

Starkt första kvartal

Bra fart trots kyla och snö

Railcare levererade den högsta omsättningen för ett första kvartal någonsin med 111 mkr (Q1-22 95,3 mkr), främst drivet av Transport Skandinavien, och där framför allt av den nya affären med beredskapslok, men också förnyelsen av malmtransporter åt LKAB som hann komma igång i slutet av kvartalet. Lokverkstaden har också högre beläggning än någonsin. Resultatet efter finansnetto landar på 6,6 mkr (0) för affärsområdet, det klart bästa förstakvartalsresultatet någonsin. Även Entreprenad Utland gick lite bättre, emedan Entreprenad Sverige ökad volymerna, dock med sjunkande marginal – båda dera en effekt av omorganisationen av utlandsverksamheten under Q4. Maskin & Teknik fokuserar nu på att få den nya MPVn med strömvtagare klar under hösten och inga maskinförsäljningar har skett, vilket tynger omsättning och resultat jämfört med Q1 ifjol.

Även om kostnaderna drog iväg lite, främst på grund av inflationen, landade rörelsemarginalen på utmärkta 11,8% (Q1-22: 9,3%) där förbättringarna inom Transport Skandinavien och vändningen i Entreprenad Utland mer än vägde upp försämringarna inom Entreprenad Sverige och Maskin & Teknik.

Lågt hängande morötter

I samband med bokslutskommunikén presenterade bolaget sina nya finansiella mål om en omsättningstillväxt på 10% per år i 5 år och att bibehålla en rörelsemarginal som överstiger 10%. Soliditetsmålet togs bort. Vi tror att målen är i underkant, bl a på grund av inflationen

De nya målen har bolaget redan nått under de senaste åren och det med starkt positivt fritt kassaflöde som lett till den höga soliditeten (43%). Även om branschen står inför en investeringspuckel så kan det snarast gynna ett finansiellt starkt bolag som ligger i framkant, som Railcare.

Konjunkturokänslig och bra portföljegenskaper

Railcare har lyckats växa med 16% per år de senaste fyra åren och 2023 har börjat bra. Det har skett med en allt stabilare marginal tack vare breddningen i verksamheten och fler långa kontrakt. Med våra prognoser och antagandet att aktien handlas till P/E 10-12 2028, så visar våra beräkningar en motiverad kurs idag på 22-25 kr i kassaflödesanalysen med ett avkastningskrav på 12%.

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

Aktien har också andra företräden som en sällsynt låg konjunkturokänslighet och att dess karaktär ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

Railcare Group AB

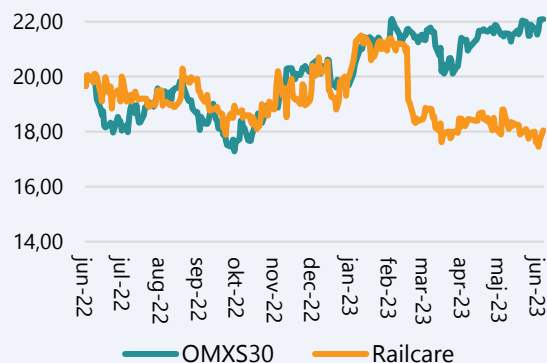
Rapportkommentar - Q1 2023

Datum 5 juni 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, 5/6 2023	18,05 kr
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, mkr	435
Nettoskuld, mkr	179
Företagsvärde (EV), mkr	614
Webbplats	www.railcare.se

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	497	560	630	700
Bruttoresultat	243	300	320	360
Rörelseres. (EBIT)	52,4	65	68	77
Resultat f. skatt	46,9	55	56	67
Nettoresultat	36,8	43	44	53
Vinst per aktie	1,52 kr	1,80 kr	1,84 kr	2,21 kr
Utd. per aktie	0,60 kr	0,60 kr	0,60 kr	0,80 kr
Omsättningstillväxt	23,9%	28%	27%	24%
Bruttomarginal	49,0%	54%	51%	51%
Rörelsemarginal	10,5%	11,5%	10,8%	11,0%
Nettoskuld/eget kap.	0,7	0,7	0,6	0,5
Nettoskuld/ebitda	0,7	0,6	0,6	0,5
P/e-tal	11,8	10,0	9,8	8,1
EV/EBIT	11,7	9,5	9,0	7,9
EV/omsättning	1,2	1,1	1,0	0,9
Direktavkastning	3,3%	3,3%	3,3%	4,4%

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 kunden betalar bränslet och kostnaden för el vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde med ett stigande hållbarhetsfokus. Höjningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens räntehöjningar förväntas få 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.

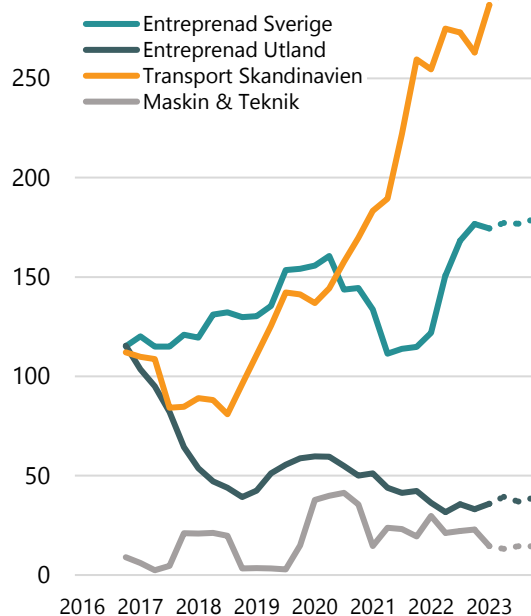
Aktien räknas hem utan potentialen

När vi lägger oss något över bolagets nya finansiella mål avseende omsättningstillväxt, så motiverar det idag en högre kurs på aktien. Vi tar dock inte ut svängarna, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver nya längre uppdrag, en förbättrad utlandsverksamhet så kittlar tanken på en satsning på 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.

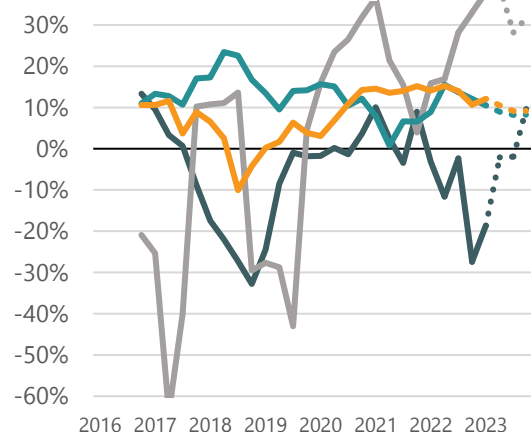
Trots detta är aktien intressant på dessa nivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börs klimat, och till det kommer potentialen i att jämna ut beläggningen och få fart på produktförsäljningen och utlandsverksamheten.

Rullande 12m omsättning

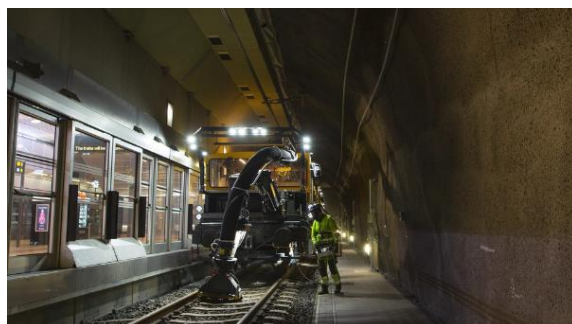


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

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.

Resultat & Marknad

Resultat

Första kvartalet var en positiv överraskning med den högsta omsättningen för ett första kvartal någonsin om 111 MSEK (95,3 för Q1-22). Säsongsmissigt är Q1 ett svagare kvartal med tanke på att många arbeten inte går att utföra med tjäle i backen och i år höll vintern i sig till mitten av april – en månad längre än ifjol. Ändå ökade försäljningen med 16½%, vilket drog med sig rörelsemarginalen till 11,8% (9,3%). Förbättringen skedde framför allt inom Transport Skandinavien som ökade med nästan 58%, om än mot ett svagt Q1-22.

Ett viktigt skäl var att tre ytterligare beredskapslok gick igång med sitt uppdrag åt Trafikverket vid årsskiftet efter att det första var på plats i höstas. Avtalet för dessa fyra beredskapslok löper till sista juli 2026. Trafikverket valde också under Q1 att utnyttja optionen för beredskapsloket i Borlänge och förlänger kontraktet till slutet oktober 2025. Ett mycket viktigt skäl till att just Railcare får leverera dessa lönsamma tjänster åt Trafikverket är att de uppfyller de hårt ställda miljökraven och efter anställning av ett flertal lokförare ifjol, även har personal att besätta dem.

Bidrog gjorde också en högre beläggning i lokverkstaden, som också har börjat få mycket förfrågningar på jobb. Dessutom, precis som ifjol löpte uppdraget från LKAB ut vid årsskiftet, men till skillnad från förra året förnyades det i år precis i tid för att komma igång under andra halvan av mars och gav därmed ett visst bidrag. Kontraktet som är värt 40 mkr löper till kommande årsskifte, med full volym under andra halvåret, och med en option på att avropa ytterligare ett år.

Trots att vintern höll i sig längre i år än i fjol, så ökade Entreprenad Sverige omsättningen med drygt 10%. Visserligen förlängde Trafikverket vissa delar av snöröjningsuppdraget, men de kan inte väga upp fördelen av att komma igång tidigare med sommarsäsongens entreprenadarbeten och dessutom påverkades liningsverksamheten negativt. Detta avspeglar sig i att affärsområdets marginal efter finansiella poster (EBT) sjönk kraftigt jämfört med fjolåret till 4,3% (12,8%). Kostnadsbesparingar och bättre beläggning bidrog också till att Entreprenad Utland vände till svarta siffror.

Marknaden

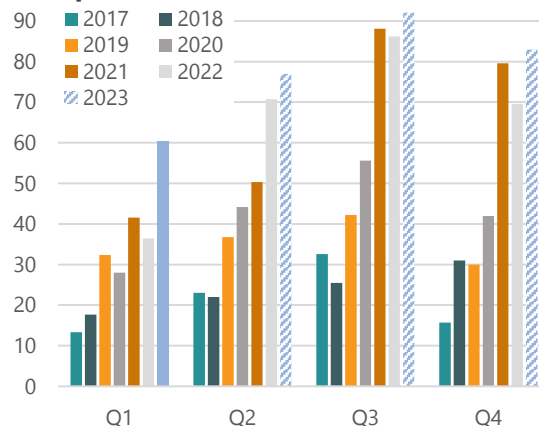
Vi har hört klimatargumenten för järnväg under lång tid även om ofentliga diskussioner mest har fokuserat på prestigeprojekt som höghastighetsbanan med tveksam klimatnytta, liten andel av järnvägens totala trafikarbete och med bara 35 öre tillbaka på varje satsad krona samhällsekonomiskt. Det omvända 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 hittills har gått lite under radarn i den allmänna debatten.

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, och att Trafikverket måste fortsätta att beta av den underhållsskuld som finns i det

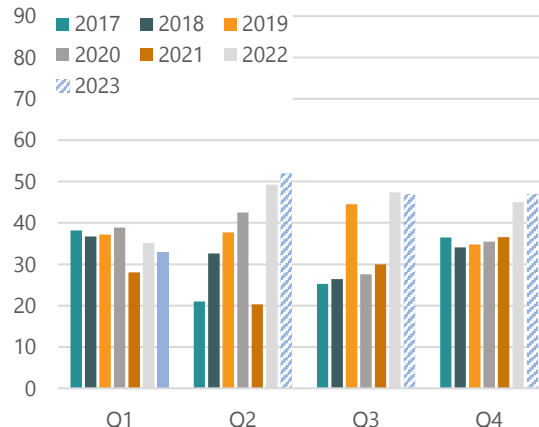
Säsongsvariationer

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

Transport Skandinavien



Entreprenad Sverige



Källa: Bolaget

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

svenska järnvägsnätet och även bygga ut kapaciteten. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, så gynnar också dagens 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.

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

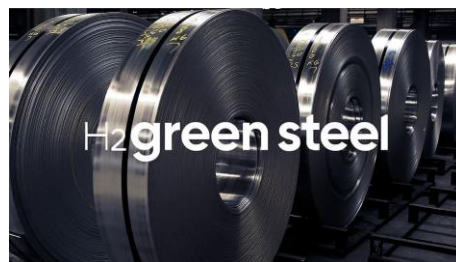
Dessa nya industrier bygger dessutom sin existens på miljöhänsyn, vare sig det gäller fossilfritt stål, batterier till elbilar eller den jättelika vätgassatsningen runt Bottenviken, som kanske främsta exempel. De kräver därför att hela förädlingskedjan ska vara grön, inklusive de transporttjänster de 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 den alldeles nya batterivagnen, MPV, och dess uppgraderade efterföljare med strömavtagare, MPVe, som lanseras senare i år, 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, törstiga 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 uppbreda och 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

Grönt transportbehov i Norrland

2. Grönt stål.

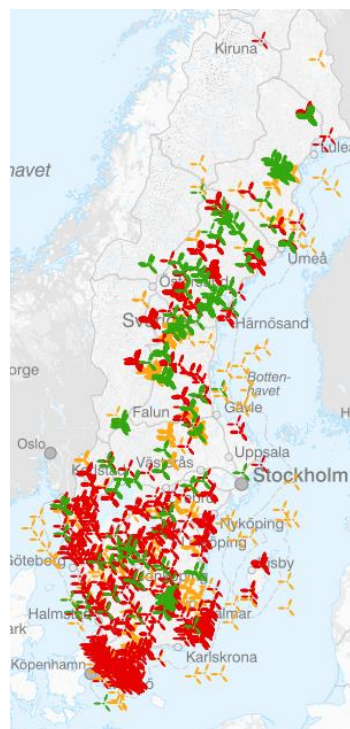


Källa: Bolagen

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

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 ombyggnadsbehoven gynnar lokverkstaden som ser en så pass stigande efterfrågan att kapacitetstaket börjar närma sig.

De nya finansiella målen

I samband med att bokslutskommunikén publicerades tidigare i år, släppte bolaget också ett pressmeddelande om nya finansiella mål:

- ”Omsättningen ska öka med 60% under de kommande fem åren.” Detta motsvarar 10%/år och framstår i ett historiskt perspektiv inte som särskilt utmanande. Bolaget har överträffat det såväl under de senaste 5 åren i genomsnitt, de senaste 3 åren i genomsnitt som under det gångna året. Det har dessutom åstadkommits under perioder med betydligt lägre inflation än vad vi har just nu och med den inflation vi kan förvänta oss under kommande år i genomsnitt.
- ”[Målet är att] bibehålla en rörelsemarginal som överstiger 10%.” Även här framstår inte målet som ambitiöst i överkant. Det överträffades såväl det gångna året som genomsnitten för både de tre och nio senaste åren och nästan också för 5-års-genomsnittet.
- Det mål som vi tidigare varit mest oförstående till, soliditetsmålet, har tagits bort. Bolaget ser framför sig flera år av stora investeringar, både av kapacitetsskäl och för att klara de ökande hållbarhets- och systemkraven, vilket uppges kräva stora mängder eget kapital.

I vår förra analys menade vi att vi hade svårt att få ordning på målen och relationen mellan dem. Denna dissonans kvarstår delvis även om vi nog snarast landar i det vi då hintade om, nämligen att målen är lite för försiktigt satta. Bolaget har sedan ledningsbytet för något år sedan visat en tendens till att hellre ”under-lova” och ”överprestera”.

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. Dock är Railcare både effektivare och mer flexibla än större, ofta statliga konkurrenter. Bolaget konstaterar också att Trafikverket redan betalar lite mer för de jobb där Railcare använder sin MPV - och alltså därmed uppfyller nollutsläppskraven – något som förhoppningsvis kan öka framgent.

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

De nya finansiella målen:

- 800 mkr i omsättning 2027
- Rörelsemarginal överstigande 10%

Prognoser

De sänkta prognoser vi satte efter att de nya finansiella målen presenterades bekräftades inte av delårsrapporten för första kvartalet. Efter förnyade diskussioner med ledningen om kapitalstrukturen och dess förhållande till de nya målen, så kan vi ana att de senare är lågt hållna, även efter att vi nu justerar dem för den högre inflation som nu påverkar siffrorna och säkerligen också kommer att göra så framöver.

Att stora investeringar kommer att behövas av skäl som diskuterats ovan råder det ingen tvekan om egentligen, men vi tror knappast längre att de kommer vara av en sådan storleksordning och finansierade på ett sådant sätt att 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. 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 sitter på en jättekassa, redo att delas ut till aktieägarna.

Omsättning

Mot bakgrund av resonemanget ovan så justerar vi upp våra omsättningsprognoser lite grann för kommande år så att vi åtminstone kompenserar för inflationen, med 3% för innevarande år, 2% för 2024 och 1% därefter. Utöver det så finns alltså ytterligare tillväxtpotential i t ex

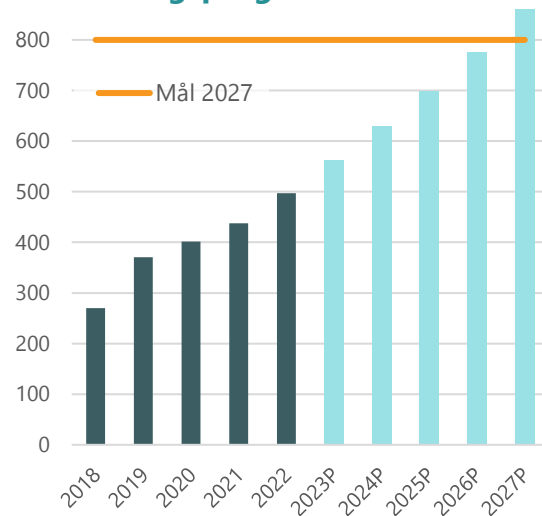
- extern försäljning av MPVn,
- utökad kapacitet i lokverkstaden, och
- ytterligare genombrottskontrakt à la Kaunis Iron,

möjligheter som vi väljer att inte ta med i prognoserna ännu då det fortfarande är ”fåglar i skogen”.

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 skriver.

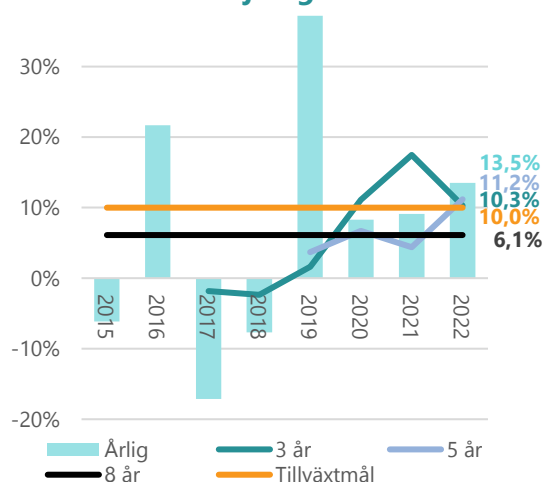
Entreprenad Sverige har sedan andra kvartalet ifjol kommit upp till vad som betecknas som en normal nivå efter en svacka under ett par år. Det är en kombination av flera positiva faktorer, främst en fortsatt hög efterfrågan och beläggning inom [liningverksamheten](#) både vad gäller tillståndsbedömningar och trumrenoveringar, men också snöröjningsprojektet som inleddes under Q4. I närtid, Q2, så förväntas entreprenadverksamheterna återstarta ordentligt igen, om än att den kalla väderleken under första halvan av april bromsade igångsättningarna. Våra förhoppningar på sommarsäsongen finner grund i bl a

Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Historisk Försäljningstillväxt



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

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

liningsverksamheten som omsatte lika mycket i Q4-22 som under hela 2021, nya förberedelsearbeten för spårbyten som nu bör komma igång för denna säsong samt en bättre framförhållning från Trafikverket i utläggningen av arbeten. Även på lite sikt gynnas Railcare av de goda lokala marknadsförutsättningarna och med en ytterligare konkurrensfördel i att kunna arbeta med lägre eller inga utsläpp.

Omorganisationen av Entreprenad Utland inklusive avvecklingen av verksamheten i Danmark under hösten bör ha förbättrat förutsättningarna för affärsområdet på sikt genom en sänkt kostnadsnivå, men resultatförbättringen under Q1 hänförs också till en högre efterfrågan och därmed beläggning. Efter alla motgångar under flera år behöver vi dock en varaktig förbättring från affärsområdet innan det påverkar våra prognoser och vi vågar åsätta det något värde.

Inom Transport Skandinavien så har vi fått en första känsla av den positiva påverkan från uppdraget med beredskapslok, som ju fortsätter flera år framöver och det nya LKAB-uppdraget som får full effekt från halvårsskiftet – då med tre omlopp per dygn som ifjol. Lokverkstan lär bidra minst lika mycket som tidigare då beläggningen är på rekordnivåer och efterfrågan stor. Tillväxten har varit fantastisk med 25%/år de senaste 5 åren och även om dagens affär kan få svårt att hålla den takten framöver så finns potential för positiva överraskningar om exempelvis ett betydande avtal kan tecknas med en större industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland.

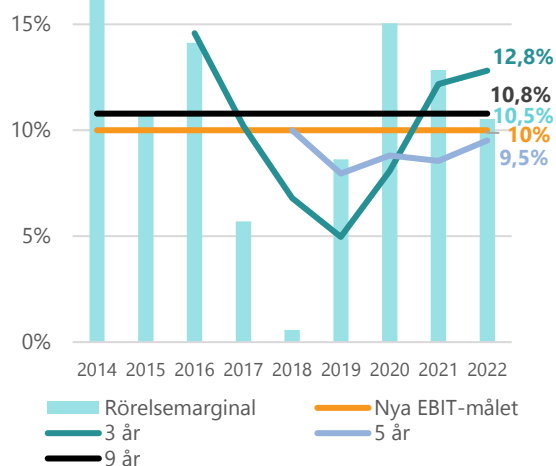
Maskin och Teknik arbetar för fullt med den nya MPVn med strömvagnare, MPVe, som ska bli färdig och testköras under hösten för att gå i full produktion nästa år. Förhoppningar finns om att den ska få ett genombrott utomlands också. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom [RailVac](#) 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 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 ljusa ut, och opåverkade av 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. Vi hamnar lite högre än bolagets mål om 10% i årlig omsättningstillväxt, men vi gör också en känslighetsanalys på den prognosen ur värderingshänseende nedan.

Kostnader

Mer generellt så är Railcare inte helt opåverkat av förändringarna i omvärlden. Även om kunderna betalar för bränslet och elen, och kontrakten är indexerade till KPI, så sker uppräkningsbara 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 när den faller tillbaka. Blir inflationen långvarigt hög så kommer bolaget att behöva kompensera sig

Rörelsemarginal



Även om den varierar en hel del mellan åren, så framstår ju inte heller rörelsemarginalmålet som särskilt aggressivt.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

för den. Den snabba inflationsökningen har också haft en negativ påverkan på marginalerna i de arbeten som görs i lokverkstaden till fast pris.

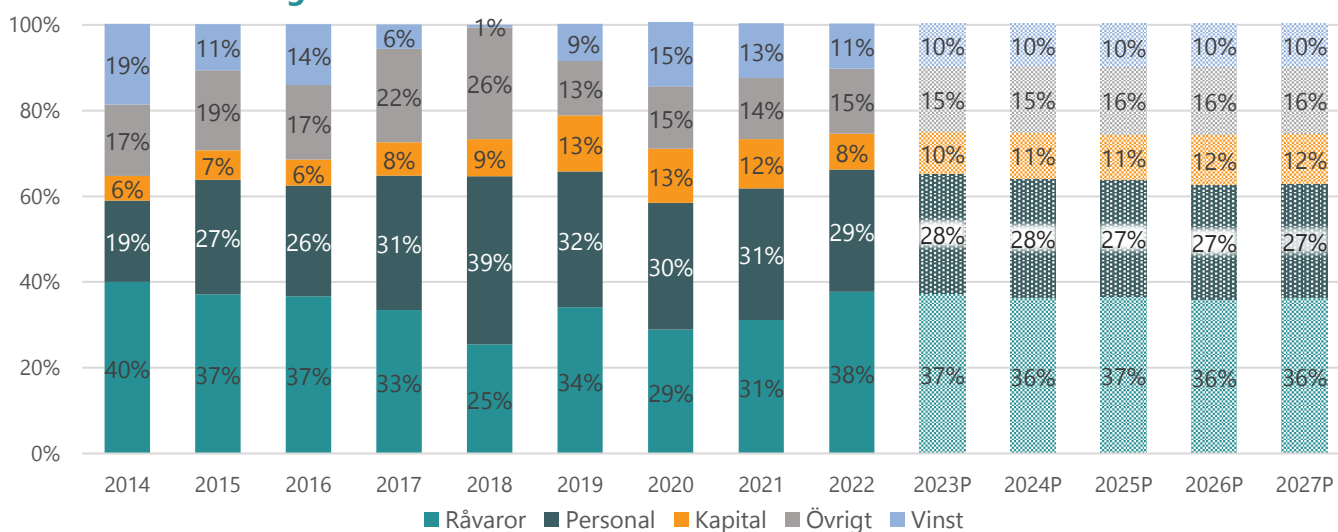
Utöver den förhoppningsvis övergående inflationseffekten som inte bara drabbar Railcare utan branschens aktörer generellt, finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen skulle ha förändrats nämnvärt från tidigare. Förädlingsvärdet är generellt sett högt, så eventuella 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 något, 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 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 naturligtvis 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 betydligt med den aviserade investeringspuckeln under kommande år, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen. Ändå siktar bolaget mot bibehållna marginaler, vilket är positivt.

Under andra halvåret förra året hade 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 ersätta de som är på service. Även om bolaget

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget

passade på att vidta dessa åtgärder under en lite mindre hektisk period så är det här en utveckling som vi får hålla ett litet öga på framöver.

Med en stor andel fasta kostnader blir därför beläggningen avgörande för marginalerna på kort sikt. Den varierar ju över tid, men är svår att prognosticera. På entreprenadsidan är det beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket. 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.

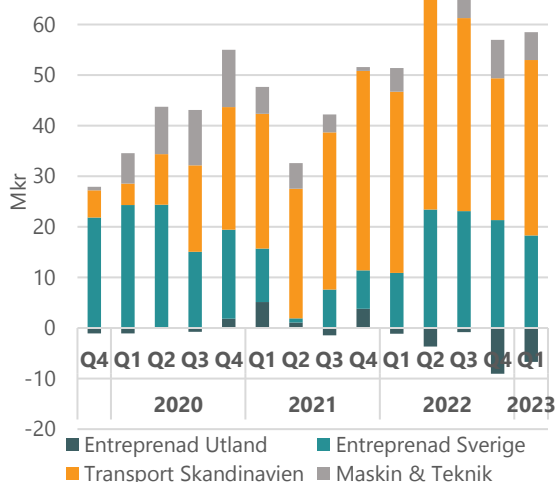
Svaret har blivit att Railcare arbetar mera med att hyra lok och med att se till att personalen har så bred utbildning som möjligt för att kunna hoppa in på flera olika ställen. Ett led i detta har exempelvis varit att alla operatörer inom Entreprenad Sverige och Entreprenad Utland under sista kvartalet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

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. Det bästa exemplet är Railcares genombrotskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet från omlastningsstationen i Pitkäjärvi till hamnen i Narvik. Även Trafikverkets förnyelse av snöröjningskontraktet till 2025 värt 40 mkr per år är på samma sätt värdefullt, om än att det är säsongbundet. Dit räknas också beredskapsloken samt lokverkstadens nya order på att uppgradera och anpassa 28 lok under 2022-2024 åt lokuthyrningsföretaget Nordic Re-Finance.

Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	353	293	270	371	401	438	497	547	601	662
Övrigt Intäkter	3	4	7	9	20	15	15	16	18	20
Kostnad sålda varor	-189	-161	-142	-177	-181	-204	-269	-293	-318	-355
Bruttoresultat	167	136	135	203	241	249	243	270	301	326
Personal	-92	-93	-108	-120	-125	-139	-146	-158	-173	-185
Övriga rörelsekostnader	-4	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3
Resultat före avskrivningar (ebitda)	71	40	26	82	114	108	95	109	126	138
Avskrivningar	-22	-23	-24	-50	-53	-52	-43	-55	-66	-73
Rörelseresultat (ebit)	50	17	2	32	60	56	52	55	59	66
Finansnetto	-5	-5	-5	-6	-5	-4	-5	-12	-15	-10
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	45	12	-4	27	56	52	47	43	44	56
Skatter	-10	-3	2	-6	-12	-11	-10	-9	-9	-11
Nettoresultat	35	9	-1	21	44	41	37	34	35	44

Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

Värdering

Tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien ligger på en kassaflödesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och stämmer 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 2,5%, och adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Till det kommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi bedömer till ca 3%. Med avrundning uppåt landar vi totalt på 12%. Det är relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar både en 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 av 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 adderar alltså lite på bolagets egna förväntningar om 10% omsättningstillväxt under de närmaste 3 åren och mot bakgrund av de investeringar bolaget nu kommer att göra för att lägga grunden för åren därefter, så utgår vi ifrån att 10% tillväxttakt nås 2026 och åren därefter. Med tanke på dels hur det har sett ut historiskt, dels att bolaget går in i en period av tunga investeringar, men samtidigt kan jämna ut beläggningen en aning med tilltagande storlek, så lägger vi vårt marginalantagande på drygt 11% för 2023 som sjunker ner mot bolagets mål om 10% och i linje med historiskt uppnådda nivåer. Om vi vid prognosperiodens slut, år 2028, försiktigtvis antar att aktien handlas till P/E 10, så får vi en motiverad kurs på drygt 22:-. Med ett högre antaget P/E-tal 2028 stiger givetvis den motiverade kursen, t ex drygt 25 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 likartade förhållanden så blir den motiverade kursen knappt 34 kronor vid ett antaget P/E-tal om 10 år 2035 och drygt 36 kronor vid P/E 12. I den klassiska terminalvärdesmodellen motsvarar det en evig tillväxt om 8,8% resp 9,3% efter 2035.

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 kan försvara sin plats i en diversifierad aktieportfölj ändå.

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

Med bolagets femårshorisont

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	18	17	16	16	15	15	14
7	19	19	18	17	17	16	15
8	21	20	20	19	18	17	17
9	23	22	21	21	20	19	18
10	25	24	23	22	21	20	20
11	27	26	25	24	23	22	21
12	29	28	26	25	24	23	23
13	31	29	28	27	26	25	24
14	32	31	30	29	27	26	25
15	34	33	32	30	29	28	27
16	36	35	33	32	31	29	28
17	38	36	35	33	32	31	30
18	40	38	37	35	34	32	31

Om bolaget når sina mål om 10% rörelsemarginal och 10% 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 kan komma att handlas till efter de fem åren.

Källa: Analysguiden

På längre sikt

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	36	33	30	28	26	24	22
7	38	35	32	29	27	25	23
8	40	36	33	31	28	26	24
9	42	38	35	32	30	27	25
10	44	40	37	34	31	28	26
11	46	42	38	35	32	30	27
12	48	43	40	36	33	31	28
13	49	45	41	38	35	32	29
14	51	47	43	39	36	33	30
15	53	49	44	41	37	34	31
16	55	50	46	42	39	35	32
17	57	52	48	43	40	36	33
18	59	54	49	45	41	38	34

Om bolaget fortsätter nå 10% rörelsemarginal och 10% omsättningstillväxt under de efterkommande åtta åren (efter 2027), så blir motiverad kurs idag klart högre.

Källa: Analysguiden

vara enkla och används därför, varför vi inkluderar ett par av dem här:

- Innevarande års P/E-tal hamnar på 10. Det framstår inte som särskilt dyrt med de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på drygt 9,5 för 2023p.
- EV/Sales, däremot, störs 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 mars uppgick det egna kapitalet per aktie till 10,48 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 1,7 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på drygt 15% 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 13:50, 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.

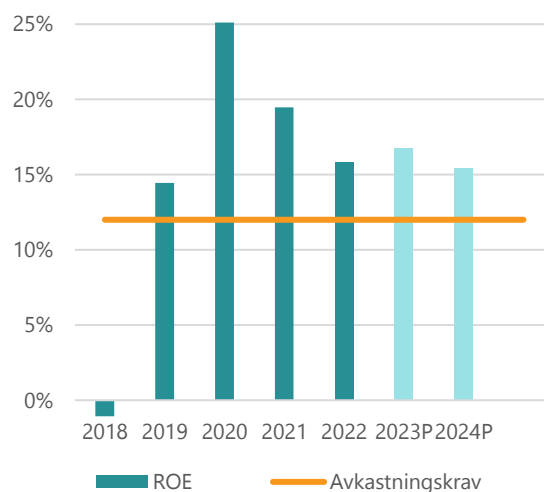
Slutsatser

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

- Vi har använt ganska konservativa antaganden: Samma reala tillväxt och marginaler framöver som historiskt, trots tydligt ökade investeringar och en marknad som skjuter fart, inte minst lokalt.
- Det finns potential i maskinförsäljning externt som vi inte tagit hänsyn till.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som passar bra i nuvarande osäkra marknadsklimat.
- 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

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 1,7 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

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 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 säkra alternativ, 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 bättre 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.

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 men 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 avhängig 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 i 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 den splitter nya 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 ifjol användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. Till hösten kommer 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

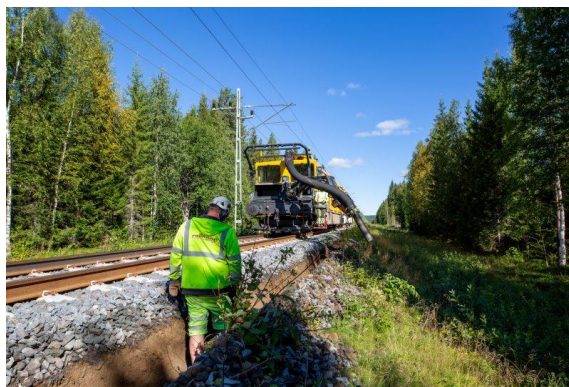
Railcare vinnlägger sig om en platt organisation med korta beslutsvägar och decentraliserat operativt beslutsfattande. På svenska betyder det att personalen ute på fält har befogenhet och kompetens att lösa problem som uppstår och att bolagets overheadkostnader reduceras. De anställda växer med ansvaret,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

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

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

Ny VD sedan hösten 2021 är 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 nu 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	1 236 162	5,1%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	868 103	3,6%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
HSBC Bank PLC	600 000	2,5%
Mikael Gunnarsson	485 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	406 139	1,7%
Harry Markku Sjöblom	268 697	1,1%
Torsten Germund Dahlqvist	267 341	1,1%
De tio största ägarna	14 393 824	59,7%
Övriga ägare	9 730 343	40,3%
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 under 50%. I kombination med ett börsvärde under en halv miljard kronor, blir likviditeten i aktien hämmad. Medianvolymen för en börsdag är senaste året ca 6,8 tusen aktier, eller knappt 129 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 sk ”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