

Railcare tar sats

Förberedelsekostnaderna börjar synas

Totalt sett ökade Railcares omsättning under tredje kvartalet med 6,2% till 169,1 mkr (Q3-23 159,2), med Entreprenad Sverige som ökade försäljningen till externa kunder med 9,4% till 59,2 mkr (54,1) och Transport Skandinavien med 3,6% till 99,1 mkr (95,7). Resultatmässigt hade vi räknat med lägre vinst än Q3 ifjol med tanke på att det kvartalet var exceptionellt starkt, men minskningen var lite större än förväntat med -29% på rörelseresultatnivå.

Nya beredskapsloken dominerar siffrorna framöver

Liksom i Q3 lär resultatet för Q4 i år och sannolikt även under första halvåret 2025 fortsatt tyngas av förberedelserna för starten av beredskapsloksuppdraget. Efter våren lär dock resultatbidragen från beredskapsloksaffären börja rulla in i snabb takt samtidigt som uppstartskostnaderna börjar falla bort. Vi förväntar oss därför ett starkare H2 än H1 nästa år, och sedan full effekt av affären under 2026.

Fjärde kvartalen är alltid beroende på vädret för entreprenader och entreprenadtransporter, då en tidig vinter omöjliggör många arbeten, vilket resultatmässigt inte kan vägas upp av t ex snöröjning. Efter det lyckade projektet i somras och det ökade politiska trycket för effektivisering manifesterat i regeringspropositionen för en månad sedan, har sannolikheten ökat när våren kommer för nya entreprenaduppdrag enligt ”depåstoppsmodellen” (där delmoment i så stor utsträckning som möjligt utförs parallellt istället för sekventiellt). I oktober säkrade också Railcare sitt uppdrag åt LKAB på fem år, vilket ger en ökad stabilitet i den expansionsfas Railcare nu har påbörjat. I förra veckan kom också positiva besked angående utbyggnad av lokverkstaden, då marken på platsen nu har förvärvat. Detaljplanearbetet kan ta tid, men vi räknar med fortsatta investeringar främst 2026.

Aktien omvärderad i år, men potential kvar

Aktiemarknadens omedelbara reaktion på rapporten är förstälig. I förhållande till våra prognoser landade kvartalssiffrorna 6,4 mkr lägre i intäkter och 6,8 mkr lägre i resultat efter finansnetto, varav 1,2 mkr var en engångskostnad i en försäkringsaffär. Huvudorsakerna är mindre kostnadsvariationer i de två största affärsområdena och en upprampning av organisationen inför 2025. Strukturellt är caset oförändrat positivt och vi gör bara smärre justeringar på våra prognoser. Vår omsättningsprognos ligger kvar i linje med bolagets finansiella mål om 1 mdr 2027 och under bolagets mål om 13% rörelsemarginal initialt, för att nästan nå målet i slutet av perioden, då verksamheter med högre marginaler växer snabbare än övriga. Räkнемässigt landar vi i att våra små prognosförändringar kostar två kronor på motiverad kurs, men då har vi inte tagit hänsyn till säkerheten i intäkterna på LKAB-kontraktet som säkrades i oktober vilket tack vare den lägre risken värderingsmässigt betalar en del av det. Därför ser vi nuvarande aktiekurs som ett tillfälle att komma in för den som hittills missat tåget.

Railcare Group AB

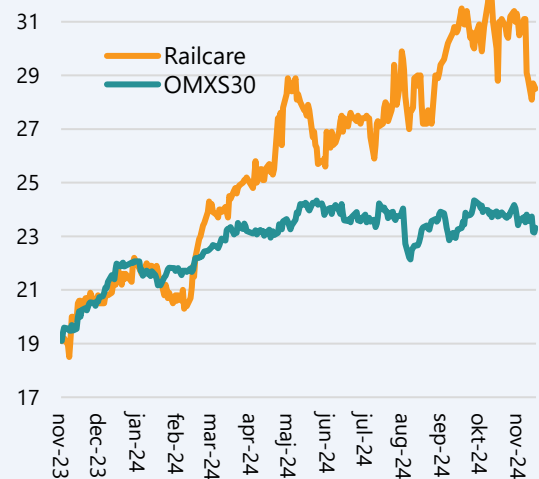
Rapportkommentar - Q3 2024

Datum 19 november 2024
Analytiker Johan Voss- Schrader

Basfakta

Bransch	Järnväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande	Anders Westermarck
Vd	Mattias Remahl
Noteringsår	Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)
Listning	Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker	RAIL
Aktiekurs, 18/112024	27,80 kr
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, mkr	671
Nettoskuld, mkr	216
Företagsvärde (EV), mkr	886
Webbplats	www.railcare.se
Motiverad kurs	37,00
Nästa rapport	20 februari 2025

Aktien omvärderad



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	564	635	760	890
Bruttoresultat	285	309	380	460
Rörelseres. (EBIT)	67,9	63	89	112
Resultat f. skatt	57,3	51	77	103
Nettoresultat	43,6	40	58	78
Vinst per aktie	1,81kr	1,64 kr	2,42 kr	3,24 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,70 kr	0,80 kr	1,10 kr
Omsättningstillväxt	13,5%	12,5%	19,7%	17,1%
Bruttomarginal	50,5%	49%	50%	52%
Rörelsemarginal	12,0%	9,8%	11,6%	12,5%
Nettoskuld/eget kap.	0,8	0,7	0,6	0,5
Nettoskuld/ebitda	0,8	0,7	0,6	0,5
P/e-tal*	12,3	17,0	11,5	8,6
EV/EBIT*	10,3	14,2	10,0	8,0
EV/omsättning*	1,2	1,4	1,2	1,0
Direktavkastning*	3,2%	2,5%	2,9%	4,0%

* 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.

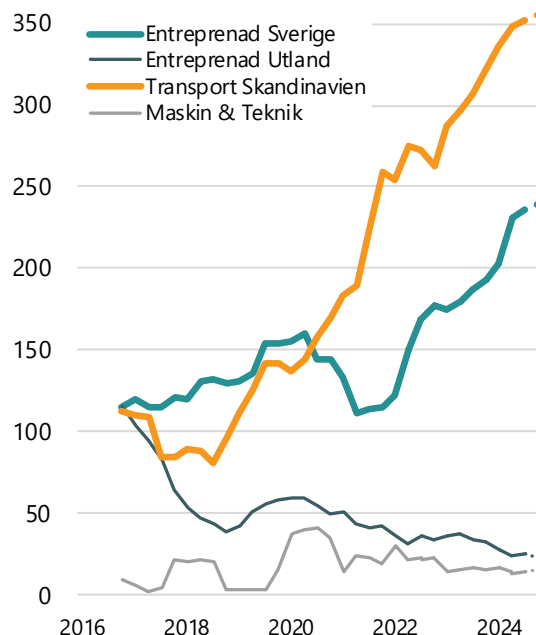
Aktien har fortfarande klar potential

Med prognoser som över tid kommer upp i linje med bolagets finansiella mål, så ser vi en potential på 30% i kursen. Då tar vi ändå inte ut svängarna, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver en alltmer sannolik expansion av lokverkstaden, nya ”depåstopps”-kontrakt och nya långtidskontrakt inom Transport, 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.

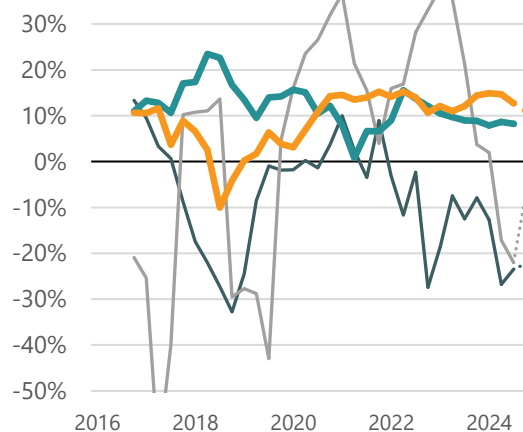
Aktien är ändå fortsatt klart intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 12m omsättning

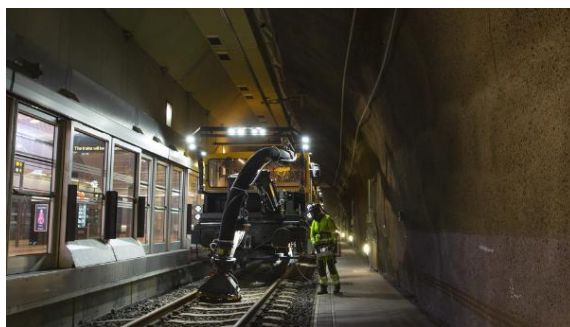


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

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.

Marknadsutvecklingen

Trycket ökar och förändringar börjar märkas

Järnvägsmarknaden uppfattas med viss rätt som konservativ men det innebär inte att den är statisk. Olika politiska prioriteringar investerar å ena sidan prestige och pengar i planer för orealistiska höghastighetsbanor, för att å andra sidan se hur i praktiken vägtrafiken tar över alltmer av trafikarbetet. Det som dock har varit beständigt är de eviga, politiskt ointressanta underinvesteringarna i den existerande järnvägsanläggningen, och då främst för att underlätta för godstransporterna. Allmänhetens och framför allt företagets krav på förbättringar av järnvägens undermåliga skick och eftersatta underhåll har emellertid hittills fallit på politikernas döva öron.

Här har dock i år börjat komma tecken på en förändring, och i oktober kom en regeringsproposition som fokuserar på effektivitet i Trafikverkets underhållsansvar – något som passar som hand i handsken med Railcares VDs depåstoppsmodell för utförande av projekt som bolaget fick testa i somras för första gången. Enligt den modellen utförs alla arbeten på sträckan parallellt med avsevärt kortare spåravstängning och höjd effektivitet som följd. Bolaget konstaterar också att den nya inriktningen redan har börjat påverka Trafikverket. Exempelvis involveras leverantörerna tidigare i projekten och att mer av helhetsansvar läggs ut istället för ”arbetsordrar”

Även NATO-inträdet påverkar marknaden på flera sätt:

- NATO-medlemskapet innebär att externa krav på Sverige att rusta upp vår järnväg tillkommer. För att uppfylla våra plikter mot alliansen måste rejäla åtgärder vidtas omedelbart. Inte minst är västostliga transportleder prioriterade och malmbanan är även i detta sammanhang helt central. Detta kan inte vänta längre, och det är nog till stor del i det ljuset som timingen av regeringens proposition om upprustning av väg och järnväg ska ses.
- En annan effekt av medlemskapet är prioriteringen mellan klimatsatsningar och försvar. Vi har precis sett det när det gäller den havsbaserade vindkraften som blivit diskvalificerad från Öresund till Åland, först av försvaret och bara dagar senare underskrivet av regeringen. Kraven från försvaret kommer sannolikt på samma sätt få överhanden i en prioritering av dieseldrift över eldrift när det gäller draglok, då eldrift är för sårbart. Sannolikt lär marknaden röra sig mot hybridlok, men de är både dyrare i inköp och svårare att få tag på. Sverige är inte ensamma om den omprioriteringen och är en liten marknad som dessutom kör på växelström, vilket gör att större och enklare kunder/länder i Kontinentaleuropa sannolikt hamnar före oss i kön.

Även om nuvarande regering tydligt nedprioriterat klimatet står företagets klimatambitioner kvar och bidrar till efterfrågetrycket. Klimatbelastningen av underhåll och nyttjande av den befintliga järnvägsanläggningen är ju mångfalt lägre än lastbilstransporter och dessutom är lastbilstransporter ibland inte ett alternativ, framför allt för tung industri. Redan innan Rysslands provocerade anfall på Ukraina spåddes att gods- och persontransporter i Sverige totalt kommer att öka med 50% till 2040.

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. Grön gruv- & stålindustri

Den gröna omställningen kräver nya mineral, allt från högvärdig järnmalm för direktreduktion med vätgas, till koppar och sällsynta jordartsmetaller för elektrifieringen.



Källa: Kaunis Iron

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



Källa: Stegra

Sammantaget borgar dessa faktorer för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt fortsatt kommer att vara mycket god, samtidigt som den stora underhållsskulden som finns i det svenska järnvägsnätet måste börja betas av. 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>).

Även om det börjar utkristallisera sig att inte alla stora industriprojekt som planerats i Norrland de senaste åren kommer att bli av, så kommer de kvarvarande ändå innebära en kraftiga expansion specifikt i Norrland med främst tung industri. Det accentuerar transportbehoven på järnväg i Norrland även jämfört med landet i övrigt och 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, och 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 utgången av 2025. Där passerar 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 hybrid- eller 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

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

modern standard både vad gäller utsläpps- och säkerhetsaspekter med ETCS (som är den del av ERTMS som sitter i själva loket), 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.

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 ser alltmer sannolikt ut då flera förberedelser redan har påbörjats. Utöver ökad kapacitet så skulle en utbyggnad också möjliggöra en breddning av tjänsteerbjudandet (t ex hjulsvarvning) vilket skulle betyda förkortade stillestånd/leveranstider till gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

Resultatutveckling

Tredje kvartalet kan lätt uppfattas som lite av en andhämtningspaus om man bara ser till de övergripande siffrorna. Nettoomsättningen ökade visserligen med 6,2% till 169,1 mkr (159,2), men det var ändå 6,4 mkr mindre än våra prognoser. Även rörelseresultatet (EBIT) kom in lägre än våra förväntningar på 19,0 mkr (26,8), jämfört med vår förväntan på 25,9 mkr. Det finns i huvudsak fyra förklaringar till avvikelserna:

- mer lågmarginalarbeten inom entreprenad,
- detsamma i lokverkstaden,
- förberedelsekostnader för kommande tillväxt, och dessutom
- ett försäkringsärende som skrivits ned med 1,2 mkr.

På pluskontot hamnar två nyheter som rapporterades efter kvartalets utgång:

- Ett tydligt steg mot en utbyggnad av lokverkstaden togs i och med förvärvet av marken vid lokverkstaden.
- Femårsavtalet med LKAB om malmtransporter som visserligen är en fortsättning på dagens korttidskontrakt, men som nu ger säkerhet för fem år framåt.

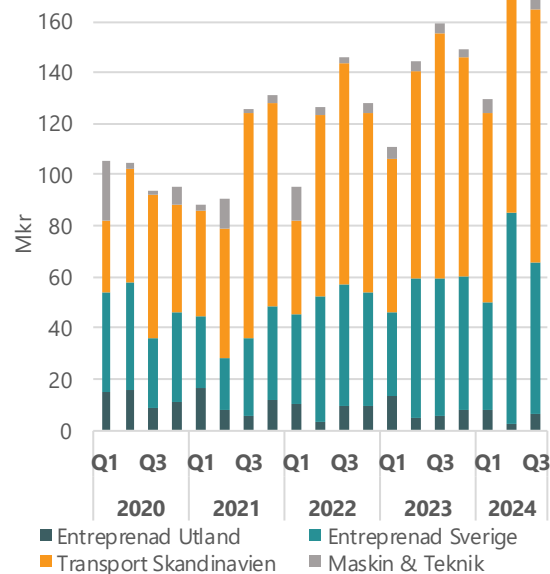
Entreprenad Sverige

Entreprenad Sveriges omsättning kom in mycket nära våra förväntningar, men resultatet var svagare. Skälet till det beror främst på att den höglönsamma liningverksamheten innehöll en högre andel markarbeten än vanligt. Den riktigt lönsamma delen består av själva liningen, eller fordringen, av trummorna (de stora dräneringsrören som går under spåren). Emellanåt behövs det dock dikas och rensas vid till- och frånlopp vilket är ett arbete med lägre förädlingsvärde, men som dock ingår i hela projektet. Det här kvartalet innebar alltså en högre andel av dessa mindre lönsamma delar, ett exempel på de naturliga variationer mellan kvartalen som är en integrerad del av verksamheten. Bidrog gjorde också en högre andel inhyrda lok och maskiner, t ex för arbetena på Malmbanan. Förutom att beläggningen

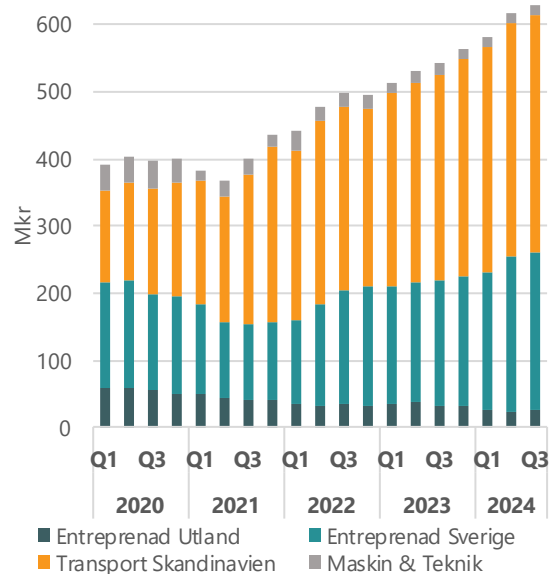
Omsättningsutveckling

En tydligt uppåtgående trend.

Omsättning per kvartal



Omsättning, rullande 4 kvartal



Källa: Bolaget

är central för lönsamheten inom entreprenadverksamheten som vi har diskuterat i tidigare rapporter, så är den också avhängig den geografiska spridningen på arbetena. Det är nästan lika långt till Riksgränsen från Skellefteåhamn som det är till Stockholm. En ytterligare faktor är längden på arbetena – ju längre jobb, desto större intäktsmassa att skriva av ställkostnader emot. När sedan Trafikverket börjar lägga ut större projekt med totalansvar – som ”depåstoppet” i början av sommaren – så kommer volymerna att öka mer än resultatet som en effekt av att underentreprenörer behöver tas in. På sikt är dock det viktigaste att få fler jobb för att få upp beläggningen så högt som möjligt, så Trafikverkets ökade utläggning av underhållsansvar och regeringspropositionen för transportinfrastrukturen som kom i början av oktober är mycket positiva för framtiden.

Transport Skandinavien

Omsättningen i Transport Skandinavien sprängde visserligen 100 mkr-vallen för första gången som vi förväntade oss, men det var nätt och jämnt och siffran kom in drygt 8 mkr lägre än våra förväntningar och 5 mkr lägre på resultat efter finansnetto. Lokverkstaden hade lägre avräkning av pågående projekt och ovanligt låga marginaler, till skillnad mot ifjol då situationen var precis den omvända, med ovanligt hög avräkning och marginaler. Dessa parametrar slår mellan kvartalen, då det ofta handlar om långa projekt och projekt av olika natur. Under Q3 ifjol avslutades exempelvis installationen av ombordutrustning på fem Traxx-lok, där Railcare hittade effektivitetsvinster i att göra om samma moment från lok till lok, vilket innebar att kostnaderna vid slutavräkningen visade sig lite lägre än beräknat vid tidigare avräkningar i projektet och därför hamnade mycket av årets vinst i Q3. Det är också olika marginaler på olika typer av projekt, t ex mellan en hyttrenovering och ett motorbyte, men det går inte att plocka russen ur kakan för då går kunden någon annanstans. Tvärtom så skulle en utbyggnad av lokverkstaden som vi diskuterat i tidigare analyser sannolikt innebära att fler olika typer av tjänster kan erbjudas, t ex hjulsvarning, för att bli mer av en one-stop-shop. Det är motiverat i och med att efterfrågan på lokverkstadens tjänster är fortsatt mycket hög och väntas så förbli. Även om vi inte kunde förutse kvartalets svacka för lokverkstaden så är det inte förvånande med fluktuationer över tid i omsättning och resultat och det lär hända även i framtiden i både positiv och negativ riktning. Över tid visar dock lokverkstaden en tydligt positiv trend och mycket god lönsamhet.

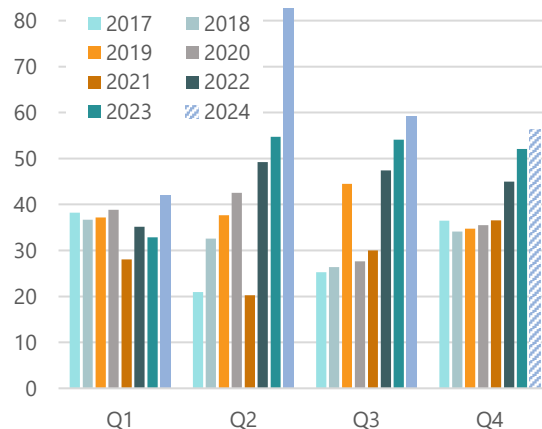
Resterande delar av affärsområdet gick under kvartalet enligt plan, växte i linje med tidigare kvartal och gick med samma goda lönsamhet som tidigare. Från årsskiftet och successivt under 2025 så kommer det stora beredskapsloksprojektet som togs förra hösten och för vilket lok säkrades med sommarens affär via AC Finance att dra igång. Det är alltså 6 nya lok där avtalet löper ut successivt under 2030, men där en option på 1+1 år finns med i kontraktet. De ska läggas till de 4 befintliga beredskapslok som Railcare har kontrakt på som löper 2027 års slut, varefter en ny upphandling tar vid. Även om Trafikverket då är skyldiga att gå på erbjudet pris, så kommer det att finnas ett antal krav som måste uppfyllas, inte minst avseende miljökrav där ju Railcare ligger bra till.

I kombination med andra förberedelser för att möta den ökade efterfrågan på flera områden i koncernen så har kostnaderna ökat. Bland

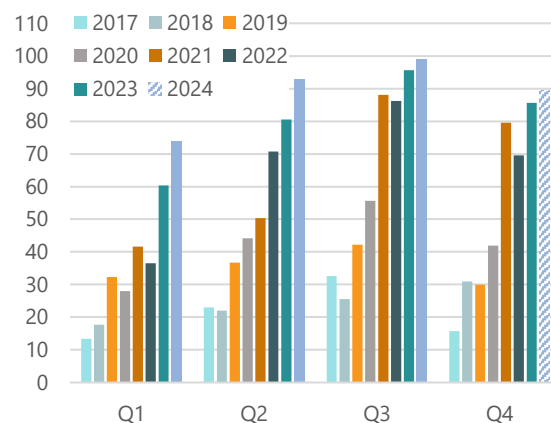
Säsongvariationer

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

annat har en förstärkning av koncernledningen genomförts. Det ser tråkigt ut i kvartalet, men kommer att betala sig redan under 2025.

Övriga affärsområden

Maskin & Teknik har under några kvartal haft fullt fokus på att få den nya MPVe klar, som med strömavtagare kan driva verktygen, t ex Railvac, och samtidigt ladda batterierna när det finns ström tillgänglig i kontaktledningen. Den fick under kvartalet tillfälligt godkännande från Transportstyrelsen och testades skarpt med kabelsänkning under oktober med mycket gott resultat. Intäkterna, som i huvudsak är interna, uppgick till 17,0 mkr (24,1) och resultat efter finansnetto till -0,2 mkr (+0,6), men bådaddera svänger betydligt mellan enskilda kvartal.

Entreprenad Utland ökade omsättningen till 6,7 mkr (5,7) och minskade förlusten till -0,9 mkr (-1,5).

Kassaflöde och kapitalstruktur

Kassaflödet från den löpande verksamheten landade på 34,1 mkr (6,6). Mest noterbart var minskningen i rörelsefordringar men den följer på en kraftig ökning av dessa tidigare under året och dessa siffror varierar rätt mycket mellan kvartalen. För året lär nog rörelsekapitalförändringen bli tydligt negativ. Sett över flera års sikt är det dock intressant att konstatera att förändringen i rörelsekapital är ganska liten, trots att bolaget ändå har vuxit ordentligt under dessa år – ett gott betyg åt cash management.

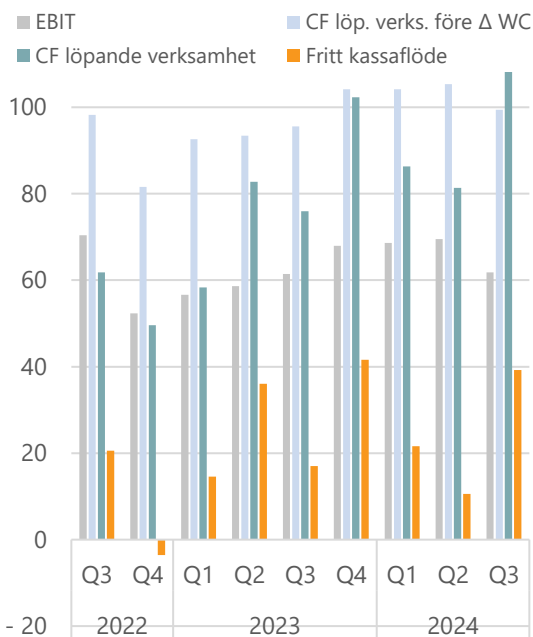
Den översyn av finansieringsstrukturen som har pågått rätt länge ger visst hopp om en successivt bättre balans i kapitalstrukturen för att minska användningen av dyrt eget kapital och få upp den låga finansiella hävstången. Bolaget menar att upplåningen ska öka för att kompensera för att den senaste tidens investeringar har varit självfinansierade, och under kvartalet lånades också 24,1 mkr (0), vilket netto efter amorteringar bidrog med 12,7 mkr (-4,6) till kassaflödet. Soliditeten sjönk också något till fortfarande höga 40,1% (42,8%) vid utgången av kvartalet. Investeringarna, som främst avser MPVe och anpassning av bangården vid verkstaden i Skelleftehamn, uppgick till 15,7 mkr (16,9) och bolaget tog också upp ett nytt lån om 29,9 mkr (10,5).

Prognoser

Kort sikt

Fjärde kvartalet är ofta lite lurigt för Railcare. Om vintern kommer tidigt så kommer entreprenadarbeten att avslutas tidigt vilket slår mot intäkterna och är någonting som intäkter från snöröjning inte kan väga upp. En tidig vinter slår dock även mot kostnadssidan, då bolaget troligen passar på att göra underhållsarbete på utrustningen när den inte kan användas. Det här är förstås fullt rationellt men ökar samtidigt svängningarna i resultatet. Omvänt, om vintern blir sen – det är ju trots allt ett El Niño-år – så hinns mer entreprenadarbeten med, och även om beläggningen var bra under Q4 ifjol, så kom vintern tidigt förra året, vilket borde göra jämförelsesiffrorna hanterbara i år.

Kassaflödet, 12m rullande



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Extrakostnader vi dock vet kommer att uppstå i årets avslutande kvartal är uppstartskostnader som börjar tas redan nu inför de 6 nya beredskapsloken som sätts i tjänst nästa år, såsom personal och en del finansieringskostnader som lånet om 20 mkr till AC Finance AB. Det här kommer sannolikt att synas i fjärde kvartalet och första halvan av 2025. Förberedelsearbeten inför ett beslut om utvidgning av lokverkstaden kommer vid någon tidpunkt också börja dra kostnader, även om de stora investeringarna som kommer när utbyggnadsbeslutet väl har fattats förstås kommer att aktiveras till del.

Sammantaget landar vi i vår prognos på en omsättning i det avslutande kvartalet om 156 mkr (149,3) – en ovanligt blygsam ökning om bara 4½%. För hela 2024 skulle det innebära en omsättning om 635 mkr, vilket betyder en tillväxt på 12,5% - något ner från de två föregående årens 13,5%, som dock var inflationsdopade. Resultatmässigt hamnar vi på ett rörelseresultat på 12,8 mkr (13,2) för Q4, vilket skulle ge en minskning till 63 mkr (68) på året, och en vinst per aktie om 1,64 kr (1,81). Redan till nästa år lär dock dessa siffror förbättras avsevärt med de nya beredskapsloken.

Omsättningsprognoser

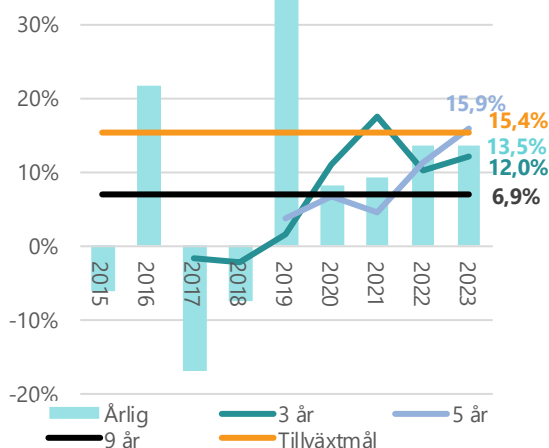
Bolagets finansiella mål är att nå 1000 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Omsättningsmålet kan se rätt aggressivt ut med drygt 15% tillväxt per år de kommande fyra åren, men vid en närmare titt så är det inte fullt så krävande som det i förstone kan tyckas. Kontraktet på beredskapsloken från ifjol höstas ger Railcare drygt 40 mkr i extra intäkter för 2025 och 2030, samt 80 mkr per år 2026-2029, och räknar vi det separat, med en förväntad indexuppräkning om 2% per år, så behöver resterande affär växa med ca 13% per år. Det är absolut möjligt att nå, även om det inte är givet på något sätt.

Entreprenad Sverige

Entreprenad Sverige har 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. Beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. "Depåstoppet" under Q2 som fick en kraftigt positiv påverkan på såväl omsättning som resultat, ger en föraning om hur entreprenadverksamheten kan komma att förändras i takt med att Trafikverkets nya arbetssätt får genomslag framöver. I kombination med ett ökat fokus på järnvägsunderhåll i allmänhet och Railcares maskiner och kompetens i synnerhet så kan de kommande åren bli riktigt bra.

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

De finansiella målen:

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

Transport Skandinavien

Redan nästa år så kommer den nya beredskapsloksaffären addera ca 44 mkr till omsättningen och åren därefter nästan det dubbla. Kontraktet löper till i början av 30-talet med option på ytterligare 1+1 år, så den verksamheten är säkrad för lång tid.

Även om lokverkstaden tappade något senaste kvartalet mot ifjol, så är efterfrågan fortsatt hög och lär förbli så under överskådlig tid, vilket är helt i linje med marknadsbeskrivningen ovan. Vi stärks också successivt i vår tro att bolaget kommer att bygga ut lokverkstaden så kapaciteten ökar för att kunna möta upp mot efterfrågan. En sådan utveckling har vi inte räknat med ännu i våra prognoser.

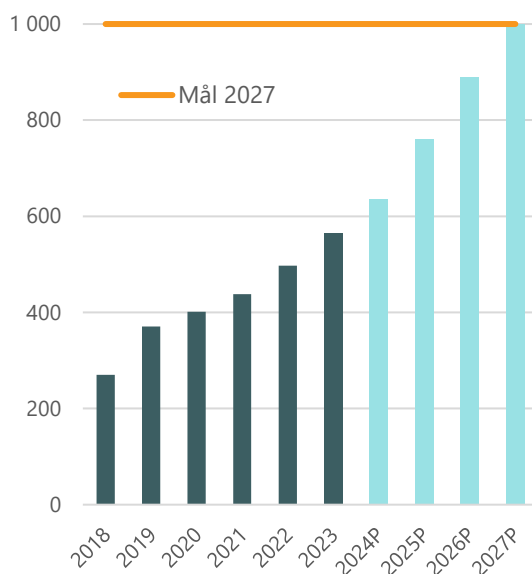
De övriga delarna av Transport Skandinavien som funnits med under flera år har vuxit fantastisk med 25%/år de senaste 5 åren. Det kan kanske visserligen bli svårt att bibehålla den takten framöver, men utvecklingen är fortsatt bra överlag, och femårskontraktet med LKAB som säkrades efter kvartalets utgång bidrar ytterligare till att stabilisera intäkterna för flera år framöver. I takt med att nödvändiga entreprenader på järnvägen faktiskt genomförs, så lär det rimligen också ha en positiv påverkan på entreprenadtransporterna.

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.

Entreprenad Utland

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." Även om Q3 var lite bättre efter det bedrövlige Q2, så är det fortfarande röda siffror, och vad värre är så syns ingenting på horisonten som skulle kunna medföra en förändring. 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. Samtidigt vore ett genombrott i UK inte bara en seger i sig själv, utan skulle också ge ett skyltfönster utomlands för Railcares ambitioner med export av sina unika maskiner, så det är lätt att förstå bolagets önskan om att lyckas där. Emellertid, omorganisationer och förhandlingar med Network Rail till trots, så går det fortfarande 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 kan inte åderlåtningen fortsätta i det oändliga. 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 skulle kunna 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, trots de förväntade fortsatta förlusterna.

Omsättningsprognos



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

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Nedstängningskostnaderna bör också kunna balanseras av mot frigörandet av produktiva resurser i vår kalkyl.

Maskin & Teknik

Utländska marknader kan också bli temat för Maskin & Teknik när nästa generation av MPVn, nu med strömavtagare, blivit helt klar nu under hösten och går in i produktion. Här ligger Railcare i framkant av utvecklingen och efterfrågan även internationellt på utsläppsfria 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 MPVe 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 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, 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.

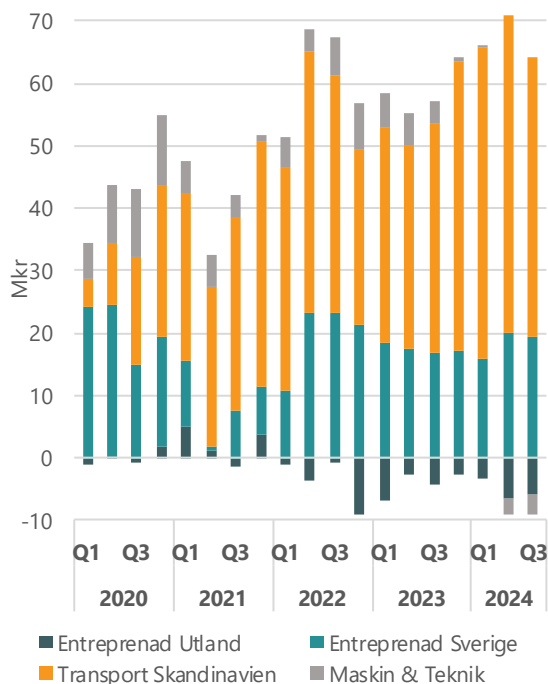
Kostnader

Förutom en tillfällig ökning på grund av förberedelser inför starten av beredskapslokskontraktet och att växla upp organisatoriskt, så finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbildningen som andel av omsättningen har förändrats nämnvärt från tidigare. Förädlingsvärdet i de flesta av verksamheterna är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för råvaror får endast litet genomslag på resultatet. Däremot kommer en ökad andel intäkter från beredskapsloken rimligen sänka råvarukostnaderna som andel av totala omsättningen, så bruttomarginalen borde förbättras. I takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar dock Övriga externa kostnader, men avskrivningarna minskar samtidigt för egna lok. Som en effekt härav blir kassaflödet från den löpande verksamheten därmed inte lika högt, men samtidigt lättar det 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. Som beskrivet ovan innebär däremot 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, men betalar sig givetvis på sikt. Det handlar bl a om rekryteringskostnader, att nyanställda behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det tynger förstås marginalerna lite närmaste tiden, men bör redan under 2025 dels täckas av intäkterna från affären, dels börja falla tillbaka när de anställda väl är i arbete.

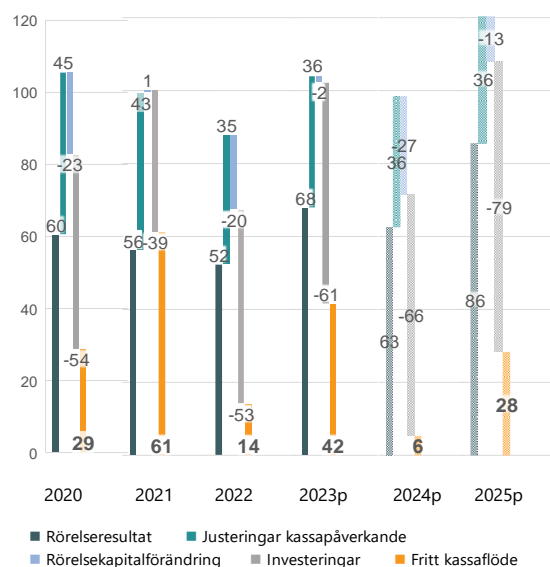
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men

Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

Kassaflödesanalys



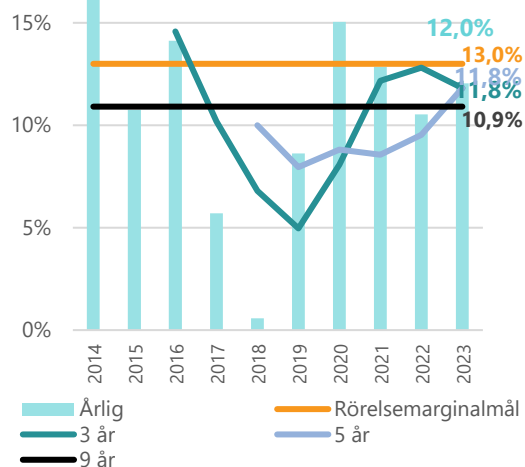
Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

den borde sjunka med ökade investeringar under kommande år och med en ökande extern finansiering, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen och avkastningen på eget kapital. 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, så förutsättningarna är nu betydligt bättre och borde tillåta en lägre andel eget kapital i verksamheten. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Situationen med Malmbanan under förra 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 ökande kostnader för att hyra in maskiner som ersatte de som var 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 hög aktivitet.

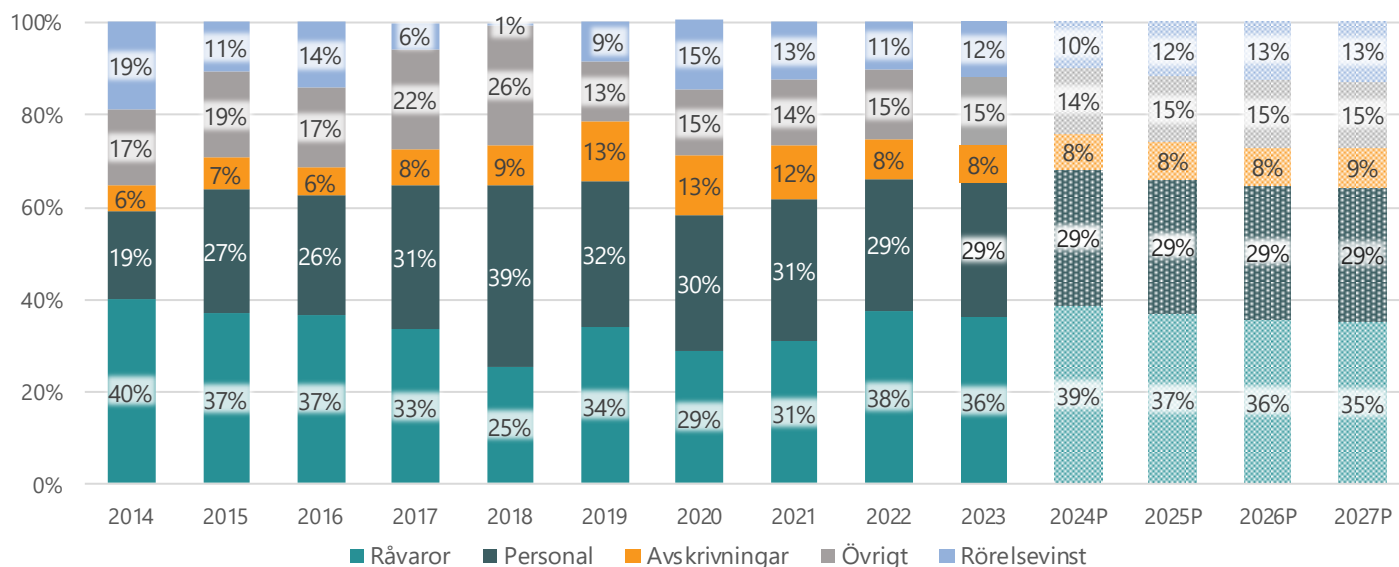
Beläggningen, som alltså är avgörande för marginalerna på kort sikt, varierar ju över tid, men är svår att prognosticera. På entreprenadsidan är beläggningen beroende av planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket, och som alltså har förbättrats på sistone. Med 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

Historisk Rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar och prognoser)

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. Det minskar kostnaderna och ökar flexibiliteten då personal lättare kan röra sig mellan olika arbetsplatser, även om det samtidigt kan kräva fler certifieringar och tillstånd.

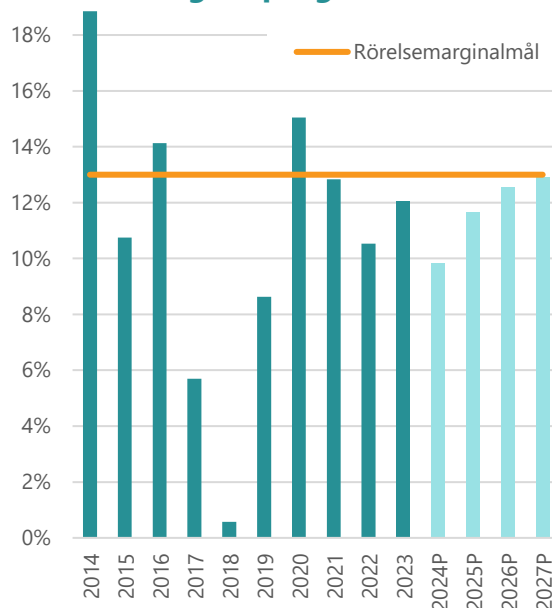
De långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver blir i det här sammanhanget extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Ett exempel är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet från omlastningsstationen i Pitkajärvi till hamnen i Narvik. Två andra är kontraktet för beredskapslok från i höstas, och nu senast LKAB-kontraktet. 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 order på att uppgradera och anpassa 28 lok under 2022-2024 åt lokuthyrningsföretaget Nordic Re-Finance som nu är i slutfasen.

Marginalutvecklingen

Av bolagets finansiella mål framstår marginalmålet på 13% i rörelsemarginal år 2027 som det som blir svårast att nå. 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 Citybanan, etc, något som förhoppningsvis kan öka framgent.

Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Resultaträkning (Mkr)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p
Nettoomsättning	270	371	401	438	497	564	635	760	890	1 000
Övrigt Intäkter	7	9	20	15	15	18	20	25	28	32
Kostnad sålda varor	-142	-177	-181	-204	-269	-297	-346	-400	-462	-510
Bruttoresultat	135	203	241	249	243	285	309	385	456	522
Personal	-108	-120	-125	-139	-146	-170	-192	-230	-265	-300
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-5	-5
Resultat före avskrivningar (ebitda)	26	82	114	108	95	112	115	151	187	217
Avskrivningar	-24	-50	-53	-52	-43	-44	-52	-62	-75	-88
Rörelseresultat (ebit)	2	32	60	56	52	68	63	89	112	129
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	51	77	103	119
Skatter	2	-6	-12	-11	-10	-14	-12	-18	-24	-28
Nettoresultat	-1	21	44	41	37	44	40	58	78	91

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

- 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 haft utrymme att förhandla till sig ett premium för detta.
- Även lokverkstaden har rimligen marginaler som över tid återspeglar den stora efterfrågan på deras tjänster, även om de som vi sett i år varierar mellan kvartalen beroende på projektens natur. Över tid borde också lokverkstadens tillväxt rimligen göra att andelen av omsättningen (särredovisas ej) stiger och därmed hjälper upp snittmarginalen.
- Till det ska också läggas en jämnare beläggning på entreprenad-sidan, vilket bör gynna genomsnittsmarginalen framöver, om än att fler ”depåstopp” drar ner den trots stigande resultat (jmf Q2).
- Om blodflödet slutligen kan stoppas i Entreprenad Utland så är ju det givetvis en stor hjälp.

Vi bedömer sammantaget att rörelsemarginalmålet kan bli tufft att nå, framför allt initialt, så efter en något lägre marginal för i år, bedömer vi att den sedan segar sig närmare målet först mot slutet av perioden.

Prognossammanfattning

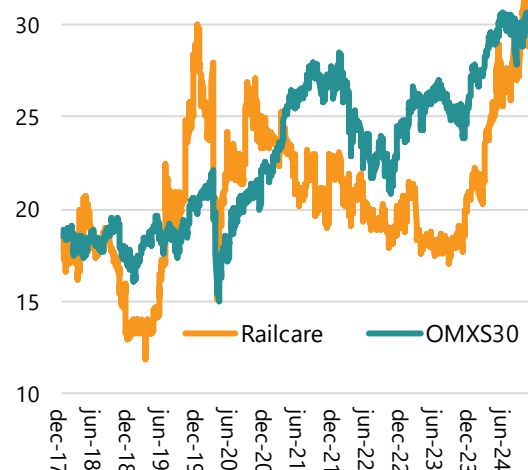
Sammanfattningsvis ser vi de finansiella målen som möjliga att nå, om än att med en snabbare tillväxt så ser vi att kostnaderna ökar lite innan intäkterna kommer, t ex för att bemanna upp, utbilda och certifiera nya anställda till beredskapsloken, samt för marknadsföringskostnader för maskinförsäljning. Det innebär att vi för 2024 ser framför oss en rörelsemarginal som inte når upp till 2027-målet och en omsättningstillväxt i år som blir något lägre än de två senaste åren. För de två påföljande åren, när intäkterna från den nya beredskapsloksaffären tillkommer, ökar tillväxten rätt markant innan takten i omsättningsökningen därefter sjunker tillbaka lite, men ändå når målet för 2027 om en miljard i omsättning. Marginalerna bedömer vi kommer att öka lite mer påtagligt nästa år och sedan se sig upp mot 2027-målet och nästan nå fram.

Kassaflödesmässigt ser det tack vare starka rörelseresultat fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och nödvändiga investeringar, där en investering i lokverkstaden blir allt sannolikare. 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 blir aktuella.

Värdering

Även efter den lilla sättningen efter tredjekvartalsrapporten har årets aktiekursutveckling 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 verksam-

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2027

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	22	21	21	20	20	19	19
7	25	24	23	23	22	22	21
8	28	27	26	25	25	24	24
9	30	30	29	28	27	27	26
10	33	32	32	31	30	29	28
11	36	35	34	33	32	32	31
12	39	38	37	36	35	34	33
13	42	41	40	39	38	37	36
14	45	44	42	41	40	39	38
15	48	46	45	44	43	42	40
16	50	49	48	46	45	44	43
17	53	52	50	49	48	47	45
18	56	55	53	52	50	49	48

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

heten nått en helt annan grad av stabilitet och erkännande. Ändå är ett P/E-tal på drygt 12 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 2,1%, 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 drygt 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, 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. Med prognoserna enligt tidigare avsnitt och om vi vid prognosperiodens slut, år 2027, försiktigtvis antar att marknaden handlar aktien till P/E 12, så får vi en motiverad kurs på 37:- 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

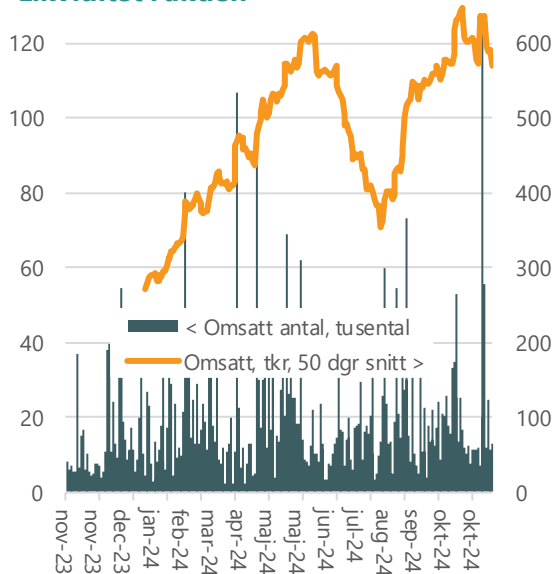
Vi ska inte glömma att detta är för en aktie som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

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 17,2 och nästa år på 11,7, för att för 2026 ramla ner på ensiffriga tal med våra prognoser. Det

Likviditet i aktien



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

Källa: Refinitiv

På längre sikt

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
7	43	40	37	34	31	29	27
8	46	43	39	36	34	31	29
9	49	45	42	39	36	33	31
10	53	48	45	41	38	35	32
11	56	51	47	43	40	37	34
12	59	54	50	46	42	39	36
13	62	57	52	48	44	41	38
14	65	60	55	51	46	43	39
15	69	63	58	53	49	45	41
16	72	66	60	55	51	47	43
17	75	69	63	58	53	49	45
18	78	72	65	60	55	51	47
19	82	74	68	62	57	53	48

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

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 14,3 för 2024p och 10,1 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 nuvarande kostnadspuckel eller investeringspuckeln, men fångar å andra sidan inte tillväxten i bolaget på ett bra sätt och är väldigt grovhugget, men 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 per aktie till 11,95 kr (11,08). Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,4 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på 13% för de senaste 12 månaderna 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 från drygt 14 till 19,5 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.

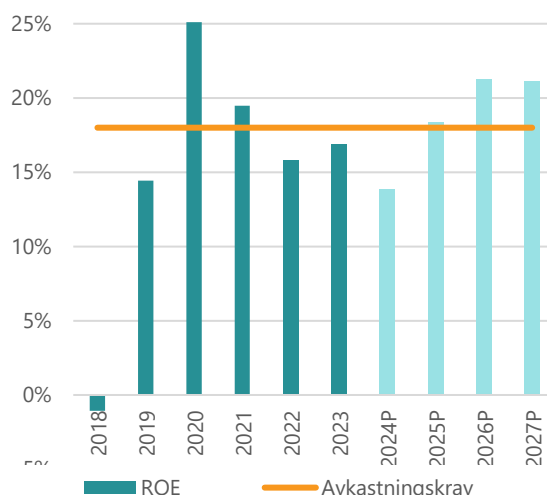
Slutsatser

Ytterligare ett långtidskontrakt, denna gång från LKAB, jätteordern på beredskapslok förra hösten, Kaunis-affären i botten, en bättre stabilitet och tillväxt i entreprenadaffären, framgångar som fortsätter med lokverkstaden och tydligare potential till extern försäljning av de egenutvecklade maskinerna är alltsammans onekligen kittlande och har uppmärksammat aktiemarknaden på Railcares potential.

Med mer tyngd åt den dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder på en uppsida på 30%, eller en knapp 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: Exklusive 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 ”depåstoppsuppdrag”, den externa maskinförsäljningen som det nu börjar avsättas resurser till, på medellång sikt i lokverkstaden där ett beslut om utbyggnad närmar sig och ytterligare något stort kontrakt t ex från någon av de nya Norrlandsetbleringarna . Kanske till

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

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 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 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 i somras säkrade tillgången 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 eller maskinförsäljning 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 milerna 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

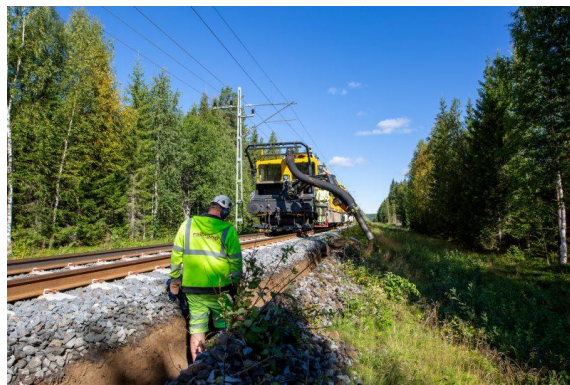
RailCares affärsområde Maskin & Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, dock inte lokverkstaden som ligger under Transport Skandinavien och som utför reparationer, underhåll och uppgraderingar såväl åt externa kunder som av den egna maskinparken. Inom Maskin & Teknik har flera innovationer sett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

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 sk ”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