

Railcare tuffar på bra

Starkt kvartal för huvudverksamheterna

Railcares omsättning ökade med nästan 40% från det svaga andra kvartalet ifjol till 127 mkr (91) andra kvartalet i år, främst tack vare affärsområdena Entreprenad Sverige och Transport Skandinavien.

Entreprenad Sverige passerade för första gången någonsin 50 mkr i omsättning för ett enskilt kvartal och mer än dubblade försäljningen till 51,9 mkr (23,7) under andra kvartalet och fjolårets Q2-förlust byttes mot en nettomarginal om 10,5%. Förbättringen har flera orsaker, t ex en tidig säsongsstart, bättre framförhållning i beställningarna av kabelsänkningar och ballastbyten inför kommande spårbyten, och ökat behov av tillståndsbedömningar och trumrenoveringar efter ökat fokus på avvattning från kunden Trafikverket.

Efter hacket i kurvan för Transport Skandinavien under första kvartalet i år kom LKAB-kontraktet tillbaka från 1a april och året ut, och dessutom på två sträckor mot tidigare en, vilket resulterade i ett omsättningsrekord för ett andra kvartal och en nettomarginal om hela 14,8%, trots färre entreprenadtransporter som förväntat.

Sorgebarnet är fortsatt Entreprenad Utland med nästan halverad omsättning och dubblad förlust jämfört med andra kvartalet i fjol. Railcare har dock fått till ett nytt 2-årigt ramavtal med Storbritanniens Network Rail, med bl a justerade priser.

Den lite svårprognosticerade verksamheten Maskin & Teknik med stor intern försäljning, ökade omsättningen till 23,3 mkr (19,8), varav 3,4 mkr externt (11,9), men tappade i resultat efter finansiella poster till 1,5 mkr (2,7).

Alla mål nås – och uppdateras?

De finansiella målen har passerat bäst-före-datum. Omsättningen når det medellånga målet redan i år och framför allt soliditetsmålet behöver ändras eller förklaras. Antingen anpassas kapitalstrukturen efter det existerande målet eller så förklarar styrelsen varför man under lång tid skjuter högt över målet. Bådadera vore bra för aktien men det mest kittlande vore om expansionsplaner lurar i vassen.

Prognoser och värdering

Vi justerar upp våra konservativa prognoser lite grand, framför allt för innevarande år, men också något för kommande år, främst mot bakgrund av att Transport Skandinavien har fortsatt god underliggande tillväxt och att Entreprenad Sverige visar en bra ny normalnivå efter Covid-på såväl omsättning som marginal.

Våra beräkningar visar en klar uppsida i aktien till minst 25 kr i en kassaflödesanalys, men man behöver inte gå längre än till P/E-talet för innevarande år för att se en bra risk/reward i en så konjunktur-okänslig verksamhet. Aktien är även ett bra ställe att gömma sig i en turbulent tid och om bolaget bara kunde släppa på handbromsen i kapitalstrukturen så skulle potentialen synas ännu tydligare.

Railcare Group AB

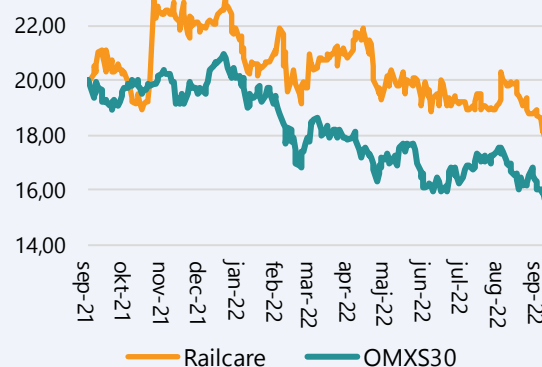
Rapportkommentar - Q2 2022

Datum 22 september 2022
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Järnväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande	Anders Westermark
Vd	Mattias Remahl
Noteringsår	Nasdaq 2018 (First North 2012)
Listing	Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker	RAIL
Aktiekurs, 22/9 2022	17,88 kr
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, mkr	431
Nettoskuld, mkr	179
Företagsvärde (EV), mkr	610
Webbplats	www.railcare.se

Aktien senaste året



Källa: NasdaqOMX

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	438	504	534	566
Bruttoresultat	249	264	285	304
Rörelseres. (EBIT)	56,2	62,6	63,1	64,6
Resultat f. skatt	51,7	59,4	59,7	61,0
Nettoresultat	40,5	46,6	46,8	47,8
Vinst per aktie	1,68 kr	1,93 kr	1,94 kr	1,98 kr
Utd. per aktie	0,60 kr	0,70 kr	0,80 kr	0,90 kr
Omsättningstillväxt	9,1%	15,0%	6,0%	6,0%
Bruttomarginal	56,8%	52,5%	53,4%	53,7%
Rörelsemarginal	12,8%	12,4%	11,8%	11,4%
Nettoskuld/eget kap.	0,8	0,7	0,6	0,6
Nettoskuld/ebitda	0,7	0,7	0,6	0,6
P/e-tal	10,6	9,3	9,2	9,0
EV/EBIT	10,9	9,7	9,7	9,4
EV/omsättning	1,4	1,2	1,1	1,1
Direktavkastning	3,4%	3,9%	4,5%	5,0%

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 hos den tunga industri som nu etablerar sig där.

Bolaget är specialiserat på trånga miljöer med hög känslighet för avgaser och buller, som t ex 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 och ett stigande hållbarhetsfokus. Höjningar av råvarupriser får därmed heller inte annat än marginell påverkan på resultatet och inte ens räntehöjningar förväntas få 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 hänförliga till såväl maskiner som personal. Det betyder att hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå är nyckeln till att kunna optimera kapitalstrukturen så användningen av dyrt eget kapital kan minskas.

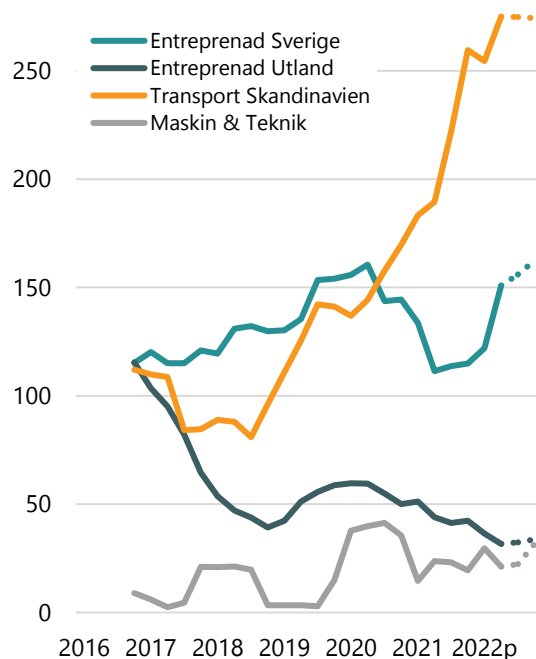
Prognostiserar stark tillväxt men viss osäkerhet

Även om vi håller igen på tillväxtantagandena trots gynnsamma utsikter, försiktighetsvis antar lite lägre marginaler än de senaste ganska starka åren och utan att ta hänsyn till den förbättringspotential som finns i flera delar, så motiverar redan idag resultat- och kassaflödesutvecklingen en högre kurs på aktien.

Det som kan verka hämmande på kursen är dels ett lågt börsvärde med en låg free-float vilket ger en låg likviditet i aktien, dels vad som framstår som en ineffektiv kapitalstruktur givet vad vi vet om strategin framöver.

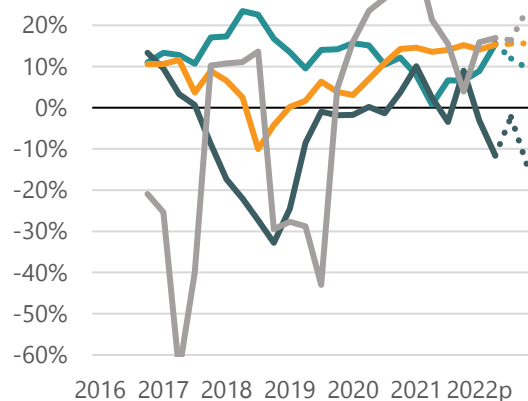
Trots detta är aktien klart intressant på dessa nivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat som nu, och till det kommer potentialen i att jämna ut beläggningen och få fart på produktförsäljningen och utlandsverksamheten.

Rullande 12m omsättning

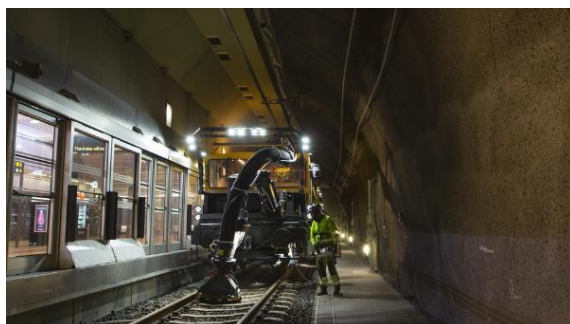


Källa: Bolaqet, Analysguiden

Rullande 12m marginal



Källa: Bolaqet, Analysguiden



Spårarbeten i Citytunneln i Stockholm. Railcares specialitet är arbeten i trånga utrymmen känsliga för buller, damm och avgaser.

Resultat & Prognoser

Omsättning

Bakgrunden för omsättningsprognosen är den underliggande tillväxten för järnväg generellt, accentuerad av starkare förväntningar i Norrland än för landet i övrigt. Satsningar för närmare 1000 miljarder planeras nu i Norrland, i huvudsak inom tung industri vilket gynnar järnvägen. Detta förväntas gynna Railcare specifikt med sin lokala förankring, unika produkter och med den flexibilitet som är inbyggd i organisationen.

Smolken i den glädjebägaren är variationerna i efterfrågan. På entreprenadsidan är det beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket. På transportsidan är det tvärtom variationer i transportbehov som i många fall inte ens transportköparen råder över, som t ex mängden koncentratproduktion vilken i sin tur påverkas av exempelvis metallhalter i malmen. Det här var kännbart för Railcare när LKAB inte förnyade transportkontraktet för första kvartalet i år, utan först för andra kvartalet vilket resulterade i ett nollresultat för affärsområdet under Q1.

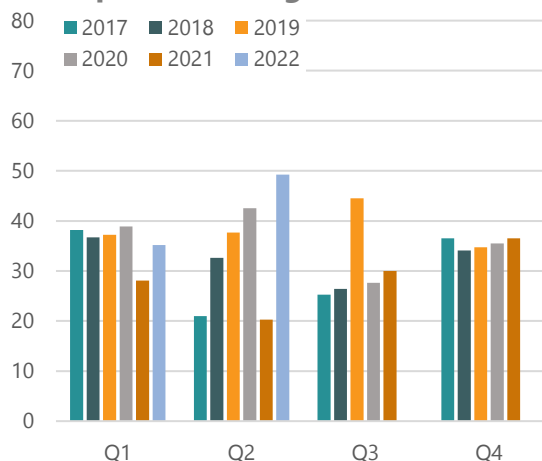
På så sätt är de långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Det bästa exemplet är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmen från omlastningsstationen i Pitkijärvi 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.

På papperet borde Railcares kompetens inom bolagets entreprenadnischer kunna komma till sin rätt även utomlands. Det är dock svårt att spåra den potentialen – åtminstone på ett konsekvent och lönsamt sätt – i den historiska bilden. Entreprenadverksamhet på marknader utanför Skandinavien har gått trögt och lönsamheten har lyst med sin frånvaro även i Storbritannien där de största ansträngningarna gjorts. Företagsledningen fortsätter dock att hävda att potentialen finns och den asiatiska marknaden lockar, men det ligger förmodligen flera år framåt i tiden och inget vi räknar med i våra prognoser.

På samma sätt borde Railcares innovativa produkter vara intressanta utomlands. 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 kan ta vid. 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

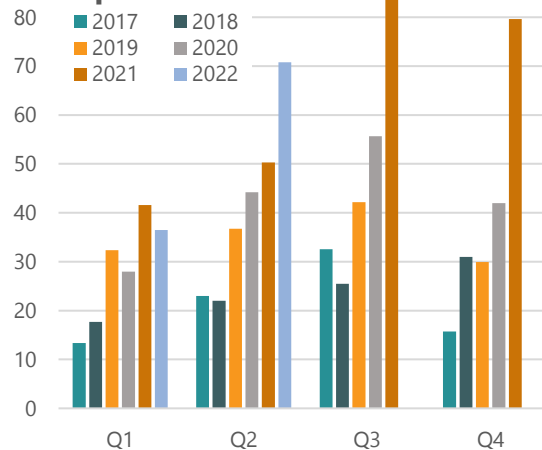
Säsongvariationer

Entreprenad Sverige



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

Transport Skandinavien



Källor: Bolaget

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 räknar vi med att målet om en halv miljard i omsättning nås i år och för åren därefter förväntar vi oss i vårt försiktiga huvudscenario en omsättningstillväxt runt 6%, men vi gör också en känslighetsanalys på den prognosen ur värderingshänseende och är snarast beredda att revidera upp den vartefter.

Kostnader

Det finns inga indikationer på att kostnadsbilden som andel av tillgänglig kapacitet skulle ha förändrats nämnvärt från tidigare år. Höjda energipriser får mycket begränsad påverkan då Railcare dels har kontrakt där kunden betalar bränslet, dels har sådana jobb där denna post utgör en liten del av totalen. Höjningarna till trots, jobben måste göras ändå. I övriga delar är förädlingsvärdet högt, så eventuella höjda kostnader för övriga råvaror får endast marginellt genomslag på resultatet.

Personalkostnaderna förändras inte heller stort utan följer branschen, där Railcare ändå ligger lite ovanför genomsnittet. Löpande säkerhetsutbildningar, certifieringar, rekryteringskostnader, mm kan förväntas ligga på samma andel av försäljningen som historiskt.

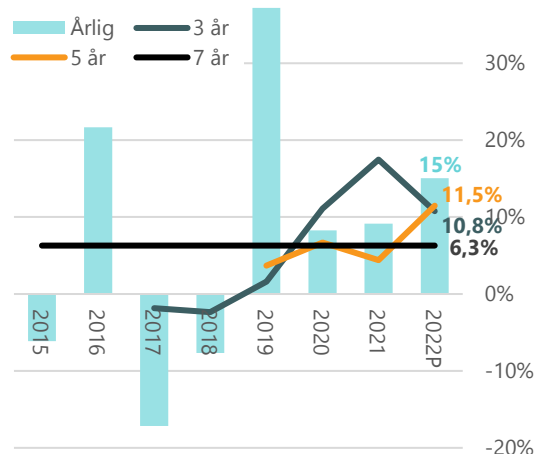
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög, men dels är räntorna ännu inte höga, dels är självfinansieringsgraden nära 200% för de tre senaste åren i genomsnitt. Bland annat av dessa skäl förväntas inte kostnadsmassan och därmed marginalerna påverkas meningsfullt framöver, även om det givetvis får en effekt på lönsamheten att soliditeten tillåtit stiga så högt över ledningens mål – ca 40% mot en medelfristig målsättning om 25%.

Sammantaget ser vi inga stora strukturella förändringar på kostnadssidan ligga i korten. En joker i leken är inflationen, men den förväntas bara till en mindre del påverka de nominella siffrorna avseende intäkter och kostnader, men egentligen inte alls på ett nämnvärt sätt marginalerna. Den riktigt stora frågan är därför beläggningen som ju varierar över tid, men är svår att prognosticera.

Resultaträkning (Mkr)

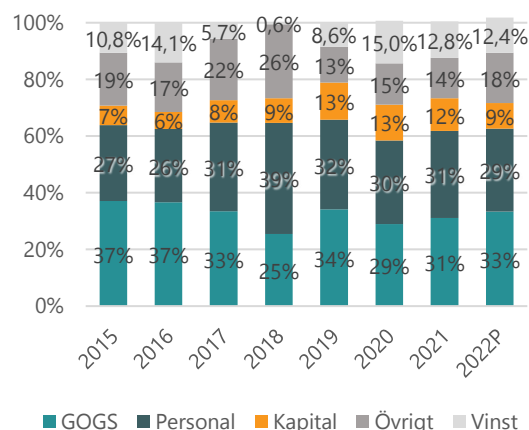
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	353	293	270	371	401	438	504	534	566	600
Övrigt Intäkter	3	4	7	9	20	15	18	21	21	22
Kostnad sålda varor	-189	-161	-142	-177	-181	-204	-258	-270	-283	-298
Bruttoresultat	167	136	135	203	241	249	264	285	304	325
Personal	-92	-93	-108	-120	-125	-139	-151	-166	-178	-192
Övriga rörelsekostnader	-4	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-3
Resultat före avskrivningar (ebitda)	71	40	26	82	114	108	111	117	123	130
Avskrivningar	-22	-23	-24	-50	-53	-52	-48	-53	-58	-64
Rörelseresultat (ebit)	50	17	2	32	60	56	63	63	65	66
Finansnetto	-5	-5	-5	-6	-5	-4	-3	-3	-3	-4
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	45	12	-4	27	56	52	59	60	61	62
Skatter	-10	-3	2	-6	-12	-11	-13	-13	-13	-13
Nettoresultat	35	9	-1	21	44	41	47	47	48	48

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

De finansiella målen...

Railcare har sedan länge nått över två av sina finansiella mål – en rörelsemarginal över 10% (Q2: 10,2%, helåret 2021: 12,8%) och en soliditet över 25% (Q2: 39,3%, 2021: 39,6%) – medan det tredje målet, en omsättning på 500 mkr med stor sannolikhet nås i år. Att höja omsättningsmålet borde vara enkelt, medan marginalmålet dels är politiskt känsligt, dels inte är något som på samma sätt trendar uppåt över åren som t ex omsättningen gör för de flesta bolag. På grund av främst fluktuationer i beläggningen så kommer också marginalen att variera över tid, men har sedan 2019 legat stabilt över målet. Som det är nu ligger med andra ord ribban för lågt och det behöver hanteras så att marknaden förstår.

...och kapitalstrukturen

Soliditetsmålet framstår som det mest märkliga: Målet om 25% har överträffats med råge många år bakåt i tiden och ligger nu runt 40%. Ribban ligger med andra ord inte ens på ingångshöjd, utan snarare på marken. Det går inte att låta bli att fundera över skälen till det: Antingen anser styrelsen att verksamheten verkligen behöver så mycket reserver som dagens soliditet innebär, antagligen för att man har gjort bedömningen att verksamheten är så volatil över tid, med stora fasta kostnader för maskiner och personal samtidigt som utläggningen av arbeten främst från Trafikverket varierar kraftigt och med kort förvarning. Om så är fallet bör målet höjas och utgöra en fast punkt att styra mot för ledningen, men då inställer sig frågan varför det inte har gjorts tidigare i så fall.

Om å andra sidan styrelsen är nöjd med målet, att de operativa riskerna inte har ökat sedan målet en gång lades fast, så måste styrelsen själv agera därefter. Även om räntebotten har missats så upplåningen nu är dyrare, så är fortfarande kostnaden för lånat kapital väsentligt lägre än för pengar från aktiemarknaden (eget kapital). Det finns 150 mkr i balanserade vinstmedel i balansräkningen. För att nå 25% soliditet skulle en engångsutdelning om 100 mkr, eller 4kr per aktie, kunna delas ut, alternativt att utdelningspolicyn höjs, eller en kombination. Ännu mer kittlande vore ju om resurserna har sparats för planer för expansion som ännu inte kommunicerats. Den kommande lågkonjunkturen borde kunna öppna upp för sådana möjligheter till en vettig kostnad för den som har resurser. En förbättrad kapitalstruktur skulle också förbättra lönsamheten på eget kapital och göra aktien mer attraktiv.

Oavsett vilket, så behöver styrelsen kommunicera hur man ser på saken och bekräfta eller uppdatera soliditetsmålet, vidta nödvändiga åtgärder i linje därmed och även meddela dessa till marknaden. Nuvarande situation lämnar externa bedömare med för många frågetecken och framstår som slarvigt eller i bästa fall försiktigt i överkant vilket är dyrt.

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.

Finansiella mål:

Railcare har som ambition att på medellång sikt nå följande finansiella mål:

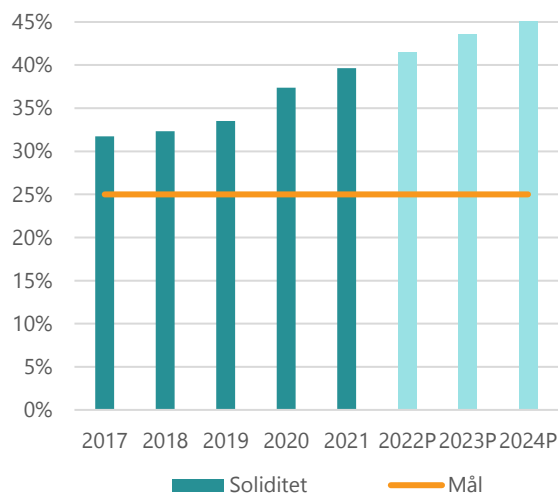
Omsättning: 500 mkr (2021: 438 mkr)

EBIT-marginal: 10% (2021: 12,8%)

Soliditet: 25% (2021: 39,6%)

Källa: Bolaget

För hög soliditet?



Källa: Bolaget

Vi kompletterar den med enkla multipelmått och stämmer av värderingen av det egna kapitalet mot räntabiliteten på detsamma. Dessa är visserligen en-periodsmått och har därmed svårare att ta höjd för bolagets tillväxt annat än som tumregler, men tillför ändå ett visst värde. Vi tittar också helt kort på en variant av Gordons formel för värdering utgående från utdelningarna, som ger ett liknande värde.

En relativvärdering hade också kunnat vara av värde, men avsaknaden av tillräckligt näralliggande jämförbara bolag, gör denna metod mindre intressant. Jämförelsen skulle då riskera att hamna på 'annan tung industri', men inte spegla de speciella förutsättningarna för Railcare och i värsta fall riskera att bli missvisande.

Kassaflödesvärdering

För att beräkna värdet på aktien behöver vi bedöma en rimlig kapitalkostnad eller avkastningskrav för det egna kapitalet i bolaget. Där utgår vi från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag 2%, och adderar den allmänt vedertagna generella riskpremie för aktieinvesteringar ex ante om 6%. Till det kommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi bedömer till 3%. 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.

Med avkastningskravet fastställt så kan vi börja diskontera framtida pengaflöden för att bilda oss en uppfattning av aktiens värde idag. Det finns flera olika modeller för att göra detta och i Railcares fall befinner det fria kassaflödet hänförligt till eget kapital (FCF to equity) som en lämplig bas. I den använda modellen, som på klassiskt sätt består av en prognosperiod följt av ett terminalvärde, har vi varierat prognosperiodens längd under vissa enkla antaganden om tillväxt i omsättning, en rörelsemarginal på sikt nära bolagets egna mål om 10% för densamma, kapitalanvändning, mm.

Beläggningen är en oerhört viktig faktor som direkt avspeglas i marginalen. Den har tidigare år svängt mycket upp och ner, men stabiliserats de senaste 3 åren. Det är dock minst lika omöjligt för en extern betraktare som det är för bolaget att prognosticera beläggningen för kommande år, mot bakgrund av marknadssituationen. Givet att vi läser marginalen långsiktigt till bolagets mål om 10%, är de två andra parametrar som påverkar värderingen i särklass mest, omsättningstillväxten och avkastningskravet. Med ganska konservativa antaganden om 6% omsättningstillväxt och ett avkastningskrav på 11% skulle vi landa på en uppsida för aktiekursen på 30%. Givet en ökad stabilitet i affärsvolymerna av allt fler långa kontrakt har vi lite högre marginaler i vårt huvudscenario och därmed en lite högre motiverad kurs.

I tabellerna intill framgår motiverad kurs för olika avkastningskrav (=diskonteringsränta) och antaganden om framtida försäljningstillväxt, givet en rörelsemarginal (EBIT) om 10% respektive 12%. Enkelt uttryckt ger en procentenhets förändring på någon av de tre parametrarna en förändring av motiverad kurs på ca 2 kr (± en femtiöring).

DCF-kalkyl, 10% EBIT-marginal

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->							
		8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
Oms.tillväxt v ---	0%	22	20	19	18	16	16	15
	1%	24	22	20	19	17	16	15
	2%	25	23	21	20	18	17	16
	3%	27	24	23	21	20	18	17
	4%	28	26	24	22	21	19	18
	5%	30	27	25	23	22	20	19
	6%	32	29	27	25	23	22	20
	7%	34	31	29	26	25	23	22
	8%	36	33	30	28	26	24	23
	9%	38	35	32	30	28	26	24
	10%	41	37	34	32	29	27	26
	11%	43	39	36	33	31	29	27
	12%	46	42	39	36	33	31	29

Känslighetsanalys på motiverad kurs med bolagets marginalmål utifrån olika antaganden om omsättningstillväxt och använd diskonteringsränta.

Källa: Analysguiden

DCF-kalkyl, 12% EBIT-marginal

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->							
		8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
Oms.tillväxt v ---	0%	26	24	22	21	20	18	17
	1%	28	26	24	22	21	19	18
	2%	30	27	25	23	22	21	19
	3%	31	29	27	25	23	22	20
	4%	33	31	28	26	24	23	22
	5%	35	32	30	28	26	24	23
	6%	38	34	32	29	27	26	24
	7%	40	36	34	31	29	27	25
	8%	42	39	36	33	31	29	27
	9%	45	41	38	35	32	30	28
	10%	48	44	40	37	34	32	30
	11%	51	46	42	39	36	34	32
	12%	54	49	45	42	39	36	34

Känslighetsanalys på motiverad kurs med en marginal i närheten av de senaste årens, utifrån olika antaganden om omsättningstillväxt och använd diskonteringsränta.

Källa: Analysguiden

Multipelvärdering

Som nämnts ovan är multipelmått enperiodsmått, vilket är en betydligt ”fattigare” modell än en kassaflödesanalys. De fångar inte dynamiken i bolagsutvecklingen som en DCF-kalkyl kan göra. De är dock enkla och därför ofta använda och presenteras också för flera år framåt, varför vi inkluderar ett par av dem här:

- Innevarande års P/E-tal om knappt 10 är nästan utmanande lågt. Det motsvarar en så kallad earnings yield på över 10%, alltså den direktavkastning en investerare skulle erhålla om bolaget delade ut hela nettovinsten. Det kommer vid en jämförelse med vårt avkastningskrav på eget kapital om 11% upp något kort, men vägs mer än väl upp av tillväxten i bolaget och övrig potential som finns och inte reflekteras i måttet.
- Om vi tittar på EV/EBIT så ligger det på 10, även det långt ifrån utmanande.

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.

Andra värderingsmodeller

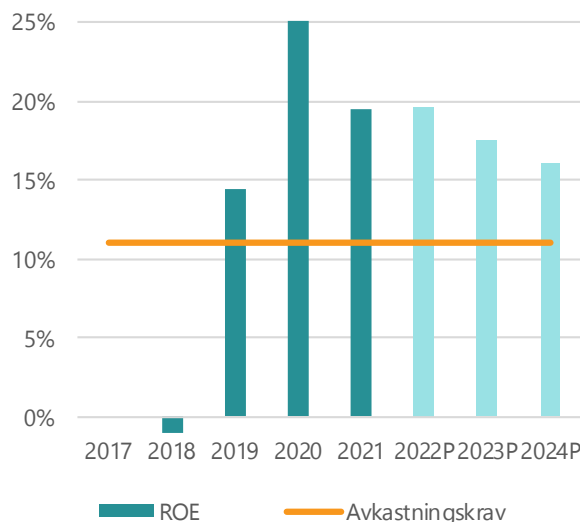
Gordon's formel utgår ju från vad som faktiskt tillkommer en aktieägare i form av reda pengar, det vill säga aktieutdelningen (inräknat eventuella engångsutdelningar och aktieåterköp). Med en variant av denna, med 6% antagen omsättningstillväxt och 10% rörelsemarginal (EBIT), där vi låter utdelningsandelen växa från dagens 1/3 av nettovinsten ända upp till 100% vid prognosperiodens slut, varefter ”evig” tillväxt antas till 6%, ger ett värde om närmare 30 kr med samma diskonteringsränta som ovan.

En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista mars i år uppgick det egna kapitalet per aktie till 9,23 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på knappt två gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på knappt 20% för 2021 och knappt 15% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11%, och då når man inte hela vägen upp till dagens börskurs. Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett lägre värde, men två förefaller sannolika: 1/ Modellen är också en en-periodsmodell 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

Dagens aktiekurs prisar in en nolltillväxt när vi använder lämpliga värderingsmetoder. Det indikerar en tydlig uppsida och tillväxten har på längre sikt legat strax över 6%, medan den på senare år snarare har legat kring 10%, vilket reflekterar framgångarna inom Transport Skandinavien och återhämtningen för Entreprenad Sverige efter Covid. Branschen gynnas också av ökade miljöhänsyn och

Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

stora satsningar på tung industri, inte minst i Norrland. Om vi försiktigtvis bara skulle räkna med 6% omsättningstillväxt, marginaler som sjunker tillbaka ner till målet om 10% på EBIT-nivå och ett avkastningskrav om 11%, så kan vi räkna hem en aktiekurs på 25 kr.

Ytterligare potential finns i att

- etablera sig på en högre omsättningstillväxt.
- hitta sätt att jämna ut beläggningen.
- få bolaget att gå på alla cylindrar:
 - få fart på utlandsverksamheten eller lägga ner.
 - skruva upp tempot i produktförsäljningen inom Maskin & Teknik
- arbeta med kapitalstrukturen för att få en bättre finansiell hävstång.
- få upp free-floaten och likviditeten i aktien.

Ytterligare indikationer på ett par av punkterna ovan borde komma med en uppdatering av bolagets medelfristiga finansiella mål, där såväl soliditetsmålet (25%) som EBIT-marginalmålet (10%) sedan länge är uppnådda och omsättningsmålet (500 mkr) kommer att nås i år.

Det går heller inte att helt bortse från möjligheten att Railcare skulle kunna bli föremål för ett uppköp, även om nuvarande ägarstruktur med stabila händer som storägare inte underlättar en sådan affär.

Även utan potentialen beskriven ovan finns alltså ändå en uppsida på minst 30% i aktien idag enligt vår bedömning. Med en i grunden konjunkturokänslig och mogen bransch, mycket låg kostnadspåverkan från omvärldsfaktorer och en lönsam och lågt värderad verksamhet i utgångsläget, så borde också aktien ha begränsad fallhöjd, vilket den har visat under årets besvärliga investeringsklimat. Även om en tillfällig svacka skulle uppstå i beläggningen, och därmed resultatet, så bör båda ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare och ett ökande transportbehov på järnvägen.

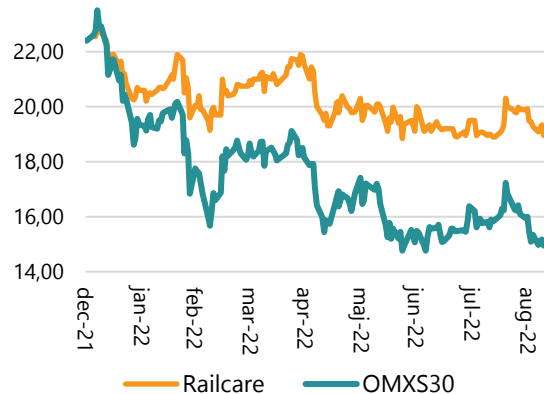
Risker

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 periodvis varit låg. Resultatet har därför varit ganska volatilt, och även om det varit lugnare under de senaste 2-3 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.

Kursutveckling hittills i år

Aktien stabil i turbulensen



Railcare har visat den stabilitet man kunde förvänta sig, även gentemot börsens storbolag. Den investerare som sedan årsskiftet haft pengarna i Railcare istället för i OMX 30 hade haft nästan 30% mer kvar idag.

Källa: Analysguiden

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 leasor 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 tar lång tid 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.

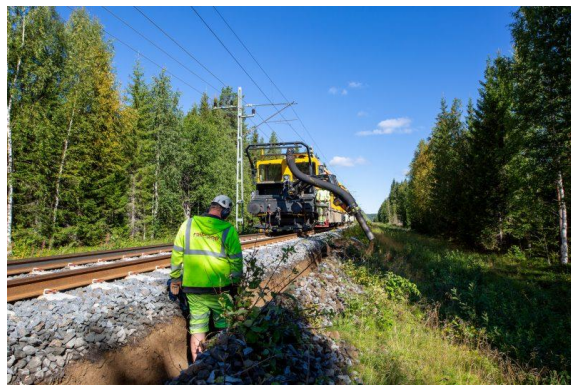
Entreprenad Sverige & Utland

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 jämn beläggning över tid.

Mycket av de stora jobben, inte minst vid nyanläggning utförs av de stora drakarna som 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 lös-

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

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

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

ningsorienterat 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.

Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste erhöles i april, 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 år hade man inget uppdrag från LKAB och inget annat uppdrag heller som tog dessa resurser i anspråk. Man kunde visserligen i någon mån sysselsätta sig med exempelvis snöröjning, men risken är att man står med dyra maskiner och personal man investerat mycket i som man inte vill friställa för en kortare period utan 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. 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 år. 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

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

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. Den minimerar också risken för skador på kablar som alltid löper i anslutning till rälsen och ca hälften av dess jobb är specifikt kabelsänkningar, än mer i UK.

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 bli 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.

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 användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt.

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 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.

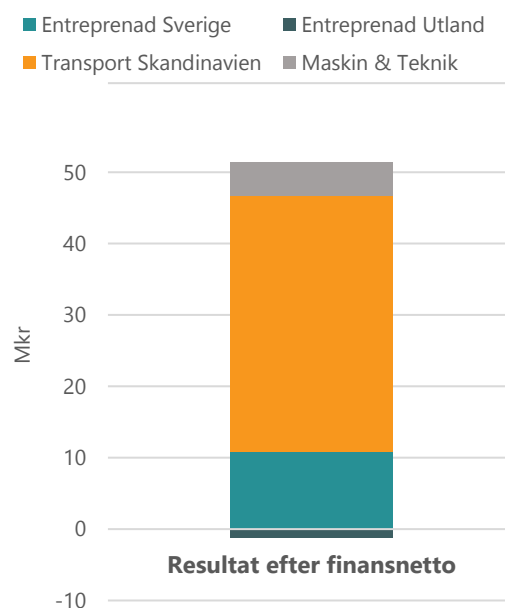
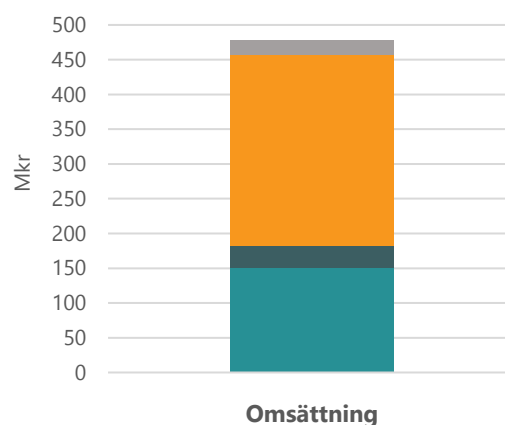
Organisation

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.

Affärsområdena senaste 12 mån



Transport Skandinavien har vuxit upp till att bli det dominerande affärsområdet, både i omsättning och ännu mer i resultat (EBIT).

Källa: Bolaget

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

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögörsliga 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 i höstas 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 bör även i övriga affärsområden kunna tillföra 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 grundar-händer, 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	2 415 000	10,0%
Ålandsbanken AB	1 222 989	5,1%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	834 159	3,5%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
HSBC Bank PLC	600 000	2,5%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	403 299	1,7%
Mikael Gunnarsson	360 000	1,5%
Emil Burén	276 711	1,1%
Torsten Germund Dahlquist	257 058	1,1%
De tio största ägarna	14 241 598	59,0%
Övriga ägare	9 882 569	41,0%
Summa	24 124 167	100,0%

Källa: Bolaget.

Malmtransport



Railcare kör Kaunis Irons malm de 22 milen från gruvan i Pitkijärvi 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

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 med stor sannolikhet under 50%. I kombination med ett börsvärde under en halv miljard kronor, blir likviditeten i aktien hämmad. Medianvolymen för en börsdag är ca 16,5 tusen aktier, eller till dagens kurs ca 330 tkr. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det att det tar tid att bygga en position och också att komma ur den, om inte en s.k "block trade" är möjlig. Det innebär att en småbolagspremie är klart motiverad vid värderingen av aktien.

Disclaimer

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

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

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

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader