

## Innovativ järnvägsspecialist i konservativ bransch

### Gör specialjobben ingen annan kan eller vill

Railcare är en nischaktör inom järnvägsunderhåll och transporter som lever på sin flexibilitet och uppfinningsrikedom i en konservativ bransch. Bolaget har sina rötter i utvecklingen av flera innovativa produkter för entreprenadarbeten, för egen räkning och delvis tillsammans med partners, där två exempel står ut:

- RailVac är som en gigantisk dammsugare som suger upp den makadam som syllar och räls vilar på, vilket krävs vid olika slags underhållsarbeten, varav ca hälften är kabelsänkningar.
- MPV är en alldeles nyligen släppt batterivagn – som en powerbank på räls – som kan användas tillsammans med RailVacen eller andra maskiner, när buller och avgaser från dieseldrift måste undvikas.

Kombinationen av de två användes exempelvis nu i mars på ett av MPVns första stora jobb, i Citytunneln under Stockholm där det givetvis är hög prioritet på att undvika avgaser och buller.

### Transport, den lysande stjärnan på senare år

De senaste 3-4 åren har dock transportaffären vuxit betydligt snabbare och har högre marginaler än entreprenad. Ett viktigt och för kunden helt vitalt kontrakt på hela 10 år med Kaunis Iron för malmtransporter från gruva till hamn bröt isen och visade att lilla Railcare inte bara kunde hantera ett sådant uppdrag bra, utan göra det så mycket bättre och lönsammare än de stora drakarna. Det har nu lett vidare till att bolaget också fått LKAB som återkommande kund. Hemligheten bakom kundnöjdheten ligger i bolagets företagskultur, med honnörsord som ansvarstagande, flexibilitet och yrkesstolthet, vilket också har möjliggjort en plattare och därmed effektivare och billigare organisation.

### Prognoser och värdering

Järnvägsbranschen utmärker sig inte för hög tillväxt, däremot för stabilitet. För en liten nischaktör kan dock timingen på enstaka stora uppdrag innebära ganska stora svängningar från ett kvartal till ett annat. Å andra sidan behöver inte omsättningstillväxten begränsas av marknaden, då det är lättare att växa på egna meriter. Det är också det som har gjort att bolaget nästan vuxit ifrån sina egna medelfristiga finansiella mål som nu känns nattståndna, vilket också reflekteras i våra prognoser. Värderingen återspeglar en låg tillväxt och hög kapitalbindning å ena sidan, mot en stabilitet och begränsad risk å den andra. Ändå ger den utrymme för en uppsida på ca 30% från nuvarande kurs, även i det sämre investeringsklimat vi nu befinner oss i. Med högre tillväxt än våra antagna 6%, optimerad kapitalstruktur eller jämnare beläggning finns ytterligare uppsida.

### Railcare Group AB

#### Initieringsanalys

Datum 14 juli 2022  
Analytiker Johan Voss-Schrader

#### Basfakta

Bransch Järnväg, underhåll & transporter  
Styrelseordförande Anders Westermark  
Vd Mattias Remahl  
Noteringsår Nasdaq 2018 (First North 2012)  
Listning Nasdaq Stockholm Small Cap  
Ticker RAIL  
Aktiekurs, 14/7 2022 19,16 kr  
Antal aktier, milj. 24,1  
Börsvärde, mkr 462  
Nettoskuld, mkr 179  
Företagsvärde (EV), mkr 641  
Webbplats [www.railcare.se](http://www.railcare.se)

#### Kursutveckling senaste åren



#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	438	464	492	522
Bruttoresultat	249	244	263	280
Rörelseres. (EBIT)	56,2	57,7	58,1	59,4
Resultat f. skatt	51,7	52,8	53,0	53,9
Nettoresultat	40,5	41,4	41,5	42,3
Vinst per aktie	1,68 kr	1,72 kr	1,72 kr	1,75 kr
Utd. per aktie	0,60 kr	0,60 kr	0,70 kr	0,80 kr
Omsättningstillväxt	9,1%	6,0%	6,0%	6,0%
Bruttomarginal	56,8%	52,5%	53,5%	53,7%
Rörelsemarginal	12,8%	12,4%	11,8%	11,4%
Nettoskuld/ eget kap.	0,8	0,7	0,7	0,6
Nettoskuld/ ebitda	0,7	0,7	0,7	0,6
P/e-tal	11,4	11,2	11,1	10,9
EV/EBIT	11,4	11,1	11,0	10,8
EV/omsättning	1,5	1,4	1,3	1,2
Direktavkastning	3,1%	3,1%	3,7%	4,2%

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 ändå göras, och specialiseringen ger skydd för marginaler och mot konkurrens och 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 bådaddera borgar för en låg känslighet för konjunktursvängningar. Den bilden förstärks av att kunden betalar bränslet vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde och ett stigande hållbarhetsfokus. Højningar av råvarupriser får därmed heller inte annat än marginell påverkan på resultatet och inte ens räntehøjningar 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.

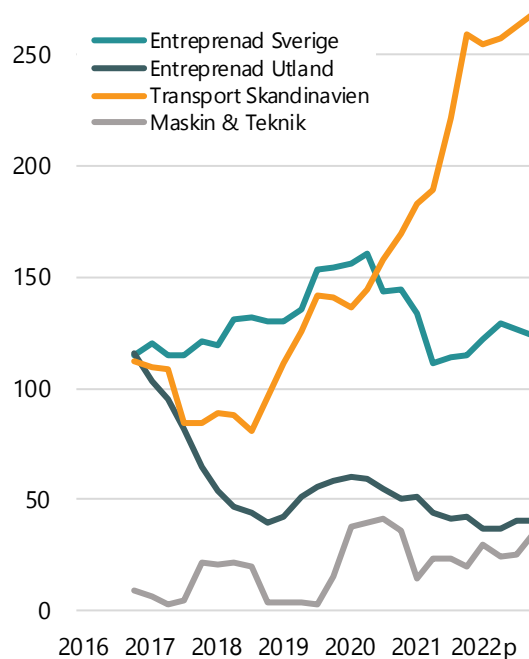
### Prognostiserar stark tillväxt men viss osäkerhet

Även om vi håller igen rätt ordentligt på tillväxtantagandena trots gynnsamma utsikter, 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 bolagets externa kommunikation som tidigare har lämnat utrymme för förbättringar, främst i kvalitetshänseende.

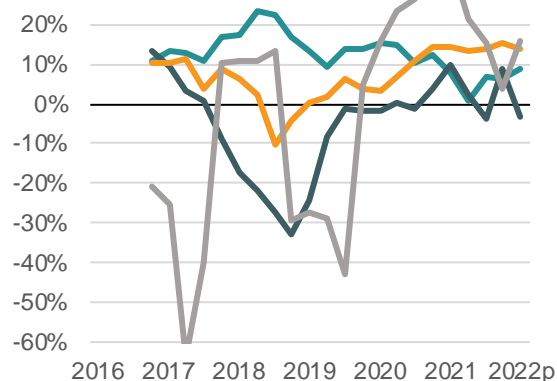
Det senare är dock något som ligger bakom oss, och på helt egna meriter framstår bolaget som klart intressant, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat som nu.

## Rullande 12m omsättning

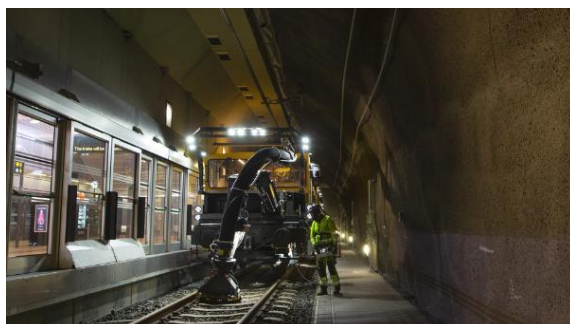


Källa: Bolaget, Analysguiden

## Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget, Analysguiden



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

## 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 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 marknadsdrivna. 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 önskad 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 byggtreprenörerna 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 utskoppningsterminalen 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.

### RailVac



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

### 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.

### Ballast Feeder



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

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 i 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 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, 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 power-

## 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

bank 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

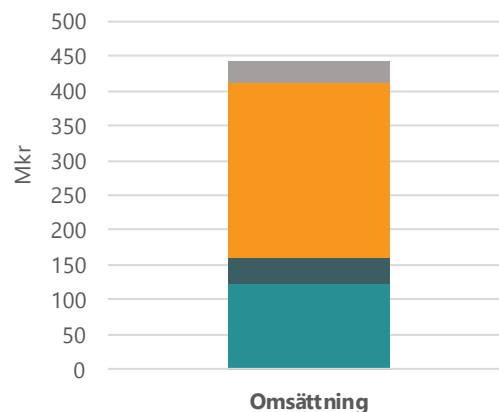
Railcare vinnlägger sig om en platt organisation med korta beslutsvägar och decentraliserat operativt beslutsfattande. På svenska betyder det att personalen ute på fält har befogenhet och kompetens att lösa problem som uppstår och att bolagets overheadkostnader reduceras. De anställda växer med ansvaret,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

Det här får flera effekter:

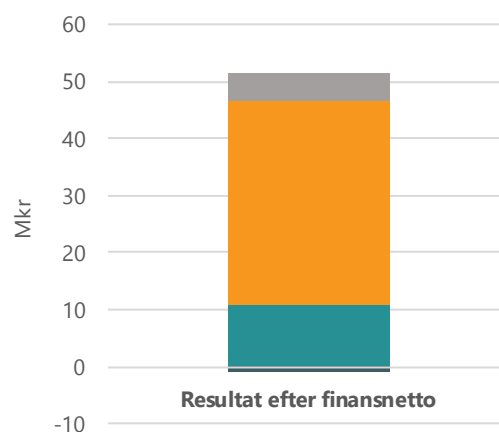
- + Nöjdare kunder, då problemen löses snabbare och en smidig leverans underlättas.
- + Nöjdare anställda som lyfts i erkänsla och blir bra ambassadörer för bolaget.
- + Bättre marginaler då färre stopp och färre personer blir involverade för att lösa småproblem, samt att overheadkostnaderna blir lägre.
- 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 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.

### Affärsområdena senaste 12 mån



■ Entreprenad Sverige   ■ Entreprenad Utland  
■ Transport Skandinavien   ■ Maskinförsäljning



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

Källa: Bolaget

## 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 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 ägarhänder, utan andra långsiktiga, institutionella händer. Så är nu fallet efter att de tidigare huvudägarna Ulf Marklund och Leif Dahlqvist i höstas 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.

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.

## 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 miljar-

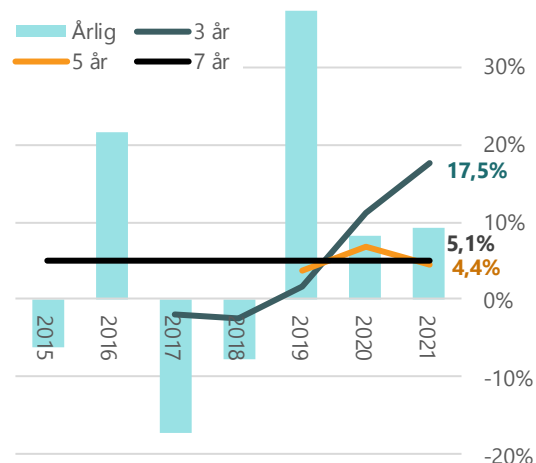
### Malmtransport



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 tåglopp per dygn, sju dagar i veckan vilket ger en volym på cirka 2,3 miljoner ton järnmalm per år.

Källa: Bolaget

### Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden

der 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 ju 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 graden av gråbergsinblandning. 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 gruvan 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 entreprenadvischer 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 borge 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 till dessa i Sverige. Däremot bör det 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 i våra prognoser.

Sammantaget, med bolagets egna mål om en omsättning om 500 mkr per år på medellång sikt i bakhuvudet, förväntar vi oss i vårt försiktiga huvudscenario en omsättningstillväxt för de kommande åren runt 6%, men vi gör också en känslighetsanalys på den prognosen ur värderingshänseende och är snarast beredda att revidera upp dem vartefter.

## Kostnader

Det finns inga indikationer på att kostnadsbilden som andel av tillgänglig kapacitet skulle ha nämnvärt förändrats från tidigare år.

## Finansiella mål:

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

**Omsättning:** 500 mkr (2021: 438 mkr)

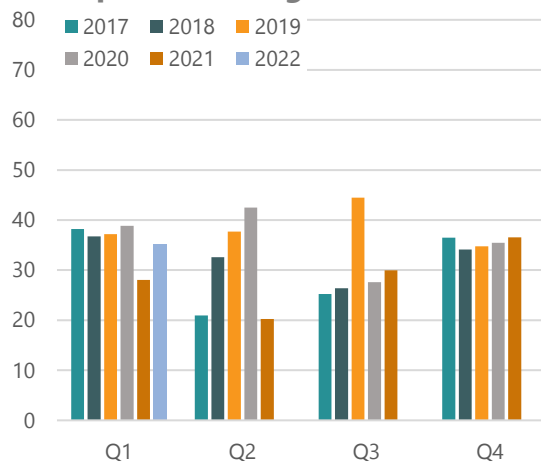
**EBIT-marginal:** 10% (2021: 12,8%)

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

Källa: Bolaget

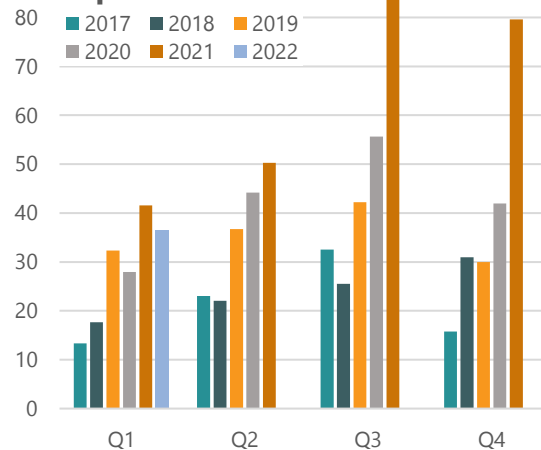
## Säsongvariationer

### Entreprenad Sverige



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

### Transport Skandinavien



Källor: Bolaget

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 marginalerna.

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 fortfarande låga, 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.

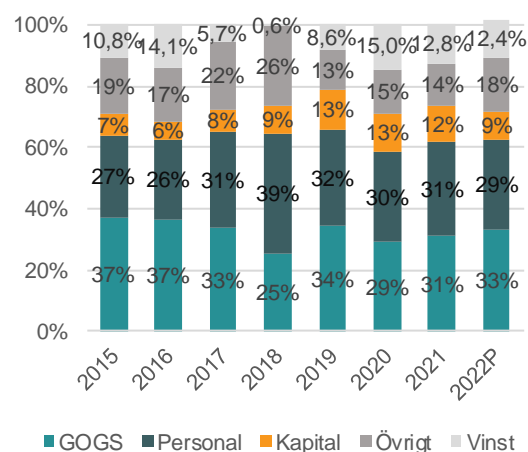
## Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	353	293	270	371	401	438	464	492	522	553
Övrigt Intäkter	3	4	7	9	20	15	17	19	19	21
Kostnad sålda varor	-189	-161	-142	-177	-181	-204	-238	-248	-260	-274
Bruttoresultat	167	136	135	203	241	249	244	263	280	300
Personal	-92	-93	-108	-120	-125	-139	-139	-153	-164	-177
Övriga rörelsekostnader	-4	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-3
<b>Resultat före avskrivningar (ebitda)</b>	71	40	26	82	114	108	102	107	113	120
Avskrivningar	-22	-23	-24	-50	-53	-52	-45	-49	-54	-60
<b>Rörelseresultat (ebit)</b>	50	17	2	32	60	56	58	58	59	60
Finansnetto	-5	-5	-5	-6	-5	-4	-5	-5	-5	-6
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	45	12	-4	27	56	52	53	53	54	54
Skatter	-10	-3	2	-6	-12	-11	-11	-11	-12	-12
<b>Nettoresultat</b>	35	9	-1	21	44	41	41	42	42	43

## Balansräkningen – För hög soliditet?

Med hög kapitalbindning och en stor andel fasta kostnader blir variationerna i efterfrågan ett problem. En låg beläggning slår hårt mot marginalerna, även om efterfrågan snabbt kommer tillbaka, så som den gjort historiskt. Med en ganska hög operativ risk är det därför inte förvånande att Railcare vill balansera av den med en låg finansiell risk, vilket bl a kommit till uttryck i bolagets soliditetsmål. Sedan det sattes till 25% för många år sedan har bolaget stabiliserats av bl a Kaunis-kontraktet och en totalt högre omsättning. Trots det har soliditeten tillåtit stiga till ca 40% – hela 60% över målet.

## Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden



Det dyraste kapitalet i ett bolag är det egna kapitalet och det är i Railcares fall tydligt att den höga soliditeten straffar lönsamheten. Även ett toppår som fjolåret stannar räntabiliteten på eget kapital på under 20%.

## Hållbarhet

Järnvägen är ju i grunden ett hållbart transportsätt då den på ett energieffektivt sätt kan hantera stora mängder gods eller persontrafik. Energieffektiviteten handlar till stor del om ett lågt rullmotstånd, men också luftmotstånd i förhållande till mängden gods.

I Sverige – och framför allt i södra landsdelen – är järnvägen i en internationell jämförelse elektrifierad till en hög grad. Dessutom produceras elen så gott som helt utan fossilt ursprung, vilket inte är fallet utomlands. Trots det har järnvägen en hel del utsläpp, dels från oelektrifierade banor, dels från de maskiner som krävs för järnvägens underhåll och nybyggnation. Till en stor del beror det på att såväl lok som andra maskiner har en lång livslängd och därför är det en gammal flotta, med lok som ofta kan vara från 70-talet då utsläpp och bränsleförbrukning var en icke-fråga.

Railcare har därför satt som mål att till 2025 minska sina fossila utsläpp med 40% och arbetar på flera sätt för att nå dit:

- Självklart kommer MPVn med sin unika batteridrift att bidra till det målet, förutom att lokalt minska buller och avgaser. Nästa generation som beräknas lanseras hösten 2023 kommer också att ha en strömavtagare för att bli ännu mer flexibel.
- Mindre flashigt, men som så ofta i hållbarhetssammanhang betydligt viktigare för de totala utsläppen, så arbetar Railcare i sin lokverkstad i Långsele med uppgraderingar och motorbyten på lok – egna såväl som externa kunders – för att uppfylla moderna standarder för utsläpp och ge maskinerna ett längre liv.

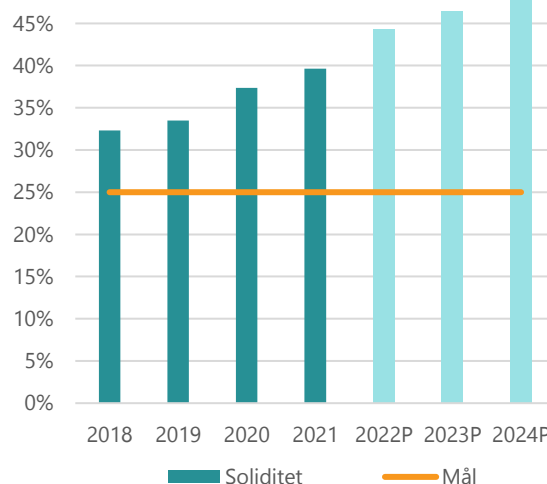
## Värdering

Tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien kommer att ligga på en kassaflydesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF.

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 näraliggande 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.

## För hög soliditet?



En hög soliditet ger en hög finansiell stabilitet, men sätter en hämsko på lönsamheten på det egna kapitalet då den finansiella hävstången är låg.

Källa: Analysguiden

## 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 knappt 2%, och adderar den allmänt vedertagna generella riskpremien 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.

Ett alternativt sätt att beräkna den totala riskpremien vore att beräkna CAPM-modellens beta-värde, ett statistiskt mått. Ett beta-värde större än 1 betyder att aktiens kursfluktuationer är större än marknaden i stort, och vice versa. Ju högre fluktuationer i kursen, desto högre risk och desto högre blir avkastningskravet. Stora fluktuationer är vanligare hos små bolag, därav småbolagspremien. Beräkningen visar visserligen ett historiskt beta för Railcare på ca 0,5, men dessvärre är förklaringsvärdet ( $R^2$ ) så lågt som under 0,1 oavsett frekvens på avläsningarna, så det är statistiskt helt insignifikant och hjälper oss därför föga. Av det skälet gör vi istället bedömningen om en småbolagspremie på 3 procentenheter av ovan redovisade skäl, vilket för övrigt motsvarar ett betavärde på 1.5.

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 finns 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 nära bolagets mål om 10% för den samma, 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 konservativa antaganden om 6% omsättningstillväxt och ett avkastningskrav på 11% skulle vi landa på en uppsida för aktiekursen på 20%. 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 ( $\pm$  en femtiöring).

## DCF-kalkyl, 10% EBIT-marginal

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	8%	9%	10%	<b>11%</b>	12%	13%	14%
0%	19	17	16	15	14	13	12
1%	20	19	17	16	15	14	13
2%	22	20	18	17	16	15	14
3%	23	21	20	18	17	16	15
4%	25	23	21	20	18	17	16
5%	27	25	23	21	20	18	17
<b>6%</b>	29	26	24	<b>22</b>	21	20	18
7%	31	28	26	24	22	21	20
8%	33	30	28	26	24	22	21
9%	36	33	30	28	26	24	22
10%	38	35	32	30	28	26	24
11%	41	38	35	32	30	28	26
12%	44	40	37	34	32	30	28

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%	<b>11%</b>	12%	13%	14%
0%	22	21	19	18	17	16	15
1%	24	22	20	19	18	17	16
2%	26	24	22	20	19	18	17
3%	28	25	23	22	20	19	18
4%	30	27	25	23	22	20	19
5%	32	29	27	25	23	22	20
<b>6%</b>	34	31	29	<b>27</b>	25	23	22
7%	37	34	31	29	27	25	23
8%	39	36	33	31	28	27	25
9%	42	39	35	33	30	28	27
10%	45	41	38	35	33	30	28
11%	49	44	41	38	35	32	30
12%	52	48	44	40	37	35	32

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 ofta också för flera år, varför vi inkluderar ett par av dem här:

- Även i beaktande av en relativt låg tillväxt framstår inte ett P/E-tal på innevarande år om 12 som utmanande. Det motsvarar en så kallad earnings yield på över 8%, alltså den direktavkastning en investerare skulle erhålla om bolaget delade ut hela nettovinsten (alltså de 60 öre i utdelning dividerat med 35% i utdelningsandel). Det kommer vid en jämförelse med vårt avkastningskrav på eget kapital om 11% upp lite kort, men då tas inte hänsyn till tillväxten i bolaget.
- Om vi tittar på EV/EBIT så ligger det på knappt 12, inte heller det särskilt 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.

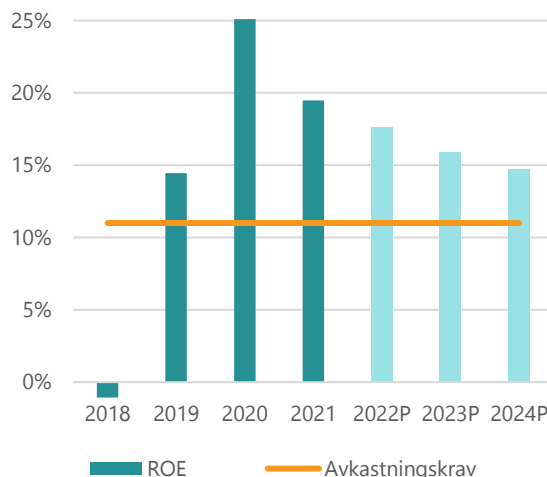
Det närmaste som går att komma verksamhets- och marknadsmässigt är förmodligen NVBS Railgroup Holding AB som i mars köptes till 74% av Ratos. NVBS vänder sig dock i viss mån till kunder utanför järnvägssektorn och har en betydande del av sin verksamhet inom El, Signal och Tele, som ligger utanför Railcares verksamhetsområde, så jämförelsen haltar en del. NVBS har också haft en organisk tillväxttakt på 30% de senaste åren och har precis köpt finska Ratatek. Emellertid finns en rykande färsk prislapp på bolaget, vilket ändå gör det av visst intresse. Jämförelsevis skedde affären till en EV/Sales-värdering på 1,1 och EV/EBITA om 8,9, att jämföras med Railcares aktuella värdering om 1,4 resp 6,1. Railcares försäljning värderas alltså lite högre men dess EBITA lägre, eftersom marginalerna är högre. Det kan i sin tur tänkas bero på Railcares lägre tilläxttakt eller att Railcare omfattar en större del av förädlingskedjan. Det är också skillnad på en privat och en publik prislapp.

## 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 ca 26 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 9,42 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på ca två gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger av-

## 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

kastningen 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/ En låg finansiell hävstång (hög soliditet) innebär en suboptimal kapitalanvändning med för mycket av det dyra egna kapitalet.

## Slutsatser

Dagens aktiekurs prisar in en tillväxt mellan 0 och låga ensiffriga tal när vi använder lämpliga eller justerade värderingsmetoder. Även om vi inte talar om ett techbolag, så indikerar det ändå en tydlig uppsida. På längre sikt har tillväxten legat kring 5%, medan den på senare år snarare har legat på 10%, vilket reflekterar framgångarna inom Transport Skandinavien. Branschen gynnas också av ökade miljöhänsyn och 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 finns ändå en uppsida i aktien på ca 20%.

Ytterligare potential finns i att

- nå 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.

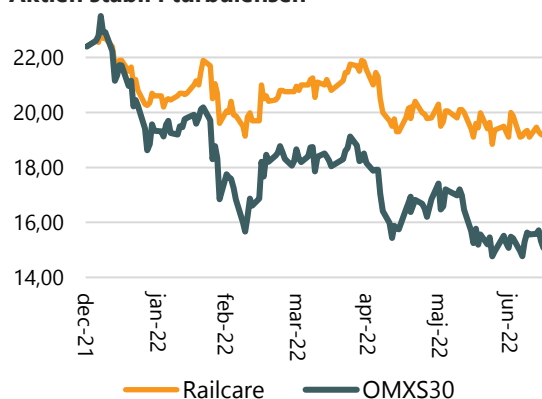
Ytterligare vägledning på ett par av punkterna ovan borde komma med en uppdatering av bolagets medelfristiga finansiella mål, där såväl soliditetsmålet (25%) som EBIT-marginalmålet (10%) sedan länge är uppnådda. Det är bara omsättningsmålet (500 mkr) som ännu inte är nått, men vi närmar oss snabbt.

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 ändå en uppsida på närmare 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 de senaste månadernas 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.

## 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

## 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 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 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.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://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