



UPPDRAGSANALYS
21 februari 2019

MULTIDOCKER

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Fokus på lägre kostnader	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Investment Case	4
Prognoser och värdering	5
Metod	5
Kassafödesvärdering.....	5
Multipelvärdering.....	7
Sammanvägd värdering.....	8
Disclaimer.....	9

Fokus på lägre kostnader

En fortsatt god orderbok på nya maskiner var den positiva nyheten i Multidockers Q4-rapport 2018. Men försenade projekt drog ned intäkterna samtidigt som höga kostnader för råvaror och förnödenheter försämrade kassaflödet. Det gör en ytterligare nyemission eller annan refinansiering nödvändig på kort sikt.



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, där maskinen CH600 är den senaste. Produkterna bygger delvis på komponenter från Caterpillar.

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 fortfarande god i Nord- och Sydamerika. Men intäkterna på 29 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018 var 40 procent lägre än våra prognoser och har påverkats av leveransförseningar av olika anledningar. Det kan å andra sidan spilla över i högre försäljning under första kvartalet 2019 än vad som annars blivit fallet. Orderboken uppgick till 249 miljoner kronor per 31 december 2018, vilket var 53 miljoner kronor mer än efter kvartal 3/2018.

Koncernen nådde nästan break-even resultatmässigt under kvartal 3/2018, men var långt från det målet i fjärde kvartalet (negativ EBIT-marginal runt 50 procent). Det förklaras av lägre intäkter än väntat (försenade leveranser), men också ökade kostnader för att bygga upp organisationen och produktutveckling.

Vi kommer fram till en riktkurs om 0,34 kronor per aktie (0,59) i vårt Bas-scenario som är en sammanvägning av en DCF- och multipelvärdering. Vi har då antagit att bolaget genomföra nyemission på 10 miljoner kronor under våren 2019. Med andra viker på värderings-komponenterna kommer vi fram till 0,20 kronor (0,42) som motiverat värde i ett Bear-scenario och 0,48 kronor (0,78) i ett Bull-scenario.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Nettoomsättning	153	142	141	141	162	178
Rörelseresultat	-0,1	- 2,6	- 1,6	- 23,7	- 10,7	2,5
Årets resultat	- 2,3	-20,2	-18,8	- 22,1	- 8,7	0,6
Resultat per aktie, kr	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,002
P/E-tal	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	115,7
Eget Kapital	10,7	21,3	22,0	30,6	31,9	32,5

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

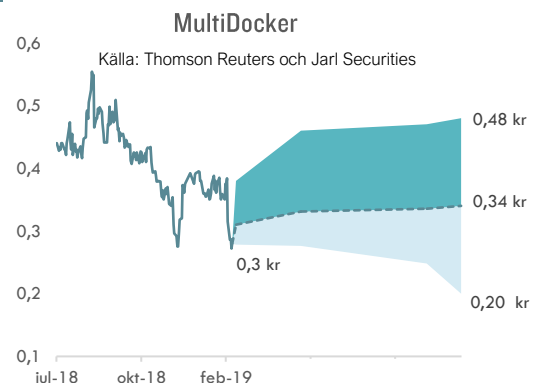
Datum: 21 februari 2019
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: MULTIDOCKER CARGO HANDLING AB
Lista: NGM Nordic MTF
Vd: Percy Österström
Styrelseordförande: Lars Sjödahl
Marknadsvärde: 56 MSEK
Senast: 0,28 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: 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. MultiDocker behöver minska andelen inköp av råvaror och förnödenheter samt öka eftermarknadsförsäljningen för att få upp sin lönsamhet.

Värdering: **Bear** 0,20 kr **Bas** 0,34 kr **Bull** 0,48 kr



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 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



Ett kraftigt negativt kassaflöde under fjärde kvartalet 2018 gör att vi bedömer att bolaget behöver genomföra en nyemission i närtid och sänker åter det finansiella betyget från 5 till 2.

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 till 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 helåret 2018 uppgick koncernens intäkter till cirka 141 miljoner kronor, vilket var 2 procent mindre än helåret 2017. Medan bolagets intäkter om cirka 41 miljoner kronor under kvartal 3/2018 var nästan dubbelt så stora kvartal än 3/2017, kom intäkterna under fjärde kvartalet 2018 endast in i nivå med kvartal 4/2017 på 29 miljoner kronor. Vi hade förväntat oss intäkter på 160 miljoner kronor på helåret 2018 vilket motsvarar 48 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018. Trots att marknaden i Nord- och Sydamerika har varit fortsatt stark under fjärde kvartalet 2018 har bolagets leveranser försenats av olika anledningar, bland annat till följd av komponentbrist.

Ordergången uppgick till 103 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018. Orderboken på 249 miljoner kronor per 31 december 2018 (där 160 miljoner kronor avser maskiner, medan 80 miljoner kronor utgörs av driftsavtal) motsvarar väsentligt mer än ett års försäljning för koncernens del.

Medan förlusten på rörelseresultatnivå begränsade sig till knappt 1 miljon kronor under kvartal 3/2018, blev den minus 14 miljoner kronor under kvartal 4/2018 (!). I våra prognoser hade vi endast räknat med att bolaget skulle göra en förlust på 2 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018. En viktig orsak förutom höga kostnader för råvaror och förnödenheter är att faktureringen blev så pass låg under kvartal 4/2018, den kritiska massan blev helt enkelt för låg för att bära övriga kostnader.

Koncernen hade utnyttjat 20 miljoner kronor på checkräkningskrediten per 31 december 2018, en ökning med 9 miljoner kronor under helåret 2018. Kassen var endast 0,46 miljoner kronor per 31 december 2018. Att kassaflödet ändå blev svagt positivt under fjärde kvartalet 2018 förklaras helt med att en nyemission på cirka 17 miljoner kronor flöt in under denna period. Vi bedömer att ytterligare en nyemission på cirka 10 miljoner kronor kommer att bli nödvändig för att få tillgång ett rimligt rörelsekapital för att driva verksamheten. Teoretiskt skulle bolaget kunna låna hela detta belopp och delvis kommer sådana signaler från bolaget i bokslutsrapporten, men vi tror ändå att ett återställt eget kapital kommer att bli nödvändigt.

Övergripande är Multidockers utmaning att få tillräckligt bra marginaler på sin försäljning. Kostnaderna för inköp av råvaror och förnödenheter blev 84 procent för helåret 2018 (och väsentligt mer i fjärde kvartalet). Vi prognosticerar att andelen kostnader för råvaror och förnödenheter kan reduceras till 80 procent år 2019 och 76 procent år 2020, men samtidigt känner vi oss mer osäkra på denna punkt efter svaga utfallet under fjärde kvartalet 2018.

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

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.

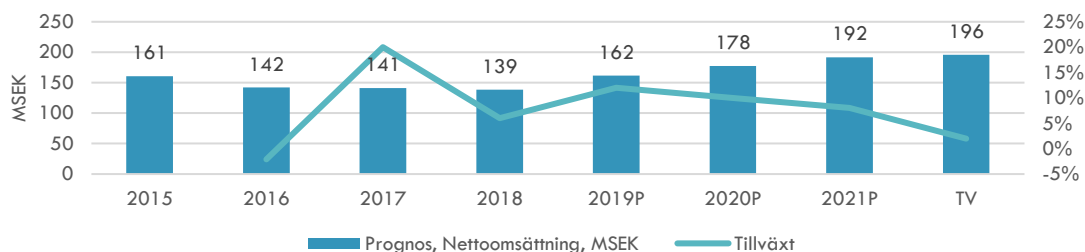
Kassaflödesvärdering

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. Våra prognoser ligger på en intäktstillväxt 2019 om 12 procent. Vi räknar sedan med 10 procent försäljningsökning 2020 (tidigare 8) och 8 procent 2021 (tidigare 7).

Den industri som bolaget fokuserar på (papper och pappersmassa) har 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 försäljnings-insatser 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.

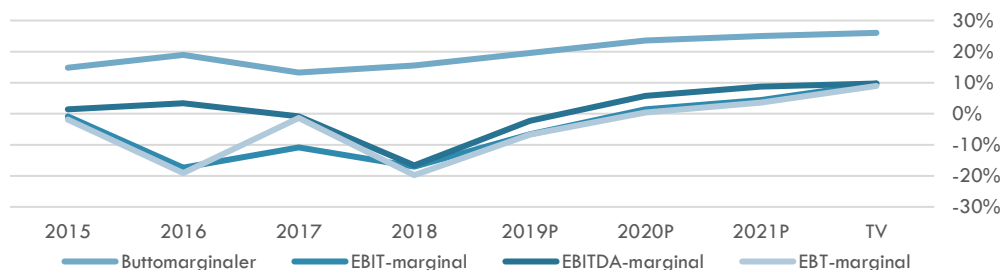
Våra tillväxtprognoser från MultiDocker, 2018 – 2021



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 16 procent 2018 till 20 procent år 2020, vidare till 24 procent från år 2021 och 25 procent år 2022.

Historiska och prognosticerade marginaler för MultiDocker



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. Men även att ett övergripande besparingsprogram på totalt 30 miljoner kronor nu ska genomföras.

Vi utgår från en riskfri ränta om 0,37 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 29 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 12,41 procent.

I vår DCF-modell beräknas det motiverade bolagsvärdet för MultiDockers givet dessa förutsättningar till cirka 84 miljoner kronor inklusive en antagen nyemission på 10 miljoner kronor till kurs 0,25 kronor per aktie omkring den 31 mars 2019. I vår förra uppdatering per den 9 november 2018 kom vi fram till ett DCF-värde på 106 miljoner kronor (exklusive någon ytterligare nyemission). Värdet på bolaget har minskat som en följd av den svaga utvecklingen under fjärde kvartalet 2018, i kombination med det ytterligare kapitaltillskottet detta gett upphov till.

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 som ett genomsnitt av 2019 och 2020 års prognoser med gruppens genomsnitt för de två multiplarna beräknas det implicita nuvärdet på bolaget till 149 (tidigare 196) respektive 19 miljoner kronor (tidigare 51).

Multipelvärdering, 2019-02-21

	EV/Sales	EV/EBITDA
Tadano	0,6x	6,8x
Cargotec	0,8x	7,9x
Kato Works	0,6x	9,3x
Ponsse	1,3x	10,3x
Zhenhau Heavy	2,3x	21,5x
Konecranes	0,9x	9,2x
Rainbow Heavy	1,9x	-
Til Ltd	1,1x	11,0x
Columbus McKin	1,3x	9,4x
Favelle	0,7x	3,2x
Action Co	0,8x	9,9x
Genomsnitt	1,1x	9,8x
Implicit värde MultiDockers 2018P, mkr	149	15

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 83 miljoner kronor (tidigare 118). Utslaget på cirka 241 miljoner aktier efter antagen nyemission våren 2019 ger det ett motiverat pris per aktie om 0,34 kronor (tidigare 0,59 kronor). 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 0,20 kronor (tidigare 0,42). I vårt Bull-scenario där vi hamnar på 0,48 kronor (tidigare 0,78 kronor) i motiverat aktievärde har vi istället vägt EV/Sales-multipeln till två tredjedelar och vardera endast en sjättedel på EV/EBITDA och DCF.

Sammanvägd värdering

MSEK	
Värdering, DCF	84
Värdering, EV/Sales	149
Värdering, EV/EBITDA	15
Genomsnitt	83
Utestående aktier, tusen (efter utspädning)	241
Motiverat värde per aktie, kronor	0,34
Bear-scenario	0,20
Bull-scenario	0,48

Källa: Jarl Securitie

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämmt 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.