

Depåstopp – en vinnare

Industriellt tillväxtbolag

Railcare framstår lätt som lite halvtråkig tung industri i en mogen bransch, långt från snabbväxande techbolag. Inget kunde vara mera fel. Bolaget är i sann svensk tradition en innovativ uppstickare om än inom industri, som nu också växer allt fortare. Andra bolag med över 15% tillväxt, stora expansionsmöjligheter och unika konjunkturokänsliga produkter betraktas som "tillväxtbolag" – skillnaden här är möjligen att bolaget dessutom är en kassaflorespositiv höglönsam utdelare, till skillnad från urtypen för tillväxtbolag.

Q2: Depåstopp och loktillgång väger upp UK

Omsättningen ökade med hela 24% under andra kvartalet till kvartalsrekordet 179,8 mkr (144,7 för Q2 2023), drygt 17 mkr bättre än näst bästa kvartal någonsin. Huvudskälet var det ballastbytesprojekt inom Entreprenad Sverige som bolaget framgångsrikt fick helhetsansvar för och utförde enligt "depåstoppmodellen", där delmoment i så stor utsträckning som möjligt utförs parallellt istället för sekventiellt. Framgången kan visa sig viktig för framtida liknande uppdrag. Även transportverksamheten hade ett bra kvartal med näst högst omsättning någonsin, trots att inte entreprenadtransporter gick för fullt. Plumpen i protokollet är Entreprenad Utland med en rejäl förlust i Storbritannien och där åtgärder nu måste vidtas. Förlusten innebar att rörelsemarginalen sjönk till 8,8% (10,3%) utifrån ett rörelseresultat som ändå steg till 15,8 mkr (14,9).

I juli säkrade Railcare också de lok som behövs för avtalet om beredskapslok från i höstas, genom att bli delägare och finansiär i lokuthyrningsföretaget AC Finance AB (se vår [rapport](#)). Då fler lok finns att tillgå är affären viktig även för att kunna säkra nya uppdrag på en marknad med tilltagande lokbrist.

Aktien omvärderad i år, men potential kvar

Vår omsättningsprognos ligger kvar i linje med bolagets finansiella mål om drygt +15% per år till 2027; en prognos som successivt stärkts med årets framgångar. När det gäller marginalutvecklingen håller vi oss försiktigtvis något lägre än bolagets mål om 13% rörelsemarginal i början av perioden, men i takt med att vi ser hur verksamheterna med högre marginaler växer snabbare än resten så räknar vi med att marginalen kommer upp till målet. Sammantaget höjer vi vår motiverade kurs en aning till 39 kronor under antagandet om att marknaden kommer att betala P/E 12 för aktien 2027 – dvs något under dagens värdering. Då har vi ändå inte räknat med potentialen i maskinförsäljning, turn-around i utlandsverksamheten, ytterligare stabiliserande långtidskontrakt eller en utbyggd lokverkstad. Aktien har också andra företräden som en låg konjunkturkänslighet och en karaktär som ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj genom sin låga korrelation till marknaden.

Railcare Group AB

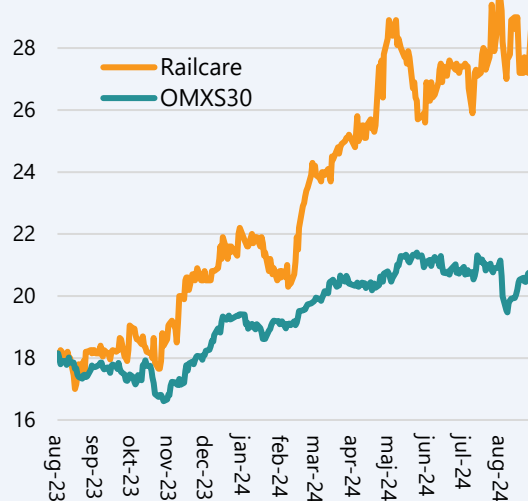
Rapportkommentar - Q2 2024

Datum 28 augusti 2024
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

| | |
|-------------------------|---------------------------------|
| Bransch | Jämväg, underhåll & transporter |
| Styrelseordförande | Anders Westermark |
| Vd | Mattias Remahl |
| Noteringsår | Nasdaq 2018 (Spotlight 2007) |
| Listning | Nasdaq Stockholm Small Cap |
| Ticker | RAIL |
| Aktiekurs, 28/8 2024 | 28,90 kr |
| Antal aktier, milj. | 24,1 |
| Börsvärde, mkr | 697 |
| Nettoskuld, mkr | 231 |
| Företagsvärde (EV), mkr | 928 |
| Webbplats | www.railcare.se |
| Motiverad kurs | 39,00 |
| Nästa rapport | 7 november 2024 |

Aktien omvärderad



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

| | 2023 | 2024p | 2025p | 2026p |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Omsättning | 564 | 645 | 770 | 900 |
| Bruttoresultat | 285 | 325 | 400 | 470 |
| Rörelseres. (EBIT) | 67,9 | 77 | 97 | 115 |
| Resultat f. skatt | 57,3 | 66 | 85 | 106 |
| Nettoresultat | 43,6 | 50 | 64 | 80 |
| Vinst per aktie | 1,81 kr | 2,07 kr | 2,67 kr | 3,33 kr |
| Utd. per aktie | 0,70 kr | 0,80 kr | 0,90 kr | 1,20 kr |
| Omsättningstillväxt | 13,5% | 14,3% | 19,4% | 16,9% |
| Bruttomarginal | 50,5% | 50% | 52% | 52% |
| Rörelsemarginal | 12,0% | 11,9% | 12,5% | 12,7% |
| Nettoskuld/eget kap. | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,6 |
| Nettoskuld/ebitda | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,5 |
| P/e-tal* | 12,3 | 14,0 | 10,8 | 8,7 |
| EV/EBIT* | 10,3 | 12,1 | 9,6 | 8,1 |
| EV/omsättning* | 1,2 | 1,4 | 1,2 | 1,0 |
| Direktavkastning* | 3,2% | 2,8% | 3,1% | 4,2% |

* För 2023, baserade på kurs & data per 2023-12-31

Källa: Bolaget, Analysguiden (alla prognoser)

Investeringstes

Bra marknad generellt och lokalt

Skellefteåbaserade Railcare har sedan bolaget bildades 1992 i lugn takt utvecklat innovativa lösningar för järnvägsunderhåll – i första hand för egna behov vid entreprenadarbeten ute på spåren, men även för avsalu när det inte konkurrerar med den egna verksamheten. Järnvägsmarknaden växer nu, samtidigt som underhållsskulden från tidigare år av eftersatta investeringar är rekordstor, vilket borgar för en god marknad för Railcares produkter och tjänster under många år framöver. Till det ska läggas ett kraftigt ökat transportbehov lokalt i Norrland för den tunga industri som nu etablerar sig där.

Bolaget är med egna produkter specialiserat på trånga miljöer med hög känslighet för avgaser och buller, som i tunnlar, på bangårdar, i stadskärnor, mm, där konkurrenterna har svagare erbjudanden och dessa arbeten ofta är för små för de stora aktörerna på marknaden. Även de jobben måste dock göras, och specialiseringen ger skydd för marginaler och mot konkurrens även när konjunkturen viker.

Låg konjunkturkänslighet

Samtidigt som transportsidan ser strukturell tillväxt, med främst privata företag som kunder, ser entreprenadsidan stora behov med staten som kund, vilka bådadera bidrar till en låg känslighet för konjunktursvängningar. Den bilden förstärks av att många kontrakt är indexerade, kunden betalar bränslet och kostnaden för el vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde med ett stigande hållbarhetsfokus. Højningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens högre räntor får särskilt stor betydelse trots hög kapitalbindning.

Även om känsligheten för konjunkturen är låg, så kan ändå resultatet variera en hel del över tid, då den operationella hävstången är hög på grund av en hög andel fasta kostnader för såväl maskiner som personal. Det betyder att nyckeln till att kunna optimera kapitalstrukturen, så att användningen av dyrt eget kapital kan minskas, ligger i att hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå.

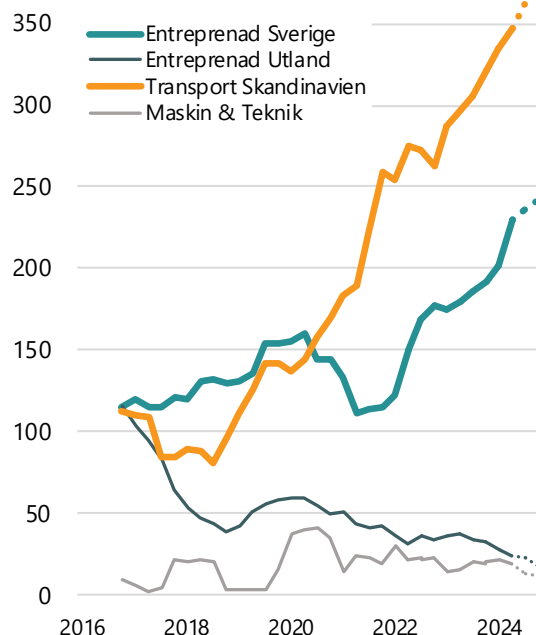
Aktien har fortfarande klar potential

Med prognoser som över tid kommer upp i linje med bolagets finansiella mål, så ser vi en potential på 35% i kursen. Då tar vi ändå inte ut svängarna helt, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver en expansion av lokverkstaden och en förbättrad utlandsverksamhet så kittlar tanken på ett genombrott för extern försäljning av Railcares unika maskiner.

Det som kan verka hämmande på kursen är dels ett lågt börsvärde med en låg free-float vilket ger en låg likviditet i aktien och ”småbolagssmitta”, dels fortfarande en viss risk för svängighet i beläggningen med åtföljande tillfälliga luftgropar i resultatet.

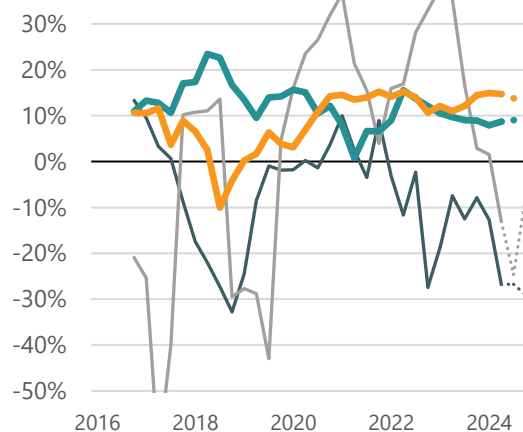
Aktien är ändå fortsatt klart intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börs klimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 12m omsättning

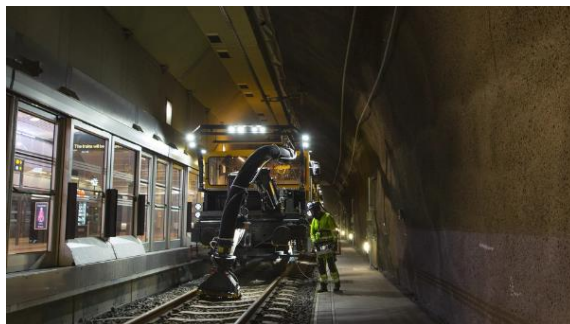


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden



Railcare utför batteridrivna spårarbeten i Citytunneln i Stockholm med en av sina unika maskiner. Bolagets specialitet är arbeten i trånga utrymmen känsliga för buller, damm och avgaser.

Marknad & Prognoser

Marknaden

Vi har hört klimatargumenten för järnväg under lång tid och under senare år allt starkare också järnvägens undermåliga skick och eftersatta underhåll. Allmänhetens och framför allt företagets krav på förbättringar har emellertid hittills fallit på politikernas döva öron. Här verkar det dock sakta ske en förändring. Media lyfter allt oftare förseningar, farliga korsningar och nu senast nedlagda nattåg, och stora företag ställer nu allt tydligare krav på åtgärder med dåligt förtäckta hot om uteblivna investeringar och därmed arbetstillfällen, och politikernas och myndigheters möjligheter att gräva ner problemet i utredningsträsket begränsas allt mer. [Företag och allmänhet kräver nu att politiker och myndigheter går från ord till handling](#) och här bidrar även Railcares VD Mattias Remahl aktivt till att få saker att hända, senast med förtroendet från Trafikverket att organisera ballastbyte i broar och växlar utanför Västerås, i enlighet med den ”depåstoppsprincip” som Mattias talat sig varm för, där alla arbeten på sträckan utförs parallellt med avsevärt kortare spåravstängning och höjd effektivitet som följd.

Med nuvarande regering är visserligen höghastighetsbanan lyckligtvis lagd på is, men dessvärre är det heller inget fokus på godstransporter, vilka passar mycket bra på järnväg. Klimatbelastningen av underhåll av befintliga system är mångfalt lägre än lastbilstransporter och företagets klimatambitioner står för efterfrågetrycket. Godstrafiken och dess behov har dock hittills gått lite under radarn i den allmänna debatten.

Det är nog allmänt känt att svensk järnväg har samlat på sig en stor underhållsskuld i form av eftersatta arbeten för att säkerställa funktionen hos den existerande anläggningen. Det som förmodligen är mindre känt är att underhållsskulden fortsätter att *öka*. Resurserna som avsätts är alltså inte ens tillräckliga för att hålla den i schack, för att inte tala om att börja beta av på den. Det är lätt att förstå att ökat järnvägsunderhåll knappast är en valvinnare, men om AB Sverige inte ska stanna av eller göra sina investeringar utomlands så måste problemen börja åtgärdas, nu. Affärer har redan stoppats av brist på fraktkapacitet och det är ändå något som politiker är känsliga för.

En ny faktor som också tillkommit på senare tid är säkerhetsläget och Sveriges inträde i NATO, som ställer nya och större krav på vissa befintliga sträckor, något som också ska in i åtgärdsplanerna. Ändå spåddes redan innan Rysslands oprovocerade anfall på Ukraina att gods- och persontransporter i Sverige totalt kommer att öka med 50% till 2040. Det borgar för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt är fortsatt mycket god, samtidigt som Trafikverket alltså måste börja beta av underhållsskulden som redan finns i det svenska järnvägsnätet. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, så gynnar också järnvägens sårbarhet i spåren Railcares snabbt expanderande verksamhet med beredskapslok, där Railcare är en av få aktörer som kan erbjuda de mer miljövänliga maskiner som efterfrågas, speciellt efter sommarens affär med Nornan Invest avseende förvärvet av AC Finance AB, ett lokuthyrningsföretag (se nedan och <https://mf.n.se/a/analysguiden/kommentar-railcare-framtidsinvestering>).

Grönt transportbehov i Norrland

Beräkningar talar om investeringar på 1000 miljarder kronor och 100 000 nya arbetstillfällen totalt för Norrlands nya gröna industrier – det som McKinsey kallar ”Sustainability Valley”:

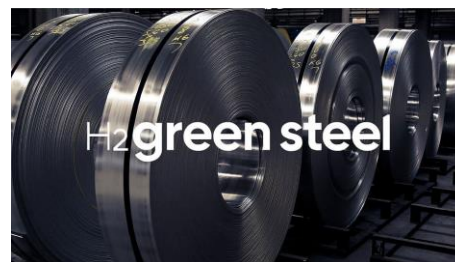
1. Batteritillverkning.



Källa: Northvolt

2. Grönt stål.

Inte bara ett, utan två jättebolag inom fossilfri ståltillverkning har startats i norr, med de transportbehov dessa verksamheter har: Hybrit och H2 Green Steel



Till det kommer den kraftiga expansionen specifikt i Norrland med satsningar för närmare 1000 miljarder kronor på främst tung industri, vilket accentuerar transportbehoven på järnväg i Norrland även jämfört med landet i övrigt. Detta förväntas gynna Railcare speciellt, med sin lokala förankring, unika produkter och med den flexibilitet som är inbyggd i organisationen.

Dessa nya industrier bygger dessutom sin existens på miljöhänsyn, vare sig det gäller fossilfritt stål, batterier till elbilar, utbyggnad av kraftgenereringen eller den jättelika vätgassatsningen runt Bottenviken, som kanske främsta exempel. De kräver därför att hela förädlingskedjan ska vara grön, inklusive de transporttjänster de upphandlar, och detta gäller också allt fler transportköpare. Även Trafikverket har aviserat stegvis högre krav på alla aktörer som arbetar på eller med järnvägen, med det slutgiltiga målet att deras verksamhet ska vara helt utsläppsfri år 2040. I dessa strävanden gynnas återigen Railcare speciellt, genom att länge ha arbetat med hållbarhetsfrågorna för järnvägen, tagit fram tjänster och produkter som minskar eller helt eliminerar de direkta utsläppen och har satt upp mål om att minska förbrukningen och fossila utsläppen från egna lok och maskiner med 40% till 2025. Där passar batterivagnen MPV, och dess alldeles nya uppgraderade efterföljare med strömavtagare, MPVe, perfekt in på ökade miljökrav, såväl för Railcares egna behov, som för externa kunder vad det lider.

Trafikverkets krav kommer att bli tuffa för många aktörer att nå, antingen av ekonomiska skäl eller för att utsläppsfria lok och maskiner inte kommer att hinna produceras eller konverteras i tillräcklig omfattning till 2040 och de som finns kommer att bli dyra att hyra in – om det ens blir möjligt. Många lok är bortåt 50 år gamla, bränsletörstiga och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränslepriser eller klimat stod i fokus. Dessutom införs ett helt nytt europeiskt signal- och säkerhetssystem, ERTMS (European Rail Traffic Management System) som i Sverige kommer att ersätta vårt gamla system ATC. Det här ska på sikt få bort mycket av de problem som passerandet av landsgränser innebär, där tåg hittills varit tvungna att ha multipla system ombord för detta – ett problem som varit en konkurrensnackdel för järnvägen mot lastbils- eller flygtransporter. De nuvarande nationella systemen börjar också bli gamla och det är t o m i vissa lägen svårt att få tag på reservdelar.

Det finns nu därför två starka, för att inte säga tvingande, skäl till ombyggnad av stora mängder lok i den existerande flottan; hållbarhet och tekniska krav. Lok som inte är alltför gamla lönar det sig att bygga om, bli till nya motorer som är mer bränsleeffektiva och renare eller till och med till batteridrift. Att ersätta de som faller för åldersstrecket blir emellertid inte billigt, då ett nytt lok kostar från 30-35 mkr och uppåt. Att bygga om de äldsta och mest slitna loken till modern standard både vad gäller utsläpps- och säkerhetsaspekter med ETCS (som är den del av ERTMS som sitter i själva loken), lönar sig knappast egentligen då en ombyggnad typiskt sett kostar 10-15 mkr. Det kan dock bli nödvändigt om nya lok inte står att uppbringa med tanke på den stora mängd lok det handlar om, inte bara i Sverige utan i hela Europa. Tillverkningskapaciteten hos loktillverkarna räcker helt enkelt inte på långa vägar för att mätta efterfrågan. Vare sig det blir nytt eller ombyggnad så står branschen alltså inför en rejäl investeringspuckel där Railcare tack vare finansiell styrka och förutseende ligger

Vindkraftsutbyggnad

3. Grön el

En grundförutsättning för de gröna industrierna i norr är inte bara bra gröna transporter, utan också enorma mängder lokalt producerad grön el som till stor del behöver komma från vindkraft.



Grönt = Beviljat
Gult = Handläggs
Rött = Avslag

Källa: Vindbrukskollen

Nordic Hydrogen Route

4. Vätgas, till industriprocesser och bränsle

En 100 mil lång vätgaspipeline runt Bottenviken, som genom sin dimension också ska fungera som lagring, planeras för byggstart 2026 och drift från 2030. Beräknat vätgasbehov är 65 TWh/år, vilket motsvarar 7,5 GW kontinuerlig konsumtion, att jämföras med EUs mål om 40 GW installerad elektrolyseffekt år 2030.



Källa: Nordic Hydrogen Route – Bothnia Bay

i framkant. De stora ombyggnadsbehoven gynnar Railcares lokverkstad som redan sett en så kraftigt stigande efterfrågan de senaste åren att kapacitetstaket i princip är nått och ett beslut om utbyggnad mycket väl skulle kunna komma redan under innevarande år, vilket utöver en ökad kapacitet också skulle kunna möjliggöra en breddning av tjänsteerbjudandet (t ex hjulsvarvning) vilket skulle betyda förkortade stillestånd/leveranstider till gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

Andra kvartalet

Lokaffären

Kvartalets viktigaste nyhet var, som vi skrev om lite utförligare redan under sommaren [här](#), den lokaffär som tillförsäkrar Railcare tillgång till toppmoderna lok för entreprenadarbeten och som beredskapslok. De är utrustade enligt senaste standard avseende miljökrav och säkerhetssystem och uppfyller Trafikverkets alla högsta krav.

Affären innebar att Railcare förvärvat 40% av aktierna i bolaget AC Finance AB som avtalat med loktillverkaren om förvärv av 14 lok, varav Railcare initialt kommer att hyra 9 av dessa på 5+1+1 år, vilket precis motsvarar ordern i höstas på beredskapslok från Trafikverket.

Det här betyder att Railcare på ett smidigt och kapitaleffektivt sätt säkrat de materiella resurserna för att fullgöra kontraktet från i höstas. Dessutom finns ACs resterande fem lok tillgängliga än så länge om Railcare säkrar fler uppdrag framöver, så det är en kostym att växa i.

Lyckat "Depåstopp"

För ungefär ett år sedan började Railcares VD Mattias Remahl torgföra sin idé om att vid underhållsarbeten på järnvägen ska inte de olika delmomenten utföras sekventiellt, utan i så stor utsträckning som möjligt göras parallellt. Han använde liknelsen vid ett depåstopp i en Formel 1-tävling, där man samtidigt fyller bränsle och byter däck istället för att först göra det ena och efter några varv ute på banan det andra. Uppenbarligen tog detta skruv, då Railcare i ett uppdrag för ballastbyte utanför Västerås i somras inte bara fick sig tilldelat ett av momenten i projektet, utan fick hela projektet inklusive planeringen i uppdrag från Trafikverket; något som är mycket ovanligt. Railcare antog utmaningen, kontrakterade nödvändiga underentreprenörer och genomförde projektet planenligt med lyckat resultat (se video [här](#)).

Det här projektet bidrog kraftigt till att omsättningen för affärsområdet Entreprenad Sverige ökade med över 50% jämfört med Q2 ifjol och trots något lägre marginaler på uppdrag där underentreprenörer gör en hel del av jobbet, så ökade resultatet med 88%.

För stunden har inga nya uppdrag av samma karaktär erhållits, men i och med att metoden har bevisat sig så vore det inte orimligt att tänka sig att Railcare får chansen igen framöver.

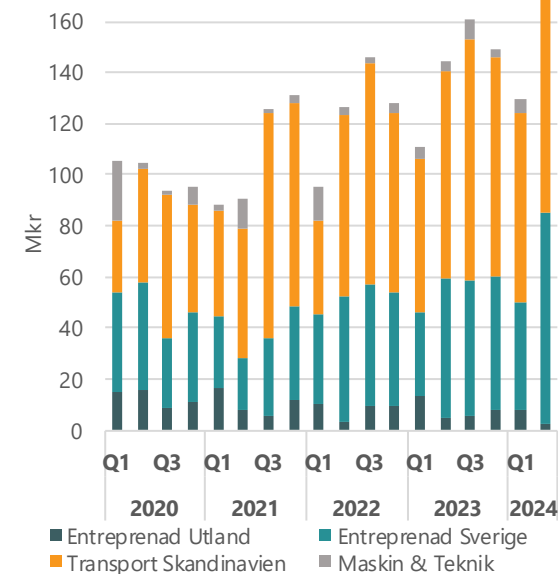
Resultatutveckling

Förutom rekordomsättning med stor marginal för ett enskilt kvartal i Entreprenad Sverige, så var omsättningen under årets andra kvartal för koncernens andra stora affärsområde, Transport Skandinavien,

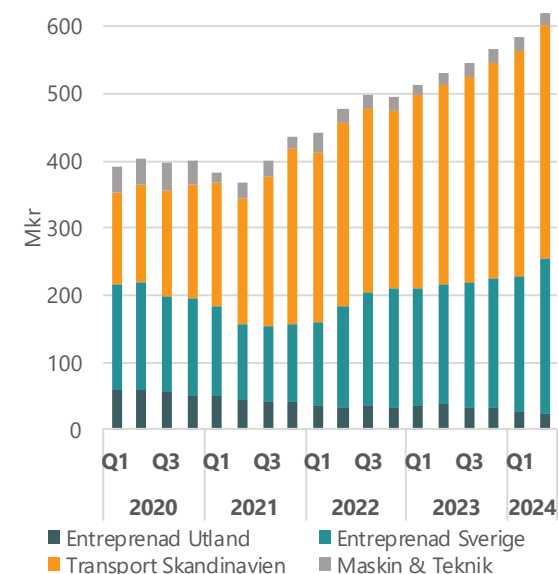
Omsättningsutveckling

En tydligt uppåtgående trend.

Omsättning per kvartal



Omsättning, rullande 4 kvartal



Källa: Bolaget

högst någonsin näst efter Q3 ifjol. Det var över våra prognoser – kraftigt över för Entreprenad Sverige – och detsamma gäller även resultaten efter finansnetto för dessa två dominerande affärsområden.

Efter den långa vintern kom arbetena igång på allvar i Entreprenad Sverige, inte minst inom liningsverksamheten som börjat ta igen på de arbeten från Q1 som inte var möjliga att utföra då på grund av den långa vintern. Kvartalsintäkterna för affärsområdet summerade till hela 88,8 mkr (58,5), vilket var ett kvartalsrekord med hela 19 mkr över näst bästa kvartal (Q4 ifjol på 59,7 mkr). Även om det var stor andel underentreprenörer som spädde ut marginalen så kom den ändå in på goda 9,6% (7,8%) och det bästa resultatet efter finansnetto sedan Q3 2019 för ett enskilt kvartal, på 8,5 mkr (4,6).

Trots att tjänsteleveranser på det stora kontraktet på beredskapslok som Railcare säkrade i höstas inte påbörjas förrän nästa år så lyckades Transport Skandinavien nästan logga ett kvartalsrekord de också. Intäkterna kom in på 96,0 mkr (82,5), bara något lägre än 97,5 under Q3 ifjol. Huvudskälet till den starka siffran var att uppdraget åt LKAB gick för full maskin i år till skillnad från ifjol. Däremot var volymen entreprenadtransporter lägre än i Q2 ifjol, då merparten av spårbyten är planerade att utföras under Q3 i år. Även lokverkstaden hade något lägre omsättning än Q2 ifjol, där brist på komponenter har bromsat färdigställandet av TB-loken för Infranords räkning. Resultatmässigt summerar allt detta till en nettomarginal om 10,2% (10,6%) baserat på ett resultat efter finansnetto om 9,75 mkr (8,71).

Maskin & Teknik har under några kvartal haft fullt fokus på att få de nya MPVe klar, som med strömvtagare kan driva verktygen, t ex Railvac, och samtidigt ladda batterierna när det finns ström tillgänglig i kontaktledningen. Den väntar nu egentligen bara på godkännande från Transportstyrelsen samtidigt som utbildning sker av dess operatörer. Intäkterna, som i huvudsak är interna, uppgick till 12,8 mkr (18,3), men den kommer klumpvis, så halvårssiffran landade på 36,4, i princip oförändrad från H1 ifjol. Resultatet svänger också betydligt mellan enskilda kvartal och blev -1,3 mkr (+1,5).

Plumpen i protokollet under andra kvartalet var återigen sorgebarnet Entreprenad Utland. Intäkterna mer än halverades till 2,39 mkr (5,08) med ett minusresultat om hela -4,06 mkr (-0,98). Med tanke på bytet av planperiod så hade vi förväntat oss ett svagt resultat, men inte så svagt.

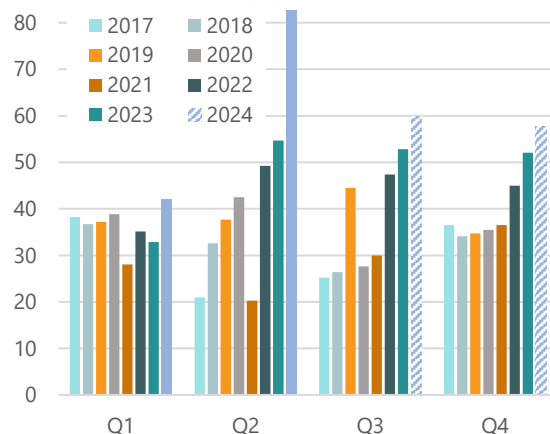
Sammantaget ökade koncernen sin omsättning med 24% till 179,8 mkr (144,7 för Q2 2023) och kom därmed in betydligt över vår prognos, med avvikelser hänförlig till ”depåstoppet”. Rörelsemarginalen sjönk dock till 8,8% (10,3%), en skillnad som helt är hänförlig till Entreprenad Utland. Utan den förlusten hade rörelsemarginalen hamnat på 11%. Nu hamnade rörelseresultatet istället på 15,8 mkr; ändå upp från fjolårets 14,9.

Kassaflödet från den löpande verksamheten landade på 11,6 mkr (16,6) och mest noterbart var nog den kraftiga ökningen av både rörelsefordringar och rörelseskulder. Möjligen kan det hänga ihop med den översyn av finansieringsstrukturen som ännu inte var avslutad. Översynen ger visst hopp om en successivt bättre balans i kapitalstrukturen för att minska användningen av dyrt eget kapital och få upp den låga finansiella hävstången. Investeringarna, som främst

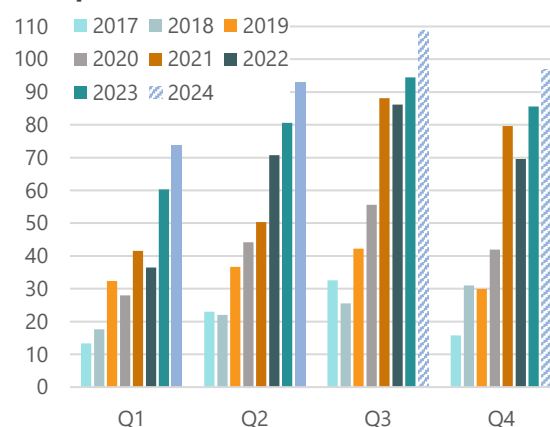
Säsongvariationer

Graferna nedan visar intäkter från externa kunder. Entreprenadverksamheten tenderar att ha en svacka under sommarhalvåret, samtidigt som Transport Skandinavien då är starkare.

Entreprenad Sverige



Transport Skandinavien



Källa: Bolaget

avser MPVe, uppgick till 18,4 mkr (12,4) och bolaget tog också upp ett nytt lån om 29,9 mkr (10,5).

Prognoser

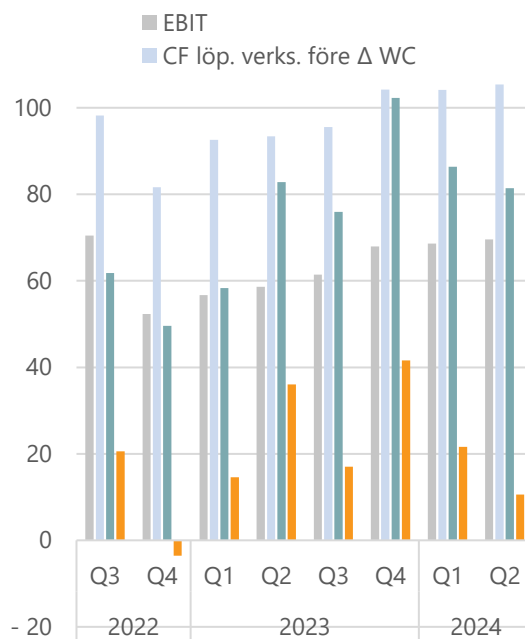
Bolagets finansiella mål är att nå 1000 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Omsättningsmålet kan se rätt aggressivt ut med drygt 15% tillväxt per år de kommande fyra åren, men vid en närmare titt så är det inte fullt så krävande som det i förstone kan tyckas. Kontraktet på beredskapsloken från i höstas ger Railcare 40 mkr i extra intäkter för 2025 och 2030, samt 80 mkr per år 2026-2029, och räknar vi det separat, med en förväntad indexuppräknings om 2% per år, så behöver resterande affär växa med knappa 13% per år. Det är absolut möjligt att nå, även om det inte är givet trots att det är lite lägre än de senaste två årens tillväxtsiffror, då dessa trots allt var inflationsdopade. Med själva loken säkrade via AC Finance AB (se ovan) och en tillväxtsiffra för innevarande år som enligt våra prognoser återigen ser ut att landa på 13,5%, precis som de två föregående åren, så ökar successivt trovärdigheten i omsättningsmålet.

Omsättning

Entreprenad Sverige klev under Q2 verkligen fram ur skuggan av Transport Skandinavien som annars har varit bolagets framgångs-saga på senare år. Tidigare har Entreprenad Sverige lite i det tysta vuxit bättre och nått en jämnare beläggning de senaste 2-3 åren, vilket också kommit till uttryck i en jämnare marginalutveckling. Det förklaras delvis av att bolaget hittat och fokuserat på nischer där man har fördelar med sin finurliga teknik – som t ex inom snöröjning och lining-verksamheten – men också av att man kunnat dra större fördel av sin organisatoriska struktur med brett utbildad personal, en lösningsorienterad kultur och bolagets relativa litenhet som alltihop ger flexibilitet. På sistone har också Trafikverkets bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten bidragit till jämnheten. Affärsområdet har dock med sina specialmaskiner en betydligt högre operativ hävstång än exempelvis transportverksamheten – finns det inga jobb för maskinerna så står de stilla och kan inte användas på andra håll – och beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. På kortare sikt fick ”depåstoppet” en kraftigt positiv påverkan på såväl omsättning som resultat under Q2, och även om det blev en framgång vågar vi inte efter bara ett projekt räkna med flera sådana i våra prognoser. Inför kommande år räknar vi ändå med att entreprenadarbetena gynnas av ett ökat fokus på järnvägsunderhåll i allmänhet och Railcares maskiner och kompetens i synnerhet.

Tillväxten för Transport Skandinavien har varit fantastisk med 25%/år de senaste 5 åren och utöver beredskapsloksaffären kan det bli svårt att bibehålla den takten framöver. Affärsområdet fortsätter emellertid att utvecklas bra överlag, där merparten av skillnaden mot ifjol ligger i att uppdraget för LKAB har löpt för fullt hela kvartalet i år. Däremot tappade både entreprenadtransporterna och lokverkstaden något mot ifjol, vilket innebär att trots kvartalet bjöd på andra högsta omsättningen för ett enskilt kvartal någonsin, så finns egentligen mer att hämta. Med tanke på att Q3 också brukar vara säsongs-mässigt starkast, tror vi att 100 mkr-vallen sprängs i Q3. Om vi tittar in i nästa år och vidare så hoppas vi att bolaget får behålla uppdraget åt LKAB utan paus och att övriga uppdrag som Railcare har idag löper på enligt plan. Till det kommer dock den nya beredskapsloksaffären

Kassaflödet, 12m rullande



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

De nya finansiella målen:

- ~~1000~~
- ~~800 mkr i omsättning 2027~~
- ~~Rörelsemarginal överstigande 18%~~
13%

Efter att ha presenterat nya finansiella mål i början av 2023, så gjorde Railcare en betydande höjning av dem igen i början av 2024.

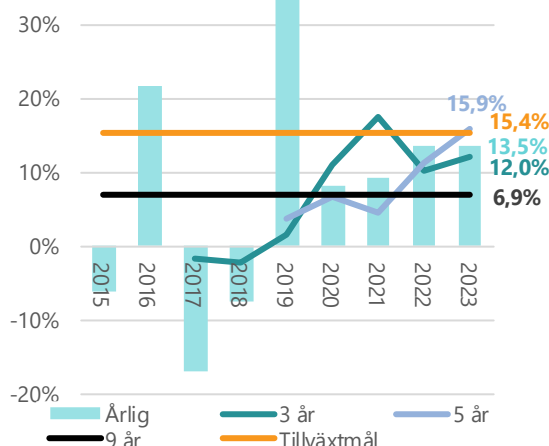
Källa: Bolaget

som nästa år adderar 40 mkr och åren därefter det dubbla. Lägg sedan till den mycket starka efterfrågan på lokverkstadens tjänster, som helt är i linje med marknadsbeskrivningen ovan. Den utvecklingen borde verkligen få styrelsens aptit att växa för en utbyggnad för att därigenom utöka kapaciteten som nu i princip är nådd i befintliga lokaler. I det finns en potential som vi inte har vågat räknat med ännu i våra prognoser. Det finns dock ytterligare potential för positiva överraskningar om exempelvis ett betydande transportavtal kan tecknas med en större industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland, men det är självklart heller ingenting vi vågar ha med i våra prognoser ännu.

Efter Q1 skrev vi om Entreprenad Utland att "förutsättningarna framstår som höljda i dunkel" och att "det framstår inte som omöjligt att bolaget kan komma att stänga ner i UK". Vi skrev vidare att "sammantaget ser vi ytterligare ett förlorat kvartal framför oss för Entreprenad Utland och därefter får vi se." Den oron har stärkts efter det bedrövlige Q2. Problemet är heller inte nytt. Vi är nu inne på åttonde året av kumulativa förluster och sedan början av 2017 uppgår de sammanlagt till över -26 mkr och en genomsnittsmarginal på -7,6% efter finansnetto. Det är lätt att förstå bolagets önskan om att lyckas i Storbritannien, men omorganisationer och förhandlingar med Network Rail till trots så har det gått åt fel håll och för den nya planperioden, CP7, så har deras anslag minskat i reala termer. Även om utträdeshindren är höga med mycket "sunk costs" i materiel, kontakter, goodwill, utbildningar, certifieringar, mm så måste ledningen nu sitta med saxen i handen beredda att klippa. En nedstängning i Storbritannien skulle inte bara få bort de därmed sammanhängande förlusterna, utan också frigöra resurser, såväl personella och maskinella som från företagsledningen. Det kan vara en fråga om timing, inte minst efter de uppmuntrande kontakterna med privata järnvägsägare – främst gruvbolag – i Australien som knöts i samband med mässan där i höstas. Får vi se ett fartyg med Railvacs, MPVs och annat gå från en brittisk hamn till en australisk? Vi räknar med åtgärder i närtid och åsätter därför inte verksamheten ett negativt värde i dagsläget. Nedstängningskostnaderna bör kunna balanseras av mot frigörandet av produktiva resurser i vår kalkyl.

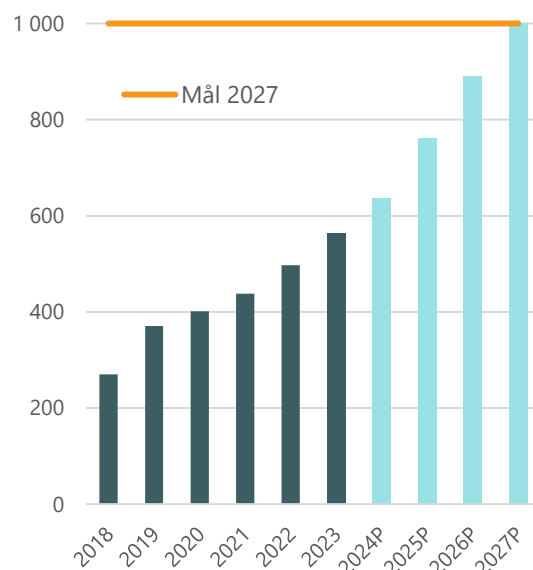
Utländska marknader kan också bli temat för Maskin & Teknik när nästa generation av MPVn, nu med strömavtagare, blir helt klar under hösten och enligt plan går in i produktion innan årsskiftet. Här ligger Railcare i framkant av utvecklingen och efterfrågan även internationellt på rena maskiner överstiger vida utbudet. Här är det lättare att se framtiden an med tillförsikt även om resultatet just nu inte imponerar. Under 2025 hoppas vi dock att ansträngningar för extern försäljning kan öka och börja visa resultat. Förhoppningar finns helt klart om att den ska få ett genombrott utomlands. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom [RailVac](#) och den vanliga [MPV](#), och batterikonvertering av dieseldrivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd och i samklang med viktiga samhällstrender. Det borde lova gott för Maskin & Teknik, så länge som kommersialiseringen lyckas och Railcare har sedan i höstas ett ökat fokus på att marknadsföra sina unika produkter internationellt. Produkterna kommer dock inte att säljas i Sverige, för att undvika att hjälpa konkurrenter, främst på entreprenadsidan. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands för både MPVn och RailVacen. Marknaden är dock konservativ,

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Omsättningsprognos



Det nya kontraktet på beredskapslok syns tydligt på nivåskiftena 2025 och 2026.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan spela in, så det går knappast att förvänta sig några snabba segrar och vi tar heller inte ut några alls i våra prognoser.

Som bakgrund till de bolagsspecifika möjligheterna som beskrivits ovan, ligger det stora investerings- och renoveringsbehovet i svensk järnväg som definitivt bör borge för en fortsatt hög efterfrågan och därmed hög beläggning på entreprenadsidan. Industriprojekten i norr betyder ju också ett ökat transportbehov och därmed affärsmöjligheter för Railcare på transportsidan. Tillsammans med en fortsatt god kostnadskontroll bör det kunna leda till en bra omsättningstillväxt under god lönsamhet, stöttat av Railcares unika maskiner och fokus på hållbarhet.

Kostnader

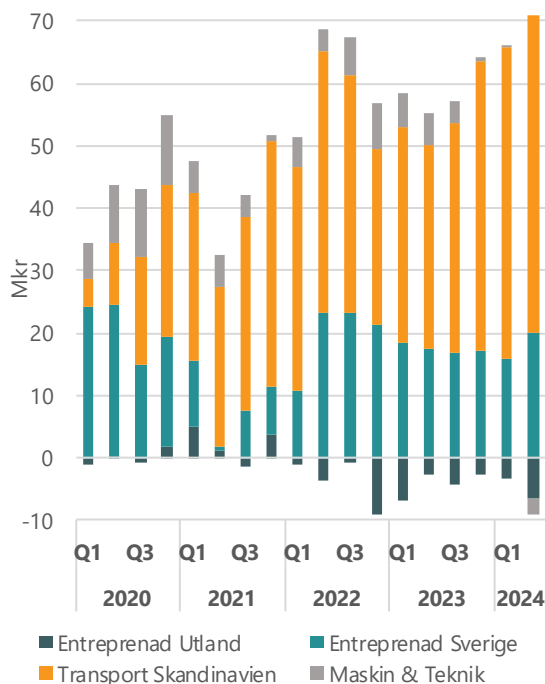
Utöver den avtagande inflationseffekten, som inte bara drabbat Railcare utan branschens aktörer generellt, finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbildningen som andel av omsättningen har förändrats nämnvärt från tidigare. Förädlingsvärdet är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för råvaror får endast litet genomslag på resultatet. Däremot kommer en ökad andel intäkter från beredskapslok rimligen sänka råvarukostnaderna som andel av totala omsättningen, så bruttomarginalen förbättras. I takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar dock Övriga externa kostnader, men avskrivningarna minskar samtidigt för egna lok. Kassaflödet från den löpande verksamheten blir därmed inte lika högt som en effekt härav, men lättar samtidigt på balansräkningen. Å andra sidan räknar vi med att de investeringar som bolaget förbereder sig på – t ex utbyggnad av lokverkstaden – kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen.

Personalkostnaderna förändras heller knappast stort utöver beredskapsloken. Däremot innebär en ökad takt i rekryteringarna, hittills främst av lokförare och maskinoperatörer som en följd av beredskapslokkaffären, ökade personalkostnader som inte omedelbart motsvaras av ökade intäkter. Det handlar bl a om rekryteringskostnader, att nyanställda behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det tynger förstås marginalerna lite närmaste tiden.

Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men den borde sjunka med ökade investeringar under kommande år, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen. Ändå siktar bolaget alltså mot höjda marginaler, vilket är positivt.

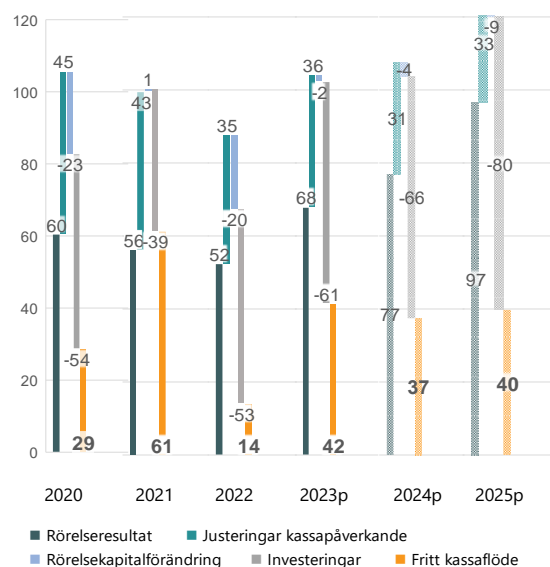
En hög andel fasta kostnader gör emellertid resultatet känsligt för beläggningen. Det är med andra ord en hög operativ hävstång i bolaget, som dock minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet, fler kunder och en förändrad produktmix. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Situationen med Malmbanan under vintern och Railcare som då passade på att göra underhåll på loken är ett exempel. Andra halvåret 2022 är ett annat, då den ökade aktiviteten hade börjat tära på personal och maskiner. Det innebär att slutet av 2022 präglades av rekryteringar och ett ökat underhållsbehov för maskinerna. Resultatet blev ökande kostnader för underhåll, men också ökade kostnader för att hyra in maskiner som ersatte de som var på service.

Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

Kassaflödesanalys



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

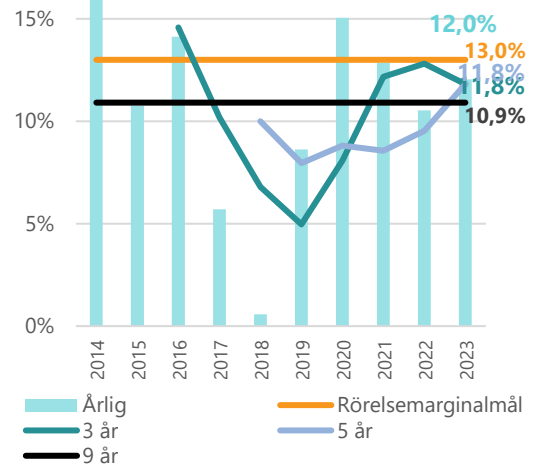
Även om bolaget passade på att vidta dessa åtgärder under en lite mindre hektisk period så är det här något som vi får räkna med att det återkommer då och då, kanske framför allt efter en period med hög aktivitet.

Beläggningen, som alltså är avgörande för marginalerna på kort sikt, varierar ju över tid, men är svår att prognosticera. På entreprenadssidan är beläggningen beroende av planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket, och som faktiskt har förbättrats på sistone. Med en större volym så blir det också automatiskt en viss utjämning av beläggningen, men att öka kapaciteten är heller inte helt enkelt. Det är ont om lok och utbildad personal går nästan inte att få tag på. Att öka kapaciteten innebär att bolaget tar på sig ökade fasta kostnader. Bolaget investerar mycket i sina anställda men ställer i gengäld höga krav på hur de är som personer, med rätt inställning till service, flexibilitet och förmåga att själva lösa problem ute i fält. När en rekrytering väl lyckas och investeringen i nödvändig utbildning och certifieringar tagits, så ska det mycket till innan man låter en sådan person gå från företaget, även om en svacka uppstår i verksamheten.

Svaret har blivit att Railcare arbetar mera med att hyra lok och med att se till att personalen har så bred utbildning som möjligt för att kunna hoppa in på flera olika ställen. Ett led i detta har exempelvis varit att alla operatörer inom Entreprenad Sverige och Entreprenad Utland samlats under ett bolag, vilket minskar kostnaderna och ökar flexibiliteten då personal lättare kan röra sig mellan olika arbetsplatser, även om det samtidigt kan kräva fler certifieringar och tillstånd.

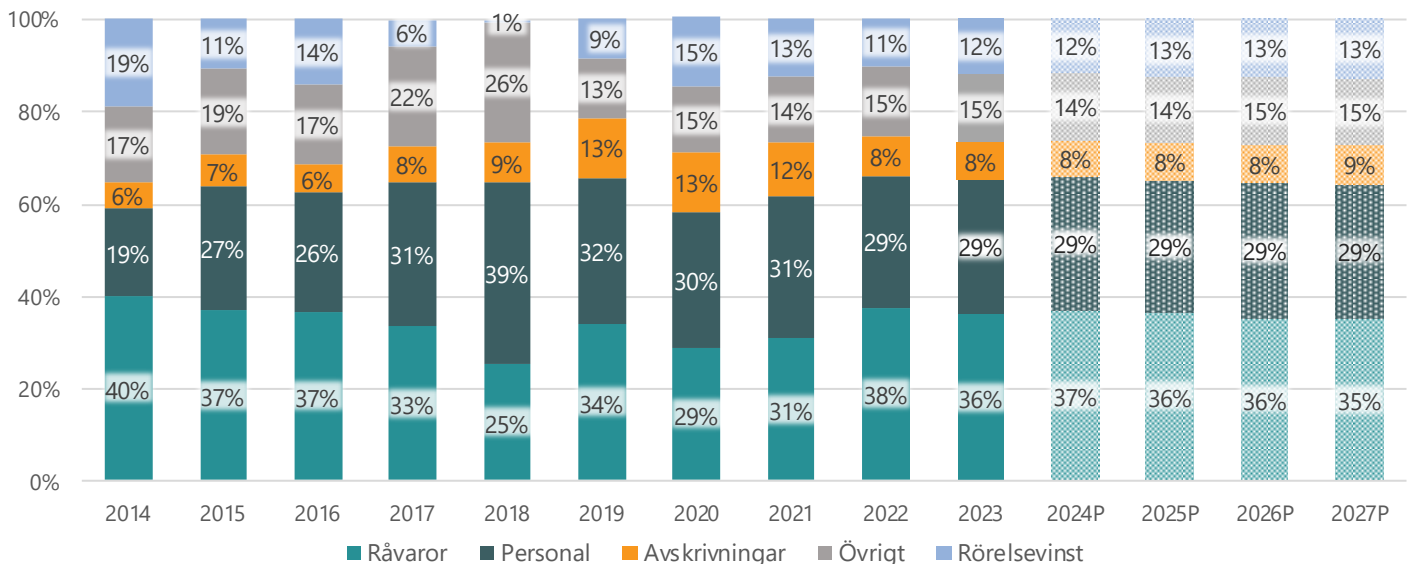
De långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver blir i det här sammanhanget extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Ett exempel är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet från omlastningsstationen i Pitkajärvi till hamnen i Narvik. Ett annat är kontraktet för beredskapslok från i höstas. Även Trafikverkets förnyelse av snöröjningskontraktet till 2025, värt 40 mkr per år, är på samma sätt värdefullt även om det är säsongsbund-

Historisk Rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar och prognoser)

et, inte minst eftersom det ger förutsägbar beläggning under lågsäsong. Till de långa kontrakten räknas också lokverkstadens order på att uppgradera och anpassa 28 lok under 2022-2024 åt lokuthyrningsföretaget Nordic Re-Finance som nu är i slutfasen.

Marginalutvecklingen

Bolaget har med VD Mattias Remahl vid rodret hittills varit försiktig med att kommunicera sådant de inte kan uppfylla – gärna med råge. De nya finansiella målen från i vintras lär dock bli svåra att överlevera på. Det innebar en höjning av omsättningsmålet med 25% och marginalmålet med hela 30%, så för resultatraden blir det en höjning av målsättningen med över 60%.

När det gäller marginalmålet på hela 13% i rörelsemarginal så framstår det som något stretchat. Det finns dock flera faktorer som pekar mot att det ändå skulle kunna nås:

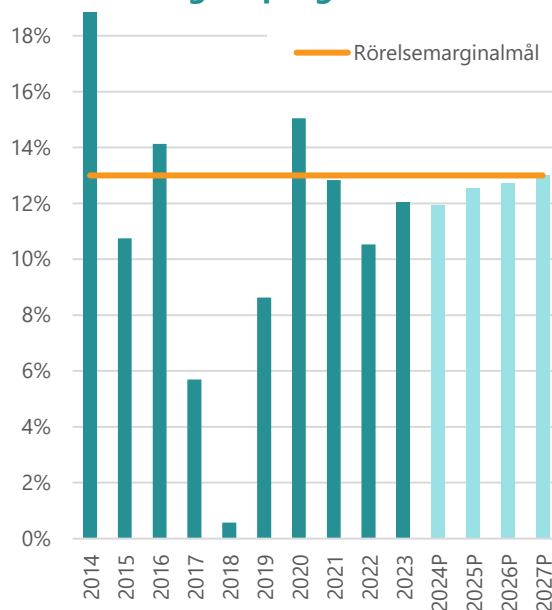
- Railcare konstaterar att Trafikverket redan betalar lite mer för arbeten där Railcare som en av få aktörer kan arbeta hållbart. Det gäller inte minst för känsliga arbeten som nästan bara kan utföras med MPVn – och alltså därmed uppfyller nollutsläppskraven – som t ex arbeten i citykärnor, tunnlar som Citybana, etc, något som förhoppningsvis kan öka framgent.
- Det är också rimligt att Railcare, som en av mycket få aktörer som uppfyller Trafikverkets allt hårdare miljökrav och har visat sig pålitlig och flexibel i tidigare leveranser av beredskapsloktjänster, har utrymme att förhandla till sig ett premium för detta.
- Även lokverkstaden har rimligen marginaler som återspeglar den stora efterfrågan på deras tjänster, och som i takt med dess tillväxt rimligen utgör en allt större del av omsättningen (särredovisas ej).
- Till det ska också läggas en jämnare beläggning på entreprenadsidan, vilket bör gynna genomsnittsmarginalen framöver.
- Om blodflödet slutligen kan stoppas i Entreprenad Utland så är ju det givetvis en stor hjälp.

Resultaträkning (Mkr)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024p | 2025p | 2026p | 2027p |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 270 | 371 | 401 | 438 | 497 | 564 | 645 | 770 | 900 | 1 000 |
| Övrigt Intäkter | 7 | 9 | 20 | 15 | 15 | 18 | 20 | 26 | 29 | 33 |
| Kostnad sålda varor | -142 | -177 | -181 | -204 | -269 | -297 | -340 | -400 | -462 | -510 |
| Bruttoresultat | 135 | 203 | 241 | 249 | 243 | 285 | 325 | 396 | 467 | 523 |
| Personal | -108 | -120 | -125 | -139 | -146 | -170 | -193 | -230 | -270 | -300 |
| Övriga rörelsekostnader | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 | -4 | -5 | -5 |
| Resultat före avskrivningar (ebitda) | 26 | 82 | 114 | 108 | 95 | 112 | 129 | 162 | 193 | 218 |
| Avskrivningar | -24 | -50 | -53 | -52 | -43 | -44 | -52 | -65 | -78 | -88 |
| Rörelseresultat (ebit) | 2 | 32 | 60 | 56 | 52 | 68 | 77 | 97 | 115 | 130 |
| Finansnetto | -5 | -6 | -5 | -4 | -5 | -11 | -12 | -12 | -9 | -10 |
| Intresseföretag | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | -4 | 27 | 56 | 52 | 47 | 57 | 66 | 85 | 106 | 120 |
| Skatter | 2 | -6 | -12 | -11 | -10 | -14 | -16 | -20 | -25 | -29 |
| Nettoresultat | -1 | 21 | 44 | 41 | 37 | 44 | 50 | 64 | 80 | 91 |

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Vi bedömer sammantaget att rörelsemarginalmålet kan bli tuffare att nå än omsättningsmålet, framför allt initialt, så efter en oförändrad marginal för i år, bedömer vi att den sedan segar sig närmare och når målet först mot slutet av perioden.

Prognossammanfattning

Sammanfattningsvis ser vi de finansiella målen som möjliga att nå, om än att med en snabbare tillväxt så kan kostnaderna komma att öka lite innan intäkterna kommer, t ex för att bemanna upp, utbilda och certifiera nya anställda till beredskapsloken, samt för marknadsföringskostnader för maskinförsäljning. Det innebär att vi för 2024 ser framför oss en rörelsemarginal som inte når upp till målet och en omsättningstillväxt i linje med de två senaste åren, för att sedan öka rätt markant under de två påföljande åren när intäkterna från den nya beredskapsloksaffären tillkommer, innan takten i omsättningsökningen därefter sjunker tillbaka lite, men ändå når målet för 2027.

Kassaflödesmässigt ser det tack vare starka rörelseresultat fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och en möjlig investering i lokverkstaden. Mot slutet av perioden, efter Railcares troliga investeringspuckel, kan nog frågan om att höja den 30-40%-iga utdelningsandelen bli aktuell igen, med mindre än att nya intressanta investeringar kan bli aktuella.

Värdering

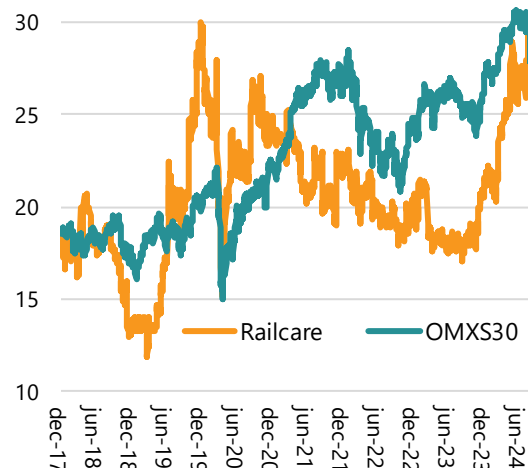
Årets aktiekursutveckling har verkligen inneburit ett erkännande av aktiens och bolagets förtjänster och kursen har kommit närmare de nivåer som vi tycker är motiverade, men det finns uppvärderingspotential kvar. Kursen har nu gått upp lika mycket som OMXS30-index sedan aktiens introduktion på Nasdaq i december 2017. Samtidigt har omsättningen fördubblats, vinsten per aktie fyrdubblats och verksamheten nått en helt annan grad av stabilitet och erkännande. Ändå är ett P/E-tal på knappt 11 för nästa år att betrakta som lågt mot bakgrund av ett mycket solitt, kassaflödespositivt och utdelande bolag som beräknas växa med mer än 15% per år och med en tvåsiffrig rörelsemarginal.

Ett attraktivt P/E-tal är bra, men tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien är ändå i en kassaflödesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och sedan stämma av denna mot andra värderingsindikationer.

Kassaflödesvärdering

För att beräkna värdet på aktien krävs ett avkastningskrav för det egna kapitalet i bolaget där vi utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag ca 1,9%, och adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Till det kommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi bedömer till ca 3%. Totalt blir det knappt 11%. Det är relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar både en viss operativ volatilitet baserad på höga fasta kostnader i kombination med fluktuerande beläggning, och en låg likviditet i aktien som beror både på bolagets litenhet och en låg freefloat. Det ska ändå noteras att likviditeten i aktien har ökat betydligt,

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2027

| Motiverad kurs, | Avkastningskrav ---> | | | | | | |
|-----------------|----------------------|-----|-----------|-----|-----|-----|-----|
| | 9% | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% | 15% |
| 6 | 24 | 23 | 23 | 22 | 21 | 21 | 20 |
| 7 | 27 | 26 | 25 | 25 | 24 | 23 | 23 |
| 8 | 29 | 29 | 28 | 27 | 26 | 26 | 25 |
| 9 | 32 | 31 | 31 | 30 | 29 | 28 | 27 |
| 10 | 35 | 34 | 33 | 32 | 31 | 31 | 30 |
| 11 | 38 | 37 | 36 | 35 | 34 | 33 | 32 |
| 12 | 41 | 40 | 39 | 38 | 37 | 36 | 35 |
| 13 | 44 | 42 | 41 | 40 | 39 | 38 | 37 |
| 14 | 47 | 45 | 44 | 43 | 42 | 40 | 39 |
| 15 | 49 | 48 | 47 | 45 | 44 | 43 | 42 |
| 16 | 52 | 51 | 49 | 48 | 47 | 45 | 44 |
| 17 | 55 | 53 | 52 | 50 | 49 | 48 | 46 |
| 18 | 58 | 56 | 55 | 53 | 52 | 50 | 49 |

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt under de kommande fyra åren, så framgår motiverad kurs idag ur tabellen, givet det avkastningskrav man har på investeringen och den multipel man tror att aktien kommer att handlas till efter de fyra åren.

Källa: Analysguiden

men dels är den ändå låg i absoluta tal, dels så vill vi se att förbättringen kvarstår även under ett tuffare marknadsklimat.

Avkastningskravet används för att diskontera framtida kassaflöden för att bilda oss en uppfattning om aktiens värde idag. Det finns flera olika modeller för att göra detta och i Railcares fall tycker vi att det fria kassaflödet hänförligt till eget kapital (FCF to equity) är en lämplig metod. Vi ligger kvar med vår prognos sedan förra sommaren om en miljardomsättning för 2027, vilket är precis i linje med bolagets målsättning. Vår prognos för rörelsemarginalen för innevarande år är i linje med förra årets 12%, men sakta ökande för efterföljande år, upp till bolagets mål om 13% för 2027. Om vi vid prognosperiodens slut, år 2027, försiktigtvis antar att marknaden handlar aktien till P/E 12, så får vi en motiverad kurs på 39:- idag. Skulle vi skissa på en förlängning av prognosperioden till 2035, under förutsättning att beredskapslokskontraktet löper ut efter ett av två optionsår utan att ersättas med någon annan intäkt och resten av verksamheten växer med 10%, samtidigt som rörelsemarginalen faller ner till 10%, så får vi lägga till någon krona till på kursen. Om bolaget däremot lyckas behålla en rörelsemarginal om målets 13% långsiktigt så blir det en tia till på kursen och om dessutom tillväxttakten skulle bli 13%/år för 2027-2035 så motiverar det en dubbling av dagens kurs

Vi ska inte glömma att detta är för en aktie som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

Multipelvärdering

Multipelmått är en-periodsmått, vilket är en betydligt ”fattigare” modell än en kassaflödesanalys. De fångar inte dynamiken i bolagsutvecklingen som en DCF-kalkyl kan göra. De har dock fördelen av att vara enkla och används därför mycket, varför vi inkluderar några av dem här:

- Innevarande års P/E-tal hamnar på 14,0 och nästa år på 10,8 med våra prognoser. Det framstår inte som dyrt med den tillväxt, de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också i viss mån EV/EBIT som ligger på 12,1 för 2024p och 9,6 för 2025p, men är inte lika tydligt billigt.
- EV/Sales på 1,4 för 2024p och 1,2 för 2025p, störs inte på samma sätt av investeringspuckeln, men fångar å andra sidan inte tillväxten i bolaget på ett bra sätt och är väldigt grovhugget, dock inte dyrt.

Multiplar används kanske främst vid jämförelser med liknande bolag, men det är inte helt lätt i Railcares fall, då järnvägsmarknaden bara för underhåll är fragmenterad i små nischer och bolagen oftast är antingen onoterade, delar av mycket stora koncerner med bara en liten del av omsättningen inom järnväg eller del av en stor internationell koncern med mycket järnväg, men varav bara en liten del är hänförlig till Sverige eller till Railcares nischer.

Värdering av det egna kapitalet

En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista mars uppgick det egna kapitalet

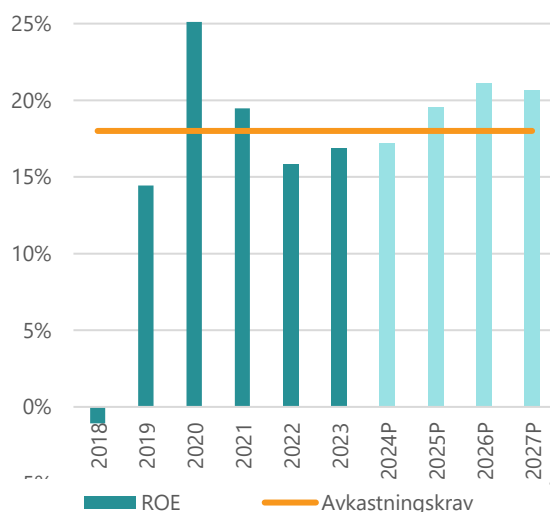
På längre sikt

| Motiverad kurs, | Avkastningskrav ---> | | | | | | |
|-----------------|----------------------|-----|-----------|-----|-----|-----|-----|
| | 9% | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% | 15% |
| 7 | 47 | 43 | 40 | 37 | 34 | 32 | 30 |
| 8 | 50 | 46 | 43 | 39 | 37 | 34 | 32 |
| 9 | 53 | 49 | 45 | 42 | 39 | 36 | 33 |
| 10 | 56 | 52 | 48 | 44 | 41 | 38 | 35 |
| 11 | 59 | 55 | 50 | 46 | 43 | 40 | 37 |
| 12 | 63 | 57 | 53 | 49 | 45 | 42 | 39 |
| 13 | 66 | 60 | 55 | 51 | 47 | 44 | 40 |
| 14 | 69 | 63 | 58 | 53 | 49 | 45 | 42 |
| 15 | 72 | 66 | 61 | 56 | 51 | 47 | 44 |
| 16 | 75 | 69 | 63 | 58 | 53 | 49 | 45 |
| 17 | 78 | 72 | 66 | 60 | 56 | 51 | 47 |
| 18 | 82 | 75 | 68 | 63 | 58 | 53 | 49 |
| 19 | 85 | 77 | 71 | 65 | 60 | 55 | 51 |

Om beredskapslokskontraktet löper ut utan att ersättas och övrig verksamhet växer bara 10%/år under de efterkommande åtta åren (efter 2027), samtidigt som bolaget fortsätter nå en rörelsemarginal enligt bolagets 13%-mål, så blir motiverad kurs idag ytterligare högre med samma antagande om P/E-tal i slutet av den perioden.

Källa: Analysguiden

Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Nu värderas det egna kapitalet till 2,3 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

per aktie till 11,44 kr (10,30). Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,5 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på knappt 17% för 2023 och drygt 18% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11%, och visar då ett värde på drygt 18 kronor per aktie.

Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett mycket lägre värde, men två förefaller sannolika: 1/ Modellen är också en enperiodsmodell som inte tar hänsyn till tillväxten. 2/ Kapitalstrukturen: En låg finansiell hävstång (hög soliditet) innebär en suboptimal kapitalanvändning med för mycket av det dyra egna kapitalet.

Slutsatser

Jätteordern på beredskapslok i oktober, en bättre stabilitet i entreprenadaffären, framgångar som fortsätter med lokverkstaden och tydligare potential till extern försäljning av de egenutvecklade maskinerna har uppmärksammat aktiemarknaden på Railcares potential.

Med mer tyngd åt den dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder ändå på en uppsida på 35% eller ca en tia för ett bolag i en så pass mogen bransch och på längre sikt finns mer potential. Det finns ytterligare skäl att överväga en investering:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden: Utöver beredskapslokkaffären så har vi ungefär samma marginaler och något lägre antaganden om tillväxt framöver, jämfört med vad bolaget presterat de senaste åren.
- Det finns potential både i ytterligare ”depåstoppuppdrag”, den externa maskinförsäljningen som det nu börjar avsättas resurser till, på medellång sikt i lokverkstaden om ett beslut om utbyggnad fattas och ytterligare något stort kontrakt t ex från någon av de nya Norrlandsetbleringarna. Kanske till och med utlandsverksamheten kan börja bidra så småningom. Inget av detta har vi tagit hänsyn till i våra prognoser.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som går lika bra i en sämre konjunktur.
- Dess karaktär gör också att en investering i aktien ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

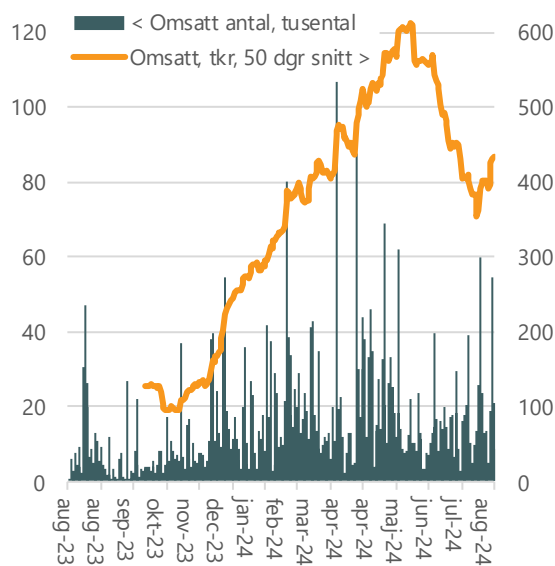
Även om en tillfällig svacka skulle uppstå i beläggningen, och därmed resultatet, så bör bådadera ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare och ett ökande transportbehov på järnvägen.

Det går heller inte att helt bortse från möjligheten att Railcare, med sina innovativa produkter, skulle kunna bli föremål för ett uppköp, även om nuvarande ägarstruktur kanske inte underlättar en sådan affär.

Risker

Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekyterad personal med lång arbetsintroduktion som man ogärna gör sig av med. Den operativa hävstången är med andra ord relativt stor. Efterfrågan på bolagets tjänster kan variera ganska kraftigt med kort

Likviditet i aktien



Omvärderingen av aktien ser ut att ha påbörjats strax före årsskiftet vilket innebär en ökning inte bara av kursen utan också av antalet omsatta aktier.

Källa: Refinitiv

varsel och historiskt har beläggningen haft svackor emellanåt. Resultatet har därför varit ganska volatilt, och även om det blivit bättre under de senaste 3-4 åren så finns grundproblematiken kvar och kan dyka upp även i framtiden.

En påtaglig risk, om än kanske i första hand på det personliga planet, är säkerheten på järnvägen. Railcares motto är ”Vi gör det säkert – eller inte alls”. Trots det kan naturligtvis olyckor ske i en så farlig teknisk miljö, vilket förutom personliga tragedier kan innebära skadestånd, ryktesrisker, intäktsbortfall, etc för bolaget som försäkringar inte täcker.

Det tillverkas för få lok ur ett marknadsperspektiv, och även om Railcare äger ett antal lok och nu har säkrat tillgång till växellok genom affären med AC Finance AB, så leasas också lok från andra håll, t ex linjelok för långa transportuppdrag. Om brist uppstår så kan det bli svårt eller dyrt att förnya leasar för att ha maskiner tillräckligt för att leverera mot kundåtaganden, eller så kan Railcares tillväxt hämmas av bristen på lok. Det är en brist som inte är lätt att åtgärda.

Railcares utlandsäventyr har hittills inte burit frukt trots försök under många år. Konkurrensen är en helt annan på de större internationella marknaderna, och i en konservativ bransch med statliga köpare är sannolikheten stor att tjänstemännen väljer inhemska leverantörer, snarare än att ta risken med en ny innovativ uppstickare, så även om Railcare har bevisat sin teknologi och tjänsteleverans åtminstone på hemmaplan, så återstår det att visa den kommersiella gångbarheten i dessa på en internationell marknad.

Marknad, produkter & tjänster

Järnvägsmarknaden, såväl för infrastruktur som för tjänster, är en konservativ bransch med tung statlig dominans. Detta gäller såväl i Sverige som i Railcares största utlandsmarknad, Storbritannien. Även om marknaden är mogen, så har den sett förbättrade tillväxtförutsättningar på senare år, främst tack vare ökad klimathänsyn då tågtransporter är mycket energieffektiva, men också utbyggnad av tung industri i norr, ett gravt eftersatt underhåll och ett ökat intresse från Försvarsmakten. Någon enstaka högteknologisk nisch i marknaden visar också mycket god tillväxt.

Entreprenad Sverige & Utland

I Sverige förvaltas 90% av rälsen fortfarande av Trafikverket som därmed utgör lejonparten av entreprenadmarknaden. En marknad som kännetecknas av en helt dominerande köpare – därtill statlig – kommer att ha sina villkor i hög grad styrda av denne och inte nödvändigtvis vara rationellt marknadsdriven. Ett konkret exempel är det sätt på vilket underhållsarbeten planeras, kommuniceras och läggs ut. Inom ramen för upprättade ramavtal läggs specifika arbeten ut på de kontrakterade leverantörerna. Framförhållningen har dock emellanåt varit kort, arbetena mindre stycken av större projekt och oönskade glapp har uppstått mellan arbetena, vilket försvårar leverantörernas visibilitet, möjlighet till planering och en jämn beläggning över tid. En viss förbättring har dock börjat skönjas, om än från en låg nivå.

Mycket av de stora jobben, inte minst vid nyanläggning utförs av de stora drakarna, såsom de stora byggentreprenörerna InfraKraft, Sweco, WSP, Ramböll m fl, och mer specifika dito som NVBS, Ricardo Rail, Systra, m fl, ofta specialiserade på specifika nischer i järnvägsmarknaden, likt Railcare. Railcares nisch är underhåll i speciella miljöer som bangårdar, tunnlar, mm som är svåråtkomliga och trånga samt känsliga för avgaser och buller. Det gör också att RailCare ligger i framkant när det gäller hållbarhet. De har varit tvungna att förbättra existerande och utveckla nya egna produkter för egna behov, eftersom deras arbetsmiljöer är speciellt krävande.

Med arbete i sådana miljöer ställs också höga krav på planläggning, koordination och tidshållning. Ofta måste jobben göras nattetid för att undvika störningar på trafikflöden som måste fortsätta gå som vanligt, vilket ställer höga krav på disciplin, flexibilitet och ett lösningsorienterat förhållningssätt hos de som utför arbetena. Detta nås av Railcare genom en god personalpolitik, en platt organisation och vidareutbildningar, vilket främjar en låg personalomsättning, erfaren personal och yrkesstolthet.

Transport

Den här företagskulturen har också gynnat utvecklingen av transportaffären inom affärsområdet Transport Skandinavien, där Railcares leveranssäkerhet och flexibilitet verkar ha varit en tydlig fördel i vunna upphandlingar. Ett genombrott för Railcare var det unikt långa 10-åriga kontrakt som erhöles med Kaunis Iron för malmtransporter från Pitkajärvi till utskeppningsterminalen i Narvik med start i augusti 2018. Centralt för en god leverans är flexibilitet – t ex avseende sådana saker som problem i gruvan, variationer i malmhalt, dockningstider för skeppen, mm – och snabba detaljbeslut ute på fältet för

Relining



Över tid skadas trummor och genomföringar under rälsen, men istället för ett kostsamt byte gör Railcare en "relining" av trumman genom att klä insidan med ett flera lager tjockt och hårt glasfiberrör.

Källa: Bolaget

Malmtransport



Railcare kör Kaunis Irons malm de 22 milen från Pitkajärvi till Narvik. Varje tågsätt består av 2 lok och 36 vagnar och lastar i snitt 3100 ton. Railcare kör två tågomlopp per dygn, sju dagar i veckan vilket ger en volym på cirka 2,3 miljoner ton järnmalm per år.

Källa: Bolaget

att minska stopp- och ställtider och få ner cykeltiderna till ett minimum, något som passar Railcares sätt att arbeta.

Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste påbörjades i slutet av mars 2022, efter ett avbrott under första kvartalet från att tidigare haft uppdrag under 2021.

Det här exemplet visar dock på problemet med beläggningen. Under första kvartalet 2022 hade man alltså inget uppdrag från LKAB och inget annat uppdrag heller som tog dessa resurser i anspråk. Man kunde visserligen i någon mån sysselsätta sig med annat, men risken är att man står med dyra maskiner och personal man investerat mycket i som man inte vill friställa för en kortare period, utan att ha full beläggning för dem. Personalen är attraktiv och det tar tid och pengar att nyrekrytera och utbilda när efterfrågan kommer tillbaka. Att omdirigera resurser innebär ställkostnader och är heller inte gratis och kan vara avhängigt certifieringar. Problemen är desamma inom Entreprenad och när de inträffar tynger det givetvis marginalerna men får anses som en del av verksamheten – ”a cost of doing business”.

Den kostnaden syntes tydligt under första kvartalet 2022. Avbräcket som pausen i LKAB-affären innebar gjorde att marginalen i Transport Skandinavien obarmhärtigt brakade ner till noll, Samtidigt, på koncernnivå lyckades dock Entreprenad Sverige desto bättre och vägde upp Transport Skandinavien svaga kvartal.

Sådana luftgropar till trots har Transport Skandinavien, kanske lite otippat, utkristalliserat sig som Railcares stjärna de senaste åren, och inte blev det sämre med det stora kontraktet för beredskapslok hösten 2023. Både omsättningstillväxt och marginaler har legat klart över koncerngenomsnittet, om än med variationer enstaka kvartal.

Maskin & Teknik

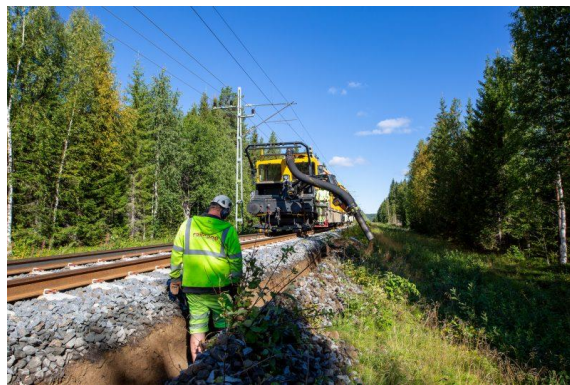
RailCares affärsområde Maskin & Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, dock inte lokverkstaden som ligger under Transport Skandinavien och som utför reparationer, underhåll och uppgraderingar såväl åt externa kunder som av den egna maskinparken. Inom Maskin & Teknik har flera innovationer sett dagens ljus, såsom

RailVac: Detta var startskottet för bolaget och är egentligen som en gigantisk dammsugare för ballasten, alltså den makadam som ligger under räls och syllar och som ger en stötdämpande funktion. När den efter en viss tid börjar förlora denna förmåga så behöver den läggas om och då måste den gamla först tas bort vilket RailVacen är utmärkt på att göra, speciellt i trånga miljöer. RailVacen minimerar också risken för skador på de kablar som alltid löper i anslutning till rälsen och ca hälften av dess jobb är specifikt kabelsänkningar, än mer i Storbritannien.

Ballast Feeder: Detta är nästa steg i ballastbytet, där den nya ballasten ska läggas ut jämnt och med precision på ett effektivt sätt. För detta utvecklade Railcare sin Ballast Feeder.

Snöröjningsmaskiner: Railcare började också använda sin vacuumteknik för skonsam snöröjning på spåren och har nu senast utvecklat en snösmältare som eliminerar problemet med att behöva

RailVac



Railcares RailVac fungerar som en jättestor dammsugare som suger upp den gamla ballasten, t ex vid ballastbyten eller kabelsänkningar, som här vid underhållsprojekt i Norra Sverige.

Källa: Bolaget

Ballast Feeder



En Ballast Feeder underlättar att på ett precist sätt lägga ut det grus som ligger som ett stötdämpande lager under rälsen.

Källa: Bolaget

frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde också hösten 2022 kontraktet med Railcare för snöröjning till 2025, värt ca 40 mkr per år.

MPVn: Det senaste stora tillskottet i produktfloran är MPVn, Multi Purpose Vehicle, som är som en gigantisk powerbank på räls. Den har hittills kopplats ihop med RailVacen, men kan också användas i många andra sammanhang. Den gör det möjligt att arbeta avgasfritt och mycket tystare i miljöer där strömmen i kontaktledningen – om en sådan ens finns på platsen – inte kan vara påslagen av säkerhetsskäl. I mars 2023 användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. I dagarna lanseras uppföljaren, MPVe, med strömavtagare, så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen eller i närheten.

Mycket av den produktutveckling Railcare har gjort har haft sitt ursprung i egna behov. Utveckling av specialmaskiner är de dock inte ensamma om. Det finns allt från små konkurrenter som EuroMaint och Svensk Järnvägsteknik på den svenska marknaden, till storbolag som franska Alstom och spanska CAF. CAF testar för övrigt ett vätgasdrivet tåg.

Railcare har tidigare rönt en viss framgång med att sälja RailVacen i utlandet, men i övrigt har extern försäljning av produkter från Maskin & Teknik varit begränsad. Ett tungt vägande skäl har varit att inte gynna konkurrenter på den svenska marknaden och på de utländska marknaderna har man inte rönt några stora framgångar. Det här gör att värdet på innovationsförmågan stäcks och vi tillmäter den inget större värde utöver skyddet för de nischer bolaget i övrigt arbetar med, främst inom entreprenadverksamheten. Skulle detta ändras framöver, t ex med MPVn, så finns en betydande potential i den här verksamheten.

Organisation

Railcare vinnlägger sig om en platt organisation med korta beslutsvägar och decentraliserat operativt beslutsfattande. På svenska betyder det att personalen ute på fält har befogenhet och kompetens att lösa problem som uppstår och att bolagets overheadkostnader reduceras. De anställda växer med ansvaret, yrkesstoltheten ökar och en entreprenöriell anda genomsyrar bolaget.

Det här får flera effekter:

- + Nöjdare kunder, då problemen löses snabbare och en smidig leverans underlättas.
- + Nöjdare anställda som lyfts i erkänsla och blir bra ambassadörer för bolaget.
- + Bättre marginaler tack vare färre stopp och då färre personer blir involverade för att lösa småproblem, samt att overheadkostnaderna blir lägre.
- En högre investering i varje anställd för att höja kompetensen, vilket innebär längre inkörningsperiod för nyanställda och större sårbarhet ifall någon lämnar.
- En större känslighet för beläggning, då man ogärna friställer kompetenta medarbetare då det är svårt och dyrt att nyrekrytera och utbilda.

Snöröjningsmaskiner



Utöver traditionella snöröjningsmaskiner som bara flyttar snön, så har Railcare tagit fram maskiner som smälter bort snön för användning där borttransportering är opraktiskt eller dyrt, t ex på bangårdar i tätbebyggda områden.

Källa: Bolaget

MPV



Railcares nya MPV, Multi Purpose Vehicle, är som en gigantisk powerbank på hjul och kopplas ihop med andra maskiner som kraftkälla. En RailVac med en MPV kan köra ett fullt arbetspass, åtta timmar, non-stop.

Källa: Bolaget

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögrörliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport Skandinavien som både har vuxit snabbare och haft bättre marginaler än entreprenadverksamheterna, trots att de senare har gynnats av den interna produktutvecklingen.

Ledning och ägare

VD är sedan hösten 2021 Mattias Remahl som har en bakgrund inom gruvindustrin från Boliden, där han var finansdirektör för affärsområde Gruvor. Det är naturligtvis positivt för Transportaffären, då Mattias har stor förståelse för gruvkundernas flöden, kalkyler och prioriteringar, men han tillför även i övriga affärsområden mycket kompetens och andra perspektiv från en annan tung industri. I augusti 2024 stärktes också bolagsledningen upp med en ny CFO, att säkerhetsansvarig kom in i ledningen och en HR-ansvarig under hösten.

Ägandet i Railcare är, som så ofta i mindre bolag, relativt koncentrerat på få händer. Intressant nog i det här fallet så är det inte i första hand grundarhänder, utan andra långsiktiga, institutionella händer. Så är fallet efter att de tidigare huvudägarna Ulf Marklund och Leif Dahlqvist hösten 2021 sålt sina resterande innehav till Norra Västerbotten Fastighets AB, som tillsammans med Treac AB är en lokalt förankrad företagsutvecklare med stiftelsegrund.

Grundaren och tidigare VDn Ulf Marklund är dock fortfarande aktiv i bolaget som vice VD och uppfattas fortfarande som en tongivande ledare.

| Största aktieägarna, % | aktier | andel |
|-------------------------------------|------------|--------|
| Norman Invest AB | 7 121 395 | 29,5% |
| TREAC Aktiebolag | 2 390 000 | 9,9% |
| Försäkringsbolaget Avanza Pension | 820 783 | 3,4% |
| Bernt Larsson | 750 987 | 3,1% |
| Canaccord Genuity Wealth Management | 599 906 | 2,5% |
| Mikael Gunnarsson | 493 000 | 2,0% |
| Nordnet Pensionsförsäkring AB | 384 113 | 1,6% |
| Torsten Germund Dahlqvist | 278 400 | 1,2% |
| Harry Markku Sjöblom | 259 643 | 1,1% |
| Mare Invest AB | 235 010 | 1,0% |
| De tio största ägarna | 13 333 237 | 55,3% |
| Övriga ägare | 10 790 930 | 44,7% |
| Summa | 24 124 167 | 100,0% |

Källa: Bolaget.

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger sannolikt en bit under 50%. I kombination med ett börsvärde på 700 mkr blir likviditeten i aktien hämmad, om än att omsättningen har ökat markant senaste månaderna. Medianvolymen för en börsdag är senaste året drygt 10 000 aktier, eller drygt 350 000 kronor. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det dock trots allt att det tar tid att bygga en position och också att komma ur den, om inte en s k ”block trade” är möjlig. Det innebär att en viss småbolagspremie fortfarande är motiverad vid värderingen av aktien.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern Johan Voss-Schrader äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader