



UPPDRAGSANALYS  
24 september 2018

# MULTIDOCKER

## ANALYSGUIDEN

## Innehåll

Fler order men svagt resultat .....	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
Nordamerika .....	10
Hamnar och övriga geografiska marknader .....	11
Konkurrens .....	12
Prognoser och värdering .....	13
Metod .....	13
Kassaflödesvärdering .....	13
Multipelvärdering .....	14
Sammanvägd värdering .....	15
Risker .....	16
Det ekonomiska läget .....	16
Valutaeffekter .....	16
Långa försäljningsprocesser .....	16
Växande handelshinder (protektionism) .....	16
Disclaimer .....	17

# Fler order men svagt resultat

En fortsatt god ordergång var det stora glädjeämnet i andra kvartalsrapporten. Som tidigare är det Brasilien som går bäst. Bolaget har dessutom fått en större order i Estland. Trots ökade intäkter ligger rörelseresultatet fortfarande strax under nollan. Det är oklart om hur bolaget ska förstärka sin likviditet.



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 i andra kvartalet på 48 miljoner kronor var ungefär dubbelt så stora som i första kvartalet. Givet den starka orderstocken justerar vi marginellt upp våra intäktsantaganden för helåret 2018 till 154 miljoner kronor (tidigare 151 miljoner kronor). Men bolaget gick trots det med ytterligare 3 miljoner kronor i förlust under andra kvartalet 2018.

Det är viktigt att bolaget relativt snabbt kan höja sin lönsamhet, främst genom att sänka kostnaderna för inköp av råvaror och förnödenheter som fortfarande låg på höga 81 procent under första halvåret 2018. Vi räknar i våra prognoser med att bolaget successivt kan minska råvarukostnadsandelen till 75 procent år 2020.

Vi kommer fram till en riktkurs om 0,62 kronor per aktie i vårt Bas-scenario som är en sammanvägning av en DCF- och multipelvärdning. Det kan jämföras med 0,71 kronor i vår senaste uppdatering den 7 juni. Med andra vikter på värderingskomponenterna kommer vi fram till 0,38 kronor (0,46) som motiverat värde i ett Bear-scenario och 0,89 kronor (1,01) i ett Bull-scenario.

## Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nettoomsättning	153	142	141	154	166	183
Rörelseresultat	-0,1	- 2,6	- 1,6	- 9,3	- 2,6	5,6
Årets resultat	- 2,3	-20,2	-18,8	- 12,8	- 5,8	2,6
Resultat per aktie, kr	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,02
P/E-tal	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	32,0
Eget Kapital	10,7	21,3	22,0	24,8	19,0	21,6

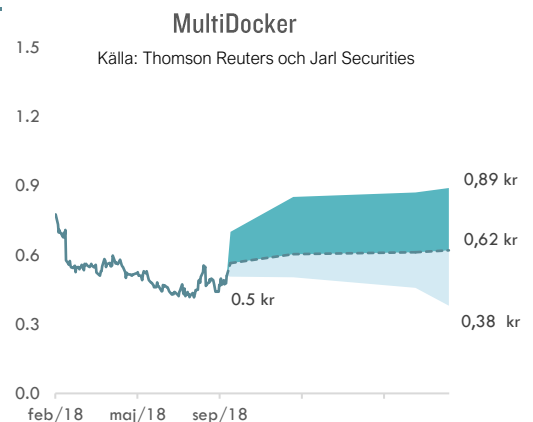
Källa: MultiDockers (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 24 september 2018  
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: MULTIDOCKER CARGO HANDLING AB  
Lista: NGM  
Vd: Percy Österström  
Styrelseordförande: Lars Sjödahl  
Marknadsvärde: 84 MSEK  
Senast: 0,51 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 också minska andelen inköp av råvaror och förnödenheter samt öka eftermarknadsförsäljningen för att få upp sin lönsamhet.

Värdering: Bear 0,38 kr      Bas 0,62 kr      Bull 0,89 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 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 tidigare sin kassa genom en företrädesemission som inbringade 19 miljoner kronor. Per 30 juni 2018 hade bolaget en kassa på endast 344 tusen kronor, samtidigt som de räntebärande skulderna uppgick till 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 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 tillväxutsikterna 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 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). Mot bakgrund av det blev andra kvartalets intäkter om cirka 48 miljoner kronor ett klart lyft (ungefär dubbelt så mycket jämfört med första kvartalet 2018). Redan 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 även tredje kvartalet 2018 bör bli väsentligt bättre intäkt- och resultatmässigt jämfört med 2017. Vad gäller orderingången som uppgick till 200 miljoner kronor under första halvåret 2018, kom ytterligare en order värd cirka 20 miljoner kronor i Estland in tidigt i tredje kvartalet.

Resultatet blev däremot en besvikelse där bolaget trots en dubblad försäljning rapporterade en förlust om 7,7 miljoner kronor på EBIT-nivå för första halvåret 2018, varav minus 1,9 miljoner kronor för det andra kvartalet. Kostnaderna för råvaror och förnödenheter ligger fortfarande på alltför höga omkring 80 procent. Samtidigt ökade de övriga kostnaderna kopplade till den ökade försäljningen.

Då bolaget hade 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 under maj 2018. Koncernen skulle därmed ha blivit skuldfri, men det negativa kassaflödet från rörelsen blev 7,8 miljoner kronor under första halvåret 2018, varav minus 2,1 miljoner kronor under andra kvartalet.

Under 2017 låg MultiDockers orderbok 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 uppgår orderboken nu till omkring 155 miljoner kronor.

Övergripande är Multidockers utmaning att när väl deras order är på plats få tillräckligt bra marginaler på denna 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 procent helåret 2020.

Vi antar i våra prognoser att bolaget når break-even på rörelsemarginalnivå (inklusive avskrivningar) först under andra halvåret 2019 och på helårsnivå under 2020. Det kommer att ställa stora krav på rörelsekapitalhantering och där ytterligare kapitaltillskott från ägarna kan bli nödvändiga.

## 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 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.

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. Fokus ligger därför främst 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 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 MultiDocker portföljen kompletteras med ytterligare två nya modeller. De då nya modelltyperna (CH-600 och CH-800) har förstärkt portföljen i det lättare segmentet och har börjat säljas.

---

### 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. 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.

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 på marken 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 se kraftigt 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 har tillsammans med CAT beslutat att sälja dessa som en del av MultiDocker 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 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. 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, 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 har i dag kan marknaden definieras som hamnar samt lastterminaler för skogsindustrin. Produkterna lämpar sig även för lastterminaler för tågtransporter.

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: MultiDocker.

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

## Brasilien

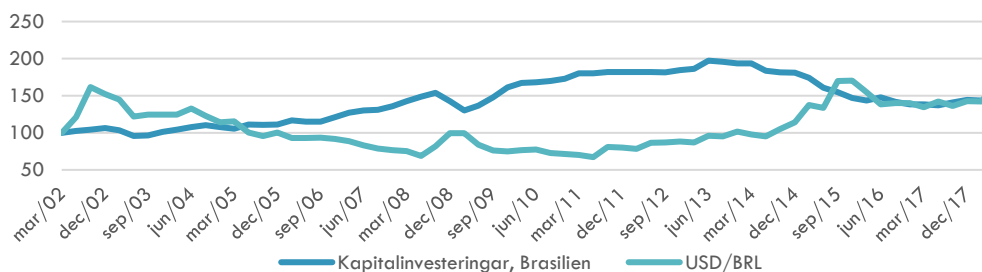
I Brasilien har MultiDockers inriktat sig på den växande skogsindustrin, som redan idag är en stor kund. Brasilien är världens nionde största producentland för pappersmassa och med omkring 10 miljoner ton per år i paritet med Sverige på området.

Suzano, Fibria och Klabin är tre av Brasiliens största pappers- och pappersmasseproducenter. Under 2016 investerade de tre brasilianska skogsdrakarna tillsammans cirka 10,8 miljarder BRL.

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

## 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.

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. Det skulle kunna innebära en ökad efterfrågan på logistiklösningar, sådana som bland andra MultiDockers kan erbjuda.

De ökade tullar som Trump har börjat införa mot olika länder den senaste tiden (inte minst mot Kina) kan påverka MultiDockers. En sådan effekt skulle kunna bli att den inhemska skogsindustrin gynnas, vilket borde vara positivt för Multidockers del. Samarbetet med CAT är också fördelaktigt, där produktionen och montering förhållandevis enkelt kan sättas upp lokalt i USA. Att Multidockers etablerar sig lokalt i Nordamerika är också en fördel eftersom det då blir lättare att hitta andra lokala producentalternativ.

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.

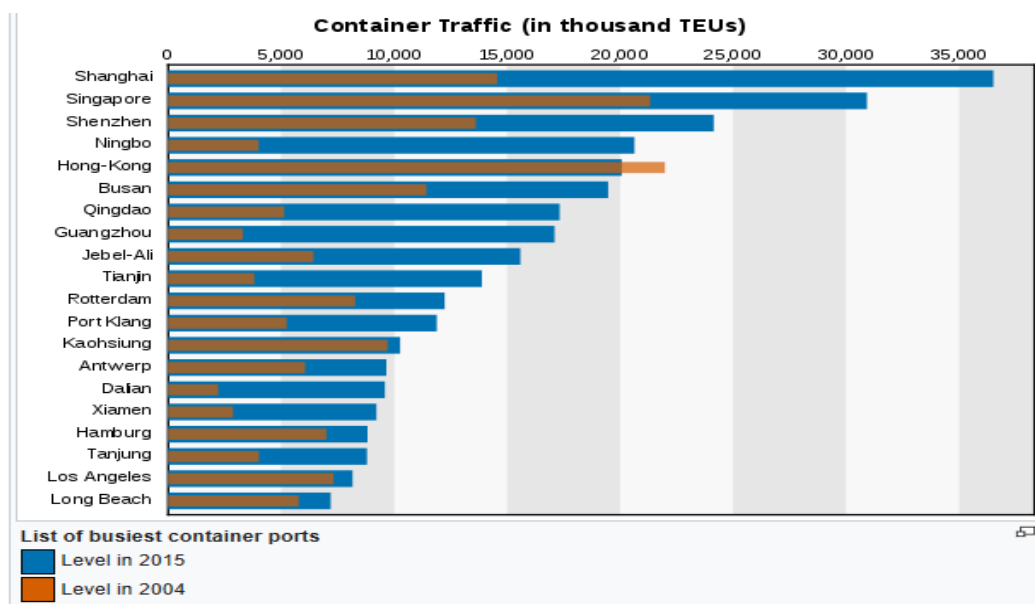
Ett annat exempel är den uppgradering av lastnings- och lossningsanläggningar som sker längs Mississippifloden med dess bifloder där transporter sker med pråmar, MultiDockers har tidigare sålt liknande anläggningar vid Ohiofloden.

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 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 en mängd konkurrenter inom sektorn, däribland tyska Liebherr, Sennebogen och Mantsinen. 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) samt sydkoreanska Doosan (tidigare Deawoo) och Komatsu.

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. Konkurrenskraftiga finansieringslösningar är dock ett område som kan förbättras, vilket vi tidigare nämnt.



## 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.

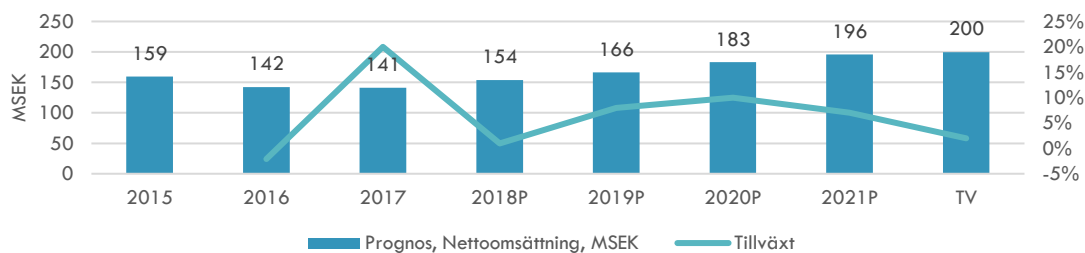
### Kassaflödesvärdering

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 har antagit att bolaget kan prestera 8 procent intäktsstillväxt 2019, med 10 procent år 2020 och 7 procent år 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 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 detta segment bidra till en betydande del av bolagets kommande försäljningsstillväxt framöver. Våra prognostiserade intäkter redovisas i grafen nedan. Den långsiktiga tillväxten i DCF-värderingen har vi antagit till två procent per år.

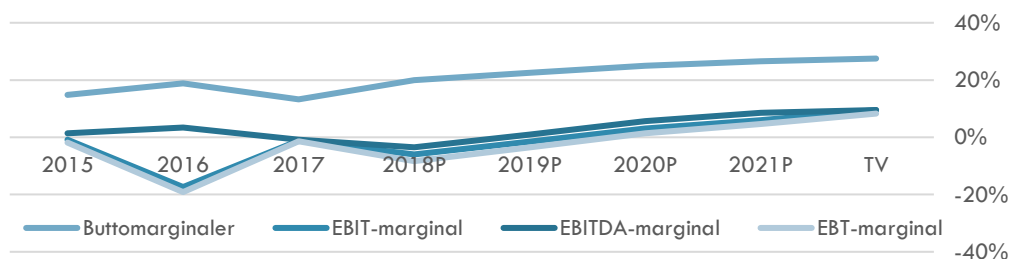
### Våra tillväxtprognoser från MultiDockers, 2018 – 2020



Källa: Jarl Securities

Bolagets 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 stiger från 20 procent i år (2018) till 25 procent år 2020 och 27 procent från 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 företagens 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 0,65 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 20 procent. Vidare bedömer vi att lånekostnaden efter antagen 22 procent skatt uppgår 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 12,96 procent.

I vår DCF-modell beräknas det motiverade bolagsvärdet för MultiDocker givet dessa förutsättningar till cirka 90 miljoner kronor.

## Multipelvärdering

Vi har tagit fram ett antal med MultiDocker 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 cirka 193 respektive cirka 25 miljoner kronor. Det är lägre värden jämfört med vår senaste avstämning iden 7 juni då vi kom fram till 216 respektive 35 miljoner kronor.

### Multipelvärdering, 2018-09-21

	EV/Sales	EV/EBITDA
Tadano	0.7x	6.9x
Cargotec	0.9x	9,0x
Kato Works	0.6x	13,1x
Ponsse	1.4x	10.6x
Zhenhau Heavy	2.6x	26.3x
Konecranes	1.0x	10.6x
Rainbow Heavy	1.7x	-
Til Ltd	1.3x	13.1x
Columbus McKin	1.5x	11.7x
Favelle	0.5x	2.9x
Action Co	1.3x	15,3x
Genomsnitt	1.2x	12.0x
Implicit värde MultiDocker 2018P, mkr	193	25

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 103 miljoner kronor. Utslaget per aktie ger det ett motiverat pris per aktie om 0,62 kronor (0,71 kronor i vår senaste värdering). Givet aktuell aktiekurs om 0,51 kronor ger det en kurspotential om 22 procent.

I ett Bear-scenario har vi åsatt två tredjedels vikt på EV/EBITDA och endast en sjättedels vikt vardera på de övriga två (EV/Sales DCF). Vi hamnar då på ett motiverat aktievärde om 0,38 kronor. I vårt Bull-scenario där vi hamnar på 0,89 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	90
Värdering, EV/Sales	193
Värdering, EV/EBITDA	25
Genomsnitt	103
Utestående aktier, tusen (efter utspädning)	165
Motiverat värde per aktie, kronor	0,62
Bear-scenario	0,38
Bull-scenario	0,89

Källa: Jarl Securitie

## Risker

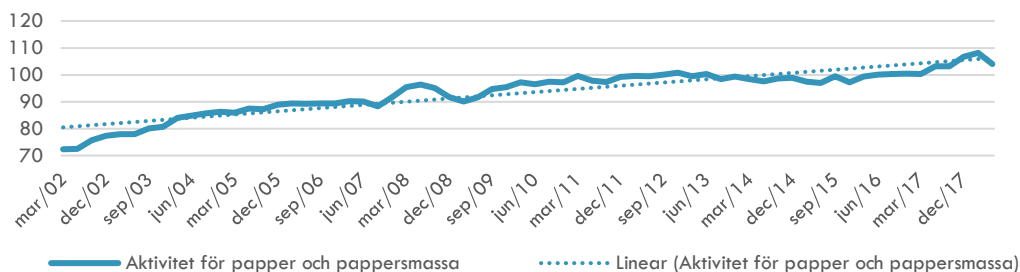
Det finns ett antal risker kring bolagets verksamhet som redovisas nedan.

### 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 utplanning tog tillväxten åter fart under 2017.

#### Aktivitet för papper och pappersmassa



Källa: Reuters och Jarl Securities

### 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](http://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.