



UPPDRAGSANALYS
9 november 2018

MULTIDOCKER

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Bra order och positiv trend	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
Nordamerika	10
Hamnar och övriga geografiska marknader	11
Konkurrens	11
Prognoser och värdering	12
Metod	12
Kassaflödesvärdering.....	12
Multipelvärdering.....	13
Sammanvägd värdering.....	14
Risker	15
Det ekonomiska läget och politik	15
Valutaeffekter	15
Långa försäljningsprocesser.....	15
Växande handelshinder (protektionism).....	15
Disclaimer.....	16

Bra order och positiv trend

En fortsatt stark ordergång var positiva nyheter i MultiDockers Q3-rapport. Bolaget närmar sig svarta siffror med en råvarukostnadsandel på 82 procent. En riktad nyemission har tillfört 15 miljoner kronor i likviditet under oktober som gav den nya ägaren 17,8 procent av aktierna i bolaget.



MultiDockers utvecklar och säljer effektiva logistik-lösningar 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 där även mot mindre maskiner, vilket ökar affärspotentialen. Efterfrågan på maskiner i lasthanteringssegmentet är god i Nord- och Sydamerika. Intäkterna under tredje kvartalet 2018 på knappt 41 miljoner kronor var litet mer än väntat. Vi höjer därför vår helårsprognos 2018 för intäkterna från 154 till 160 miljoner kronor. Orderboken uppgick till 196 miljoner kronor varav 116 miljoner kronor maskiner och 80 miljoner kronor underhållsarbeten per 30 september 2018. Det sistnämnda är hänförligt till Brasilien och löper över fyra års tid.

Koncernen nådde nästan break-even resultatmässigt under kvartal 3/2018 med en bruttomarginal om 18 procent. Vi räknar i våra prognoser med att bolaget successivt kan höja sin bruttomarginal 24,5 procent till år 2020.

Vi kommer fram till en riktkurs om 0,59 kronor per aktie i vårt Bas-scenario som är en sammanvägning av en DCF- och multipelvärdering. Det kan jämföras med 0,62 kronor i vår senaste uppdatering den 24 september. Med andra vikt på värderingskomponenterna kommer vi fram till 0,42 kronor (0,38) som motiverat värde i ett Bear-scenario och 0,78 kronor (0,89) i ett Bull-scenario.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nettoomsättning	153	142	141	160	179	194
Rörelseresultat	-0,1	- 2,6	- 1,6	- 10,7	- 1,0	7,0
Årets resultat	- 2,3	-20,2	-18,8	- 12,8	- 1,8	3,4
Resultat per aktie, kr	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,02
P/E-tal	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	23,8
Eget Kapital	10,7	21,3	22,0	24,8	23,0	26,4

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

Datum: 9 november 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

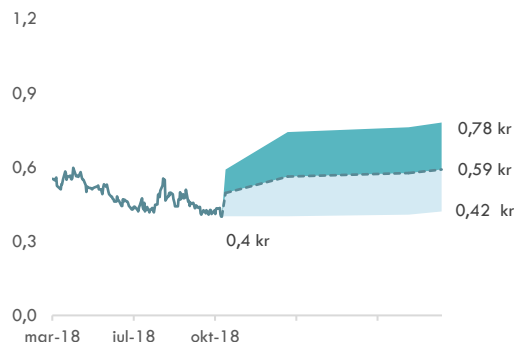
Företagsnamn: MULTIDOCKER CARGO HANDLING AB
Lista: NGM Nordic MTF
Vd: Percy Österström
Styrelseordförande: Lars Sjödahl
Marknadsvärde: 80 MSEK
Senast: 0,4 SEK
Kort om MultiDockers: MultiDockers säljer lasthanteringsmaskiner med en egenutvecklad hydraulisk vikarmskran i olika storlekar. Företaget har 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: MultiDockers 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. MultiDockers behöver minska andelen inköp av råvaror och förnödenheter samt öka eftermarknadsförsäljningen för att få upp sin lönsamhet.

Värdering: Bear 0,42 kr Bas 0,59 kr Bull 0,78 kr

MultiDockers

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 MultiDocker och MultiDocker 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 tidigare sin kassa genom en riktad nyemission om 15 miljoner kronor som gav den nya ägaren 17,8 procent av aktiekapitalet i bolaget. Efter nyemissionen uppskattar vi att koncernens räntebärande nettoskuld var knappt 15 miljoner kronor per oktober 2018. Vi höjer det finansiella betyget från 3 till 5.

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 Nordamerika en stark marknad för bolaget.

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 och en ganska ofta otillräcklig likviditet.

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 de första nio månaderna 2018 uppgick koncernens försäljning till cirka 111 miljoner kronor, vilket var 2 procent mindre än motsvarande period 2017. Men under tredje kvartalet 2018 var bolagets intäkter om cirka 41 miljoner kronor nästan dubbelt så stora kvartal än 3/2017. Tillväxten har främst varit hänförlig till försäljning i Nord- och Sydamerika. Tredje och fjärde kvartalet 2017 samt första kvartalet 2018 blev svaga intäktsmässigt, då perioden präglades av utdragna upphandlingar på de större projekten (hamnar och terminaler samt lasthanteringsstationer vid de stora pappersbruken). Sedan blev andra kvartalets (2018) intäkter om cirka 48 miljoner kronor ett klart lyft (ungefär dubbelt så mycket jämfört med första kvartalet 2018) och den positiva utvecklingen fortsatte alltså under det nyss passerade tredje kvartalet. Ordergången uppgick till 263 miljoner kronor under de nio första månaderna 2018, varav drygt 60 miljoner kronor under det tredje kvartalet.

Resultatet blev fortsatt negativt under tredje kvartalet 2018, men bolaget närmade sig ändå break-even med en förlust på rörelseresultatnivå om knappt 1 miljon kronor. I våra prognoser räknar vi nu med att bolaget ska göra en förlust på ytterligare 2 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018, men här kan finnas utrymme för överraskningar då bolagets målsättning är att nå en vinst då.

Vi flaggade i vår senaste uppdatering för att bolaget behövde tillskott av nytt rörelsekapital och detta löstes med en riktad nyemission i oktober till en ny aktieägare (Meus Liberi Tripidum AB) som gav cirka 15 miljoner kronor i likviditetstillskott i utbyte mot 17,8 procent av aktiekapitalet i bolaget. Efter nyemissionen minskar bolagets räntebärande nettoskuld till knappt 15 miljoner kronor.

Övergripande är Multidockers utmaning att få tillräckligt bra marginaler på sin försäljning. Kostnaderna för inköp av råvaror och förnödenheter historiskt har legat så högt som 85 procent. Vi prognosticerar att andelen kostnader för råvaror och förnödenheter sjunker från dagens omkring 80 procent (första halvåret 2018) till 75,5 procent helåret 2020.

Vidare antar vi i våra prognoser att bolaget når break-even på rörelsemarginalnivå (inklusive avskrivningar) först under andra halvåret 2019 och på helårsnivå under 2020.

Effektiva logistiklösningar

MultiDocker har 14 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 gjort det allt lättare att sälja in produkterna i 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. 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.

Koncernens fokus ligger idag främst på tillväxt, där bolaget siktar mot en omsättning i storleksordningen 500 miljoner kronor årligen, främst för att kunna uppnå skal fördelar 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 gripklor 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 vikarmskranar. 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.

Ett utökat standardsortiment ger ett bättre helhetserbjudande och stärker bolagets konkurrenskraft. I april 2017 meddelades att MultiDockers portföljen kompletteras med ytterligare två nya modeller. De då nya modelltyperna (CH-600 och CH-800) har förstärkt portföljen i det lättare segmentet.

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. Det innebär att driftkostnaden per timme för maskinerna minskar. Detta uppnås med driftsäkra och snabba samt energisnåla maskiner. Då kunnig personal krävs för att dra nytta av maskinerna arbetar bolaget med utbildning för en kundnöjdhet.

Bolaget erbjuder ett antal olika tillbehör eller verktyg, så som lyftarmar, skopor och containers. På så sätt kan kranarna användas för olika ändamål. MultiDocker har utvecklat 13 hel- eller halvautomatiska lyftarmar anpassade för att lyfta timmer, containrar, pappersmassa, stålrullar med mera. De helautomatiska armarna minskar behovet av personal med uppgift att fästa lasten vid lyftkranens armar.

Epower- elmotorer sänker driftskostnaden

Utöver effektivitet i termer av snabbhet säljer MultiDocker även på driftsäkerhet, bland annat genom den egenutvecklade elmotorn, Epower. 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. Elmotorerna kräver också mindre underhåll.

Bolagets styrelse beslutade den 21 augusti 2018 att gå vidare med "Multidocker Blue-Line" som är en vidareutveckling av bolagets E-Power-koncept.

Elmotorer har skapat 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 få lägre intäkter från eftermarknaden där de har sina stora marginaler.

Partnerskap med Caterpillar

MultiDocker 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. MultiDocker såg detta som en möjlighet och säljer nu dessa tillsammans med CAT 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

Samarbetet med CAT erbjuder försäljningskanal gentemot kund vilket ger en global räckvidd samtidigt som Multidocker kan behålla en 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 en egen eftermarknadsförsäljning.

MultiDocker studerar möjliga samarbeten med andra leverantörer av bas-komponenter. Detta för att identifiera möjligheter till besparingar och därmed förbättrade marginaler.

Tillverkning och montering

Produktionen är utlagd på externa parter. CAT har produktionsanläggningar världen över. Men produktionen och monteringen är förhållandevis enkel att flytta 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. På finansieringsområdet ligger dock de större konkurrenterna, inte minst de tyska företagen, före Multidocker. I vissa upphandlingar kan det tyvärr falla avgörandet, så även detta är ett område där bolaget arbetar på att förbättra sitt erbjudande.

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 beror på att kunderna stänger affärerna inför kommande ledighet och säsong.

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 har i dag kan marknaden definieras som hamnar samt lastterminaler för skogsindustrin. Produkterna lämpar sig även för lastterminaler för tågtransporter.

MultiDockers vikarskran med specialanpassad kupé för förbättrad visibilitet



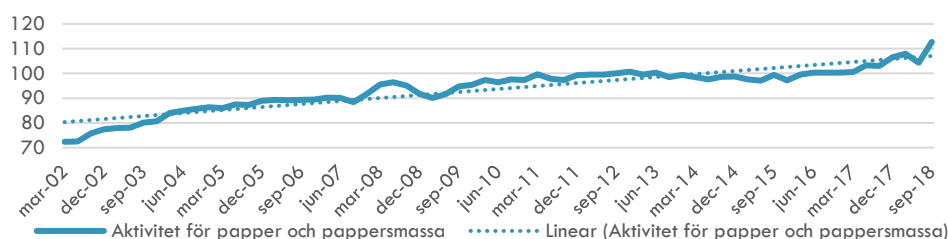
Källa: MultiDocker.

Tillväxten kan främst härledas till USA och Brasilien där MultiDockers affärsvolymerna förväntas öka som en följd av större lasthanteringsbehov.

I Brasilien har MultiDockers 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. Den inhemska industrin väntas fortsätta sina investeringar av utrustning för att hantera de ökade volymerna.

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 tid av utplanning tog tillväxten åter fart under 2017 och har ökat ytterligare under tredje kvartalet 2018.

Aktivitet för papper och pappersmassa



Källa: Reuters och Jarl Securities

Nordamerika

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

USA:s president Donald Trump har utlovat investeringar i landets infrastruktur. Det skulle kunna innebära en ökad efterfrågan på logistiklösningar, sådana som bland andra MultiDockers kan erbjuda.

Samarbetet med CAT utgör givetvis en fördel på den nordamerikanska marknaden, där även produktionen och montering förhållandevis enkelt kan sättas upp lokalt. Att MultiDockers etablerar sig lokalt i Nordamerika är också en fördel eftersom det då blir lättare att hitta andra lokala producentalternativ.

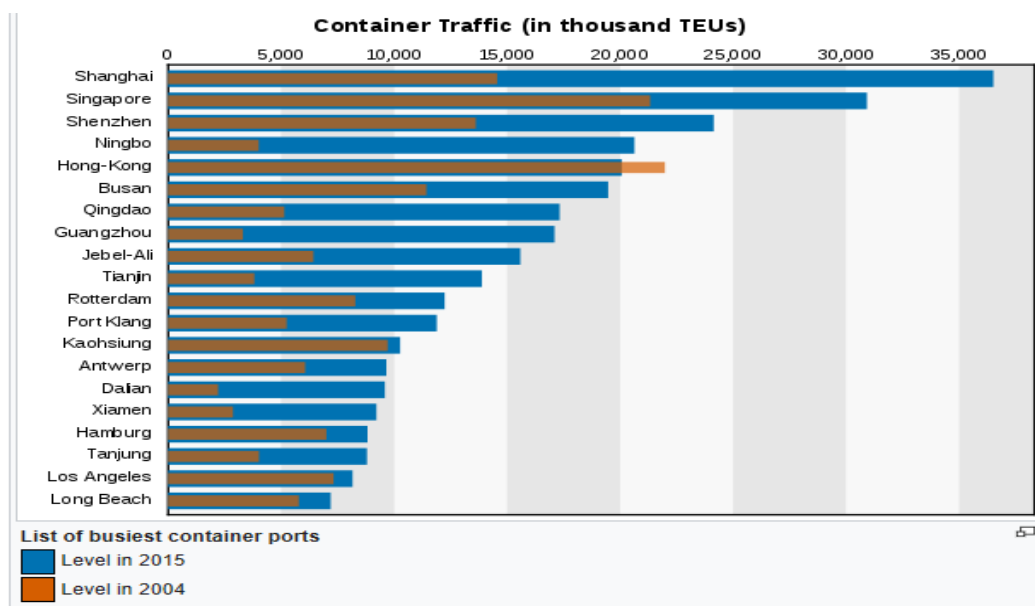
USA har ett regelverk som gynnar varutransporter med tåg. Transporttågen kan vara upp till tre kilometer långa med två containrar staplade på varandra. Det finns därför över 2 000 lastterminaler av olika storlek anslutna till landets järnvägs-system. Ett annat exempel är en uppgradering av lastnings- och lossnings-anläggningar som sker längs Mississippifloden med bifloder där transporter sker med pråmar, MultiDockers har tidigare sålt liknande anläggningar vid Ohiofloden.

I Kanada finns det också en stor skogsindustri. Här har återförsäljaren Finning visat intresse för att köpa ett antal av Multidockers modell CH600 på sistone.

Hamnar och övriga geografiska marknader

Hamnar världen över är en annan av MultiDockers huvudmarknader. Asien i allmänhet och Kina i synnerhet dominerar med sju av världens tio mest frekventerade hamnar.

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 lasthanteringssystem för att bland annat anpassa sig till de allt större fartygen.

MultiDockers 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

Några viktiga aktörer och konkurrenter till Multidockers är de tyska företagen Liebherr, Sennebogen och Mantsinen, franska Seran, belgiska E-crane, Deere & Company i USA, sydkoreanska Doosan (tidigare Daewoo) och Komatsu. Det handlar alltså generellt om stora företag med breda produktprogram och betydande finansiella resurser. Därutöver finns ett stort antal övriga aktörer i mellansegmentet, varav flera börsnoterade som återfinns i värderingsjämförelsen senare i denna rapport.

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.

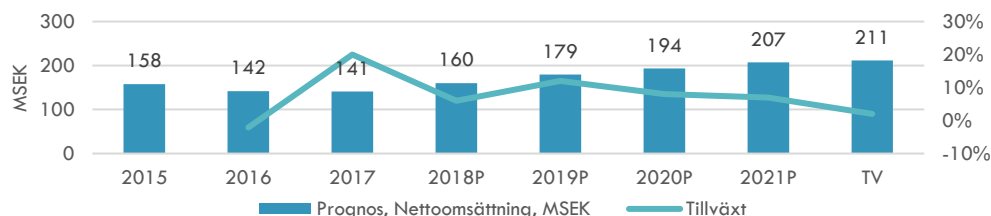
Kassaflödesvärdering

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 ambitiös. Vi höjer vår prognos för koncernens intäktsstillväxt 2019 från 8 till 12 procent. Vi räknar sedan med 8 procent försäljningsökning 2020 och 7 procent 2021.

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 skogsbolagskunderna i Brasilien. 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. Vi tror att detta segment kan bidra till en betydande del av bolagets försäljnings-tillväxt. Våra prognostiserade intäkter redovisas i grafen nedan. Den långsiktiga tillväxten i DCF-värderingen har vi antagit till två procent per år.

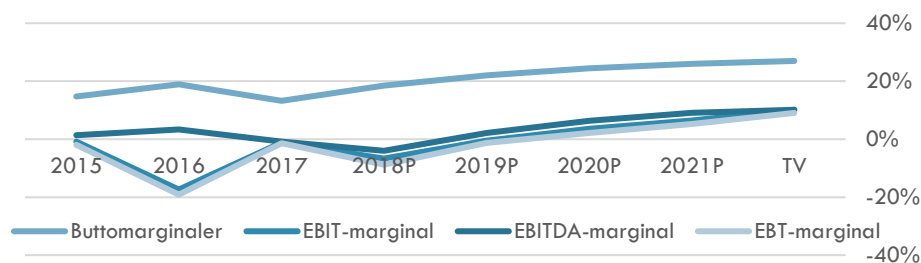
Våra tillväxtprognoser från MultiDockers, 2018 – 2021



Källa: Jarl Securities

Bolagets målsättning är att de på sikt ska nå en bruttomarginal upp mot 30 procent. Ett sätt att nå dit är via bolagets arbete med att standardisera produktionen till ett modultänkande. Vi har i våra prognoser antagit att bruttomarginalen ökar från 18,5 procent i år (2018) till 24,5 procent år 2020 och 27 procent från år 2022.

Historiska och prognosticerade marginaler för MultiDockers



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

Som framgår i grafen ovan modellerar vi med stigande rörelseresultat som en effekt av en ökad skalbarhet i företagets 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 marginaler och lönsamhet ligger på bolagets kostnadsandel för inköp av råvaror och förnödenheter.

Vi utgår från en riskfri ränta om 0,68 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.

Andel nettoskuld i förhållande till aktuellt marknadsvärde på bolaget uppskattar vi till 17 procent. Vidare bedömer vi att lånekostnaden efter antagen 20,6 procent skatt uppgår till 7,9 procent. Beta-värdet uppskattas till 1,2. Till det lägger vi en bolagsspecifik riskpremie på 2 procent, vilket ger en diskonteringsränta om 13,07 procent.

I vår DCF-modell beräknas det motiverade bolagsvärdet för MultiDockers givet dessa förutsättningar till cirka 106 miljoner kronor.

Multipelvärdering

Vi har tagit fram ett antal med MultiDockers jämförbara bolag. Överst på nästa sida finns en sammanställning av jämförelsegruppens EV/Sales och EV/EBITDA-multiplar. Genom att applicera de prognostiserade intäkterna 2018 och EBITDA för år 2019 med gruppens genomsnitt för de två multiplarna beräknas det implicita nuvärdet på bolaget till 196 respektive 51 miljoner kronor. Det är i nivå med respektive ett väsentligt högre värde än vår senaste avstämning iden 24 september då vi kom fram till 193 respektive 25 miljoner kronor.

Multipelvärdering, 2018-11-09

	EV/Sales	EV/EBITDA
Tadano	0,7x	8,2x
Cargotec	0,8x	8,6x
Kato Works	0,6x	12,8x
Ponsse	1,4x	11,3x
Zhenhau Heavy	2,3x	21,2x
Konecranes	1,0x	9,7x
Rainbow Heavy	1,7x	-
Til Ltd	1,3x	13,0x
Columbus McKin	1,3x	10,1x
Favelle	0,5x	2,7x
Action Co	1,1x	13,5x
Genomsnitt	1,2x	11,1x
Implicit värde MultiDocker 2018P, mkr	196	51

Källa: Reuters och Jarl Securities

Sammanvägd värdering

Genomsnittet för värderingarna gjorda med DCF-modellen liksom EV/Sales och EV/EBITDA-multiplarna för jämförelsegruppen ger ett bolagsvärde om cirka 118 miljoner kronor. Utslaget per aktie ger det ett motiverat pris per aktie om 0,59 kronor (0,62 kronor i vår senaste värdering). Anledningen till att det motiverade värdet blir lägre trots uppjusterade resultatprognoser får tillskrivas utspädnings-effekten genom den riktade nyemissionen i oktober. Potentialen från dagens aktiekurs upp till vår riktkurs blir 46 procent. I ett Bear-scenario har vi åsatt två tredjedels vikt på EV/EBITDA och en sjättedels vikt vardera på de övriga två (EV/Sales DCF). Vi hamnar då på ett motiverat aktievärde om 0,42 kronor. I vårt Bull-scenario där vi hamnar på 0,78 kronor i motiverat aktievärde har vi istället vägt EV/Sales-multiplern till två tredjedelar och vardera endast en sjättedel på EV/EBITDA och DCF.

Sammanvägd värdering

MSEK	
Värdering, DCF	106
Värdering, EV/Sales	196
Värdering, EV/EBITDA	51
Genomsnitt	118
Utestående aktier, tusen (efter utspädning)	201
Motiverat värde per aktie, kronor	0,59
Bear-scenario	0,42
Bull-scenario	0,78

Källa: Jarl Securitie

Risker

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

Det ekonomiska läget och politik

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 USA:s president Trump utlovat ökade investeringar i landets infrastruktur. Effekten av detta har redan börjat synas och förbättrat förutsättningarna för MultiDockers satsningar i Nordamerika. Men programmet skulle kunna bli svårare att genomföra om de amerikanska statsfinanserna försvagas, en lågkonjunktur infinner sig eller att demokraterna skulle erövra majoriteten i antingen Representanthuset och/eller Senaten i samband med mellanårsvalen i USA den 6 november 2018.

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.

Växande handelshinder (protektionism)

USA:s president Donald Trump har börjat införa importtullar på olika varor och länder, till exempel Kina och Europa. Införande av tullar skulle kunna skada den brasilianska ekonomin som har USA som sin näst största exportpartner efter Kina.

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.