

Bra kvartal och nyheter

Q3 var ytterligare ett bra kvartal

Railcare ökade nettoomsättningen under tredje kvartalet med knappt 9% till 159,2 mkr (146,5 för Q3 ifjol) – ett rekord för ett enskilt kvartal någonsin, även om mer än hälften av ökningen är hänförlig till inflationen. Det nås trots betydande problem i branschen, vilka emellertid också innebär möjligheter för små, flexibla aktörer som Railcare. Rörelsemarginalen nådde starka 16,8% (16,3%) utifrån ett rörelseresultat om 26,7 mkr (23,9). Främst bidragande till det starka kvartalet är dels fortsatt lokverkstaden som nu är nära kapacitetstaket, beredskapsloken som är en stigande stjärna för Railcare, samt också Entreprenad Sverige. Situationen med Trafikverkets planeringssystem MPK har förbättrats och framförhållningen i spårtilldelningen har ökat efter det krismöte några av de svenska industrijätarna kallade till med Trafikverket och politiker och där Railcares VD Mattias Remahl deltog.

Nytt genombrottskontrakt

Efter kvartalets utgång kom också den mycket positiva nyheten om bolagets nya kontrakt för beredskapslok värt 406 mkr över fem år plus option på 1+1 år värt 161 mkr – bolagets näst största kontrakt någonsin efter transportuppdraget för Kaunis Iron. Bara det här kontraktet är värt cirka 2 kronor per aktie och är dessutom ett gott betyg åt Railcares tjänsteleverans, vilket bådär gott för framtiden.

En annan stjärna i Railcares stall är lokverkstaden som nu arbetar på maxkapacitet och en hög efterfrågan som väntas bestå. Ett beslut om expansion vore därför inte förvånande under nästa år.

Konjunkturokänslig och bra portföljegenskaper

Railcares finansiella mål om 800 mkr i omsättning 2027 med minst 10% rörelsemarginal bedömer vi som lågt satt. Med alla goda nyheter på flera fronter tror vi att 800 mkr kommer att överträffas redan 2026. Trots pandemi, krig och inflation med stigande räntor så har bolaget lyckats växa med 16% per år de senaste fyra åren och med våra prognoser landar vi på samma tillväxttakt till 2027. Med bredd och nya långa kontrakt har tillväxten har också skett med en allt stabilare marginal, så vi ligger därför över bolagets mål de närmaste åren – i linje med historiska marginaler för de senaste 4-5 åren – för att sedan falla ned mot målet. Under antagandet att aktien handlas till P/E 10-12 2028, så visar våra beräkningar en motiverad kurs idag på 24-28 kr i kassafloresanalysen med ett avkastningskrav på 12%.

Det kan framstå som en begränsad uppsida, men då har vi inte räknat med potentialen i maskinförsäljning, turn-around i utlandsverksamheten, ytterligare stabiliserande långtidskontrakt, premier för grön maskinpark eller förbättringar i kapitalstrukturen.

Aktien har också andra företrädarna som en obefintlig konjunkturkänslighet och att dess karaktär ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj med sin låga korrelation till marknaden.

Railcare Group AB

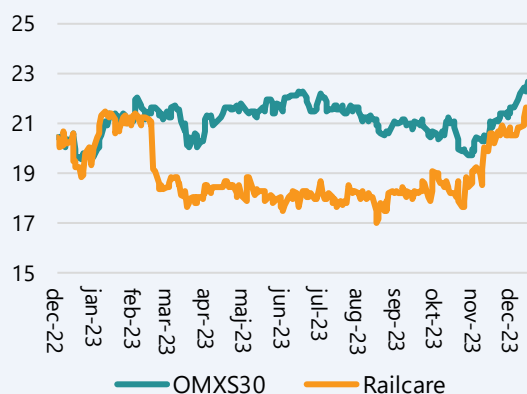
Rapportkommentar - Q3 2023

Datum 14 december 2023
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch Järnväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande Anders Westermark
Vd Mattias Remahl
Noteringsår Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)
Listning Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker RAIL
Aktiekurs, 14/12 2023 21,20 kr
Antal aktier, milj. 24,1
Börsvärde, mkr 511
Nettoskuld, mkr 179
Företagsvärde (EV), mkr 690
Webbplats www.railcare.se

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

| | 2022 | 2023p | 2024p | 2025p |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Omsättning | 497 | 560 | 620 | 720 |
| Bruttoresultat | 243 | 290 | 310 | 370 |
| Rörelseres. (EBIT) | 52,4 | 73 | 73 | 83 |
| Resultat f. skatt | 46,9 | 63 | 62 | 73 |
| Nettoresultat | 36,8 | 50 | 49 | 58 |
| Vinst per aktie | 1,52 kr | 2,07 kr | 2,04 kr | 2,40 kr |
| Utd. per aktie | 0,60 kr | 0,70 kr | 0,70 kr | 0,80 kr |
| Omsättningstillväxt | 23,9% | 28% | 25% | 28% |
| Bruttomarginal | 49,0% | 52% | 50% | 51% |
| Rörelsemarginal | 10,5% | 13,0% | 11,8% | 11,5% |
| Nettoskuld/eget kap. | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| Nettoskuld/ebitda | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| P/e-tal | 13,9 | 10,2 | 10,4 | 8,8 |
| EV/EBIT | 13,2 | 9,5 | 9,5 | 8,3 |
| EV/omsättning | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 |
| Direktavkastning | 2,8% | 3,3% | 3,3% | 3,8% |

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 borgar för 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. Hönjningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens räntehönjningar 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.

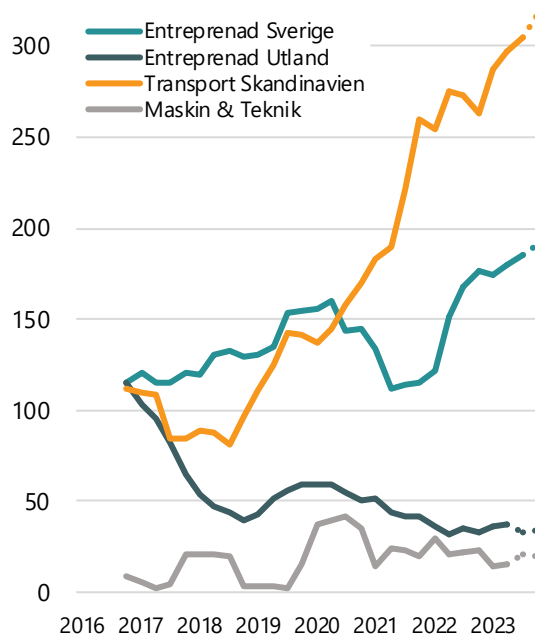
Aktien räknas hem utan potentialen

När vi för de närmaste åren lägger oss över bolagets finansiella mål avseende omsättningstillväxt och marginal, så motiverar det idag en högre kurs på aktien. Vi tar dock 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 en svängighet i beläggningen med åtföljande luftgröpar i resultatet.

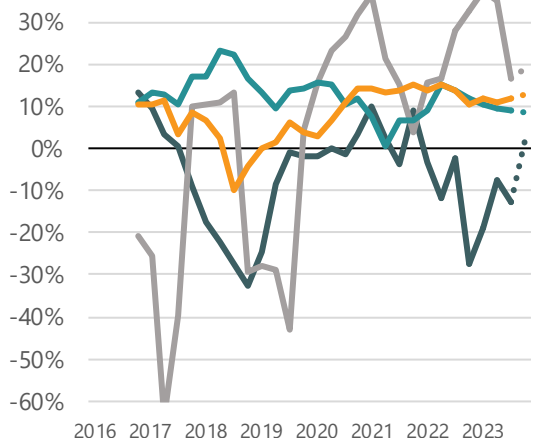
Trots detta är aktien intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börs klimat, och till det kommer potentialen i att jämna ut beläggningen och få fart på produktförsäljningen och utlandsverksamheten.

Rullande 12m omsättning

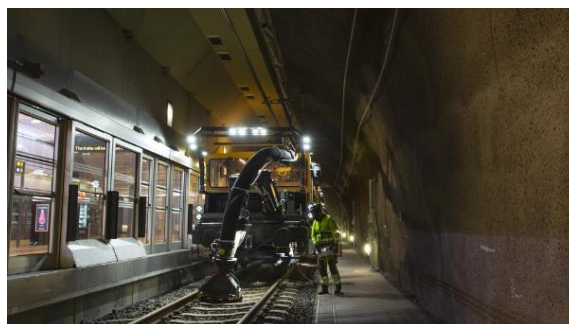


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

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 även om ofentliga diskussioner mest har fokuserat på prestigeprojekt som höghastighetsbanan med tveksam klimatnytta, liten andel av järnvägens totala trafikarbete och med bara 35 öre tillbaka på varje satsad krona samhällsekonomiskt. Det omvända gäller för godstransporter som passar mycket bra på järnväg, där klimatbelastningen av underhåll av befintliga system är mångfalt lägre än byggandet av en höghastighetsjärnväg för passagerartrafik och där företagens klimatambitioner står för efterfrågetrycket, men godstrafiken och dess behov har hittills gått lite under radarn i den allmänna debatten.

Samtidigt har svensk järnväg samlat på sig en stor underhållsskuld i form av eftersatta arbeten för att säkerställa funktionen hos den existerande anläggningen. Trots att problemet uppmärksammas någon gång ibland när en stor olycka inträffar eller ett grävande reportage går ut i medierna, så fortsätter underhållsskulden 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 problemet börja åtgärdas, nu. Affärer har redan stoppats av brist på fraktkapacitet och det är ändå något som politiker är känsliga för.

Nu spås att gods- och persontransporter kommer att öka med 50% till 2040 i landet totalt. 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 dagens sårbarhet i spåren Railcares snabbt expanderande verksamhet med beredskapslok, där Railcare är

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":

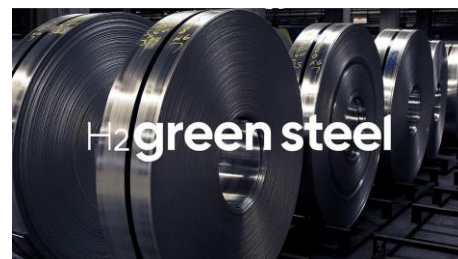
1. Batteritillverkning.



Källa: Bolaget

2. Grönt stål.

Inte bara ett, utan två jättebolag inom fossilfri stål-tillverkning har startats i norr, med de transportbehov dessa verksamheter har.



Underhållsskulden – Exemplet Malmbanan

LKABs rapport för det tredje kvartalet i år är tydlig i sin kritik mot hur järnvägsinfrastrukturen sköts. VD Jan Moström skriver att "när vår produktion efter de senaste årens problem går bättre och vi närmar oss önskade nivåer blir Malmbanans brister extra påtagliga". Det här handlar inte ens om begärda kapacitetsökningar, utan om motsatsen.

Deras tåg är 750m långa, med 68 malmvagnar i varje tåg, som var och en lastar 100 ton. För två år sedan skedde en större urspårning av 38 vagnar och efter det konstaterades inre sprickbildningar i rälsen. Det innebar att LKAB måste lasta 20 ton mindre i varje vagn än tidigare, dvs 20% lastkapacitet försvinner. Det betyder i sin tur att LKAB måste köra flera tåg istället, men tåg och vagnar är upptagna med att köra andra leveranser och det var dessutom redan innan olyckan trångt på Malmbanan.

Samtidigt som LKAB och regionen länge har framställt önskemål om en kapacitetsutbyggnad av Malmbanan med bl a dubbelspår, vilket också skulle öka säkerheten och redundansen i transporterna, så blev Trafikverket efter olyckan tvunget att akut planera in ett rälsbyte på den här sträckan, vilket förutom stilleståndet i sig drabbar andra underhållsåtgärder och utökningar som är nödvändiga för att få upp kapaciteten på Malmbanan.

Även om Trafikverket är ansvarigt för att förvalta och underhålla järnvägen så är de beroende av politiska beslut om hur mycket pengar de får och vad de ska prioritera. Det står nu alltmer klart – och borde göra så även för våra politiker – att såväl Malmbanan som många andra järnvägssträckor har prioriterats för lågt och en stor underhållsskuld har byggts upp som nu blir alltmer akut att beta av. Vi har redan varit nära katastrofala olyckor även med persontåg (Huddinge 2014, Hudiksvall i somras) där bristande standard kan misstänkas vara en delorsak.

Förutom en försämrad säkerhet och direkta kostnader för skador, så slår situationen mot svenska bolags affärer. Exempelvis så var kapaciteten på Malmbanan en av frågorna som avgjorde att H2 Green Steels stålverk i Boden till slut valde att ta sin malm från Rio Tinto i Kanada och Vale i Brasilien, istället för "runt hörnet" från LKABs gruvor i Norrland.

Trafikverket föreslog för två månader sedan lånefinansiering för att fortast möjligt kunna höja kapaciteten på Malmbanan och tidigarelägga flera projekt som anses kritiska för att möta den efterfrågan som följt på de stora industrisatsningarna i norr. Ändå bromsar regeringen: "Jag tror att regeringen behöver lite mer tid innan man sätter ner foten" säger Maria Stockhaus, moderaternas trafikpolitiska talesperson. Järnvägsinfrastruktur är ingen valvinnare, men snart nås en punkt där problemen inte längre går att blunda för – förhoppningsvis utan mänskliga offer.

en av få aktörer som kan erbjuda de mer miljövänliga maskiner som efterfrågas.

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 högre krav på alla aktörer som arbetar på eller med järnvägen, så att deras verksamhet ska vara 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 strömvagn 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. Till detta ska också läggas införandet av 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. Dessutom börjar de nuvarande nationella systemen bli gamla och det är t o m i vissa lägen svårt att få tag på komponenter.

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, men att ersätta de som faller för åldersstrecket blir inte gratis, då ett nytt lok ligger kring 25-30 mkr i pris. Att bygga om de äldsta och mest slitna loken till modern standard såväl vad gäller utsläpp som säkerhet 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 i framkant, och de stora ombyggnads-

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.



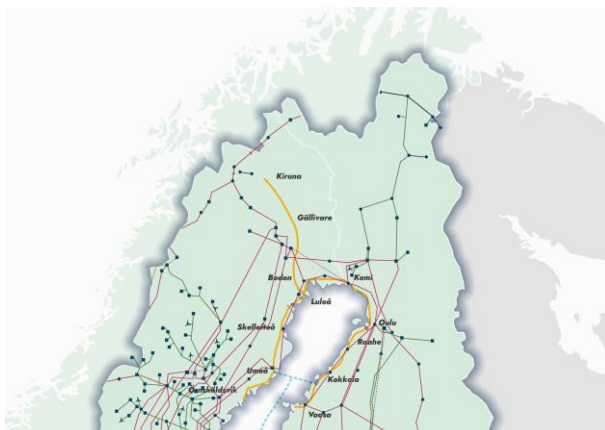
Grönt = Beviljat
Gult = Handläggs
Rött = Avslag

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

behoven gynnar lokverkstaden som redan sett en så pass stigande efterfrågan att kapacitetstaket i princip är nått.

Resultat Q3

Railcare ökade nettoomsättningen med knappt 9% till 159,2 mkr (146,5 för Q3 ifjol) – ett rekord för ett enskilt kvartal någonsin, även om mer än hälften av ökningen är hänförlig till inflationen. Det nås trots betydande problem i branschen, vilka emellertid också innebär möjligheter för små, flexibla aktörer som Railcare. Rörelsemarginalen når starka 16,8% (16,3%) baserat på ett rörelseresultat om 26,7 mkr (23,9). Situationen med Trafikverkets planeringssystem MPK har ändå förbättrats och framförhållningen i spårtilldelningen har ökat även om det är en bit kvar till en nöjaktig situation. Det krismöte några av de svenska industrijättarna kallade till med Trafikverket och politiker och dit Railcares VD Mattias Remahl var inbjuden, har lett till att Trafikverket senast i februari ska komma med förslag på åtgärder för att ”stärka järnvägsunderhållets genomförande och järnvägstrafikens robusthet, tillförlitlighet och punktlighet”. Men som Mattias uttryckte det ”Sen gäller det att åtgärderna blir verkstad också”.

De verksamheter som främst bidragit till det starka kvartalet är lokverkstaden i likhet med flera kvartal tidigare, beredskapsloken som är en stigande stjärna för Railcare, samt också Entreprenad Sverige.

Entreprenad Sverige redovisade intäkter på 57,8 mkr (48,8), högsta någonsin näst efter Q2 i år, och en EBT-marginal om 9,8% (7,6%) på basis av ökade volymer, även inom liningsverksamheten vars fakturering och marginaler dock tyngs av en högre andel markarbeten.

Transport Skandinavien nådde den klart högsta kvartalsintäkten någonsin på 97,5 mkr (87,7) med en EBT-marginal på hela 18,4% (15,4%), den högsta sedan Q3-21, utifrån ett resultat efter finansnetto på 18,0 mkr (13,5), även det ett kvartalsrekord. Ökningen i både omsättning och resultat är helt hänförlig till lokverkstaden där fem lok färdigställdes under kvartalet. Transportuppdragen åt Kaunis och LKAB går enligt plan och redan i slutet på kvartalet kom ett välkommet besked om att LKAB förlänger uppdraget till hela 2024. Färre entreprenadtransporter i år kompenseras av tre nya beredskapslok sedan årsskiftet.

Efter kvartalets utgång kom också nyheten att Railcare har tilldelats ytterligare kontrakt på 5+1+1 år (optioner) för beredskapslok på fem nya orter i Sverige samt en förlängning av uppdraget i Borlänge. Näst efter transportuppdraget åt Kaunis Iron är detta det största kontrakt Railcare någonsin har tecknat och är så klart både betydelsefullt för framtiden, ett kvitto på bolagets förmåga och så skänker det stabilitet åt bolaget framöver.

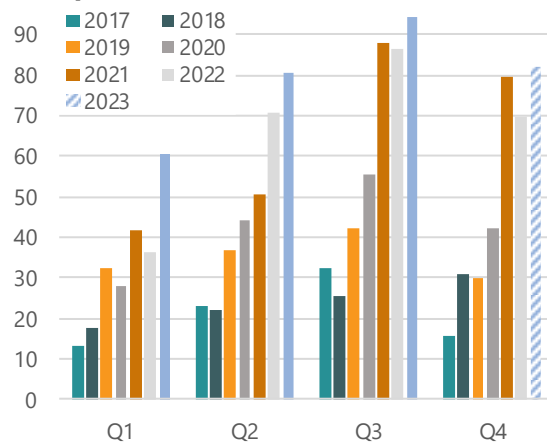
Maskin & Teknik har haft fullt upp med att färdigställa den nya MPVe med strömavtagare och inga större externa affärer har gjorts under kvartalet. Maskinen ska testköras under merparten av nästa år, så extern försäljning kan påbörjas mot slutet av 2024.

Entreprenad Utland har fortsatt svårt att få till det. Den största kunden, British Rail, är nu i slutet på sin beställningscykel vilket innebär låga volymer och går inte in i den nya förrän i Q2-24. Det innebär att vi inte förväntar oss någon vändning av förlusttrenden de närmaste två kvartalen i alla fall.

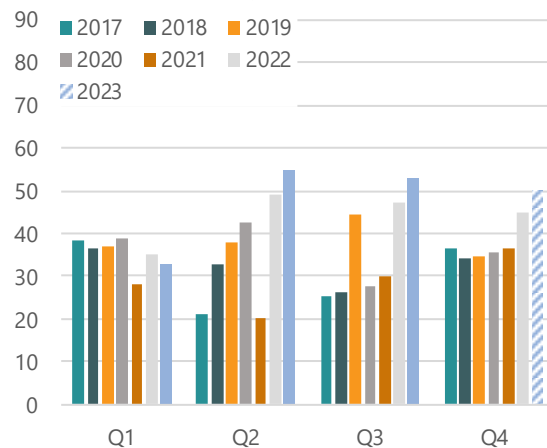
Säsongvariationer

Entreprenadverksamheten tenderar att ha en svacka under sommarhalvåret, samtidigt som Transport Skandinavien då är starkare.

Transport Skandinavien



Entreprenad Sverige



Källa: Bolaget

Kassaflödet från den löpande verksamheten landade på 6,6 mkr (22,3) före rörelsekapitalförändringar för kvartalet, 40,7 mkr (32,2) för de första 9 månaderna, men det försämras återigen av ökade rörelsefordringar, delvis pga lokverkstans ökade verksamhet, där exempelvis två TB-lok kommer att levereras i Q4 och Q1 till ett värde av 30 mkr, delvis också som en effekt av att Trafikverket nu betalar på 30 dagar i stället för 15. Samtidigt minskar rörelseksulderna under kvartalet med -11,9 mkr (ökar +10,6 hittills i år), vilket sammantaget ökar kapitalbindningen i rörelsekapitalet en hel del. Det som blir kvar räcker inte till investeringarna, vare sig för kvartalet eller hittills i år vilka är ganska höga till följd av utvecklingen av den nya batterivagnen MPVe. Till viss del kan det ökade rörelsekapitalet ses om en reflektion av de goda marginalerna, då förmågan att kunna vara tillmötesgående i betalningsvillkoren underlättar i andra delar av affärerna, t ex i prisdiskussioner.

Prognoser

Bolagets finansiella mål är att nå 800 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på minst 10%. Efter diskussioner med ledningen om kapitalstrukturen och dess förhållande till målen, så kan vi ana att målen är lågt hållna. För det talar även inflationen som drog iväg *efter* att målen sattes och som nu påverkar siffrorna och som förutom nivåskiftet i prisbildningen har inneburit (priserna kommer ju inte att sjunka tillbaka igen även om *takten* i prisökningarna sjunker), säkerligen också kommer att ligga lite högre framöver.

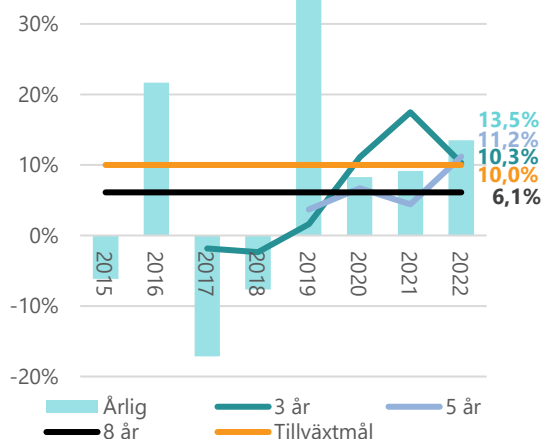
Hela marknaden har som beskrivits ovan en rejäl investeringspuckel framför sig och det är inget undantag för Railcare, även om bolaget ligger i framkant av den kurvan och därför inte har lika stora behov. Vi bedömer inte att Railcares investeringarna kommer vara av en sådan storleksordning och finansierade på ett sådant sätt att den urstarka soliditeten kommer att påverkas drastiskt. Om så vore fallet så skulle EBITDA-marginalen behöva öka markant för att marginalmålet ska orka med de ökade avskrivningarna. Samtidigt skulle kassaflödet från den löpande verksamheten vara i princip opåverkat av denna faktor, då ju avskrivningar inte är en kassapåverkande post. Påverkan på kapitalstrukturen kommer därför främst vara avhängig hur investeringarna finansieras.

Snarare bör perspektivet vara att tillväxtmålet är ett slags ”lägsta nivå”, och att Railcare vill ha möjlighet att fånga tillfället om exempelvis MPVn skulle slå internationellt, eller om lokverkstan behöver byggas ut, något som framstår som mer sannolikt för varje kvartal. Det är heller inte otroligt att investeringarna kan komma att ha en lite annorlunda finansieringsbalans så förhoppningen lever ändå om att soliditeten över tid hamnar på en mer effektiv nivå. Om så sker så kommer det dock inte att gå fort, då ju mycket av kapitalet är bundet i anläggningstillgångar – det är ju inte så att Railcare exempelvis sitter på en jättekassa, redo att delas ut till aktieägarna.

Omsättning

Mot bakgrund av resonemanget ovan så ligger vi redan sedan tidigare lite över bolagets mål i våra omsättningsprognoser för kommande år så att vi åtminstone kompenserar för inflationen, med 3% för innevarande år, 2% för 2024 och 1% därefter. Inflationen blir visserligen högre än så, framför allt för 2023, men den skapar också ineffektivi-

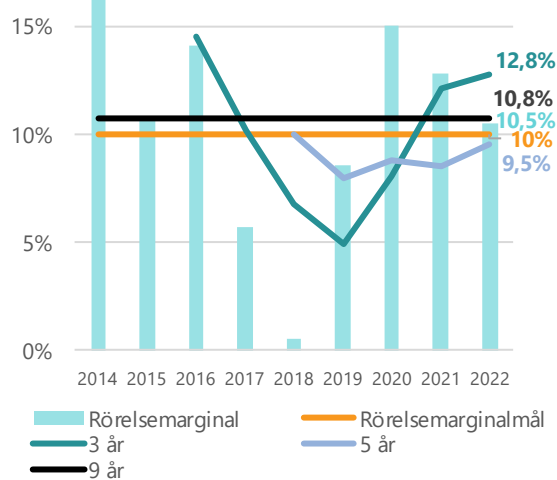
Historisk Försäljningstillväxt



Tillväxtmålet om 10% per år är som synes inte särskilt aggressivt satt. De historiska jämförelserna realiserades också under år när inflationen var mycket låg.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

Historisk Rörelsemarginal



Med 2023 som sannolikt landar nära 13%, så kommer alla historiska genomsnittsmarginaler – oavsett hur många år bakåt vi mäter – att hamna över bolagets målsättning.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

De nya finansiella målen:

- 800 mkr i omsättning 2027
- Rörelsemarginal överstigande 10%

teter som tynger. Vi kan dock se att över hälften av omsättningsökningen Q3/Q3 är hänförlig till inflationen. Vi har också tidigare pekat på att det dessutom finns ytterligare tillväxtpotential i t ex

- extern försäljning av MPVn,
- utökad kapacitet i lokverkstaden, och
- ytterligare genombrottskontrakt à la Kaunis Iron,

möjligheter som vi hittills inte haft med i prognoserna ännu då det fortfarande varit "fågla i skogen". I slutet på oktober kom dock genombrottskontraktet på beredskapslok värt 403 mkr under fem år med start successivt under 2025. Till det kommer möjligheten till förlängning 1+1 år till en ytterligare potential om 161 mkr. Det här kontraktet finns nu med i våra prognoser och vi hoppas att snart få inkludera de andra två punkterna också.

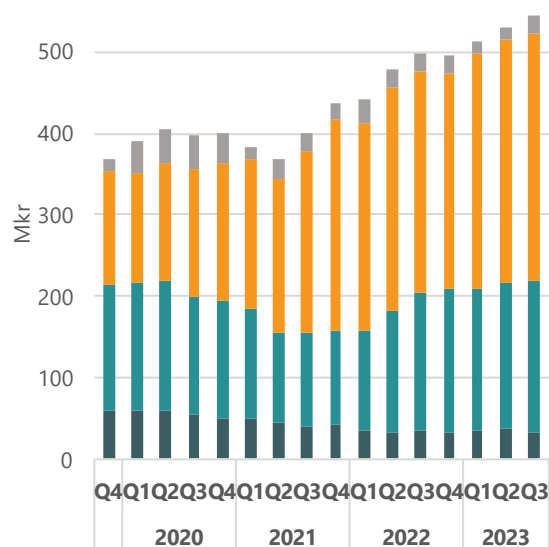
Railcare har redan för den ordinarie verksamheten bäddat för expansion genom att ta in ny personal, främst lokförare, och har dessutom gjort förändringar i koncernledningen mot bakgrund av "en växande organisation och stark framtidstro" som bolaget skrev i Q2-rapporten. Det kommer nu väl till pass.

Entreprenad Sverige har sedan andra kvartalet ifjol kommit upp till vad som betecknas som en normal nivå efter en svacka under ett par år. Det stora investerings- och renoveringsbehovet i svensk järnväg bör definitivt borga för en fortsatt hög efterfrågan och därmed hög beläggning inom affärsområdet. 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. På kortare sikt så kom vintern tidigt, vilket i vissa områden kortade säsongen för entreprenadarbeten, t ex med Railvacen och linjarbeten. Till en mindre del kan det dock kompenseras med en tidigare start för snöröjningsuppdragen. Vi räknar med att nettot hamnar något åt minussidan för Q4. Inför kommande år räknar vi med att entreprenadarbetena gynnas av ett allmänt ökat fokus på järnvägsunderhåll och en ökad framförhållning tack vare tidigare utläggning av jobb från Trafikverket, vilket gynnar planering och beläggning.

En sänkt kostnadsnivå efter omorganisationen av Entreprenad Utland, inklusive avvecklingen av verksamheten i Danmark ifjol höstas bör ha förbättrat förutsättningarna för affärsområdet på sikt, men utan försäljningsframgångar går det inte att spara sig till lönsamhet. Vi ser som beskrivet ovan två förlorade kvartal framför oss och därefter är det upp till bevis. Vi behöver se en varaktig förbättring från affärsområdet innan det påverkar våra prognoser och vi vågar åsätta det något värde.

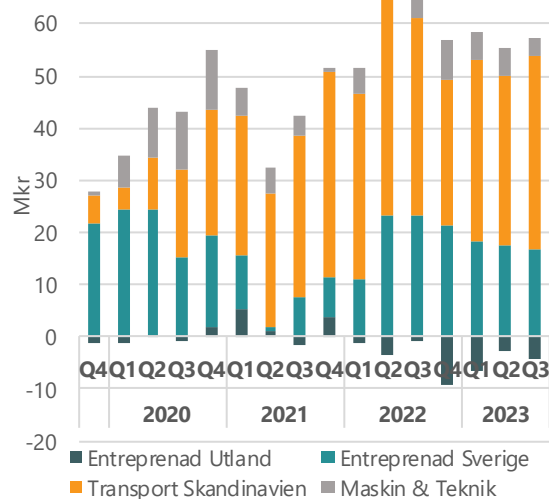
Transport Skandinavien fortsätter att utvecklas mycket bra överlag, där vi redan har berört verksamheten med beredskapslok. Till det kommer den mycket starka efterfrågan på lokverkstadsens tjänster, som helt är i linje med marknadsbeskrivningen ovan. Den här utvecklingen borde verkligen få styrelsens aptit att växa för en utbyggnad för att därigenom utöka kapaciteten som nu i princip är nådd i befintliga lokaler. Här finns en potential som vi inte har räknat med ännu i våra prognoser. Förlängningen av kontraktet med LKAB är också positivt och betyder bara det 70 mkr för 2024. Tillväxten för affärsområdet har varit fantastisk med 25%/år de senaste 5 åren och även om det kan bli svårt att bibehålla den takten framöver, så finns

Omsättning, rullande 4 kvartal



Källa: Bolaget

Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

potential för positiva överraskningar om exempelvis ett betydande avtal kan tecknas med en större industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland.

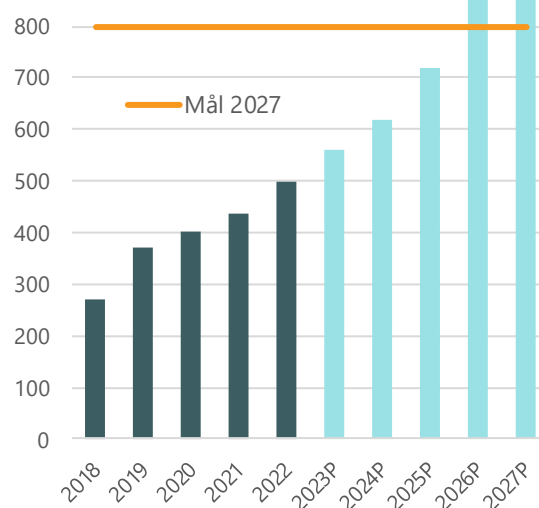
Maskin och Teknik arbetar för fullt med den nya MPVn med strömvagnare, MPVe, som ska gå i full produktion nästa år. Förhoppningar finns om att den ska få ett genombrott utomlands också. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom [RailVac](#) och [MPV](#), och batterikonvertering av dieseldrivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd. Det borde borga gott för Maskin & Teknik, så länge som kommersialiseringen lyckas. För att undvika att hjälpa konkurrenter främst på entreprenadsidan, har Railcare dock beslutat att inte sälja dessa produkter i Sverige. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands, inte minst för MPVn, men marknaden är konservativ, 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.

Sammantaget ser de närmaste kvartalen bra ut såvitt vi kan bedöma, och är drivna av helt andra krafter än konjunkturen. Om vi sedan blickar längre framåt, så bör volymerna ha goda möjligheter att växa mot bakgrund av de allt bättre långsiktiga marknadsförutsättningarna och potential till positiva överraskningar finns på flera håll. Med de senaste goda nyheterna så hamnar vi nästan på 16% årlig omsättningstillväxt från ifjol till 2027, att jämföra med bolagets mål om 10% per år under samma period, vilket rimligen hänger samman med både inflationen och en bättre förväntad volymutveckling mot bakgrund av de under året tagna extraordinära affärerna.

Kostnader

Mer generellt så är Railcare inte helt opåverkat av förändringarna i omvärlden. Även om kunderna betalar för bränslet och elen, och många kontrakt är indexerade till KPI, så sker uppräknings bara årsvis, så med hög inflation så eroderas marginalen sakta under året innan intjäningen återställs igen. Det här innebär en viss motvind så länge inflationen är hög, men en potential nu när den faller tillbaka. Samtidigt har den snabba inflationsökningen haft en negativ påver-

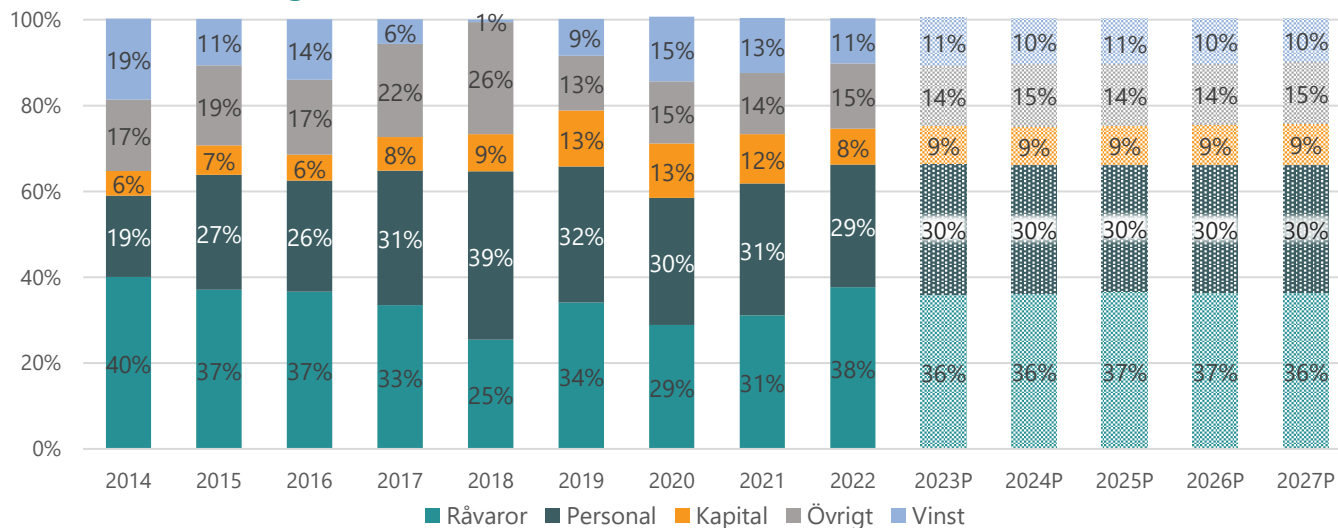
Omsättningsprognos



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

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget

kan på marginalerna i de arbeten som görs i lokverkstaden till fast pris, men de rullar nu ut i takt med leverans.

Utöver inflationseffekten, som inte bara drabbar Railcare utan branschens aktörer generellt, finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbildningen som andel av omsättningen skulle ha förändrats nämnvärt från tidigare. Förädlingsvärdet är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för övriga råvaror får endast litet genomslag på resultatet. I takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar dock Övriga externa kostnader, men avskrivningarna minskar samtidigt. Kassaflödet från den löpande verksamheten sjunker också något som en effekt härav, men lättar samtidigt på balansräkningen. Å andra sidan räknar vi med att de investeringar som bolaget förbereder sig på kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen.

Personalkostnaderna förändras inte heller stort utan följer branschen, där Railcare ändå ligger lite ovanför genomsnittet. Däremot innebär en ökad takt i rekryteringarna, hittills främst av lokförare och maskinoperatörer, ökade personalkostnader som inte omedelbart motsvaras av ökade intäkter, bl a på grund av rekryteringskostnader, att de behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det tynger förstås marginalerna lite.

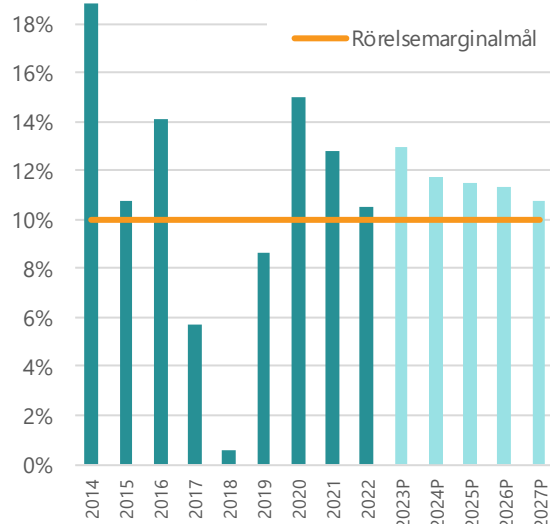
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men den borde sjunka med den aviserade investeringspuckeln under kommande år, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen. Ändå siktar bolaget mot bibehållna marginaler,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

Mer kortsiktigt går det heller inte att bortse från underhållscykeln. Andra halvåret förra året hade exempelvis den ökade aktiviteten 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 kostnader för att hyra in maskiner som ersätter de som är på service. 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 stark aktivitet.

Med en stor andel fasta kostnader blir beläggningen avgörande för marginalerna på kort sikt. Den varierar ju över tid, men är svårt att prognosticera. På entreprenadsidan är det beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket som ju har brustit på sistone. Med en större volym så blir det 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 också 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 lösa problem själva ute på fältet. När en rekrytering väl lyckas och investeringen i nödvändig utbildning tagits, så ska det mycket till innan man låter en sådan person gå från företaget, även om en svacka uppstår i verksamheten.

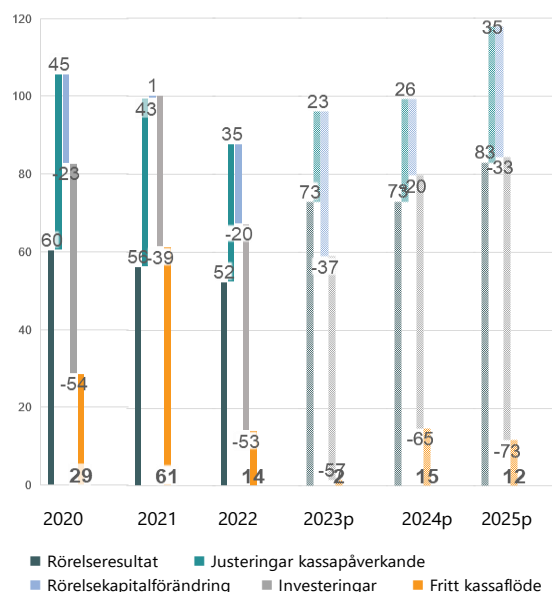
Svaret har blivit att Railcare arbetar mera med att hyra lok och med att se till att personalen har så bred utbildning som möjligt för att

Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Kassaflödesanalys



Källa: Bolaget

kunna hoppa in på flera olika ställen. Ett led i detta har exempelvis varit att alla operatörer inom Entreprenad Sverige och Entreprenad Utland under sista kvartalet ifjol samlades under ett bolag, vilket minskar kostnaderna och ökar flexibiliteten då personal kan röra sig lättare 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 det nya kontraktet för beredskapslok beskrivet ovan. Även Trafikverkets förnyelse av snöröjningskontraktet till 2025 värt 40 mkr per år är på samma sätt värdefullt även om det är säsongbundet, inte minst eftersom det ger förutsägbar beläggning under lågsäsong. Till de långa kontrakten räknas också lokverkstadens nya order på att uppgradera och anpassa 28 lok under 2022-2024 åt lokuthyrningsföretaget Nordic Re-Finance.

Marginalutvecklingen

Bolaget påpekar att de agerar i en mogen bransch och menar att de generellt vill vara försiktiga med att kommunicera sådant de inte kan uppfylla, utan målen ska snarare ses som att detta är vad de verkligen borde kunna nå. Förvisso är marginalerna redan goda jämfört med konkurrenterna och en temporärt lägre beläggning får stort genomslag då de fasta kostnadernas andel är hög, vilket skulle kunna peka på nedåtrisker för marginalerna. Dock är Railcare både effektivare och mer flexibla än större, ofta statliga konkurrenter och vinner allt fler långa kontrakt som ger stabilitet. Bolaget konstaterar också att Trafikverket redan betalar lite mer för jobb där Railcare som en av få aktörer kan arbeta hållbart, 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.

Resultaträkning (Mkr)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023p | 2024p | 2025p |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 353 | 293 | 270 | 371 | 401 | 438 | 497 | 562 | 620 | 720 |
| Övrigt Intäkter | 3 | 4 | 7 | 9 | 20 | 15 | 15 | 17 | 19 | 22 |
| Kostnad sålda varor | -189 | -161 | -142 | -177 | -181 | -204 | -269 | -292 | -327 | -375 |
| Bruttoresultat | 167 | 136 | 135 | 203 | 241 | 249 | 243 | 287 | 312 | 367 |
| Personal | -92 | -93 | -108 | -120 | -125 | -139 | -146 | -167 | -185 | -220 |
| Övriga rörelsekostnader | -4 | -3 | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 | -3 | -4 | -4 |
| Resultat före avskrivningar (ebitda) | 71 | 40 | 26 | 82 | 114 | 108 | 95 | 117 | 123 | 143 |
| Avskrivningar | -22 | -23 | -24 | -50 | -53 | -52 | -43 | -44 | -50 | -60 |
| Rörelseresultat (ebit) | 50 | 17 | 2 | 32 | 60 | 56 | 52 | 73 | 73 | 83 |
| Finansnetto | -5 | -5 | -5 | -6 | -5 | -4 | -5 | -10 | -11 | -10 |
| Intresseföretag | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | 45 | 12 | -4 | 27 | 56 | 52 | 47 | 63 | 62 | 73 |
| Skatter | -10 | -3 | 2 | -6 | -12 | -11 | -10 | -13 | -13 | -15 |
| Nettoresultat | 35 | 9 | -1 | 21 | 44 | 41 | 37 | 50 | 49 | 58 |

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Värdering

I vår förra analys noterade vi att aktiekursen stått stilla sedan Nasdaq-introduktionen i december 2017, medan omsättningen nästan fördubblats, vinsten per aktie fördubblats och verksamheten har nått en helt annan grad av stabilitet och erkännande. Sedan dess har kursen visserligen gått upp med 15%, men ett P/E-tal på 10 för innevarande år, för ett mycket solitt, kassaflödespositivt och utdelande bolag som växer med mer än 10% per år, framstår fortfarande som lite njuget. Exempelvis kan merparten av uppgången sedan vår förra rapport tillskrivas beredskapslokskontraktet: Om vi tar totala ordervärdet för den affären (403 mkr) och sätter bara halva värdet på optionen (161 mkr), multiplicerar med en 10%ig nettomarginal (troligen bra marginal på den typen av affär), så har vi bara där ett ökat aktievärde om 2 kronor.

Med det sagt, så ligger ändå tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien på 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 värderingsindikatorer.

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 3%, och adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Till det kommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi bedömer till ca 3%. Vi landar då totalt på 12%. 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 på en låg free-float.

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 bas. Vi ligger alltså lite högre än bolagets egna förväntningar om 10% omsättningstillväxt under de närmaste 3 åren, dels för att trenden nu är högre och att målet sattes innan inflationen tog riktig fart. Mot bakgrund av de investeringar bolaget gör och kommer att göra för att lägga grunden för åren därefter, så utgår vi ifrån att 10% tillväxttakt nås för 2025 och åren därefter, till vilket vi lägger värdet av beredskapsloksaffären för åren 2025-30 (exklusive optionen). Vi justerar upp vår prognos för rörelsemarginalen för innevarande år mot bakgrund av realiserad marginal hittills, vilket också spillar över i en mindre höjning för 2024 till 2026, för att därefter falla tillbaka mot bolagets långsiktiga mål om 10%. Om vi vid prognosperiodens slut, år 2028, försiktigtvis antar att marknaden fortfarande envisas med att handla aktien till P/E 10, så får vi en motiverad kurs på 24:- idag. Med ett högre antaget P/E-tal 2028 stiger givetvis den motiverade kursen, t ex drygt 28 kronor vid P/E 12.

Det framstår dock som lite missvisande, då bolaget under dessa år tar stora investeringar i huvudsak för åren därefter. Om vi därför även skissar på en förlängning av prognosperioden till 2035 under enkla

Med bolagets femårshorisont

| Motiverad kurs, | | Avkastningskrav ---> | | | | | | |
|-----------------|----|----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | 9% | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% | 15% |
| P/E 2028 | 6 | 17 | 16 | 16 | 15 | 14 | 14 | 13 |
| | 7 | 20 | 19 | 18 | 17 | 16 | 16 | 15 |
| | 8 | 22 | 21 | 20 | 19 | 19 | 18 | 17 |
| | 9 | 25 | 24 | 23 | 22 | 21 | 20 | 19 |
| | 10 | 27 | 26 | 25 | 24 | 23 | 22 | 21 |
| | 11 | 30 | 28 | 27 | 26 | 25 | 24 | 23 |
| | 12 | 32 | 31 | 30 | 28 | 27 | 26 | 25 |
| | 13 | 35 | 33 | 32 | 30 | 29 | 28 | 27 |
| | 14 | 37 | 36 | 34 | 33 | 31 | 30 | 29 |
| | 15 | 40 | 38 | 37 | 35 | 33 | 32 | 31 |
| | 16 | 43 | 41 | 39 | 37 | 36 | 34 | 33 |
| | 17 | 45 | 43 | 41 | 39 | 38 | 36 | 35 |
| | 18 | 48 | 46 | 44 | 42 | 40 | 38 | 37 |

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt under de kommande fem 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 fem åren.

Källa: Analysguiden

På längre sikt

| Motiverad kurs, | | Avkastningskrav ---> | | | | | | |
|-----------------|----|----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | 9% | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% | 15% |
| P/E 2035 | 6 | 34 | 31 | 28 | 25 | 23 | 21 | 19 |
| | 7 | 37 | 33 | 30 | 27 | 25 | 23 | 21 |
| | 8 | 40 | 36 | 32 | 29 | 27 | 24 | 22 |
| | 9 | 42 | 38 | 35 | 32 | 29 | 26 | 24 |
| | 10 | 45 | 41 | 37 | 34 | 30 | 28 | 25 |
| | 11 | 48 | 43 | 39 | 36 | 32 | 29 | 27 |
| | 12 | 51 | 46 | 42 | 38 | 34 | 31 | 28 |
| | 13 | 54 | 49 | 44 | 40 | 36 | 33 | 30 |
| | 14 | 57 | 51 | 46 | 42 | 38 | 34 | 31 |
| | 15 | 60 | 54 | 48 | 44 | 40 | 36 | 33 |
| | 16 | 62 | 56 | 51 | 46 | 42 | 38 | 34 |
| | 17 | 65 | 59 | 53 | 48 | 43 | 39 | 36 |
| | 18 | 68 | 61 | 55 | 50 | 45 | 41 | 37 |

Om bolaget fortsätter nå våra prognoser för avtagande rörelsemarginal och omsättningstillväxt under de efterkommande åtta åren (efter 2028), så blir motiverad kurs idag klart högre.

Källa: Analysguiden

likartade förhållanden så blir den motiverade kursen idag knappt 34 kronor vid ett antaget P/E-tal om 10 år 2035 och knappt 38 kronor vid P/E 12.

Med ovanstående kalkyler ligger det nära till hands att tänka att man behöver vara ganska långsiktig som investerare i Railcare, men man får inte glömma att man under tiden ändå kan räkna in avkastningskravets 12%/år och detta för en aktie som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

Multipelvärdering

Multipelmått är en periodmått, 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 ett par av dem här:

- Innevarande års P/E-tal hamnar på drygt 10. Det framstår inte som särskilt dyrt med den tillväxt och de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på knappt 10 för 2023p.
- EV/Sales på 1,2 för 2023, störs däremot inte på samma sätt av investeringspuckeln, men fångar å andra sidan inte tillväxten i bolaget på ett bra sätt och är väldigt grovhugget.

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

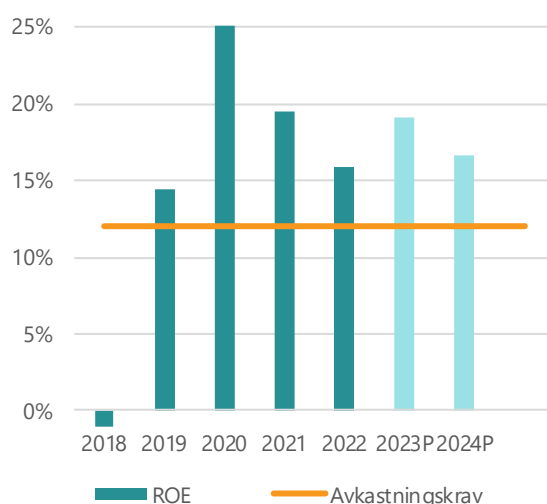
En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista september uppgick det egna kapitalet per aktie till 11,08 kr (9,98). Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 1,9 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på 16% för senaste 12-månadersperioden och knappt 15% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 12%, och visar då ett värde på 13:75, eller omvänt, 9% avkastning.

Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett lägre värde, men två förefaller sannolika: 1/ Modellen är också en en-periodmodell 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

Med mer tyngd åt den dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder på en uppsida på några kronor. På längre sikt, däremot, så finns en mer betydande potential. Det ligger därför

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 1,9 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

nära till hands att tänka att aktien bara är för den långsiktige, men det finns några skäl att ändå överväga en investering nu:

- Vi har använt ganska konservativa antaganden: Samma tillväxt och marginaler framöver som historiskt med undantag för beredskapslokkaffären, trots tydligt ökade investeringar och en marknad som skjuter fart, inte minst lokalt.
- Det finns potential i maskinförsäljning externt och lokverkstaden som vi inte tagit hänsyn till och kanske även i utlandsverksamheten och en mer slimmad kapitalstruktur.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som passar bra i nuvarande osäkra 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 beläggningsen, 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

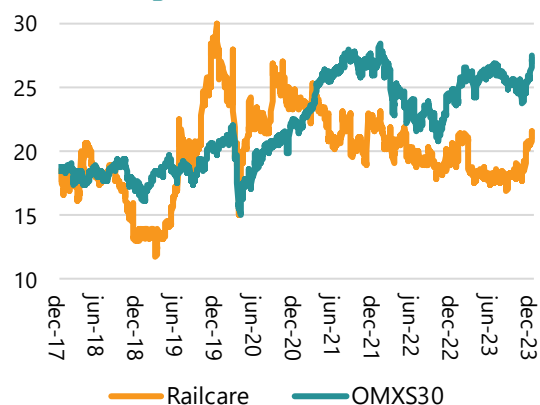
Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekruterad personal med lång arbetsintroduktion som man ogärna gör sig av med. Den operativa hävstången är med andra ord relativt stor. Efterfrågan på bolagets tjänster kan variera ganska kraftigt med kort varsel och historiskt har beläggningsen haft svackor emellanåt. Resultatet har därför varit ganska volatilt, och även om det varit lugnare 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 säkerhet 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, etc för bolaget som försäkringar inte täcker.

Det tillverkas för få lok ur ett marknadsperspektiv, och även om Railcare äger ett antal lok, så leasas också många. 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.

Kursutveckling senaste åren



Källa: Refinitiv

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. 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 är dock emellanåt kort, arbetena mindre stycken av större projekt och oönskade glapp uppstår lätt mellan arbetena, vilket försvårar leverantörernas visibilitet, möjlighet till planering och en jämn beläggning över tid. Det finns dock fog för förhoppningar om bättre förutsättningar framöver.

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 med avseende på sådana saker som problem i gruvan, variationer i malmhalt, dockningstider för skeppen, mm – och snabba detaljbeslut ute på fältet för att minska stopp och ställtider och få ner cykeltiderna till ett minimum, något som passar Railcares sätt att arbeta.

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

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 i år, efter ett avbrott under första kvartalet från att tidigare haft uppdrag under fjolåret.

Det här exemplet visar dock på problemet med beläggningen. Under första kvartalet i fjol hade man inget uppdrag från LKAB och inget annat uppdrag heller som tog dessa resurser i anspråk. Man kunde visserligen i någon mån sysselsätta sig med exempelvis snöröjning, 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 i fjol. Avbräcket som pausen i LKAB-affären innebar gjorde att marginalen i Transport Skandinavien obarmhärtigt brakade ner till noll, Samtidigt, på koncernnivå lyckades 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. 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 frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde också ifjol höstas kontraktet med Railcare för snöröjning till 2025, värt ca 40 mkr per år.

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

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

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 säkerhets-skäl. I mars ifjol användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. I dagarna lanseras uppföljaren, MPVe, med strömvtagare, så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen.

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 nu 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

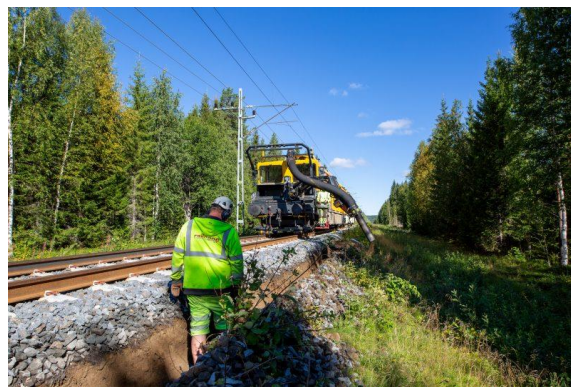
Railcare vinnlägger sig om en platt organisation med korta beslutsvägar och decentraliserat operativt beslutsfattande. På svenska betyder det att personalen ute på fält har befogenhet och kompetens att lösa problem som uppstår och att bolagets overheadkostnader reduceras. De anställda växer med ansvaret,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

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögörliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport Skandinavien som både har vuxit snabbt

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

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

are 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 till annan tung industri.

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 |
|-----------------------------------|------------|--------|
| Norra Västerbotten Fastighets AB | 7 121 395 | 29,5% |
| TREAC Aktiebolag | 2 390 000 | 9,9% |
| Ålandsbanken AB | 1 276 858 | 5,3% |
| Försäkringsbolaget Avanza Pension | 878 579 | 3,6% |
| Bernt Larsson | 750 987 | 3,1% |
| HSBC Bank PLC | 599 906 | 2,5% |
| Mikael Gunnarsson | 489 000 | 2,0% |
| Nordnet Pensionsförsäkring AB | 392 149 | 1,6% |
| Torsten Germund Dahlqvist | 282 559 | 1,2% |
| Harry Markku Sjöblom | 274 870 | 1,1% |
| De tio största ägarna | 14 456 303 | 59,9% |
| Övriga ägare | 9 667 864 | 40,1% |
| 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 ca en halv miljard kronor, blir likviditeten i aktien hämmad. Medianvolymen för en börsdag är senaste året ca 5,9 tusen aktier, eller drygt 110 tkr. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det 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 småbolagspremie är klart 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