



UPPDRAGSANALYS
7 juni 2018

MultiDocker

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Brasiliansk order ett lyft	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Investment Case	4
Effektiva logistiklösningar	5
Epower- elmotorer sänker driftskostnaden.....	7
Partnerskap med Caterpillar	7
Distributionsnät och lokal service	8
Tillverkning och montering	8
Försäljningsprocess.....	8
Marknad	9
Fokus på marknader med växande behov	9
Brasilien	10
USA.....	10
Hamnar och övriga geografiska marknader	11
Konkurrens	12
Risker	13
Det ekonomiska läget	13
Valutaeffekter	13
Långa försäljningsprocesser.....	13
Risk för ökad protektionism	13
Prognoser och värdering	14
Metod	14
Kassaflödesvärdering.....	14
Multipelvärdering.....	15
Sammanvägd värdering.....	16
Företagsledning och ägare	17
VD	17
CSO	17
CFO.....	17
Styrelseordförande	17
Ägarstruktur	17
Disclaimer	18

Brasiliansk order ett lyft

Första kvartalet 2018 blev svagt med en förlust på 6 miljoner kronor. Med några större order, varav framförallt en i Brasilien gör att orderboken nu har ökat till 160 miljoner kronor. Vi kommer fram till ett motiverat aktievärde om 0,71 kronor i vårt Bas-scenario.



MultiDocker utvecklar och säljer effektiva logistiklösningar på den globala marknaden. Viktiga kunder utgörs främst av lasthamnar och andra lastterminaler inom bland annat skogsindustrin. Utbudet består av sju modeller med ekoprofil som anpassas efter köparens behov. Produkterna bygger delvis på komponenter från

Caterpillar, vilket ger trygghet åt köparen.

Bolaget har byggt ut sin organisation i USA och inriktar sig nu även mot mindre maskiner, vilket ökar affärspotentialen. Efterfrågan på maskiner i lasthanteringssegmentet är god i Nord- och Sydamerika. Första kvartalet 2018 blev svagt, men i april kom en order till ett skogsbolag i Brasilien värd 25 miljoner kronor och i maj en order på två CH1100 till ett kanadensiskt sågverk samt en till en svensk hamn med ett totalt värde om 17,5 miljoner kronor. Orderboken har nu ökat till 160 miljoner kronor, där 80 miljoner kronor är operationsintäkter kopplade till ordern i Brasilien.

Den bättre ordergången till trots drar vi ned vår helårsprognos för intäkterna 2018 från 168 till 151 miljoner kronor. Det motsvarar ändå en förbättring jämfört med 2017, trots att intäktsnivån i kvartal 1/2018 låg på ungefär hälften av kv1/2017. Övergripande jobbar MultiDocker med att effektivisera såväl produktion som monteringsprocessen. Här har vi räknat med en högre bruttomarginaler under resterande del av 2018.

Vi kommer fram till en rikt Kurs om 0,71 kronor per aktie i vårt Bas-scenario som är en sammanvägning av en DCF- och multipelvärdning. Med andra vikter på värderingskomponenterna kommer vi fram till 0,46 kronor som motiverat värde i ett Bear-scenario och 1,01 kronor i ett Bull-scenario.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Netroomsättning	153	142	141	151	166	186
Rörelseresultat	-0,1	-2,6	-1,6	2,6	7,0	12,1
Årets resultat	-2,3	-20,2	-18,8	0,7	4,3	8,4
Resultat per aktie, kr	Neg.	Neg.	Neg.	0,004	0,03	0,05
P/E-tal	n.m.	n.m.	n.m.	119,8	20,5	10,5
Eget Kapital	10,7	21,3	22,0	40,5	44,8	53,2

Källa: MultiDocker (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 7 juni 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

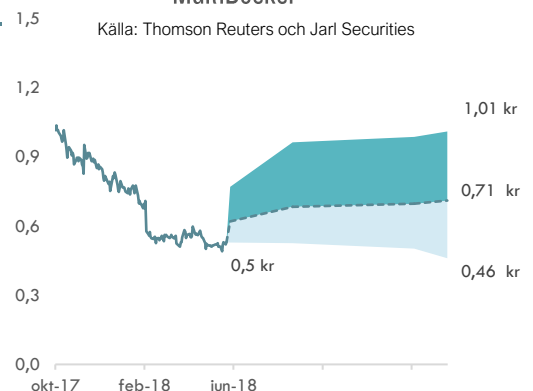
Företagsnamn: MULTIDOCKER CARGO HANDLING AB
Lista: NGM
Vd: Percy Österström
Styrelseordförande: Lars Sjödahl
Marknadsvärde: 88 MSEK
Senast: 0,53 SEK
Kort om MultiDocker: MultiDocker säljer lasthanteringsmaskiner med en egenutvecklad hydraulisk vikarskran i olika storlekar. Företaget har ett 20-tal anställda och har etablerat en stark position på marknaderna i USA och Brasilien. VD Percy Österström har en bakgrund från rederibranschen, där han lärde sig lasthantering samt insåg behovet att effektiva lasthanteringsterminaler.

Möjligheter och styrkor: MultiDocker s lösningar appliceras på Caterpillar-maskiner, med ett etablerat samarbete sedan ett antal år. Ett viktigt försäljningsargument är att kunderna (exempelvis skogsföretag i Brasilien eller lasthanteringsbolag i USA sparar kostnader genom en ökad effektivitet. Bolaget kan även erbjuda en egenutvecklad elmotor till maskinerna.
Risker och svagheter: Bolaget har en liten organisation och en svag finansiell ställning i en bransch där säljcyklerna kan bli utdragna. MultiDocker behöver också minska andelen inköp av råvaror och förnödenheter samt öka eftermarknadsförsäljningen för att få upp sin lönsamhet.

Värdering: Bear 0,46 kr Bas 0,71 kr Bull 1,01 kr

MultiDocker

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities



Temperatur

Ledning och styrelse



Percy Österström, vd och grundare till bolaget, har en lång entreprenörsbakgrund. Percy har tidigare bland annat grundat Österströms Rederi som köptes upp av TransAtlantic.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Skärgårdshavet AB är bolagets största ägare och moder i koncernen som består av MultiDockers och MultiDockers Brasilien Ltd. Skärgårdshavet ägs av Percy Österström.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Företaget stärkte nyligen sin kassa genom en företrädesemission som inbringade 19 miljoner kronor. Det täcker i stort sett upp bolagets nettoskuld som per 31 mars 2018 uppgick till omkring 21 miljoner kronor.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Bolagets förväntas växa organiskt med fokus på marknader och industrier i behov av effektivisering. Det ökar möjligheten att nå utsatta tillväxtmål. Kopplingen till Caterpillar gör att det framförallt är Nordamerika som är och varit bolagets starkaste marknad.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Bolagets tillväxtstrategi innebär en ökad försäljning på volatila marknader. Vidare kan politik osäkerhet hämma tillväxten. Bolaget har också hittills haft ett svagt kassaflöde.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Investment Case

Under första halvåret 2017 uppgick koncernens försäljning till 69 miljoner kronor, vilket motsvarade en tillväxt om cirka 101 procent jämfört med första halvåret 2016. Tillväxten var främst hänförlig till försäljning i Nord- och Sydamerika. Tredje och fjärde kvartalet 2017 samt första kvartalet 2018 blev väsentligt svagare. Det beror på utdragna upphandlingar på de större projekten (hamnar och terminaler samt lasthanteringsstationer vid de stora pappersbruken). Men i april lossnade det med en order värd 25 miljoner kronor till ett brasilianskt skogsbolag. Det följdes i maj upp med två order värda sammanlagt 17,5 miljoner kronor, varav en till ett kanadensiskt sågverk och en till en svensk hamn. Det betyder att andra och tredje kvartalet 2018 bör bli väsentligt bättre intäkts- och resultatmässigt.

Multidocker rapporterade intäkter på endast 23 miljoner kronor i kvartal 1/2018, jämfört med drygt 48 miljoner kronor första kvartalet 2017. Den lägre försäljningen slog även igenom i ett sämre resultat om cirka minus 6 miljoner kronor.

Då bolaget samtidigt har investerat i att bygga ut en marknadsorganisation i Nordamerika utan att ha någon större kassa, blev beslutet om företrädesemissionen på cirka 19 miljoner kronor nödvändig och genomfördes under maj 2018. Det motsvarar ungefär den nettoskuld (främst checkräkningskredit) på omkring 21 miljoner kronor som bolaget byggt upp de senaste kvartalen.

Under 2017 har MultiDockers orderbok legat omkring 50 miljoner kronor och noterades så sent som den 31 mars 2018 i 44 miljoner kronor. Men efter tidigare nämnda beställningar i april och maj från kunder i Brasilien, Kanada och Sverige är orderboken nu uppe i knappt 160 miljoner kronor, varav 80 miljoner kronor utgörs av operationsintäkter på ordern i Brasilien, alltså drift och service ute hos kunden under de närmaste fyra åren.

Övergripande är Multidockers utmaning att när väl deras order är på plats få tillräckligt bra marginaler på denna försäljning. Detta kostnader för inköp av råvaror och förnödenheter historiskt har legat så högt som 85 procent. Vi prognosticerar att den andelen sjunker till 76 procent under helåret 2018, men visibiliteten är låg. Bolaget tecknades ett avtal med SSAB i mars 2017 avseende inköp av insatsmaterial till bättre pris. Multidocker förhandlade också i slutet av 2017 om förvärv av sin samarbetspartner STC i Nederländerna, en affär som

dock avbröts på grund av att förvärvsfinansiering inte kunde ordnas. Här var tanken att få ökade inköpsrabatter hos Caterpillar.

För helåret 2018 prognosticerar vi att MultiDocker ska nå 1,7 procents rörelsemarginal, vilket är klart lägre än de dryga 4 procent vi hade i vår senaste prognos i februari 2018. Förklaringen är den svaga starten på 2018 som gör det svårt att komma särskilt mycket över noll-strecket på helåret den förbättrade ordergång till trots.

Genom att kombinera en jämförelsevärdering med en kassaflödesanalys beräknas det motiverade värdet per aktie till 0,71 kronor i vårt Bas-scenariot (0,95). Genom att variera kommer vi fram till ett värde på 0,46 kronor i Bear-scenariot och 1,01 kronor i Bull-scenariot.

Effektiva logistiklösningar

MultiDocker har omkring femton anställda vid huvudkontoret i Norrköping samt därutöver ett antal konsulter engagerade. Genom den egna organisationen samt stöd från försäljningspartners är bolaget aktivt på den globala marknaden. Expansionen från Europa mot andra världsdelar har skett gradvis under de senaste fem åren. Bolaget har numera kunder i länder som USA, Brasilien, Sydafrika, Kina och Indonesien.

I slutet av augusti 2017 meddelade bolaget att de beslutat att sätta upp ett nytt bolag i USA. Med lokal närvaro på en av sina huvudmarknader förbättras möjligheterna att realisera en lönsamhetspotential. Kopplingen till Caterpillar har visat sig göra det allt lättare att sälja in produkterna i just Nordamerika.

Merparten av försäljningen har historiskt skett i Norden, Brasilien, USA och Storbritannien. På sikt är avsikten att stärka marknadspositionen och växa i Asien och då framförallt i Kina.

Verksamheten har saknat en kontinuerlig lönsamhet men målet på sikt är att uppnå en bruttomarginal om 20 till 30 procent med fem till åtta procent nettomarginal. Målen kan nås med ett fortsatt fokus på rätt marknader, effektiviseringar inom organisationen samt produktion och inköpskostnader.

Vd, Percy Österström, tillika MultiDockers grundare, har 30 års erfarenhet från rederibranschen. Genom att bygga specialanpassade logistiklösningar för sin egen rederiverksamhet kunde tid och pengar sparas. Under denna period fick Percy en unik förståelse för lasthantering och insåg också behovet av effektivisering på godsterminaler runt om i världen. Percys rederi, Österströms Rederi, förvärvades av TransAtlantic år 2011. Året därpå köpte Percy loss MultiDocker, via Skärgårdshavet som i dag är dess största ägare.

MultiDockers erbjudande består således inte bara av specialanpassade maskiner utan är heltäckande i den bemärkelse att bolaget kan bidra med kompetens kring hur lastterminaler eller godshamnar sätts upp för ökad effektivitet.

Även om MultiDocker kan dra nytta av den utveckling som sker inom Caterpillar skulle ett utökat produktutbud vara fördelaktigt. Samtidigt är bolagets resurser i dag begränsade. Det främsta fokuset ligger därför på tillväxt. Vårt intryck är att bolaget siktar mot en omsättning i storleksordningen 500 miljoner kronor årligen, främst för att kunna uppnå skalfördelar på kostnadssidan.

MultiDockers erbjudande kan enklast förklaras som ett koncept där rådgivning kombineras med behovsanpassade lasthanteringskranar. Gemensamt för bolagets maskiner är den egenutvecklade hydrauliska vikarmskranen som levereras i olika storlekar. Genom att kombinera dessa med olika griplor och andra verktyg kan en mängd olika laster hanteras. Maskinen kan kombineras med olika underreden liksom kabiner att anpassas efter ändamålet.

I dag består bolagets produktportfölj av fem standardiserade vikarms-kranar. MultiDockers minsta lastkran/produkt, CH600D, väger cirka 60 ton och har en räckvidd upp till 15 meter. Lyftkapaciteten är cirka 12 ton. Den största kranen, CH1400F, väger upp till 130 ton och har en räckvidd om upp till 28 meter. Maskinens lyftkapacitet är cirka 22,4 ton. Kranarna har en genomsnittlig livscykel om 20 000 timmar.

Utveckling av nya standardiserade och klimatsmarta produkter ligger på bolagets agenda. Ett utökat standardsortiment ger ett bättre helhetserbjudande och stärker bolagets konkurrenskraft. I april 2017 meddelades att MultiDocker portföljen kompletteras med ytterligare två nya modeller. De nya modelltyperna (CH-600 och CH-800) har förstärkt portföljen i det lättare segmentet och har börjat säljas. Potentialen borde kunna realiseras gradvis.

MultiDockers med upphöjda underreden med plats för lastbilar



Källa: MultiDocker

Ett av bolagets främsta försäljningsargument är att användaren med hjälp av MultiDockers logistiklösningar kan öka effektiviteten och därmed spara kostnader. Ökad effektivitet innebär att driftkostnaden per timme för maskinerna reduceras samt att tidsåtgången som kan mätas i hur många ton maskinen kan hantera på en timme minskar. Detta uppnås med driftsäkra och snabba samt energisnåla

maskiner. Enligt bolaget är deras lösningar upp till tre gånger så effektiva som jämförbara traditionella lösningar. Då kunnig personal krävs för att dra nytta av maskinerna arbetar bolaget med utbildning för en kundnöjdhet och för att stärka varumärket.

Som tidigare nämns erbjuds ett antal olika tillbehör eller verktyg, så som lyftarmar, skopor och containers. På så sätt kan kranarna användas för olika ändamål. MultiDockers har utvecklat 13 hel- eller halvautomatiska lyftarmar anpassade för att lyfta timmer, containrar, pappersmassa, stålullar med mera. De halvautomatiska armarna minskar behovet av personal på marken med uppgift att fästa lasten vid lyftkranens armar.

Epowers - elmotorer sänker driftskostnaden

Utöver effektivitet i termer av snabbhet säljer MultiDockers även på driftsäkerhet, bland annat genom den egenutvecklade elmotorn, Epowers. Elmotorer är inte bara ett miljövänligare alternativ till förbränningsmotorer utan är även mer driftsäkra och kan enligt bolaget spara användaren upp mot 400 kronor per gångtimme.

Elmotorer har framtiden för sig. Det påvisas inte minst av en större satsning på eldrivna transportfordon för containrar i Hamburgs hamn i Tyskland.

Elmotorerna kräver även mindre underhåll. Det skapar en motvilja hos de etablerade aktörerna på marknaden, som exempelvis Caterpillar, att anpassa verksamheten efter rådande trend. Detta då dessa bolag sannolikt i så fall skulle se kraftigt lägre intäkter från eftermarknaden där dessa har sina stora marginaler.

Partnerskap med Caterpillar

MultiDockers har ett samarbete med amerikanska Caterpillar, CAT, som tillverkar och säljer tunga maskiner till verksamheter inom anläggning, gruvdrift, skogsbruk, avfall med mera. CAT finns representerade i cirka 180 länder och hade under helåret 2017 en försäljning om cirka 45,5 miljarder USD.

Samarbetet med CAT möjliggörs då MultiDockers lösningar till stora delar är byggda med baskomponenter från CAT. Köparen får genom samarbetet tillgång till ett stort utbud av komponenter för att anpassa maskinen efter specifika behov och ändamål. Därtill är CAT ett välkänt namn globalt och köparen vet vad denna kan förvänta sig rörande kvalitet och reservdelar etcetera.

MultiDockers två nya modeller har utvecklats hos CAT. Efter att nya strategiska beslut tagits föll dessa modeller bort från CAT:s utbud. MultiDockers såg detta som en möjlighet och har tillsammans med CAT beslutat att sälja dessa som en del av MultiDockers produktportfölj. Händelsen indikerar att relationen mellan de båda parterna stärks samtidigt som bolaget utvidgar sitt utbud till reducerade utvecklingskostnader.

Distributionsnät och lokal service

Inom ramen för samarbetet agerar CAT i viss mån som en försäljningskanal gentemot kund vilket ger en global räckvidd samtidigt som bolaget kan behålla en avskalad och effektiv organisation.

Samarbetet innebär att bolagets produkter underhålls och servas av Caterpillar. Det ger ett starkare erbjudande mot kund i form av trygghet. Dock tappar MultiDocker stora delar av eftermarknaden som brukar utgöra en betydande del av den totala lönsamheten. Vid behov av service eller reparation av de komponenter som kommer från MultiDocker har bolaget reservkomponenter på plats.

När nu MultiDocker börjar etablera en egen försäljningsorganisation i Nordamerika förändras ovanstående faktorer i viss utsträckning. Framförallt kommer bolaget att stå mer på egna ben vad gäller försäljning av de mindre maskinerna i Nordamerika, medan support fortfarande erhålls från Caterpillar. Parallellt har bolaget startat ett eget arbete på eftermarknadssidan.

MultiDocker studerar kontinuerligt möjligheten till samarbeten med andra leverantörer av baskomponenter. Detta för att identifiera möjligheter till besparingar och därmed förbättrade marginaler.

Tillverkning och montering

Produktionen är utlagd på externa parter, vilket ger en flexibel kostnadsstruktur. CAT har produktionsanläggningar världen över. Även om de befintliga leverantörerna av bolagets komponenter är kompetenta är de inte unika. En liknande producent kan leverera samma produkt. Således kan produktionen och monteringen flyttas beroende på vart i världen kunden befinner sig och produktion är lämpad. Exempelvis, vid försäljning i Brasilien har bolaget produktion på plats i landet.

Vidare har bolaget för avsikt att standardisera komponenter i moduler, vilket effektivisera produktionen och sammansättning både rörande tid och kostnader. Bolaget kan samtidigt dra nytta av den utveckling som sker inom CAT då många av maskinernas komponenter kommer från denna koncern.

Försäljningsprocess

Potentiella affärer identifieras via den egna interna säljorganisationen, genom Caterpillars säljnätverk eller via partners eller agenter som täcker olika geografiska områden runt om i världen.

När en affärsmöjlighet identifierats via någon av kanalerna genomför bolaget med den interna säljstyrkan ett platsbesök. Vid ett sådant tillfälle kan bolaget analysera förhållanden och processer för att skraddarsy lösningar som ökar den potentiella köparens effektivitet i sin logistik och lasthantering, liksom att reducera köparens driftskostnader. MultiDocker deltar även i offentliga upphandlingar, exempelvis när statligt ägda hamnar behöver effektiviseras. För att underlätta kan finansiering erbjudas via CAT eller Exportkreditnämnden.

Den genomsnittliga storleken på en order inkluderar en maskin med verktyg och motsvarar ett värde om cirka tio miljoner kronor. Med hänsyn till orderstorleken liksom projekteringsarbetet relaterade till en affär handlar det om långa försäljningscykler. Det gör att bolagets intäkter fluktuerar kraftigt mellan olika kvartal. Därtill bidrar variationer i orderstorlek till volatila intäkter. Med övergång mot att även marknadsföra och sälja mindre maskiner kan förhoppningsvis volatiliteten i ordergång och intäkter minska framöver.

Historiskt har det andra och det fjärde kvartalet varit bolagets starkaste kvartal. Det sammanhänger sannolikt med att kunderna stänger affärerna inför kommande ledighet och säsong, vilket sker två gånger per år.

Marknad

Fokus på marknader med växande behov

Den potentiella marknaden för bolagets logistiklösningar utgörs av verksamheter med inslag av lasthantering med hjälp av tunga maskiner som lyftkranar.

Med de kompetenser och produkter som MultiDocker besitter i dag kan marknaden definieras som hamnar samt lastterminaler för skogsindustrin. Produkterna lämpar sig även för lastterminaler för tågtransporter.

Som tidigare nämns är MultiDockers fokus på den nordiska marknaden samt Storbritannien, USA och Brasilien. Enligt SCB:s investeringsenkät har det inom den svenska skogsindustrin investerats cirka 28 miljarder kronor under 2015 och 2016. Under 2017 blev investeringssiffran också överraskande stark på dryga 16 miljarder kronor, fyra procent mer än 2016. Prognosen för 2018 är att den svenska skogsindustrin kommer att investera 13,9 miljarder kronor.

MultiDockers vikarskran med specialanpassad kupé för förbättrad visibilitet



Källa: MultiDoker.

Den förväntade tillväxten kan dock främst härledas till USA och Brasilien där MultiDockers marknaden förväntas växa som en effekt av ökade lasthanteringsbehov.

Brasilien

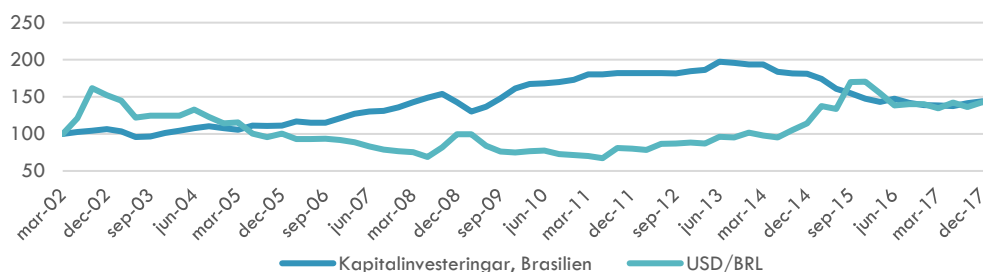
I Brasilien har MultiDocker inriktat sig på den växande skogsindustrin, som redan idag är en stor kund. Brasilien är världens nionde största producentland för pappersmassa och med omkring 10 miljoner ton per år i paritet med Sverige på området.

Suzano, Fibria och Klabin är tre av Brasiliens största pappers- och pappersmasseproducenter. År 2016 omsatte Fibria, som är en kund till MultiDocker, drygt 9,6 miljarder BRL jämfört med 2015 då omsättningen var cirka 10,1 miljarder BRL. Under 2016 investerade de tre brasilianska skogsdrakarna tillsammans cirka 10,8 miljarder BRL, vilket var 26 procent mer än 2015. Trots att omsättningen backade under 2016 fortsätter de tre skogsbolagen alltså att investera. Detta är en signal om att sektorn ser ljus på framtiden.

Enligt Business Sweden har stora investeringar gjorts i att utöka det brasilianska skogsbeståndets storlek. Rimligen kommer den inhemska industrin att fortsätta sina investeringar av utrustning för att hantera de ökade volymerna.

Grafen nedan illustrerar sambandet mellan USD/BRL och kapitalinvesteringar. Notera att investeringarna avtagit sedan uppgången i valutaparet med start omkring år 2014.

USD/BRL-valutaparet styr efterfrågan på den brasilianska marknaden. Mars 2002 = 100



Källa: Reuters och Jarl securities

USA

USA var år 2017 världens näst största pappersmasseproducent med cirka 75 miljoner ton, endast passerade av Kina som samma år tillverkade 99 miljoner ton.

Weyerhaeuser Company är ett av USA:s största skogsföretag och får stå som en trendmätare för de nordamerikanska skogsbolagen. Under 2017 investerade detta bolag 459 miljoner USD, jämfört med 510 miljoner USD år 2016 ibland annat verktyg och utrustning.

USA:s president Donald Trump har utlovat investeringar i landets infrastruktur, vilket skulle de det innebär det ökad efterfrågan på logistiklösningar, sådana som bland andra MultiDockers kan erbjuda.

Skulle Trump få igenom sitt förslag om ökade tullavgifter för importerade varor står MultiDockers inför utmaningen att hantera detta. Då är samarbetet med CAT gynnsamt där produktionen och montering förhållandevis enkelt kan sättas upp lokalt i USA. Dessutom sätter nu MultiDockers upp en egen verksamhet i landet.

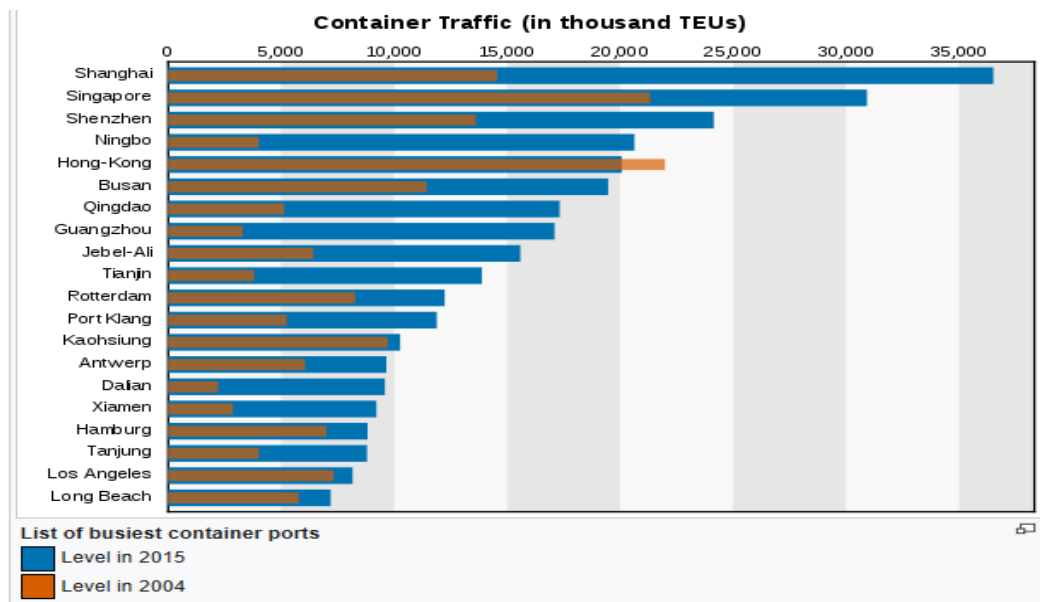
MultiDockers lösningar lämpar sig för en mängd olika typer av lastterminaler inom flertalet industrier och sektorer. USA har ett regelverk som gynnar varutransporter med tåg. Transporttågen kan vara upp till tre kilometer långa med två containrar staplade på varandra. Det finns därför över 2 000 lastterminaler av olika storlek anslutna till landets järnvägssystem.

Ett annat exempel är den uppgradering av lastnings- och lossningsanläggningar som nu sker längs Mississippifloden med dess bifloder där transporter sker med pråmar, MultiDockers har tidigare sålt liknande anläggningar vid Ohiofloden.

Hamnar och övriga geografiska marknader

Hamnar världen över är en annan av MultiDockers huvudmarknader. Asien i allmänhet och Kina i synnerhet dominerar totalt där sju av världens tio mest frekventerade hamnar ligger i Kina (inräknat Hongkong. Shanghai är den största och Shenzhen den tredje mest använda hamnen i denna ranking

Ranking av världens mest frekventerade hamnar i 1,000 TEU 2015:



Källa: Engelska Wikipedia.

Trenden går mot allt större fartyg som kan frakta allt större laster. Mellan 2001 och 2008 steg den genomsnittliga lastförmågan med 1,9 procent per år. För perioden 2009 och 2014 var motsvarande siffra 15,3 procent. Hamnar världen över står inför ett kontinuerligt behov av förnyelse och utbyte av gamla logistik- och lasthanteringsssystem för att bland annat anpassa sig till de allt större fartygen.

MultiDocker har även kunder på andra håll i världen, som exempelvis i Ryssland, Indonesien och Kina. Under slutet av 2017 fick bolaget sin första order i Sydafrika.

Konkurrens

Det finns givetvis en mängd konkurrenter inom sektorn, däribland tyska Liebherr, Sennebogen och Mantsinen. De är alla privat ägda bolag. Företagens utrustningssortiment är brett med en stor mängd av specifikationer.

Liebherr grundades 1949 och omsatte år 2015 drygt 9,2 miljarder euro. Detta bolag har ett brett utbud av tunga maskiner. Liebherr's erbjudande inom lasthantering är avsevärt mycket större än MultiDockers. Den största standardiserade maskinen är LH 150 C Gantry Port Litronic som med olika gripklor kan hantera en mängd olika laster. MultiDockers motsvarighet är tidigare nämnda CH1400F.

Liebherr hade år 2015 större delen motsvarande cirka 58 procent, av sin försäljning i västra Europa följt av Amerika som motsvarade drygt 18 procent. Liebherr har varit aktiva på den brasilianska marknaden i 40 år och ser goda möjligheter att sälja produkter för att bistå vid nyproduktion av vindkraftverk där.

Ett annat företag i sektorn är **Sennebogen** också de med ett större utbud av produkter än vad MultiDocker har i dag. 880 EQ är en av företagets större modeller.

Seram är en fransk kranstillverkare som startades 1973 och finns representerade genom agenter världen runt. Seram har ett utbud som är större än MultiDockers men särskiljer sig främst mot andra konkurrenter då de har ett fokus på elmotorer. Serams största kran är anpassad för hamnar med en räckvidd om upp till 40 meter.

E-crane är en belgisk tillverkare med fokus på specialanpassade lösningar.

Bland de noterade bolagen är lasthanteringskranar ofta en del av ett brett sortiment av utrustning i denna och andra sektorer. Exempelvis på noterade bolag i sektorn är amerikanska Deere & Company (störst på jordbruksmaskiner), sydkoreanska Doosan (tidigare Deawoo) och Komatsu med flera.

Listan på konkurrenter kan göras lång och utbudet är till synes likartat. Vår bedömning är att kombinationen av MultiDockers kompetens och flexibla kundanpassade lösningar tillsammans med stöd från ett, och i framtiden potentiellt flera, välkända varumärken kan göra bolaget konkurrenskraftigt på sina delmarknader, framförallt Nord- och Sydamerika.

Risker

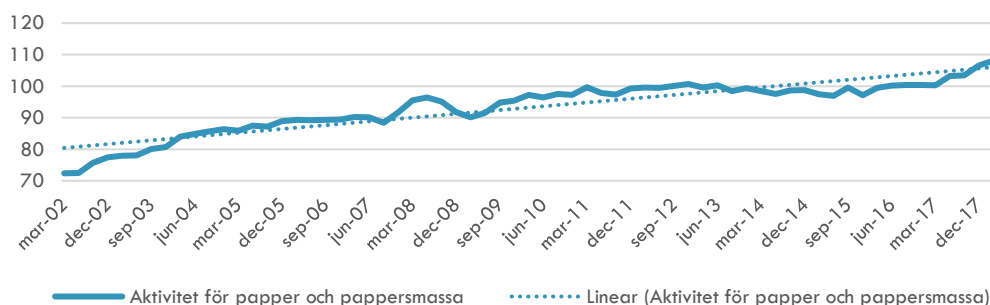
Det finns ett antal risker kring bolagets verksamhet som redovisas nedan.

Det ekonomiska läget

MultiDockers strategi för fortsatt tillväxt är beroende av en stabil ekonomisk utveckling. Med goda framtidsutsikter tenderar investeringar att öka samtidigt som osäkerhet hämmar investeringsviljan. Som tidigare nämns har Trump utlovat ökade investeringar i infrastruktur i USA. Effekten av detta har redan börjat synas och förbättrat förutsättningarna för MultiDockers satsningar i Nordamerika avsevärt.

Grafen nedan visar utvecklingen av aktiviteten inom denna industri i Brasilien. Som framgår har den sedan 2013 varit stabil, trots ett kraftigt fall i landets BNP 2015. Efter en period av utplaning tog tillväxten åter fart under 2017.

Aktivitet för papper och pappersmassa



Källa: Reuters.

Valutaeffekter

MultiDockers intäkter under 2017 fördelade sig ungefär 25 procent i vardera Sverige och övriga Europa samt övriga 50 procent på övriga marknader (främst Nord- och Sydamerika). Det som säljs i till exempel Brasilien tillverkas också där i största möjliga mån. Bolaget säkrar också sina valutaflöden.

Långa försäljningsprocesser

Priset för en materialhanteringsmaskin ligger i genomsnitt på cirka tio miljoner kronor, vilket gör att försäljningsprocesserna är relativt långa. Flödet är inte heller jämt fördelat över tiden. Det innebär att försäljningen sker stötvis och kan variera kraftigt mellan kvartalen, vilket kan ge upphov till likviditetsbelastningar.

Risk för ökad protektionism

USA:s president Donald Trump vill införa höga importtullar främst mot Kina och Mexiko, men potentiellt även mot länder i Sydamerika. Detta kan komma att skada den brasilianska ekonomin som har USA som sin näst största exportpartner efter Kina.

Prognoser och värdering

Metod

För att uppskatta ett motiverat värde på MultiDockers har vi applicerat en diskonterad kassaflödesmodell (DCF) i kombination med en multipel modell baserat på en jämförelsegrupp av börsnoterade bolag med en snarlik verksamhet globalt.

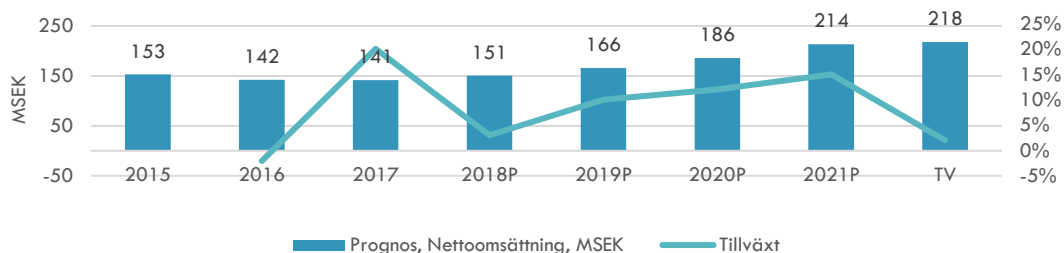
Kassaflödesvärdering

Bolagets målsättning är att växa med 30 procent under de kommande åren. Även om förutsättningarna är goda för ökade investeringar i både USA och Brasilien, tror vi att bolagets målsättning kan vara väl ambitiöst satt. Vi har istället antagit att bolaget kan prestera 10 procent genomsnittlig intäktsstillväxt per år 2018–2020.

Som framgår tidigare har den industri som bolaget fokuserar på (papper och pappersmassa) en viss tillväxt. Utöver detta är branschen i behov av effektivisering av terminaler, där bolaget har ett starkt erbjudande och konkurrensen från de stora främst europeiska aktörerna är begränsad. Vidare är MultiDockers sedan tidigare inne på de stora kunderna i Brasilien som exempelvis Fibria. Med utökade försäljningsinsatser och en fortsatt bearbetning i kombination med att MultiDockers etablerar sitt namn lokalt är chanserna goda för ytterligare försäljning.

Till det kan läggas marknaden mot mindre maskiner i Nordamerika som växer. Förhoppningsvis kan denna bidra till rätt mycket av bolagets kommande försäljningsstillväxt de närmaste åren. Våra prognostiserade intäkter redovisas i grafen nedan. Den långsiktiga tillväxten i DCF-värderingen har vi antagit till två procent per år.

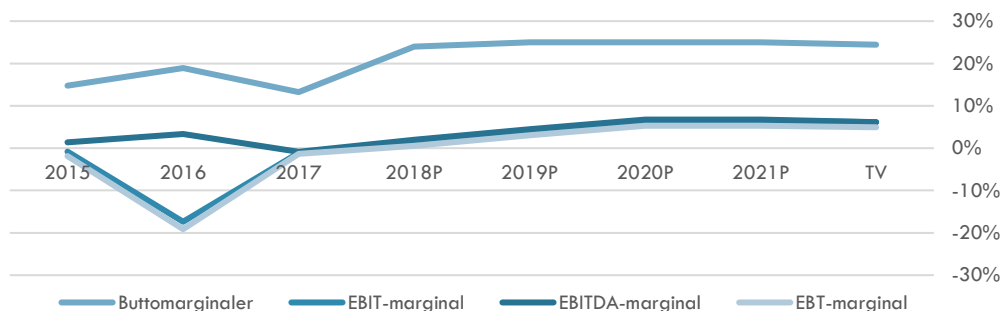
Våra tillväxtprognoser från MultiDockers, 2018 - 2020



Källa: Jarl Securities

Bolagets målsättningar för bruttomarginaler på sikt ligger på nivåer upp mot 30 procent. Målet är ambitiöst men kan möjligen realiseras om villkoren gentemot leverantörer kan förbättras. Detta är inte aktuellt just nu och vi bedömer bruttomarginaler om cirka 20 till 25 procent som mer realistiska på sikt. Det tror vi kan uppnås allt eftersom att bolaget effektiviserar produktionen genom ytterligare standardisering till ett modultänkande.

Historiska och prognosticerade marginaler för MultiDocker



Källa: Bolagets finansiella rapporter (utfall), Jarl Securities (prognoser).

Som framgår i grafen ovan modellerar vi med stigande rörelseresultat och resultat efter finansnetto som en effekt av en ökad skalbarhet i tillverkning och försäljning. Det beror delvis på att den interna säljorganisationen inte behöver växa i samma takt som intäkterna ökar. Det mest centrala antagandet kring marginalen ligger dock som tidigare nämnts i bolagets kostnadsandel för inköp av råvaror och förnödenheter.

Vi utgår från en riskfri ränta om 0,7 procent, motsvarande aktuell avkastning på en riskfri tioårig svensk statsobligation. Enligt PwC:s risk-premiestudie ligger marknadspremien på den svenska aktiemarknaden på 6,4 procent. I linje med samma studie har vi adderat en småbolagspremie om 3,9 procent.

Vi har applicerat en skuldsättningsgrad för MultiDocker på 20 procent efter förvärvet av 51 procent av STC. Den antagna lånekostnaden efter antagen 22 procent skattebelastning beräknas till 7,8 procent. Beta-värdet uppskattas till 1,2. Till det lägger vi en bolagsspecifik riskpremie på 2 procent, vilket ger en diskonteringsränta om 13,9 procent.

I vår beskrivna DCF-modell beräknas det motiverade bolagsvärdet för MultiDocker till cirka 103 miljoner kronor.

Multipelvärdering

Vi har tagit fram ett antal med MultiDocker jämförbara bolag från samma sektor. Nedan finns en sammanställning av jämförelsegruppens EV/Sales och EV/EBITDA-multiplar. Genom att applicera de prognostiserade intäkterna och EBITDA för år 2018 med gruppens genomsnitt för de två multiplarna beräknas det implicita nuvärdet på bolaget till cirka 216 respektive cirka 35 miljoner kronor. Det är ungefär som tidigare värde på intäktsnivå, men avsevärt lägre om vi räknar på EBITDA.

Multipelvärdering, 2018-05-23

	EV/Sales	EV/EBITDA
Tadano	0,8x	7,8x
Cargotec	0,9x	9,3x
Kato Works	0,6x	13,7x
Ponsse	1,5x	10,2x
Zhenhau Heavy	2,3x	25,6x
Konecranes	1,1x	11,5x
Rainbow Heavy	1,9x	-
Til Ltd	1,5x	15,0x
Columbus McKin	1,5x	12,1x
Favelle	0,4x	2,3x
Action Co	1,7x	20,2x
Genomsnitt	1,3x	12,8x
Implicit värde MultiDocker 2018P, mkr	216	35

Källa: Reuters och Jarl Securities

Sammanvägd värdering

Genomsnittet för värderingarna gjorda med DCF-modellen liksom EV/Sales och EV/EBITDA-multiplarna för jämförelse-gruppen (vardera 33^{1/3} procent vikt) ger ett bolagsvärde om cirka 118 miljoner kronor. Utslaget per aktie efter den nyss genomförda nyemissionen ger det ett motiverat pris per aktie om 0,71 kronor (0,95 kronor i vår senaste värdering). Givet aktuell aktiekurs om 0,53 kronor ger det en kurspotential om 34 procent.

Sammanvägd värdering

	MSEK
Värdering, DCF	103
Värdering, EV/Sales	216
Värdering, EV/EBITDA	35
Genomsnitt	118
Utestående aktier, tusen (efter utspädning)	165,4
Motiverat värde per aktie, kronor	0,71
Bear-scenario	0,46
Bull-scenario	1,01

Källa: Jarl Securities

I ett Bear-scenario antar vi att aktiemarknaden åsätter två tredjedels vikt på det högsta värdet ovan (EV/Sales) och endast vardera en sjättedel på de övriga två (DCF och EV/EBITDA). Vi hamnar då på ett motiverat aktievärde om 0,46 kronor.

I vårt Bull-scenario där vi hamnar på 1,01 kronor i motiverat aktievärde har vi istället åsatt EV/Sales-multipeln två tredjedels vikt (vilket då implicit innebär att marknaden antar att Multidocker kommer att närma sig en branschgenomsnittlig lönsamhet) samt vardera en sjättedels vikt på DCF- och EV/EBITDA-värdet (som mer speglar befintlig lönsamhet i bolaget).

Företagsledning och ägare

VD

Vd och grundare Percy Österström är entreprenör med en beprövad ledarerfarenhet. Vid sin sida har Percy i ledningen Stefan Gustafsson som tidigare varit CFO och nu övergår till att vara COO i bolaget.

CSO

Hans Nilsson har en gedigen erfarenhet av försäljning och marknadsföringsarbete. Utbildad vid Handelshögskolan (IFL), Chalmers Tekniska Högskola m.fl. Under åren 1995–2016 var han verksam i ledande befattningar inom Ericsson-koncernen.

CFO

Den 1 mars 2018 började Mikael Brate som CFO i bolaget. Mikael har tidigare erfarenhet från bl.a. Orio AB, Motala Verkstad Group, CTT Systems och Cap Gemini.

Styrelseordförande

Styrelseordförande Lars Sjödahl arbetar som President på Toyota Material Handling International AB.

Ägarstruktur

MultiDockers största ägare, Skärgårdshavet AB ägs av Percy Österström. Huvudägaren ökade under andra halvåret 2017 sin andel av ägandet i bolaget från cirka 28 till dagens dryga 39 procent av aktiekapitalet.

Tio största ägarna, 2018-03-31

Ägare	% av kapital och röster
Skärgårdshavet AB	39,2
Avanza Pension ((PB)	6,9
Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	2,4
EKKG, Stockholm AB	1,6
Anders Rolf	0,9
Alexander Fahlén	0,8
Fredrik Hermansson	0,8
Lotta Malmberg	0,7
Patric Sjölund	0,6
Nils Håkan Kennet Ståhl	0,6

Källa: Multidocker och Holdings.se.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Jarl Securities 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 med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.