

## ÖVERSIKT



Cimco Marine är i dagsläget den enda aktören med färdigutvecklade dieselutombordare lämpade för kommersiellt bruk. Under 2018 förväntas Bolaget kunna höja sin produktionskapacitet för att möta den höga efterfrågan. Antal sålda motorer förväntas uppgå till 1033 stycken 2019E, motsvarande en omsättning om 362 MSEK. Givet en multipel om EV/Sales 1,35x motiveras en uppsida om 18 % på 2019 års prognos.

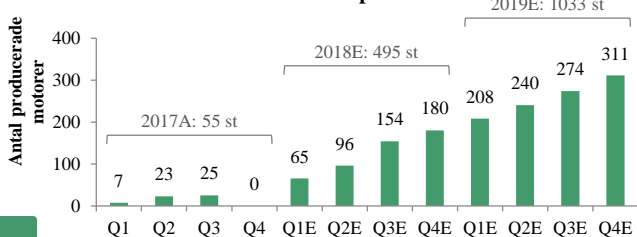
**Cimco Marine AB** ("Cimco Marine" eller "Bolaget") är en svensk utvecklare och tillverkare av dieselutombordare. Bolagets produktlinje av motorer, Oxé Diesel, sträcker sig mellan 100-400HK och riktar sig primärt mot kommersiella kunder (exempelvis sjöräddning och kustbevakning). Cimco Marine marknadsför sina produkter via ett globalt distributörsnätverk.

**Dieselmotorer är ett bättre alternativ gentemot bensinmotorer vid kommersiellt bruk.** Den primära fördelen med dieselmotorer är att de är mer bränslesnåla jämfört med bensindrivna motsvarigheter, vilket dels sänker motorns förbrukningskostnader men även ökar dess räckvidd. Motorena är även mer hållbara, kräver mindre frekvent service samt har en längre livslängd. Dessa egenskaper gör att dieselmotorer har en tydlig konkurrensfördel mot konventionella bensinutombordare vid kommersiellt bruk. Cimco Marine bedömer bland annat att deras 200HK-motorer har en livslängd som är 3 gånger längre och har driftskostnader som är hälften så stora som för motsvarande bensinutombordare.

**First mover advantage på marknaden för dieselutombordare.** Bolagets primära produktfokus ligger på tyngre dieselutombordare med en effekt om 100-400HK. Trots tidigare nämnda fördelarna med dieselmotorer finns det i dagsläget inga aktörer med färdiga konkurrerande produkter. Detta hänförs till att den konventionella utombordartekniken inte klarar av det höga vridmoment som dieselmotorer genererar. 2019 väntas däremot Cox Marine nå marknaden med en direkt konkurrerande motor. Utöver detta väntas även större konkurrenter som Yamaha och Brunswick (Mercury) lansera alternativ.

**Produktionskapaciteten förväntas öka för att möta hög efterfrågan.** I slutet av 2017 stoppades produktionen, till följd av att ett fel upptäckts i en av motorerna, och i Q4 2017 uteblev följaktligen försäljningen. Under 2018 har produktionen återupptagits. Per den 23 februari har Bolaget producerat 4,3 motorer per vecka jämfört med det mest produktiva kvartalet 2017 vilket innebar 1,9 per vecka. Cimco Marine har ett nätverk av 18 distributörer och totalt över 800 återförsäljare. Efterfrågan från dessa är hög och 2018 har Bolaget bundit sig att leverera 1 100 motorer. För att möta den höga efterfrågan förhandlar Bolaget med kontraktproducenter som kan bistå med ytterligare produktionskapacitet.

Produktion per kvartal



## NUVARANDE KURS

14,9 kr



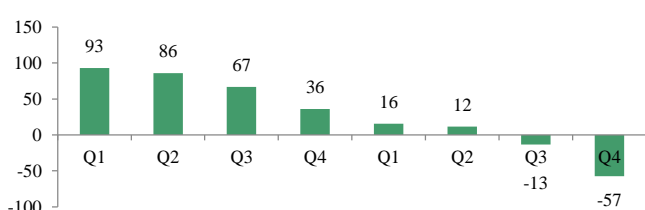
**Fortsatta produktionsstörningar utgör största risken.** 2017 uppstod problem med Bolagets motorer, vilket medförde att sålda enheter behövde återkallas, samt att produktionen stoppades. Fortsatta produktionsstörningar utgör därmed en tydlig riskfaktor. Då konkurrensen väntas tillta kraftigt på drygt ett år sikt kommer Bolaget således även tappa det försprång som existerar idag.

**I ett Base Scenario** förväntas Cimco Marine sälja 1 033 motorer 2019E, vilket kan sättas i relation till Bolagets mål att sälja 2000 motorer 2018. Givet ett genomsnittligt försäljningspris om 350 tSEK motsvarar det en omsättning om 362 MSEK. Till följd av utökad produktion estimeras bruttomarginalen uppgå till 28,1 % 2019E. EBITDA-marginalen estimeras till 4,1 % 2019E, motsvarande EBITDA om 14,8 MSEK. Givet en långsiktig EBITDA-marginal om 15 % och EV/EBITDA om 9x motiveras en EV/SALES om 1,2x. Detta implicerar ett EV om 488 MSEK 2019E. Nettoskulden estimeras 17A-19E öka från -30,6 MSEK till 30,4 MSEK. Bolaget estimeras nå positivt operativt kassaflöde vid slutet av 2018. Justerat för nettoskulden 2019E motiveras ett värde per aktie om 17,5 kr, motsvarande en uppsida om 18 %.

**I ett Bull Scenario** förväntas produktionskapaciteten kunna öka och Bolaget väntas kunna sälja 1 232 motorer 2019E. Givet samma försäljningspris motsvarar det en omsättning om 431 MSEK. Bruttomarginalen estimeras till 28,6 % och EBITDA-marginalen till 5,6 %. Givet EV/SALES om 1,5x motiveras ett värde per aktie om 23,6 kr, motsvarande en uppsida om 58 %.

**I ett Bear Scenario** förväntas bolaget ha fortsatta produktionsproblem till följd av tekniska problem. 2019E förväntas Bolaget kunna sälja 330 motorer. Givet samma försäljningspris motsvarar det en omsättning om 116 MSEK. Den lägre produktionsvolymen gör att bruttomarginalen 2019E estimeras uppgå till 21 %. Efter 2019 väntas även konkurrensen tillta kraftigt vilket medför väsentligt sämre framtidsutsikter. En EV/Sales om 1,35x ger ett motiverat värde per aktie om 4,0 kr, motsvarande en nedsida om 73 %. Vidare estimeras Bolagets kassa, i Bear scenario, vara negativ Q3 2019, vilket skapar en signifikant nyemissionsrisk. Bolagets *burn rate* hänförs till höga operativa kostnader, kapitaliserade utvecklingskostnader samt räntebetalningar på dess obligation.

Utveckling kassa Bear scenario



# DISCLAIMER

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

## Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

## Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

## Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Noridc Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterproofing.

**Jakob Lembke äger aktier i:** Aspire Global, Sdiptech, Stillfront Group, Nordic Waterproofing Holding, DDM Holding, Alcadon Group.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.