

## Andhämtningspaus

### Svagare kvartal för huvudverksamheterna

Även om omsättningen hölls uppe bra under Railcares fjärde kvartal och uppgick till 128 mkr (mot rekordhöga 132 mkr för Q4-21), så föll rörelseresultatet oväntat till 6,7 mkr (24,7) vilket ger en marginal på 5,2% (18,8%). Flera faktorer ligger bakom, såsom en engångsvinst ifjol, engångskostnader i år, ökat underhåll vilket drar med sig såväl ökade kostnader som lägre intäkter, anställning av flertalet lokförare, inflationen och lite sämre beläggning.

Det ökade underhållsbehovet riskerar att spilla in en bit i innevarande år och hålla igen marginalerna. Inom Transport Skandinavien så föll kontraktet med LKAB bort från årsskiftet precis som förra året, men verksamheten med beredskapslok gick igång för fullt från 1 januari enligt plan och det är full beläggning i lokverkstaden. Entreprenad Sveriges bättre omsättning sedan Q2-22 förväntas hålla i sig och betecknas som en normal nivå. Den kan främst tillskrivas framgångarna inom liningverksamheten och snöröjningsprojektet som inleddes under Q4. Till det kommer troligen nya förarbeten inför kommande spårbyten såsom exempelvis kabelsänkningar, provgropar och miljöprover att läggas ut.

### Nya finansiella mål

I samband med bokslutskommunikén presenterade bolaget också nya finansiella mål som innebär en omsättningstillväxt om 10% per år till och med 2027 och att bibehålla en rörelsemarginal som överstiger 10%. Soliditetsmålet om 25% (Q4-22: 41%) har tagits bort.

Båda de kvarvarande målen har bolaget redan nått under de senaste åren i genomsnitt och det med starkt positivt fritt kassaflöde som lett till den höga soliditeten. Bolaget menar nu att de i likhet med övriga aktörer i branschen står inför en investeringspuckel för att möta nya krav på verksamheten, vilket kommer att tynga kassaflödet, och man vill vara tidigt ute då modern kapacitet kommer att bli en bristvara. Dessa investeringar ska säkra en ljus framtid för bolaget under många år även efter 2027.

### Prognoser och värdering

Railcare har nu lyckats växa med 16% per år de senaste fyra åren och det med en allt stabilare marginal tack vare breddningen i verksamheten och fler långa kontrakt. Om bolaget når sina nya mål och antar att aktien handlas till P/E 10-12 2028, så visar våra beräkningar en motiverad kurs idag på 20-22 kr i kassaflödesanalysen. Om prognosperioden sträcks ut till att inkludera skördeperioden efter investeringsfasen så hamnar vi åtminstone en tia högre. Aktien har dock andra företräden som en sällsynt låg konjunkturkänslighet och att dess karaktär ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj. Dessutom har vi inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden och potential finns i nya långa kontrakt och i extern försäljning av Railcares unika maskiner.

## Railcare Group AB

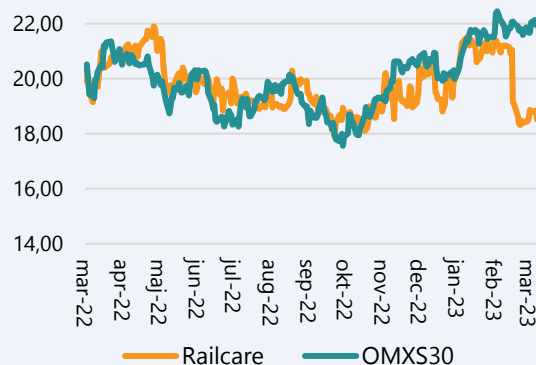
### Rapportkommentar - Q4 2022

Datum 24 mars 2023  
Analytiker Johan Voss-Schrader

### Basfakta

Bransch Järnväg, underhåll & transporter  
Styrelseordförande Anders Westermark  
Vd Mattias Remahl  
Noteringsår Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)  
Listing Nasdaq Stockholm Small Cap  
Ticker RAIL  
Aktiekurs, 24/3 2023 18,00 kr  
Antal aktier, milj. 24,1  
Börsvärde, mkr 434  
Nettoskuld, mkr 179  
Företagsvärde (EV), mkr 613  
Webbplats www.railcare.se

### Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	497	550	600	660
Bruttoresultat	243	270	300	330
Rörelseres. (EBIT)	52,4	55	59	66
Resultat f. skatt	46,9	43	44	56
Nettoresultat	36,8	34	35	44
Vinst per aktie	1,52 kr	1,40 kr	1,46 kr	1,83 kr
Utd. per aktie	0,60 kr	0,60 kr	0,60 kr	0,60 kr
Omsättningstillväxt	23,9%	25%	21%	21%
Bruttomarginal	49,0%	49%	50%	50%
Rörelsemarginal	10,5%	9,9%	9,9%	9,9%
Nettoskuld/eget kap.	0,7	0,7	0,6	0,6
Nettoskuld/ebitda	0,7	0,7	0,6	0,5
P/e-tal	11,8	12,8	12,3	9,8
EV/EBIT	11,7	11,2	10,3	9,3
EV/omsättning	1,2	1,1	1,0	0,9
Direktavkastning	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

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 och 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 hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå är nyckeln till att kunna optimera kapitalstrukturen så användningen av dyrt eget kapital kan minskas.

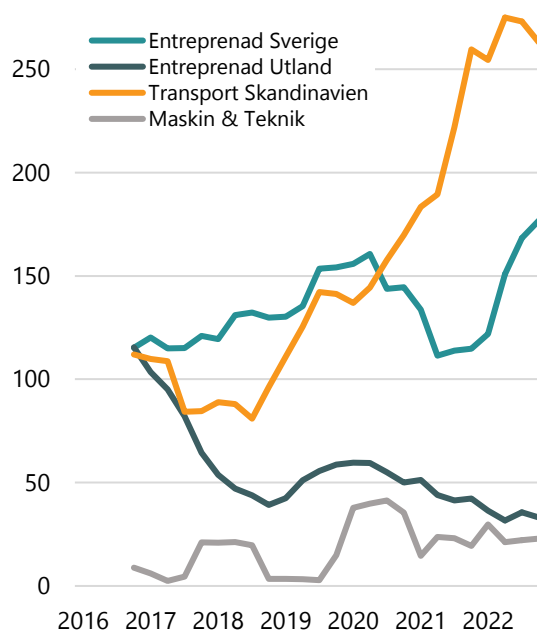
### Aktien räknas hem på sikt med nya finansiella målen

När vi lägger oss i linje med bolagets nya finansiella mål avseende både omsättningstillväxt och marginaler, så motiverar de idag en lite högre kurs på aktien. Dessa är dock ganska konservativa, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns. 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.

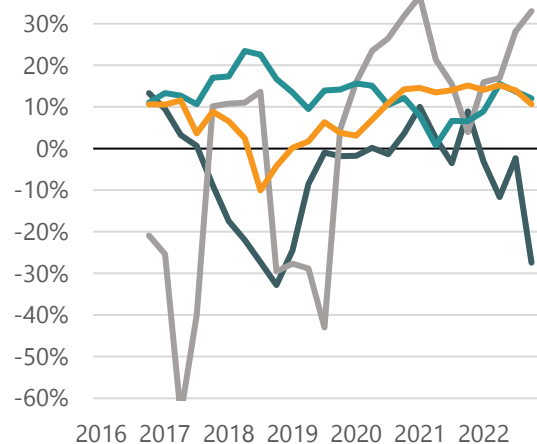
Trots detta är aktien intressant på dessa nivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat som nu, och till det kommer potentialen i att jämna ut beläggningen och få fart på produktförsäljningen och utlandsverksamheten.

### Rullande 12m omsättning

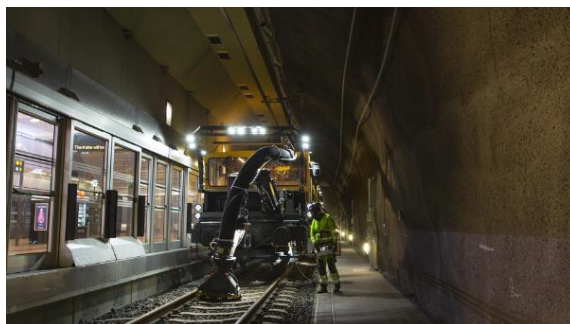


Källa: Bolaget

### Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget



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

## Resultat & Marknad

### Resultat

Fjärde kvartalet var lite av en påminnelse om volatiliteten i verksamheten. Även om omsättningen hölls uppe bra till 128 mkr (mot rekordet 132 mkr Q4-21), så föll rörelseresultatet oväntat till 6,7 mkr (24,7), vilket motsvarar en marginal på 5,2% (18,8%). Det är dock ingen enskild faktor som svarar för mellanskillnaden:

- Vinsten för Q4-21 blåstes upp av en engångsvinst på 2,5 mkr för ett försålt lok.
- Kostnader togs under Q4 i år på 3 mkr för en omorganisation, som bland annat innebär en väsentligt sänkt kostnadsnivå i Transport Utland, där operatörerna nu samlats i ett bolag tillsammans med de svenska, för att bättre utnyttja resurserna. Exempelvis ligger säsongerna lite förskjutna mellan Sverige och Storbritannien, vilket ger förutsättningar att hålla beläggningen högre när resurserna poolas.
- Ett 10-15-tal lokförare har anställts, bland annat inför det uppdrag med beredskapslok som smög igång i höstas, men utökades väsentligt vid årsskiftet i enlighet med plan.
- Efter att tidigare ha slitit hårt på personal och maskiner under en längre period, så i samband med att efterfrågan nu mattades lite grann i Q4 ökades underhållet, vilket då förutom lite lägre intäkter även innebar kostnader för underhållet.
- Även om Railcares kontrakt är indexerade och kunden i allmänhet bekostar bränslet/elen, så med den höga inflationstakt vi haft under året så åter den sig in i marginalerna mot slutet av indexeringsperioden innan avtalen räknas upp.
- Ytterligare påverkan kommer också från en lite sämre beläggning med färre spårbyten och från vissa kostnader för att bygga långsiktig kapacitet.

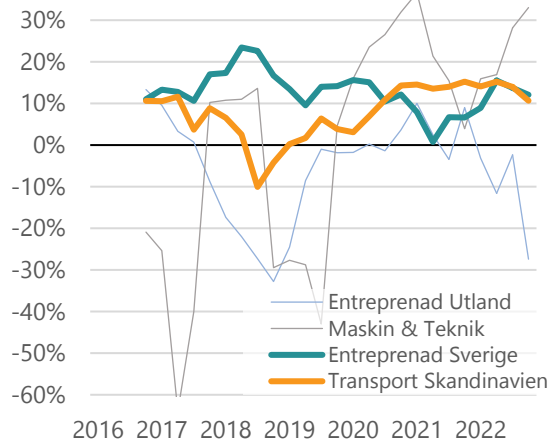
Sammantaget var det aldrig realistiskt att förvänta sig samma rekordmarginal som för Q4 2021, och med vissa kostnader för framtiden tagna under det gångna kvartalet så hamnar vi bara något under ett normalt Q4.

### Marknaden

Vi har hört klimatargumenten för järnväg under lång tid även om offentliga 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.

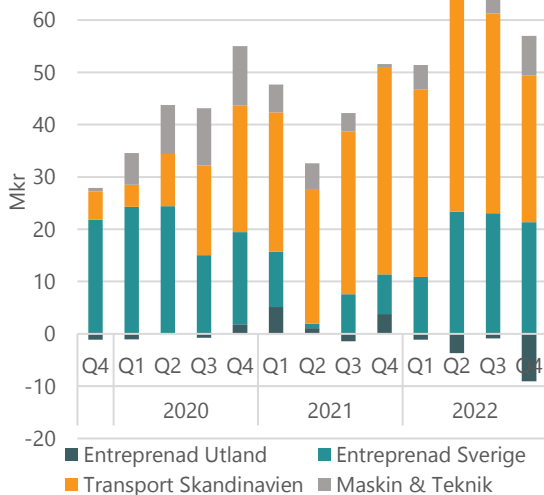
Nu spås att gods- och persontransporter kommer att öka med 50% till 2040. Det borgar för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt är fortsatt mycket god, och att Trafikverket måste fortsätta att

### Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget

### Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

beta av den underhållsskuld som finns i det svenska järnvägsnätet och även bygga ut kapaciteten. Till det kommer den kraftiga expansionen av tung industri i Norrland med satsningar för närmare 1000 miljarder, 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. Även Trafikverket aviserar nu 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 redan 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 förmodligen för externa kunder vad det lider.

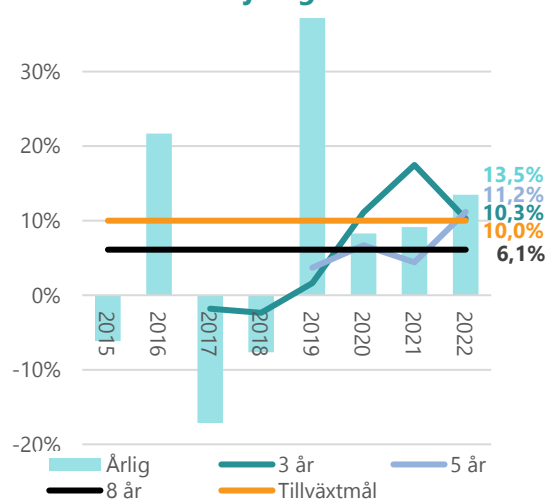
Trafikverkets krav kommer att bli tuffa för många aktörer att nå, aningen av ekonomiska skäl eller för att utsläppsfria lok och maskiner inte kommer att hinna produceras eller konverteras i tillräcklig omfattning till 2040 och de som finns kommer att bli dyra att hyra in – om det ens blir möjligt. Många lok är bortåt 50 år gamla, törstiga och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränslepriser eller klimat stod i fokus. Att bygga om de äldsta och mest slitna av dessa till modern standard såväl vad gäller utsläpp som säkerhet med system som ATC och ETCS som nu blir krav, lönar sig knappast egentligen då en ombyggnad typiskt sett kostar 10-15 mkr, men kan bli nödvändigt om nya inte står att uppbringa. Att ersätta de som faller för åldersstrecket blir å andra sidan inte heller gratis, då ett nytt lok ligger kring 25-30 mkr i pris. Branschen står alltså inför en rejäl investeringspuckel.

## Nya finansiella mål

I samband med att bokslutskommunikén publicerades, 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 skett under perioder med betydligt lägre inflation än vad vi har just nu och än 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 genomsnittet för

## Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget

både de tre och nio senaste åren och nästan också för 5-års-genomsnittet.

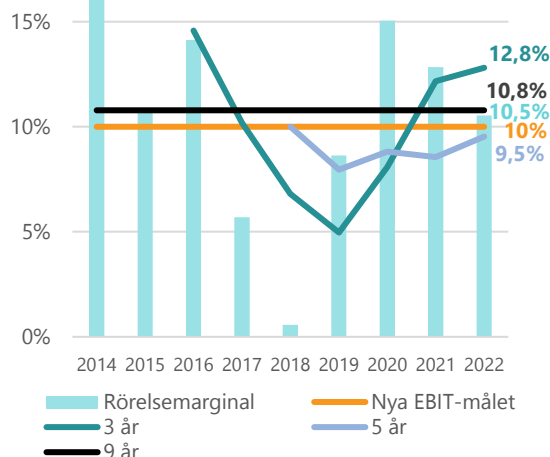
- Det mål som vi kanske varit mest oförstående till, soliditetsmålet, har helt sonika tagits bort. Bolaget ser framför sig flera år av stora investeringar, både av kapacitetsskäl och för att klara de ökande hållbarhetskraven, vilket uppges kräva stora mängder eget kapital. Det betyder alltså att emedan de gångna åren då de nya finansiella målen nåddes under samtidig kapitalupbyggnad, förväntar sig bolaget nu däremot att så mycket kapital måste till under de kommande åren för att nå *samma* mål, så att soliditeten kommer att sjunka istället för att som hittills öka. I enlighet härmed planeras heller ingen förändring av bolagets utdelningspolicy, utan den kvarstår vid 30-40% av nettovinsten.

Sammantaget är det inte helt lätt att få riktig rätsida på de här målen, som känns lite motstridiga: Om hela denna konservativa bransch står inför en stor, om än i tiden utdragen, omställning – vilket framstår som sannolikt – så borde de aktörer som har råd och framsynthet att ligga i framkant på omställningen gynnas. Det är också den bild som ges av Trafikverkets 2040-krav, och dessa investeringar görs också enligt bolaget för fortsatt god utveckling för bolaget även efter 2027. Om Railcare därför satsar för att nå dessa krav, så borde den premie de därmed må kunna erhålla synas i såväl tillväxt som marginaler framöver. De två enda sätten att överbrygga dissonansen vore om antingen de nya målen är för försiktiga och snarast ska betraktas som något slags minimiambition, eller att de senaste årens goda utveckling ska ses som exceptionell. Mot bakgrund av den ljusa bilden för järnväg i allmänhet och regionen i synnerhet, är det frestande att luta mot att målen är för försiktiga, men då uppkommer frågan varför styrelsen skulle hänga morötterna så lågt?

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 ska 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.

Tillväxtmålet är även det någorlunda konservativt satt, menar bolaget, och det utgår i stort från dagens situation. Skulle t ex något nytt större uppdrag vinnas, så kan målen behöva revideras upp. En kittlande möjlighet är om bolaget kan börja växa sin externa försäljning av de revolutionerande maskiner man tagit fram – nu senast MPVn och den uppgraderade versionen med strömvtagare som ska bli klar mot slutet av året.

## Rörelsemarginal



Källa: Bolaget

### De nya finansiella målen:

- 800 mkr i omsättning 2027
- Rörelsemarginal överstigande 10%

## Prognoser

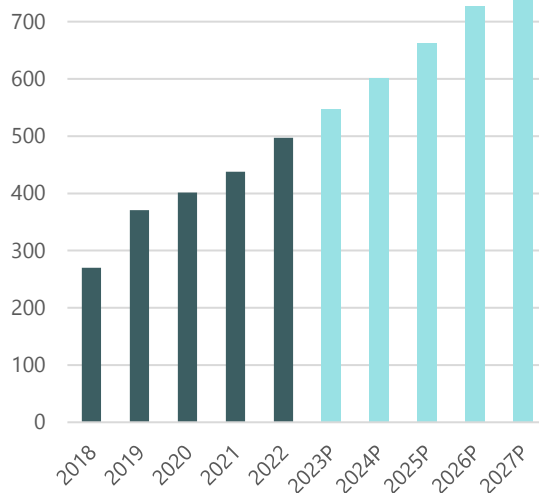
### Omsättning

Ser vi till den lite närmare framtiden för Railcare så räknar vi med en liten svacka kortsiktigt för Transport Skandinavien, dels för att Q1 brukar vara det svagaste kvartalet säsongsmässigt för affärsområdet både sett till omsättning och vinst, dels för att kontraktet med LKAB löpte ut vid årsskiftet. Det här var kännbart för Railcare när LKAB inte förnyade transportkontraktet för första kvartalet ifjol, utan först för andra kvartalet, vilket resulterade i ett nollresultat för affärsområdet under Q1-22. Det gör visserligen jämförelsen lättare för Q1 i år, men en jämnare beläggning vore självklart värdefull. Transporter för spårbyten har varit på en lite lägre nivå under andra halvåret 2022 mot tidigare rekordvolym, vilket samtidigt givit en välbehövlig andhämtningspaus. Den har utnyttjats till nödvändigt maskinunderhåll, vilket dock har sänkt resultatet både genom en lägre intäkt och genom kostnaden för underhåll. I vissa fall har också ersättningsmaskiner fått hyras in för arbeten som måste göras under tiden. Ny personal har också tagits in – främst lokförare – vilket lättar lite på trycket och bäddar för expansion. Till del kommer de att arbeta med uppdraget att tillhandahålla beredskapslok, som smögs igång lite i somras, och som gått igång för fullt från 1 januari i år enligt plan. Om vi blickar framåt så mot bakgrund av de allt bättre långsiktiga marknadsförutsättningarna bör affärsområdet kunna fortsätta växa med god fart under flera år, om än kanske inte med de för branschen halsbrytande 25% per år som Transport Skandinavien vuxit med de senaste 5 åren.

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. Trots ökade volymer i en beläggningsskänslig verksamhet sjönk dock marginalen i Q4. Ett skäl är den kraftigt ökade inflationen, men även för Entreprenad Sverige så har den ökade aktiviteten inneburit att personal och maskiner slits. Även här har ett ökat underhållsbehov för maskinerna dels inneburit ökande kostnader för underhåll, dels kostnader för att hyra maskiner som ersätter de som är på service, vilket också syns på resultatet under andra halvåret 2022. Framtiden ser ändå bra ut med liningverksamheten som omsatte lika mycket i Q4 som under hela 2021 och som rimligen fortsätter att växa samt nya förberedelsearbeten för spårbyten kommer rimligen att läggas ut för denna säsong. På lite sikt gynnas Railcare även här av de goda marknadsförutsättningarna och med en ytterligare konkurrens fördel i att kunna arbeta med lägre eller inga utsläpp.

På papperet borde Railcares kompetens inom bolagets entreprenadnisker 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. Verksamheten i Danmark avvecklades dock under hösten och en omorganisation har genomförts av verksamheten i Storbritannien under fjärde kvartalet, vilket har sänkt kostnadsnivån i Entreprenad

### Omsättningsprognos

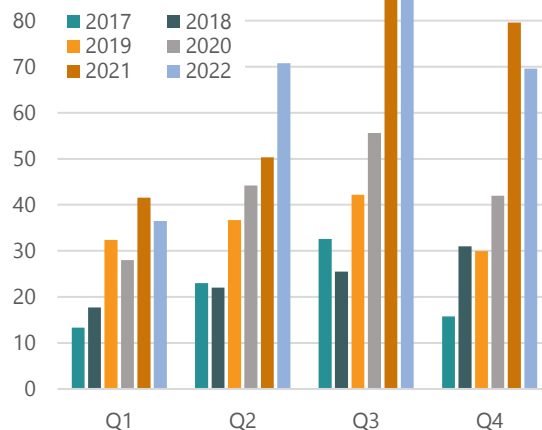


Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

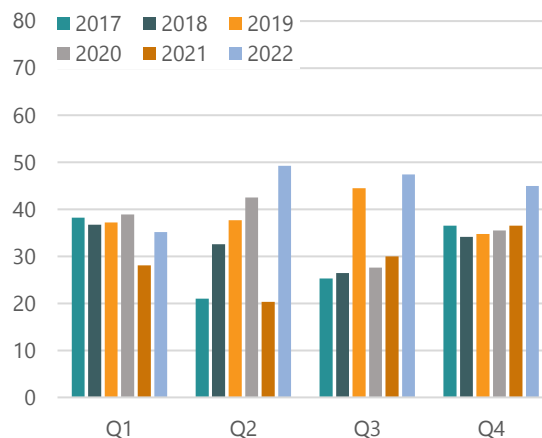
### Säsongvariationer

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

#### Transport Skandinavien



#### Entreprenad Sverige



Källa: Bolaget

Utland. Företagsledningen fortsätter dock att hävda att potential finns i affärsområdet och den asiatiska marknaden lockar, men det ligger förmodligen flera år framåt i tiden och inget vi räknar med i våra prognoser.

Ett affärsområde med vad som framstår som större potential är Maskin & Teknik, och som också lyfts fram lite mer av bolaget. 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 den nya MPVn med strömavtagare, MPVe, som blir färdigutvecklad under hösten, borde kunna nå extern försäljning under 2024-25. För att undvika att hjälpa konkurrenter främst på entreprenadsidan, har Railcare dock beslutat att inte sälja dessa produkter i Sverige. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands, inte minst för MPVn, men marknaden är konservativ, prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan spela in, så det går knappast att förvänta sig några snabba segrar och vi tar heller inte ut några alls i våra prognoser.

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 uppräknningen bara årsvis, så med hög inflation så kryper 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. Den snabba inflationsökningen har också haft en negativ påverkan på de arbeten som görs i lokverkstaden till fast pris.

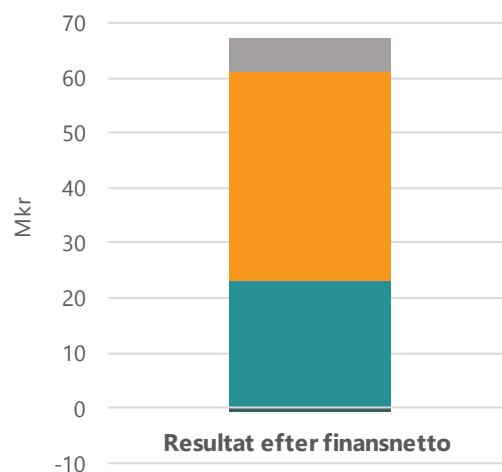
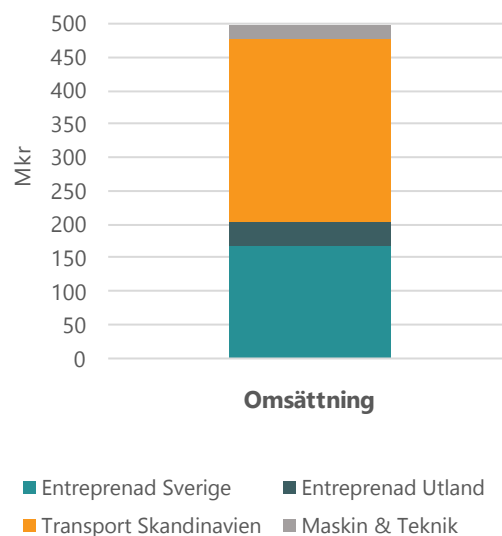
Sammantaget räknar vi med att målet om en omsättningstillväxt i linje med bolagets mål om 10%, men vi gör också en känslighetsanalys på den prognosen ur värderingshänseende och är snarast beredda att revidera upp den vartefter.

På samma sätt borde Railcares innovativa produkter vara intressanta utomlands.

## Kostnader

Det finns inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen skulle ha förändrats nämnvärt från tidigare, med undantag för den förhoppningsvis övergående inflationseffekten som inte bara Railcare utan branschens aktörer generellt, rimligen kommer att behöva kompensera sig för om den blir långvarig. I takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar dock Övriga externa kostnader något, men avskrivningarna minskar. 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. Höjda energipriser har 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.

## Affärsområdena senaste 12 mån



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

Källa: Bolaget

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.

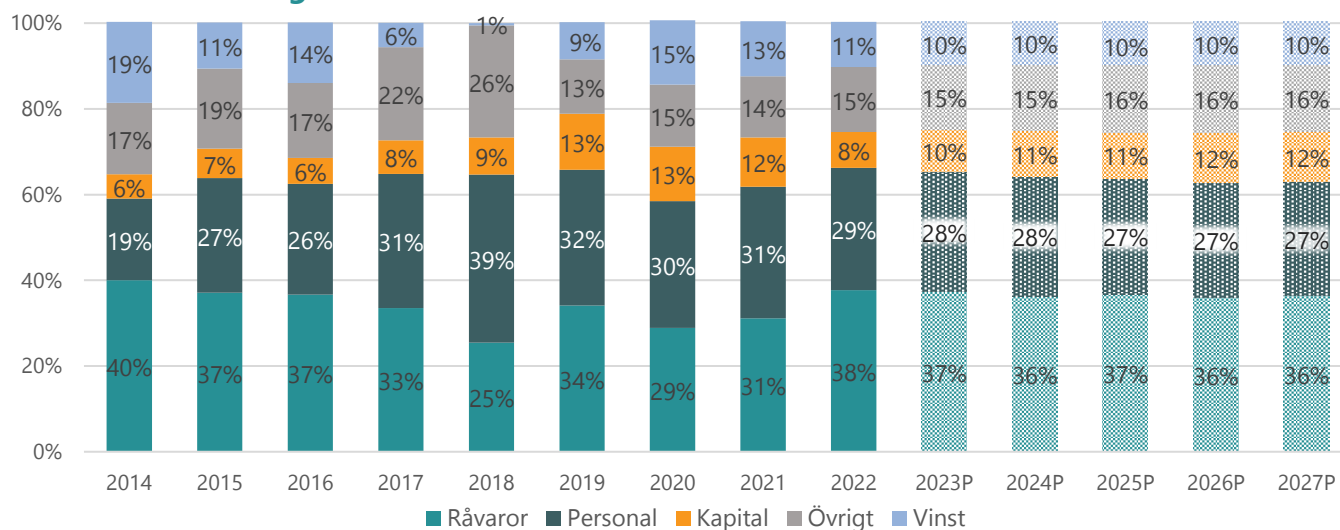
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men med den aviserade investeringspuckeln under kommande år så lär den att sjunka betydligt. Ändå siktar bolaget mot bibehållna marginaler, vilket är positivt.

Utöver detta så ser vi sammantaget inga stora strukturella förändringar på kostnadssidan ligga i korten. Den riktigt stora frågan är därför beläggningen som ju varierar 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 fjärde kvartalet 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

## Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget



underlättar effektiv planering. Det bästa exemplet är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet 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. Dit räknas också 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
<b>Resultat före avskrivningar (ebitda)</b>	71	40	26	82	114	108	95	109	126	138
Avskrivningar	-22	-23	-24	-50	-53	-52	-43	-55	-66	-73
<b>Rörelseresultat (ebit)</b>	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
<b>Resultat före skatt</b>	45	12	-4	27	56	52	47	43	44	56
Skatter	-10	-3	2	-6	-12	-11	-10	-9	-9	-11
<b>Nettoresultat</b>	35	9	-1	21	44	41	37	34	35	44

## 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 3%, och adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar 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.

Avkastningskravet används för att 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. Vi utgår från bolagets egna förväntningar om 10% omsättningstillväxt under de närmaste 5 åren och mot bakgrund av de investeringar bolaget nu kommer att ta för att lägga grunden för åren därefter, så utgår vi ifrån att samma tillväxttakt består under ett antal därefter. Med tanke på hur det har sett ut historiskt, att bolaget går in i en period av tunga investeringar, men samtidigt kan jämna ut

### Fem års horisont

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

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

beläggningen en aning med tilltagande storlek så lägger vi vårt marginalantagande på 10% – i linje med bolagets mål och 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 knappt 20:-. Med ett högre antaget P/E-tal 2028 stiger givetvis den motiverade kursen, t ex drygt 22 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 32 kronor vid ett antaget P/E-tal om 10 år 2035 och 34 kronor vid P/E 12. I den klassiska terminalvärdesmodellen motsvarar det en evig tillväxt om 8,5% resp 9% 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 vara enkla och används därför, varför vi inkluderar ett par av dem här:

- Innevarande års P/E-tal hamnar på 13. Det framstår kanske inte som ett kap för ett litet bolag i en mogen bransch, men återspeglar de investeringar som Railcare nu gör för framtiden och som ska säkra tillväxt och marginaler på lång sikt. Det blir därför inte helt rättvisande och i andra vågskålen ligger också tillväxten i bolaget och övrig potential som finns och som inte reflekteras i måttet.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på drygt 11 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 december uppgick det egna kapitalet per aktie till 10,12 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på knappt två gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på ca 16% för helåret 2022, drygt 23% för senaste 12 månadersperioden och knappt 15% i

## På längre sikt

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	34	31	29	26	24	22	21
7	35	33	30	28	25	23	22
8	37	34	31	29	27	25	23
9	39	36	33	30	28	26	24
10	41	37	34	31	29	27	25
11	43	39	36	33	30	28	25
<b>12</b>	44	40	37	<b>34</b>	31	29	26
13	46	42	38	35	32	30	27
14	48	44	40	36	33	31	28
15	50	45	41	38	35	32	29
16	51	47	43	39	36	33	30
17	53	48	44	40	37	34	31
18	55	50	45	42	38	35	32

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

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. 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

Med mer tyngd åt den mer dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder bara på en begränsad uppsida på kort sikt. På längre sikt, däremot, så finns en mer betydande potential. Det ligger därför nära till hands att tänka att aktie bara är för den långsiktige, men det finns några skäl att ändå överväga en investering:

- Vi har använt ganska konservativa antaganden: Samma 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 båda ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare och ett ökande transportbehov på järnvägen.

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

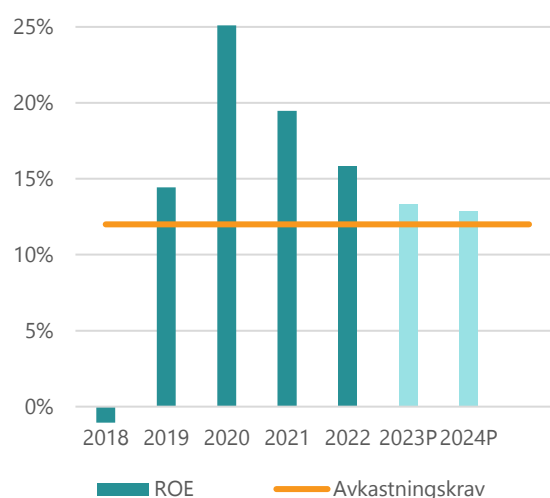
## Risker

Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekryterad 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 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 leasor för att ha maskiner tillräckligt

## 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

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, 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 Pitkäjärvi 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 gruvan i Pitkäjärvi 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 erhöles i april 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 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 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 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. 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 strömavtagare, så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen.

Mycket av den produktutveckling Railcare har gjort har haft sitt ursprung i egna behov. Utveckling av specialmaskiner är de dock inte ensamma om. Det finns allt från små konkurrenter som EuroMaint och Svensk Järnvägsteknik på den svenska marknaden, till storbolag som franska Alstom och spanska CAF. CAF testar för övrigt nu ett vätgasdrivet tåg.

Railcare har tidigare rönt en viss framgång med att sälja RailVacen i utlandet, men i övrigt har extern försäljning av produkter från Maskin & Teknik varit begränsad. Ett tungt vägande skäl har varit att inte gynna konkurrenter på den svenska marknaden och på de utländska marknaderna har man inte rönt några stora framgångar. Det här gör att värdet på innovationsförmågan stäcks och vi tillmäter den inget större värde utöver skyddet för de nischer bolaget i övrigt arbetar med, främst inom entreprenadverksamheten. Skulle detta ändras framöver, t ex med MPVn, så finns en betydande potential i den här verksamheten.

## Organisation

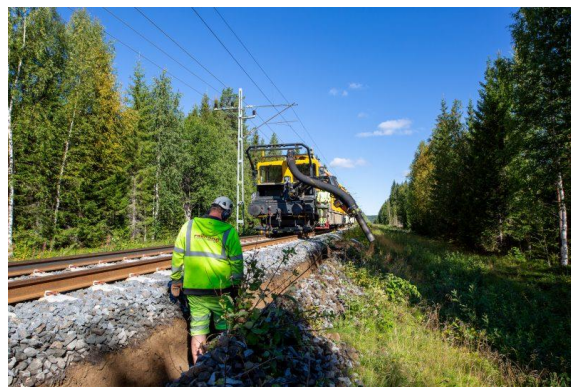
Railcare vinnlägger sig om en platt organisation med korta beslutsvägar och decentraliserat operativt beslutsfattande. På svenska betyder det att personalen ute på fält har befogenhet och kompetens att lösa problem som uppstår och att bolagets overheadkostnader reduceras. De anställda växer med ansvaret,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

Det här får flera effekter:

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

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögrörliga bolag. Det kanske framgår

## 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

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 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	1 236 162	5,1%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	829 676	3,4%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
HSBC Bank PLC	600 000	2,5%
Mikael Gunnarsson	485 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	383 198	1,6%
Torsten Germund Dahlquist	268 506	1,1%
Harry Markku Sjöblom	268 000	1,1%
De tio största ägarna	14 357 924	59,5%
Övriga ägare	9 766 243	40,5%
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 350 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](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