

ANALYTIKER

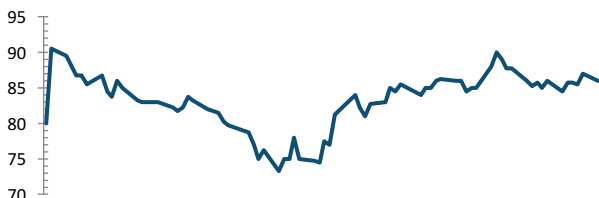
 Gustaf Nordenlöw analysgruppen@linclund.com
 Valentino Rogic

TOBIN PROPERTIES

 Aktiekurs 86,00
 52 v högsta / lägsta 91,00/72,00
 Antal aktier 10369532
 Börsvärde (MSEK) 881
 Nettoskuld (MSEK) 443
 EV (MSEK) 1324
 Sektor Finans och Fastighet
 Lista / kortnamn First North / TOBIN
 Nästa rapport 2017-02-28

UTVECKLING

 1 månad 3,93 %
 3 månader -4,97 %
 1 år 1,18 %
 YTD 3,93 %

AKTIEKURS 1 år (SEK)

HUVUDÄGARE %

 Erik Karlin 28.48 %
 Johan Varland 11.26 %
 JRS Asset Management AB 6.95 %
 Sara Karlin 4.55 %
 Avanza Pension 4.47 %
 Carnegie Småbolagsfond 4.18 %

LEDNING

 Verkställande direktör Erik Karlin
 Styrelseordförande Johan Varland

Financial forecast

SEKm	2015A	2016E	2017E	2018E
Bruttoresultat*	11	67	264	284
EBIT	-28	45	239	256
EBIT-marginal %	Neg.	9,9 %	11,8 %	16,3 %
Tillväxt i bruttoresultat	Neg.	511 %	293 %	7 %
EV/EBIT	Neg.	29,67	5,53	5,16

*Enligt bolagets redovisningsprinciper

Absolutvärdering visar på potentiell uppsida om 302 %. Börsen värderar bolagets framtida projektvinster per kvadratmeter till 4000SEK. Baserat på tidigare slutförda projekt håller Tobin en projektmarginal om 15 % i base-case. Den totala snittvinsten på alla planerade projekt är 12086 SEK per kvm. Detta ger en snittvinst per kvm som är 3 ggr högre än börsens nuvarande värdering.

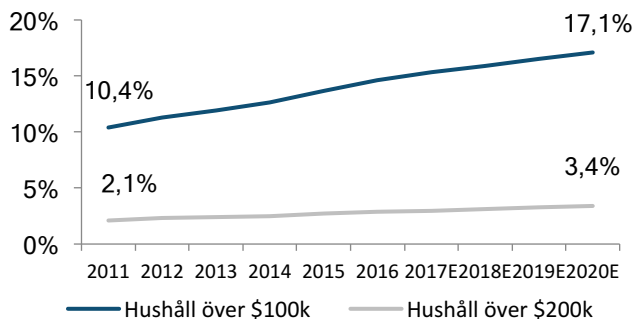
Låga räntor och ökande disponibel inkomst gynnar Tobin Properties. Dagens negativa ränteläge minskar lånekostnader. Allt fler hushåll får högre disponibel inkomst och har råd med premiumlägenheter. Dessutom ökar Stockholms läns befolkning, vilket ökar efterfrågan på nybyggnationer

Omsättningstillväxt mellan 2015-2016E om 56,2 (11) MSEK. Ett flertal projekt säljstartas under 2017 som har potential att ge en omsättningstillväxt mellan 16E-17E om 293 % i base-case.

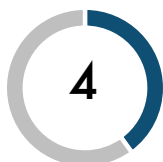
EV/EBIT om 5.53x och EBIT-marginal om 11.8 % på 2017E. Därtill estimeras en EV/EBIT i ett base-case 2018E till 5.16x med en EBIT-marginal på 16,3 %. Det som driver nyckeltalen är den ökande omsättningen som beror på att många projekt säljstartas samt en mindre utveckling av kostnadsposter.

Högt insiderägande om 44,29 % talar för långsiktighet. Utöver ett högt insiderägande uppgår det institutionella ägandet av bolaget till 8.93 %, vilket talar för tro om framtida värdeutveckling.

Disponibel inkomst per hushåll i Sverige



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Risknivå

Närliggande projekt inom attraktiva områden. Tobin Properties innehar bindande försäljningsavtal av lägenheter till ett ackumulerat värde om 784 MSEK kronor per den 30 september 2016 och planerar dessutom att påbörja produktion av drygt 500 lägenheter inom det närmsta halvåret. Under 2017 och 2018 kommer 663 respektive 556 bostäder säljstartas.

Bolaget har bland annat ett samarbete med mäklarfirmen Eklund Stockholm New York. Detta ger Tobin Properties god marknadsexponering med en kapitalstark kundbas. En annan bolagsspecifik fördel är att portföljen utgörs av attraktiva projekt i närförorter till framförallt Stockholms stad. Dessa är det stor efterfrågan på, vilket gynnar bolagets framtid. (Se Channel Check senare i analysen)

Projektnamn	Säljstart	Kvm
Äril	Q3 2016	7100
VYN	Q4 2016	7500
Rio	2017	8000
Nacka Strand 2	2017	10000
Unum	2017	5000
Uppsala Centrum	2017	6000
Golfbäcken 1	2017	12000
Stationshusen	2018	3900
Torghusen	2018	3000
Golfbäcken 2	2018	11000
Nacka Strand 1	2018	11300
Nacka Strand 3	2018	10500

Kompetent ledning med ett insideräggande om 44.29 %. Styrelseordförande Johan Varland och VD Erik Karlin samt Sara Karlin innehar tillsammans 44.29 % av bolagets aktiekapital. 8.93 % av aktiekapitalet utgörs av institutionellt ägande i form av Nordea, Carnegie och Handelsbanken småbolagsfonder, JRS Asset Management, Indiska Fastighets AB, BNP Paribas och SFM Stockholm AB. Denna ägarstruktur talar för långsiktigt ägande och tro på bolagets framtida värdeutveckling.

Erik Karlin innehar tidigare erfarenhet inom fastighetsbranschen. Han har grundat och drivit bolaget Sveamalm Fastigheter 2006 där nuvarande styrelseordförande Johan Varland blev delägare 2008. 2010 byggde Sveamalm nya bostäder i Åre, vilka såldes av snabbt. Duon har således tidigare erfarenhet av nybyggnationer och kan överföra den kunskapen till Tobin. Samma år grundade de tillsammans bolaget Tobin Properties.

Projektutvecklingschef Adelina Mehra var tidigare VD för arkitektbyrån Semrén & Månsson och samarbetade med Tobin Properties innan hon blev rekryterad. Ledningen i helhet är således kapabel till att skapa höga framtida substansvärden för sina kommande projekt genom god kännedom inom branschen bolaget agerar i.

Makrotrender gynnar Tobin Properties. Dagens negativa ränteläge innebär att högt belånade aktörer såsom Tobin Properties gynnas i och med att det medför lägre lånekostnader. Låga räntors påverkan på avkastningsprofilen för exempelvis räntebärande tillgångar kan ha drivit på efterfrågan på fastighetsmarknaden eftersom investerare söker avkastning på alternativa marknader.

Vidare medför en ökande befolkningsmängd i Stockholms län en fortsatt stark efterfrågan på bostäder. Stockholms Läns Landsting estimerar en ökning på en CAGR om cirka 1.6 % mellan 2015-2025, vilket medför en befolkningsmängd på 2,611 miljoner år 2025. En ökning på 17 % jämfört med år 2015. Bostadsbyggandet i Stockholm har en positiv trend och enligt siffror från SCB har bostadsbyggandet ökat med 26 % under de tredje kvartalet jämfört med samma period 2015. Stockholms Läns Landsting estimerar att cirka 40000 nya bostäder kommer byggas inom de närmsta två åren för att möta den starka efterfrågan.

Euromonitors index över disponibel inkomst i Sverige har haft en stigande trend inom kategorierna "antal hushåll med en årsinkomst på över 200K USD och 100K USD mellan 2012-2016". Mellan 2016-2020 estimerar Euromonitor en ökning på 17 % i båda kategorierna. Hushållens stigande inkomster och det rådande ränteläget medför en högre belåningsgrad. Fler har råd att ta en större hävstång och köpa lägenheter inom premiumsegmentet.

Risker

Stockholm UBS Real Estate Bubble Index beskriver risken för att en bubbla i fastighetsbranschen uppstår. I början av 2016 låg indexet på all-time high (1.92). Stockholm hamnade över bubblerisk-siffran 1.5 redan under Q1 2015, vilket betyder att Stockholmsområdet varit utsatt för en bubbla sedan två år tillbaka enligt UBS.

Tobins redovisning är vilseledande. Nettoomsättningen uttrycks som bruttointäkter minus projektkostnader, vilket bildar ett bruttorresultat. Marginalerna beräknas enligt den redovisade nettoomsättningen och tar inte hänsyn till den stora kostnadsposten utan enbart till dem små. På så sätt verkar marginalerna mycket högre än vad de egentligen är. Detta justeras i analysens värderingsdel.

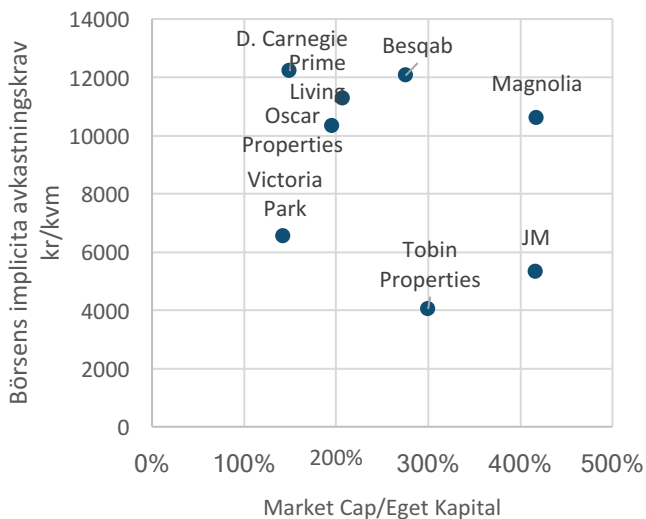
Bolagsbeskrivning

Tobin Properties är ett fastighetsutvecklingsföretag med inriktning på bostäder. Bolaget förvärvar och utvecklar fastigheter främst i Stockholmsområdet med närförorter. Affärsidén går ut på att skapa funktionella och väl designade bostäder med en arkitektur och design som särskiljer sig.



Absolutvärdering

Grafen nedan visar att Tobin börsvärde, i relation till eget kapital, handlas på cirka 300 % gentemot andra fastighetsbolag. I jämförelse med fastighetsutvecklare inom samma segment (Oscar P och JM) ligger Tobin i linje med peers. Det som särskiljer Tobin återfinns i börsens implicita avkastningskrav*. Börsen värderar Tobins framtida vinst/kvadratmeter till 4000 SEK. Baserat på tidigare projekt har bolaget lyckats hålla en projektmarginal på 15 %, vilket betyder att snittvinsten/kvadratmeter är tre gånger högre. Detta indikerar att börsen har värderat Tobins projektportfölj med en högre riskpremie. De totala projektkostnaderna baseras på bolagets egna estimat på alla planerade projekt.



Total Boarea	Total Utvecklingskostnad	Snittvinst/kvm
95300 Kvm	7350 Mkr	12086 kr/kvm

Omsättning- och EBITprognos. De olika scenarierna baseras på vilken projektmarginal Tobin Properties lyckas uppnå. Bullscenariot baseras på Tobins guidade marginalmål om 20 %. Basescenariot baseras på Tobins tidigare uppnådda marginal på slutförda projekt om 15 %. Bearsenariot baseras på en marginal om 10 %. Omsättningen beräknas i regel med bolagets redovisningsmetod men marginalen är justerad.

2016e

I ett bull-case estimeras 2016e ha en omsättningstillväxt på 741 % och i ett bear-case 357 %, gentemot 2015. Marginalen landar på 11,4 % pga justering av omsättningen. Övriga kostnadsposter har estimerats linjärt.

2017e

I förhållande till 2016 säljstartas fler projekt 2017, vilket bidrar till en ökande omsättningstillväxt för 2017e om 353 % i ett bull-case. De mest attraktiva områdena (Nacka Strand) har en hög utförsäljningsgrad vilket är en bidragande faktor till den höga tillväxten. I ett bear-case ökar omsättningen endast med 20 % på grund av en trög försäljningstakt av 2017 års projekt i kombination med en projektmarginal om 10 %.

2018e

Under 2018 planeras ännu fler projekt att säljstarta och omsättningstillväxten ökar med 21 % i ett bull-case och avtar med -39 % i ett bear-case. Ett bull-case för 2018e uppfylls då Tobins projekt under 2017e har en snittutförsäljningsgrad kring 47 % och en fortsatt hög efterfrågan på lägenheter inom high-end segmentet råder. Tobins tröga försäljningstakt 2017 orsakar en dominoeffekt, vilket fördröjer försäljningstakten 2018 i bear-caset.

Multipelvärdering

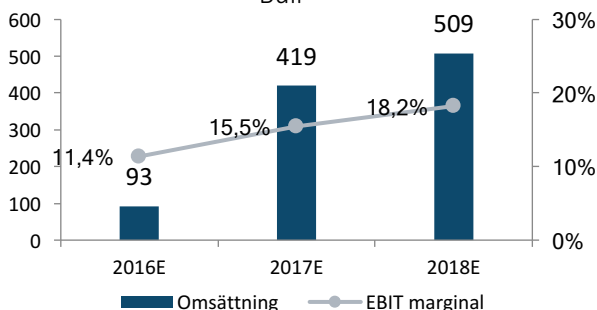
Bolagsnamn	EV/EBIT	YoY Oms %	Nettoskuld	EBIT Marginal
Tobin Properties	28,40	177,35%	43,0%	14,9%
D Carnegie & Co	32,91	99,98%	67,78%	41,2%
JM	10,76	-7,30%	19,35%	11,80%
Oscar Properties	29,54	24,42%	60,60%	9,1%
Magnolia Bostad	11,61	47%	39,90%	31,90%
Victoria Park	9,02	108,72%	61,38%	-16,60%
Besqab	15,82	64,41	27,14%	26,9%
Prime Living	19,20	40,22%	44,25%	35,36%
Götenehus	11,30	36%	20,50%	5,50%
SNITT	16,27	43,37%	42,61%	18,15%

EV/EBIT	2016e	2017e	2018e
BULL	18.92	3.36	2.75
BASE	29.67	5.53	5.16
BEAR	44.25	13.84	28.38

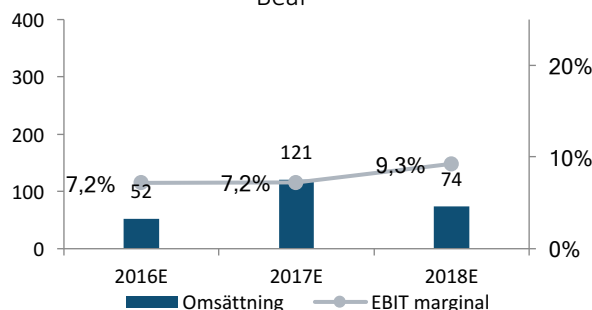
Tobin Properties är i dagsläget ett relativt högt värderat bolag sett till EV/EBIT. Intjäningen börjar komma igång och enligt estimaten värderas Tobin till en EV/EBIT om 29.67 2016e, högre än snittet. 2017e och 2018e drivs både omsättningstillväxten och marginalerna upp, vilket ger en värdering om 5.53 respektive 5.16 i ett base-case. Tobin växer snabbare än snittet och på sikt stiger även marginalerna till högre än snittet (se forecast på första sidan).

* Implicit övervärde = Börsvärde - EK. Börsens implicita avkastningskrav = Implicit övervärde / Justerad projektportfölj

Bull



Bear



Eftersom Tobin Properties utvecklar fastigheter och agerar i närförorter till Stockholm är det relevant att kontakta mäklarbyråer som har lokal kännedom om dessa områden. Personerna som kontaktades var chefsmäklare inom respektive område och frågorna som ställdes var desamma för alla respondenter. Nedan följer en sammanställning av frågorna samt en generell beskrivning av svaren som erhållits.

- *Hur ser intresset ut för nybyggnationer i Nacka/Sundbyberg/Tyresö**

I alla närförorter är efterfrågan stor. Det finns intresse och det byggs därefter. Det finns särskilt stort intresse för nybyggnationer intill tullgränserna, alltså nära staden. En av respondenterna påpekade att nybyggen i Nacka har speciellt stor efterfrågan.

- *Har intresset för nybyggnationer ökat den senaste tiden?*

Det beror på vilket tidspann man pratar om, sade en av respondenterna. De senaste tio åren har intresset ökat kraftigt! Det byggs high-end-lägenheter och det säljs, särskilt lägenheter med de bästa lägena. Efterfrågan har stegrat och det har byggts mycket för att kunna möta den.

- *Vad tror ni om det framtida intresset för nybyggnationer i närförorterna?*

Alla respondenter var eniga om att intresset kommer fortsätta växa för att sedan svalna av. Man kommer inte kunna pressa upp priserna mycket mer än i nuläget men efterfrågan kommer finnas kvar ändå.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det råder en hög efterfrågan på marknaden för nybyggnationer i närförorter till Stockholm. Respondenternas indikation på att marknadspriserna kommer att stabilisera inom en snar framtid med en fortsatt stark efterfrågan bådär gott för Tobin Properties framtida projekt.

* Beroende på vilket mäklarkontor som kontaktades har frågorna anpassats till just detta område.

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Aktien handlas till en uppsida gentemot konkurrenter om 302 %. Ränteläget, befolkningstillväxten och den ökade disponibla inkomsten per hushåll är tre externa värde drivare som talar för en framtida intjäningsutveckling.



Quality of Earnings

Bolaget har ingen historik som talar för en god intjäningsförmåga eftersom bolaget precis börjat komma igång med sin intjäning. Intjäningen är i sin tur inte särskilt diversifierad. Däremot är EBIT marginaltrenden stigande.



Ledning & styrelse

Insiderägandet är högt (44.29 %) och så även det institutionella ägandet (8.93 %), vilket talar för långsiktighet. Ledningen har varit verksamma inom bolaget i över fem år och ROE har ökat de senaste åren och visar på effektiv kapitalallokering.



Riskenivå

Högt insiderägande (44.29 %), kompetent management och ökande marginaler motiverar en låg riskprofil. Största riskerna är en höjd ränta och en bostadsbubbla som spricker.

Strengths

- Högt insider- och institutionellt ägande talar för långsiktighet
- Kompetent ledning som varit med sedan start
- Projekt i eftertraktade och attraktiva områden

Weaknesses

- Kort historik för slutförda projekt
- Aggressiv bokföring
- Väsentligt att nuvarande projekt har en snabb utförsäljning

Opportunities

- Negativt ränteläge gynnar fastighetsbranschen
- Befolkningsökning skapar press på nybyggnationer
- Allt fler får högre disponibel inkomst och har råd med premiumlägenheter

Threats

- Stigande reporänta missgynnar fastighetsbranschen
- Stockholmsområdet är enligt UBS utsatt för bostadsbubbla

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informations syfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).