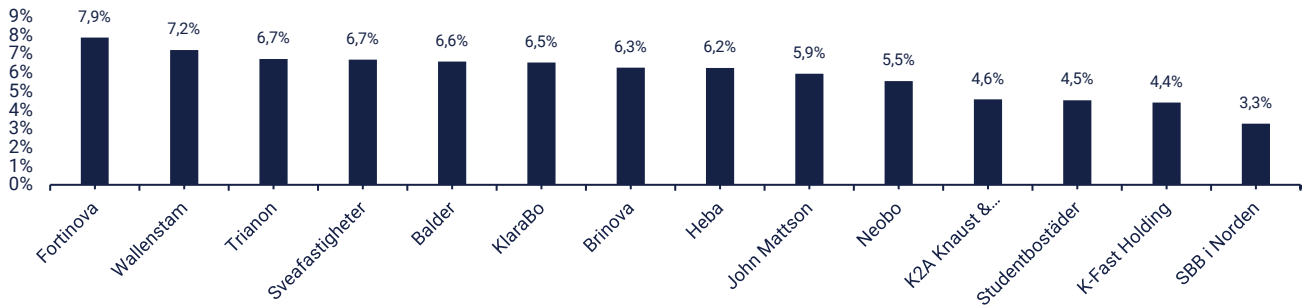
### KlaraBo nära mitten i rangordning av bostadsbolagen efter räntetäckningsgrad



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

När vi gör en känslighetsanalys hur mycket räntehöjning dessa 14 fastighetsbolag tål innan förvaltningsresultatet blir noll hamnar KlaraBo på 6,5% ränta som brytpunkt. Fortinova tål mest räntehöjning av bolagen i gruppen med 7,9% ränta, medan SBB endast klarar en ränta på 3,3% innan deras förvaltningsresultat sjunker till noll.

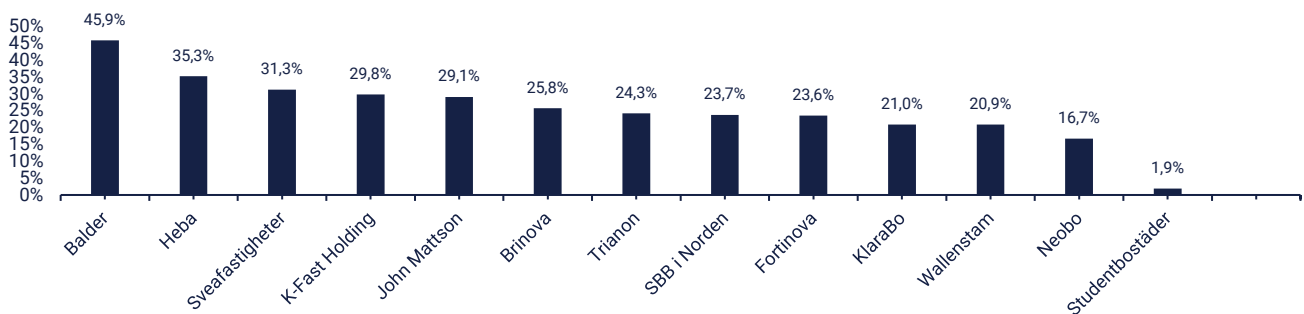
### Rangordning av vilken ränta bolagen tål innan förvaltningsresultat blir noll



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

Carlsquare har gjort motsvarande känslighetsanalys vilket hyrestapp som de 14 fastighetsbolagen i bostadsgruppen skulle klara innan förvaltningsresultatet skulle sjunka till noll. Här är Fortinova mest robust där detta bolag skulle kunna tappa 46% av sina hyresintäkter (som i detta fall utgörs av en blandning av kommersiella lokaler och bostäder) innan förvaltningsresultatet skulle sjunka till noll. KlaraBo skulle klara att tappa 21% av sina hyresintäkter innan förvaltningsresultatet blir noll, medan Studentbostäder endast klara ett hyrestapp på 2% innan förvaltningsresultatet går från svart till rött.

### Rangordning av hyrestapp innan förvaltningsresultatet blir noll



Källa: Carlsquare och Bolagsinformation.

# Värdering

## Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser för kv4 2024, helåren 2025–2027 samt ett restvärde avseende 2028.

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 är 3,6%. För att diskontera restvärdet under hela återstående perioden efter 2028 antar vi en långsiktig 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 32,0 SEK/aktie i Bas-scenariot. Detta DCF-värde varierar från 20,1 SEK/aktie i Bear-scenariot till 48,5 SEK/aktie i Bull-scenariot.

### DCF-värdering Bas-scenario

(MSEK)	kv4 2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	159,3	748,8	804,8	853,7	896,9
Driftskostnader	-78,7	-308,6	-320,5	-330,1	-340,0
Centrala administrationskostnader	-11,0	-44,4	-45,2	-46,2	-47,1
Rörelseresultat före avskrivningar	69,6	395,8	439,1	477,5	509,8
Skatt	-17,4	-118,7	-131,7	-143,2	-153,0
Förändringar i rörelsekapital	5,0	4,3	-3,7	-3,9	0,0
Investeringar	-25,6	-110,4	-125,8	-144,4	0,0
Kassaflöde	31,6	170,9	177,9	186,0	11 896,4
Nuvärde kassaflöde	31,7	165,2	162,2	160,0	9 654,6
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	10 173,7				
Nettoskuld per 30 september 2024	-5 159,3				
<b>Motiverat värde (MSEK)</b>	<b>5 014,4</b>				
<b>Motiverat värde per aktie (SEK)</b>	<b>32,0</b>				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	3,0%				

Källa: Carlsquare prognoser.

### DCF-värdering Bear-scenario

(MSEK)	kv4 2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	159,3	726,3	780,7	828,1	870,0
Driftskostnader	-78,7	-308,6	-320,5	-330,1	-340,0
Centrala administrationskostnader	-11,0	-44,4	-45,2	-46,2	-47,1
Rörelseresultat före avskrivningar	69,6	373,4	415,0	451,9	482,9
Skatt	-17,4	-112,0	-124,5	-135,6	-144,9
Förändringar i rörelsekapital	5,0	4,3	-3,7	-3,9	0,0
Investeringar	-25,6	-110,4	-125,8	-144,4	0,0
Kassaflöde	31,6	155,2	161,0	168,1	9 658,8
Nuvärde kassaflöde	31,7	150,0	146,8	144,6	7 838,7
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	8 311,7				
Nettoskuld per 30 september 2024	-5 159,3				
<b>Motiverat värde (MSEK)</b>	<b>3 152,4</b>				
<b>Motiverat värde per aktie (SEK)</b>	<b>20,1</b>				
Årlig kalkylränta	6,0%				
Långsiktig årlig tillväxt	2,5%				

Källa: Carlsquare prognoser.

## DCF-värdering Bull-scenario

(MSEK)	kv4 2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	159,3	771,2	828,9	879,3	923,8
Driftskostnader	-78,7	-308,6	-320,5	-330,1	-340,0
Centrala administrationskostnader	-11,0	-44,4	-45,2	-46,2	-47,1
Rörelseresultat före avskrivningar	69,6	418,3	463,3	503,1	536,8
Skatt	-17,4	-125,5	-139,0	-150,9	-161,0
Förändringar i rörelsekapital	5,0	4,3	-3,7	-3,9	0,0
Investeringar	-25,6	-110,4	-125,8	-144,4	0,0
Kassaflöde	31,6	186,6	194,8	203,9	15 029,1
Nuvärde kassaflöde	31,7	180,4	177,6	175,4	12 197,0
Summa nuvärde kassaflöde (MSEK)	12 762,1				
Nettoskuld per 30 september 2024	-5 159,3				
Motiverat värde (MSEK)	<b>7 602,8</b>				
<b>Motiverat värde per aktie (SEK)</b>	<b>48,5</b>				
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.

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 27,3 SEK/aktie i Bas-scenariot. Detta motiverade värde varierar från 18,9 SEK/aktie i Bear-scenariot till 37,5 SEK/aktie i Bull-scenariot enligt beräkningar i nedanstående tabell.

## DCF-värdering Bull-scenario

(SEK per aktie)	Bear	Bas	Bull
Substansvärde (SEK/aktie)	28,6	28,6	28,6
Kurs/substans	75%	100%	125%
<b>Motiverat värde på substansvärde</b>	<b>21,5</b>	<b>28,6</b>	<b>35,8</b>
Intjäningsförmåga (SEK/aktie)	1,0	1,0	1,0
P/E-tal på intjäningsförmåga	15,0	20,0	25,0
<b>Motiverad värdering på intjäningsförmåga</b>	<b>14,7</b>	<b>19,6</b>	<b>24,5</b>
<b>Motiverat DCF-värde (SEK/aktie)</b>	<b>20,1</b>	<b>32,0</b>	<b>48,5</b>
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%
<b>Värde SEK/aktie</b>	<b>18,9</b>	<b>27,3</b>	<b>37,5</b>
Kurspotential	-1%	42%	96%

Källa: Carlsquare prognoser.

## Risker och utmaningar

Att förvalta bostäder är en arbetsintensiv verksamhet med en låg operationell risk, eftersom vakanserna brukar vara begränsade. 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 för belåning. Tillgången och priset på kapital styrs av bankernas, 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 beror på 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 (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, förseningar samt 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 dessutom av en relativt begränsad konkurrens bland byggbolag och övriga leverantörer.

### 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 omgående 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 också en lokal förankring och ett nätverk i den stad 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 tillväxt-strategin för bolaget 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 4	kv3 24	kv4 24P	kv1 25P	kv2 25P	kv3 25P	kv4 25P	kv1 26P	kv2 26P	kv3 26P
<b>Intäkter</b>	156,7	157,5	158,8	159,3	180,5	188,3	189,4	190,6	199,7	200,7	201,7
Kostnader	-83,3	-60,6	-54,8	-78,7	-90,9	-68,0	-61,5	-88,2	-96,2	-70,0	-63,3
<b>Driftnetto</b>	73,4	96,9	104,0	80,6	89,6	120,3	127,9	102,3	103,5	130,7	138,4
Centrala administrationskostnader	-12,3	-15,0	-11,5	-11,0	-11,0	-11,1	-11,1	-11,2	-11,2	-11,3	-11,3
<b>Rörelseresultat</b>	61,1	81,9	92,5	69,6	78,6	109,3	116,8	91,1	92,2	119,4	127,0
Finansiella intäkter och kostnader	-40,9	-44,6	-45,3	-43,0	-45,3	-46,9	-44,8	-44,7	-44,7	-44,7	-43,3
<b>Förvaltningsresultat</b>	20,2	37,3	47,2	26,7	33,3	62,4	72,0	46,5	47,6	74,7	83,8
Värdeförändringar fastigheter	-45,3	11,3	12,8	20,2	20,3	22,1	22,2	22,4	22,6	22,8	23,0
Värdeförändringar derivat	44,2	-1,7	-89,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	19,1	46,9	-29,0	46,8	53,6	84,5	94,3	68,9	70,2	97,5	106,8
Skattekostnad	-15,4	-18,2	6,1	-11,7	-16,1	-25,3	-28,3	-20,7	-21,1	-29,2	-32,0
<b>Periodens resultat</b>	3,7	28,7	-22,9	35,1	37,5	59,1	66,0	48,2	49,1	68,2	74,7
Hänförligt till moderbolaget	3,7	28,7	-22,9	35,1	37,5	59,1	66,0	48,2	49,1	68,2	74,7
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	0,27	0,25	0,38	0,42	0,31	0,31	0,44	0,48
Genomsnittligt antal aktier	131,1	130,9	130,6	130,6	148,0	156,7	156,7	156,7	156,7	156,7	156,7

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK), 2021-2028P**

Resultaträkning	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Intäkter</b>	<b>344,2</b>	<b>501,6</b>	<b>589,7</b>	<b>632,3</b>	<b>748,8</b>	<b>804,8</b>	<b>853,7</b>	<b>896,9</b>
Kostnader	-154,3	-222,7	-252,5	-277,4	-308,6	-320,5	-330,1	-340,0
<b>Driftnetto</b>	<b>189,9</b>	<b>278,9</b>	<b>337,2</b>	<b>354,9</b>	<b>440,2</b>	<b>484,4</b>	<b>523,6</b>	<b>556,9</b>
Centrala administrationskostnader	-44,9	-46,5	-51,4	-49,8	-44,4	-45,2	-46,2	-47,1
<b>Rörelseresultat</b>	<b>145,1</b>	<b>232,4</b>	<b>285,9</b>	<b>305,1</b>	<b>395,8</b>	<b>439,1</b>	<b>477,5</b>	<b>509,8</b>
Finansiella intäkter och kostnader	-68,7	-119,0	-161,7	-173,8	-181,7	-175,8	-172,2	-170,7
<b>Förvaltningsresultat</b>	<b>76,4</b>	<b>113,4</b>	<b>124,2</b>	<b>131,4</b>	<b>214,1</b>	<b>263,3</b>	<b>305,3</b>	<b>339,1</b>
Värdoförändringar fastigheter	737,3	-25,7	-439,9	-1,0	87,1	91,6	94,8	98,5
Värdoförändringar derivat	10,9	95,9	-139,8	-46,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>824,6</b>	<b>183,6</b>	<b>-455,5</b>	<b>83,8</b>	<b>301,2</b>	<b>354,9</b>	<b>400,2</b>	<b>437,6</b>
Skattekostnad	-184,1	-58,5	73,9	-39,2	-90,4	-106,5	-120,0	-131,3
<b>Periodens resultat</b>	<b>640,5</b>	<b>125,1</b>	<b>-381,5</b>	<b>44,6</b>	<b>210,8</b>	<b>248,4</b>	<b>280,1</b>	<b>306,4</b>
Övrigt total resultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens totalresultat</b>	<b>640,5</b>	<b>125,1</b>	<b>-381,5</b>	<b>44,6</b>	<b>210,8</b>	<b>248,4</b>	<b>280,1</b>	<b>306,4</b>
Resultat hänförligt till moderbolaget	637,9	125,1	-381,5	35,1	210,8	248,4	280,1	306,4
Resultat hänförligt till minoritet	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genomsnittligt antal aktier A och B	83,4	131,7	131,1	130,8	154,5	156,7	156,7	156,7
Vinst per aktie	7,75	0,95	-2,91	0,27	1,36	1,59	1,79	1,96
<b>Tillväxt</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Intäkter	93%	46%	18%	7%	18%	7%	6%	5%
Driftnetto	96%	47%	21%	5%	24%	10%	8%	6%
Rörelseresultat	100%	60%	23%	7%	30%	11%	9%	7%
Förvaltningsresultat	113%	49%	10%	6%	63%	23%	16%	11%
Resultat före skatt	87%	n.m.	n.m.	n.m.	259%	18%	13%	9%
Periodens resultat	86%	n.m.	n.m.	n.m.	373%	18%	13%	9%
<b>Marginaler</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Överskottsgrad	55%	56%	57%	56%	59%	60%	61%	62%
EBIT-marginal före värdoförändringar	42%	46%	48%	48%	53%	55%	56%	57%
Förvaltningsresultat-marginal	22%	23%	21%	21%	29%	33%	36%	38%
Resultat före skatt-marginal	240%	37%	-77%	13%	40%	44%	47%	49%
Nettovinst-marginal	186%	25%	-65%	7%	28%	31%	33%	34%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK) 2021-2028P**

Balansräkning	2 021	2 022	2 023	2 024P	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	9 100,9	10 106,3	10 323,7	10 562,9	10 827,2
Materiella Anläggningstillgångar	5,3	9,8	7,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Finansiella Anläggningstillgångar	24,9	17,8	17,2	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Derivat	7,2	103,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fordringar	22,4	51,9	24,3	25,6	23,5	25,3	27,2	26,2
Likvida medel	616,5	338,3	168,5	164,7	182,3	279,7	316,7	360,9
<b>Summa tillgångar</b>	<b>8 527,7</b>	<b>9 692,0</b>	<b>9 249,9</b>	<b>9 301,5</b>	<b>10 322,4</b>	<b>10 639,0</b>	<b>10 917,2</b>	<b>11 224,6</b>
<b>Eget kapital</b>	<b>4 206,9</b>	<b>4 320,0</b>	<b>3 936,3</b>	<b>3 960,6</b>	<b>4 544,5</b>	<b>4 774,0</b>	<b>5 034,6</b>	<b>5 320,7</b>
Derivat	0,0	0,0	36,7	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3
Uppskjutet skatteskuld	281,0	309,2	216,0	224,3	242,2	261,0	280,6	300,9
Långfristiga räntebärande skulder	3 124,8	4 800,6	4 762,7	2 056,2	2 473,2	2 543,2	2 543,2	2 543,2
Kortfristiga räntebärande skulder	759,1	97,5	116,1	2 850,8	2 850,8	2 850,8	2 850,8	2 850,8
Övriga skulder	155,9	164,7	182,0	126,3	128,4	126,6	124,7	125,7
<b>Eget kapital och skulder</b>	<b>8 527,7</b>	<b>9 692,0</b>	<b>9 249,9</b>	<b>9 301,5</b>	<b>10 322,4</b>	<b>10 639,0</b>	<b>10 917,2</b>	<b>11 224,6</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Balanslikviditet	2%	20%	8%	1%	1%	1%	1%	1%
Likviditetsgrad	70%	149%	65%	6%	7%	10%	12%	13%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	129%	57%	6%	6%	9%	11%	12%
<b>Soliditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	3 267	4 560	4 710	4 742	5 142	5 114	5 077	5 033
Nettoskuld/EBIT	22,5x	19,6x	16,5x	15,5x	13,0x	11,6x	10,6x	9,9x
Nettoskuld/EK	78%	106%	120%	120%	113%	107%	101%	95%
Skuld/EK	92%	113%	124%	124%	117%	113%	107%	101%
Soliditet	49%	45%	43%	43%	44%	45%	46%	47%
<b>Lönsamhetsmått</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Avkastning på eget kapital	22%	3%	-9%	1%	5%	5%	6%	6%
Avkastning på totalt kapital	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	5%
Avkastning på investerat kapital	10%	1%	-4%	1%	3%	3%	4%	4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK) 2021-2028P**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Rörelseresultat	145,1	232,4	285,9	305,1	395,8	439,1	477,5	509,8
Justering för poster som inte ingår i kassaflödet	1,3	2,2	2,7	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhållen ränta	0,0	1,4	7,5	3,5	2,8	2,8	2,8	2,8
Betald ränta	-74,2	-105,4	-171,2	-174,6	-184,5	-178,6	-175,0	-173,5
Betald skatt	-18,5	-25,3	-23,6	-46,4	-90,4	-106,5	-120,0	-131,3
<b>Kassaflöde från den löpande rörelsen</b>	<b>53,7</b>	<b>105,4</b>	<b>101,3</b>	<b>89,5</b>	<b>123,8</b>	<b>156,9</b>	<b>185,3</b>	<b>207,8</b>
Förändring rörelsefordringar/-skulder	10,0	-8,9	31,5	-23,6	4,3	-3,7	-3,9	2,1
<b>Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital</b>	<b>63,8</b>	<b>96,5</b>	<b>132,7</b>	<b>65,9</b>	<b>128,0</b>	<b>153,2</b>	<b>181,4</b>	<b>209,9</b>
Förvärv av förvaltningsfastigheter	21,4	-252,4	0,0	-76,1	-808,0	0,0	0,0	0,0
Försäljning av förvaltningsfastigheter	0,0	0,0	0,0	125,3	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	-127,2	-110,4	-125,8	-144,4	-165,7
Nyproduktionsinvesteringar	-135,2	-117,4	-117,1	-3,9	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	0,0	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
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-651,0</b>	<b>-547,8</b>	<b>-279,1</b>	<b>-81,9</b>	<b>-918,4</b>	<b>-125,8</b>	<b>-144,4</b>	<b>-165,7</b>
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	0,0	0,0
Låneupptagningskostnader	-2,2	-14,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortering av finansiella skulder	-1 019,9	-358,4	-52,1	-71,7	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
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>1 021,2</b>	<b>173,1</b>	<b>-23,4</b>	<b>12,2</b>	<b>808,0</b>	<b>70,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>433,9</b>	<b>-278,2</b>	<b>-169,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>17,6</b>	<b>97,4</b>	<b>37,0</b>	<b>44,2</b>
Likvida medel vid periodens början	182,7	616,5	338,3	168,5	164,7	182,3	279,7	316,7
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>616,5</b>	<b>338,3</b>	<b>168,5</b>	<b>164,7</b>	<b>182,3</b>	<b>279,7</b>	<b>316,7</b>	<b>360,9</b>
<b>Nyckeltal</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Kassaflöde löp. verksamhet/Intäkter	0,16x	0,21x	0,17x	0,14x	0,17x	0,19x	0,22x	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](http://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.