

Ett förklätt expresståg

Railcare framstår lätt som lite halvtråkig tung industri i en mogen bransch, långt från snabbväxande techbolag. Inget kunde vara mera fel. Bolaget är i sann svensk tradition en innovativ uppstickare om än inom industri, som nu också växer allt fortare. Andra bolag med över 15% tillväxt, stora expansionsmöjligheter med unika konjunkturokänsliga produkter betraktas som "tillväxtbolag" – skillnaden här är möjligen att bolaget dessutom är en höglönsam utdelare, till skillnad från urtypen för tillväxtbolag.

Höjda finansiella mål – igen!

I samband med bokslutskommunikén kom den höjning av Railcares finansiella mål vi hoppades på, där omsättningsmålet höjdes från 800 mkr till 1000 mkr för 2027 och rörelsemarginalmålet från "över 10%" till 13%. Det sker efter att de tidigare målen, bara ett år gamla, redan blivit akterseglade av den räcka med positiva nyheter som kommit sedan dess och som vi beskrivit i tidigare analyser. Framför allt gäller det bolagets nya kontrakt för beredskapslok värt 406 mkr över fem år plus option på 1+1 år värd 161 mkr – bolagets näst största kontrakt någonsin efter transportuppdraget för Kaunis Iron. Bara det här kontraktet är värt över 2 kronor per aktie och ger en ökad stabilitet i intjäningen. En annan stjärna i Railcares stall är lokverkstaden som nu arbetar på maxkapacitet med en hög efterfrågan som väntas bestå. Ett beslut om utbyggnad vore därför inte förvånande under året.

Q4 bättre än förväntat

Omsättningen ökade med 16,6% mot ett lite svagare Q4-22, till 149,3 mkr (128,0 för Q4 -22), till hälften hjälpt av inflationen. Rörelsemarginalen uppgick till säsongsmässigt goda 8,8% (5,2%) utifrån ett rörelseresultat om 13,2 mkr (6,7). Främst bidragande till det starka kvartalet var dels fortsatt lokverkstaden som nu är nära kapacitetstaket, beredskapsloken som är en stigande stjärna för Railcare, samt också Entreprenad Sverige, trots en tidig vinter, ökat underhåll när Malmbanan stod still och ökade marknadsföringskostnader.

Goda utsikter – Höjd rikt Kurs

Vår tidigare omsättningsprognos låg mycket nära bolagets nya mål om drygt 15% och över de 13,5% som bolaget presterat de senaste två åren. När det gäller marginalutvecklingen håller vi oss försiktighetsvis lite lägre än bolagets nya mål. Sammantaget höjer vi den motiverade kursen till 36 (26) kronor under antagandet om att marknaden kommer att betala P/E 12 för aktien 2027 – ungefär i linje med dagens värdering. Då har vi ändå inte räknat med potentialen i maskinförsäljning, turn-around i utlandsverksamheten, ytterligare stabiliserande långtidskontrakt eller en utbyggd lokverkstad. Aktien framstår som den GARP – Growth At a Reasonable Price – som är många investerarens heliga graal.

Aktien har också andra företräden som en låg konjunktorkänslighet och en karaktär som ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj med sin låga korrelation till marknaden.

Railcare Group AB

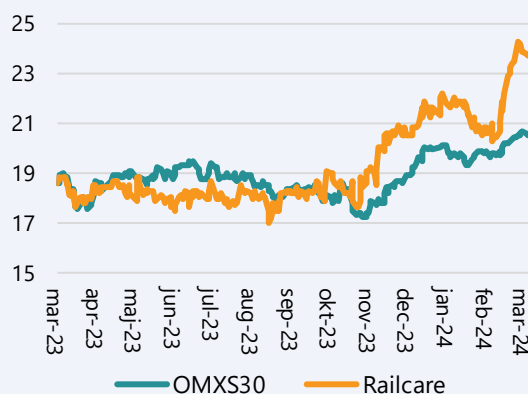
Rapportkommentar - Q4 2023

Datum 5 mars 2024
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch Järnväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande Anders Westermark
Vd Mattias Remahl
Noteringsår Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)
Listning Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker RAIL
Aktiekurs, 5/3 2024 23,70 kr
Antal aktier, milj. 24,1
Börsvärde, mkr 572
Nettoskuld, mkr 179
Företagsvärde (EV), mkr 751
Webbplats www.railcare.se

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	564	636	760	890
Bruttoresultat	285	324	400	470
Rörelseres. (EBIT)	67,9	75	92	113
Resultat f. skatt	57,3	64	82	104
Nettoresultat	43,6	51	65	83
Vinst per aktie	1,81kr	2,11kr	2,70 kr	3,42 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,70 kr	0,90 kr	1,20 kr
Omsättningsstillväxt	13,5%	12,7%	19,5%	17,1%
Bruttomarginal	50,5%	51%	53%	53%
Rörelsemarginal	12,0%	11,8%	12,1%	12,7%
Nettoskuld/eget kap.	0,7	0,6	0,5	0,4
Nettoskuld/ebitda	0,6	0,6	0,4	0,4
P/e-tal	13,1	11,3	8,8	6,9
EV/EBIT	11,0	10,0	8,2	6,6
EV/omsättning	1,3	1,2	1,0	0,8
Direktavkastning	3,0%	3,0%	3,8%	5,1%

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 många kontrakt är indexerade, kunden betalar bränslet och kostnaden för el vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde med ett stigande hållbarhetsfokus. Höjningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens räntehöjningar får särskilt stor betydelse trots hög kapitalbindning.

Även om känsligheten för konjunkturen är låg, så kan ändå resultatet variera en hel del över tid, då den operationella hävstången är hög på grund av en hög andel fasta kostnader för såväl maskiner som personal. Det betyder att nyckeln till att kunna optimera kapitalstrukturen, så att användningen av dyrt eget kapital kan minskas, ligger i att hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå.

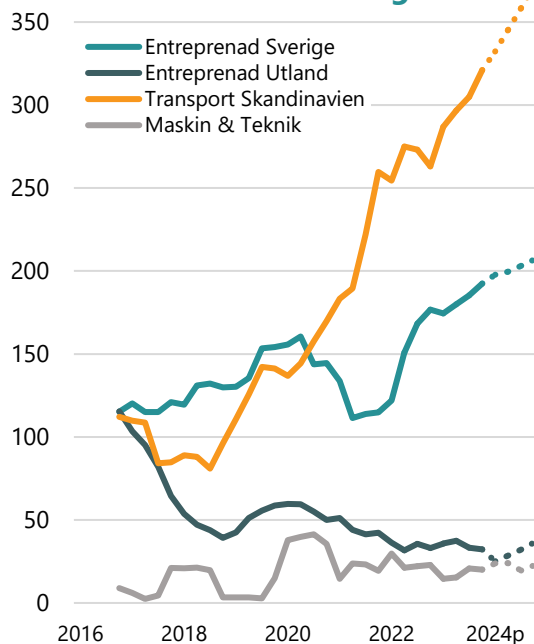
Aktien har betydande potential

Med prognoser som är lite försiktigare än bolagets finansiella mål som just höjts ytterligare så ser vi en potential på närmare 50% i kursen. Då tar vi ändå inte ut svängarna helt, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver en expansion av lokverkstaden och en förbättrad utlandsverksamhet så kittlar tanken på ett genombrott för extern försäljning av Railcares unika maskiner.

Det som kan verka hämmande på kursen är dels ett lågt börsvärde med en låg free-float vilket ger en låg likviditet i aktien och ”småbolagssmitta”, dels fortfarande en viss risk för svängighet i beläggningen med åtföljande tillfälliga luftgropar i resultatet.

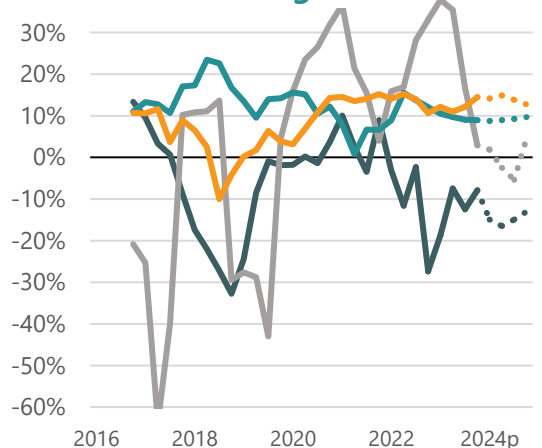
Aktien är med detta klart intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 12m omsättning

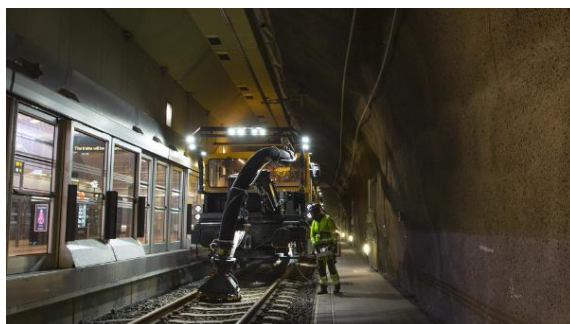


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden



Railcare utför batteridrivna spårarbeten i Citytunneln i Stockholm med en av sina unika maskiner. Bolagets specialitet är arbeten i trånga utrymmen känsliga för buller, damm och avgaser.

Marknad & Prognoser

Marknaden

Vi har hört klimatargumenten för järnväg under lång tid och under senare år allt starkare också järnvägens undermåliga skick och eftersatta underhåll. Allmänhetens och framför allt företagets krav på förbättringar har emellertid hittills fallit på politikernas döva öron. Här verkar det dock sakta ske en förändring. Media lyfter allt oftare förseningar, farliga korsningar, mm, stora företag ställer nu allt tydligare krav på åtgärd med dåligt förtäckta hot om uteblivna investeringar och därmed arbetstillfällena och politikernas och myndigheters möjligheter att gräva ner problemet i utredningstrasket begränsas allt mer. [Företag och allmänhet kräver nu att politiker och myndigheter går från ord till handling](#) och här bidrar även Railcares VD Mattias Remahl aktivt till att få saker att hända i näringslivets diskussioner med Trafikverket.

Det är inte förvånande att många politiker hellre pratar om höghastighetståg trots tveksam klimatnytta, liten andel av järnvägens totala trafikarbete och med bara 35 öre tillbaka på varje satsad krona samhällsekonomiskt. Det de borde värna, inte minst för företags-Sverige – jobben och klimatomställningen – är 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 företagets klimatambitioner står för efterfrågetrycket, men godstrafiken och dess behov har hittills gått lite under radarn i den allmänna debatten.

Det är nog allmänt känt att svensk järnväg har samlat på sig en stor underhållsskuld i form av eftersatta arbeten för att säkerställa funktionen hos den existerande anläggningen. Det som förmodligen är mindre känt är att underhållsskulden fortsätter att *öka*. Resurserna

Underhållsskulden: Exemplet Malmbanan – igen!

I vår förra analys, efter Railcares tredjekvartalsrapport, exemplifierade vi det mångårigt eftersatta underhållet med Malmbanan och dess påverkan på inte minst LKAB, med urspårningen för två år sedan och med påtvingat reducerade vagnslaster med 20% därefter. Som om vi behövde ytterligare en illustration av problemet så bara dagar efter att vi skrev om det, skedde decembers stora urspårning som förstörde över en mil spår och många vagnar. Ett reparationsarbete som är besvärligt under normala omständigheter försvårades ytterligare av temperaturer under 30 minusgrader, snöstormar och lavinrisk. Efter en närmast heroisk insats öppnades banan nyligen igen – om än med restriktioner – efter drygt två månaders totalt stillestånd, bara för att dagen därpå drabbas av en ny mindre urspårning och en vecka senare en större på samma plats...

Under 2-månadersperioden som Malmbanan varit avstängd i vinter har varken LKAB eller Kaunis Iron, som Railcare kör åt, kunnat leverera någonting alls. Bara för LKAB:s del innebär det ett intäktsbortfall på 100 mkr – *per dag!* Till skillnad från de flesta andra varor så finns det inga möjligheter att ersätta järnvägen med t ex lastbil för gruvindustrins transporter. Att ha en så sårbar och undermålig infrastruktur åt en så viktig näring är som att ha en smal gropig grusväg till Volvos lastvagnsfabrik eller ett uppringt modem till Ericssons huvudkontor.

Istället för att ägna resurser åt en kapacitetsutbyggnad av Malmbanan, vilket också skulle öka säkerheten och redundansen i transporterna, så blev – och blir – Trafikverket återigen tvunget att akut genomföra stora reparationer på den här sträckan, vilket förutom stilleståndet i sig drabbar andra underhållsåtgärder och utökningar som är nödvändiga för att få upp kapaciteten på Malmbanan.

Även om Trafikverket är ansvarigt för att förvalta och underhålla järnvägen så är de beroende av politiska beslut om hur mycket pengar de får och vad de ska prioritera. Det kan nu inte stå klarare – och borde göra så även för våra politiker – att såväl Malmbanan som många andra järnvägssträckor har prioriterats alldeles för lågt och en stor underhållsskuld har byggts upp som nu är helt akut att åtgärda. Vi har redan varit nära katastrofala olyckor även med persontåg (Huddinge 2014, Hudiksvall i somras) där bristande standard kan misstänkas vara en delorsak.

Förutom försämrade säkerhet och direkta kostnader för skador, så har vi fått blixtbelysning på hur situationen slår mot svenska bolags affärer. Utöver 6 miljarder i förlorade direkta intäkter för LKAB denna gång, så var kapaciteten på Malmbanan en av frågorna som tidigare avgjorde att H2 Green Steels stålverk i Boden till slut valde att ta sin malm från Rio Tinto i Kanada och Vale i Brasilien, istället för "runt hörnet" från LKABs gruvor i Norrland.

Trafikverket förstår alltmer industrins behov av att inte bara förbättra skicket och kapaciteten på Malmbanan, utan också tidigarelägga flera andra projekt som anses kritiska för att möta den efterfrågan som följt på de stora industrisatsningarna i norr. Nu ligger bollen tydligt hos politikerna.

Grönt transportbehov i Norrland

Beräkningar talar om investeringar på 1000 miljarder kronor och 100 000 nya arbetstillfällen totalt för Norrlands nya gröna industrier – det som McKinsey kallar "Sustainability Valley":

1. Batteritillverkning.



Källa: Northvolt

2. Grönt stål.

Inte bara ett, utan två jättebolag inom fossilfri ståltillverkning har startats i norr, med de transportbehov dessa verksamheter har.



som avsätts är alltså inte ens tillräckliga för att hålla den i schack, för att inte tala om att börja beta av på den. Det är lätt att förstå att ökat järnvägsunderhåll knappast är en valvinnare, men om AB Sverige inte ska stanna av eller göra sina investeringar utomlands så måste problemen börja åtgärdas, nu. Affärer har redan stoppats av brist på fraktkapacitet och det är ändå något som politiker är känsliga för.

En ny faktor som också tillkommit på senare tid är säkerhetsläget och Sveriges inträde i NATO, som ställer nya och större krav på vissa befintliga sträckor, något som också ska in i åtgärdsplanerna. Ändå spåddes redan innan Rysslands oprovocerade anfall på Ukraina att gods- och persontransporter i Sverige totalt kommer att öka med 50% till 2040. Det borgar för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt är fortsatt mycket god, samtidigt som Trafikverket alltså måste börja beta av underhållsskulden som redan finns i det svenska järnvägsnätet. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, så gynnar också järnvägens sårbarhet i spåren Railcares snabbt expanderande verksamhet med beredskapslok, där Railcare är en av få aktörer som kan erbjuda de mer miljövänliga maskiner som efterfrågas.

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

Dessa nya industrier bygger dessutom sin existens på miljöhänsyn, vare sig det gäller fossilfritt stål, batterier till elbilar, utbyggnad av kraftgenereringen eller den jättelika vätgassatsningen runt Bottenviken, som kanske främsta exempel. De kräver därför att hela förädlingskedjan ska vara grön, inklusive de transporttjänster de upphandlar, och detta gäller också allt fler transportköpare. Även Trafikverket har aviserat stegvis högre krav på alla aktörer som arbetar på eller med järnvägen, med det slutgiltiga målet att deras verksamhet ska vara helt utsläppsfri år 2040. I dessa strävanden gynnas återigen Railcare speciellt, genom att länge ha arbetat med hållbarhetsfrågorna för järnvägen, tagit fram tjänster och produkter som minskar eller helt eliminerar de direkta utsläppen och har satt upp mål om att minska förbrukningen och fossila utsläppen från egna lok och maskiner med 40% till 2025. Där passar batterivagnen MPV, och dess alldeles nya uppgraderade efterföljare med strömavtagare MPVe, perfekt in på ökade miljökrav, såväl för Railcares egna behov, som för externa kunder vad det lider.

Trafikverkets krav kommer att bli tuffa för många aktörer att nå, antingen av ekonomiska skäl eller för att utsläppsfria lok och maskiner inte kommer att hinna produceras eller konverteras i tillräcklig omfattning till 2040 och de som finns kommer att bli dyra att hyra in – om det ens blir möjligt. Många lok är bortåt 50 år gamla, bränsletörstiga och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränslepriser eller klimat stod i fokus. Dessutom införs ett helt nytt europeiskt signal- och säkerhetssystem, ERTMS (European Rail Traffic Management System) som i Sverige kommer att ersätta vårt gamla system ATC. Det här ska på sikt få bort mycket av de problem som passerandet av landsgränser innebär, där tåg hittills varit tvungna att ha multipla system ombord för detta – ett problem som varit en kon-

Vindkraftsutbyggnad

3. Grön el

En grundförutsättning för de gröna industrierna i norr är inte bara bra gröna transporter, utan också enorma mängder lokalt producerad grön el som till stor del behöver komma från vindkraft.



Grönt = Beviljat
Gult = Handläggs
Rött = Avslag

Källa: Vindbrukskollen

Nordic Hydrogen Route

4. Vätgas, till industriprocesser och bränsle

En 100 mil lång vätgaspipeline runt Bottenviken, som genom sin dimension också ska fungera som lagring, planeras för byggstart 2026 och drift från 2030. Beräknat vätgasbehov är 65 TWh/år, vilket motsvarar 7,5 GW kontinuerlig konsumtion, att jämföras med EUs mål om 40 GW installerad elektrolyseffekt år 2030.



Källa: Nordic Hydrogen Route – Bothnia Bay

kurrensackdel för järnvägen mot lastbils- eller flygtransporter. De nuvarande nationella systemen börjar också bli gamla och det är t o m i vissa lägen svårt att få tag på komponenter.

Det finns nu därför två starka, för att inte säga tvingande, skäl till ombyggnad av stora mängder lok i den existerande flottan; hållbarhet och tekniska krav. Lok som inte är alltför gamla lönar det sig att bygga om, men att ersätta de som faller för åldersstrecket blir inte billigt, då ett nytt lok kostar från 30-35 mkr och uppåt. Att bygga om de äldsta och mest slitna loken till modern standard såväl vad gäller utsläpp som säkerhet med ETCS (som är den del av ERTMS som sitter i själva loken), lönar sig knappast egentligen då en ombyggnad typiskt sett kostar 10-15 mkr. Det kan dock bli nödvändigt om nya lok inte står att uppbringa med tanke på den stora mängd lok det handlar om, inte bara i Sverige utan i hela Europa. Tillverkningskapaciteten hos loktillverkarna räcker helt enkelt inte på långa vägar för att mätta efterfrågan. Vare sig det blir nytt eller ombyggnad så står branschen alltså inför en rejäl investeringspuckel där Railcare tack vare finansiell styrka och förutseende ligger i framkant. De stora ombyggnadsbehoven gynnar Railcares lokverkstad som redan sett en så kraftigt stigande efterfrågan de senaste åren att kapacitetstaket i princip är nått och ett beslut om utbyggnad mycket väl skulle kunna komma redan under innevarande år, vilket utöver en ökad kapacitet också skulle kunna möjliggöra en breddning av tjänsteerbjudandet.

Resultat Q4

Kvartalets stora nyhet kom i slutet av oktober när genombrottskontraktet på beredskapslok värt 403 mkr under fem år med start successivt under 2025 presenterades. Utöver de fem åren kommer möjligheten till förlängning 1+1 år som en ytterligare potential om 161 mkr. Placeringen är på fem nya orter i Sverige samt en förlängning av uppdraget i Borlänge. Näst efter transportuppdraget åt Kaunis Iron är detta det största kontrakt Railcare någonsin har tecknat och är så klart både betydelsefullt för framtiden, ett kvitto på bolagets förmåga och så skänker det stabilitet åt bolaget framöver. Det har säkerligen en stor del i att bolaget har höjt sina finansiella mål igen (se nedan).

Utöver det kontraktet presterade Railcare ett utmärkt fjärde kvartal för 2023 trots

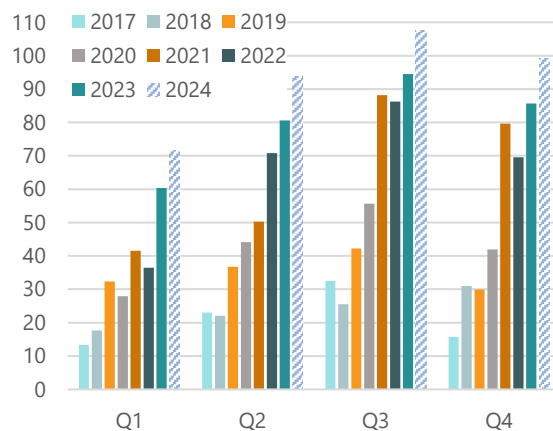
- en tidig vinter som begränsar entreprenadarbetena,
- oväntat större kostnader för underhåll, när stilleståndet på Malmbanan utnyttjades för service av lok, och
- ökade marknadsföringskostnader t ex för deltagande på järnvägmässan i Australien för att visa bolagets vacuumteknik och för att börja ta den nya MPVn till marknaden.

Ändå ökade nettoomsättningen med 16,6% till 149,3 mkr (128,0 för Q4 -22), om än att 2022 års avslutande kvartal var åt det svaga hållet och bortåt hälften av ökningen var hänförlig till inflationen. Återigen har Railcares flexibilitet visat sig värdefull. Rörelsemarginalen upp gick trots svårigheterna till goda 8,8% (5,2%) utifrån ett rörelseresultat om 13,2 mkr (6,7). Situationen med underhållsskulden beskriven ovan och nödvändiga åtgärder har lett till fortsatta diskussioner mellan näringslivet och Trafikverket och politiker där bl a Railcares VD Mattias Remahl har deltagit och frustrationen är påtaglig. Som Mattias uttryckte det "Nu gäller det att planerna blir åtgärder också".

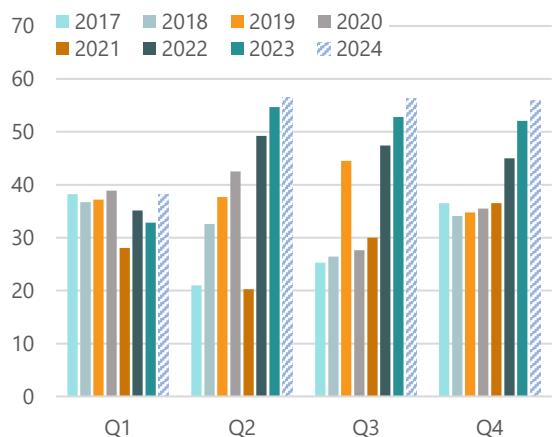
Säsongsvariationer

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

Transport Skandinavien



Entreprenad Sverige



Källa: Bolaget

Det goda kvartalet förklaras av dels en högre beläggning inom Entreprenad Sverige, där Railcare använder sina egna maskiner så hävstången är stor, dels inom Transport Skandinavien främst av de beredskapslok som gick i tjänst i början av 2023, dels av stor efterfrågan på lokverkstadens tjänster.

Entreprenad Sverige redovisade intäkter på 59,7 mkr (48,4) och en EBT-marginal om 8,7% (9,8%) trots att en del arbeten har blivit framflyttade av den tidiga vintern, något som tidigarelagda snöröjningsuppdrag inte kan väga upp.

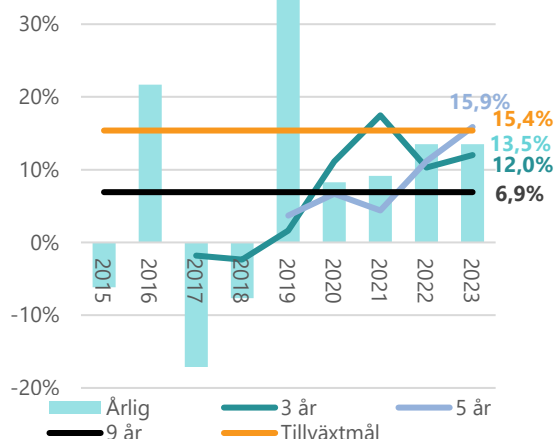
För Transport Skandinavien vände de klassiska entreprenadtransporterna upp i volym under Q4 jämfört med ett år innan, ett välkommet trendbrott mot tidigare kvartal under 2023. Ökningen spädades på i kronor räknat tack vare indexuppräknningar av befintliga avtal. Driftstoppen på Malmbanan har ingen egentlig påverkan på Railcare utifrån hur kontrakten är skrivna, vilket också är väsentligt för Q1-24, där vi emellertid kan räkna med fortsatt högre kostnader för lokunderhåll som tidigare läggs. I jämförelse med Q4-22 bidrog också de ovan nämnda beredskapsloken och den höga beläggningen på lokverkstaden. Sammantaget innebar detta en kvartalsintäkt som ökade med hela 22% till 91,8 mkr (75,1) med en EBT-marginal på utmärkta 14,3% (4,9%), den högsta sedan Q4-21, utifrån ett resultat efter finansnetto på 13,1 mkr (3,7).

Maskin & Teknik har haft fullt upp med att färdigställa den nya MPVe med strömavtagare och inga större externa affärer har gjorts under kvartalet. Maskinen ska testköras under merparten av innevarande år, så den kan tas i bruk och extern försäljning kan påbörjas mot slutet av året. Affärsområdet har tagit kostnader för att marknadsföra sin vacuumteknik (RailVac) till externa kunder och deltog bl a på järnvägsmässan i Australien – en marknad som präglas av en stor del privat ägande av järnvägen, t ex av gruvbolagen Rio Tinto, BHP Billiton, m fl. Det här är en potential som vi pekat på länge men inte räknat in i värdet på Railcare. Det blir nu spännande att se om initiativen också leder till affärer så småningom.

Entreprenad Utland har fortsatt svårt att få till det. Den största kunden, Network Rail, är nu i slutet på sin beställningscykel vilket innebär låga volymer och går inte in i nästa cykel förrän i Q2-24. Det innebär att vi inte förväntar oss någon vändning av förlusttrenden det närmaste kvartalet åtminstone.

Koncernens kassaflöde från den löpande verksamheten blev rekordstort för ett enskilt kvartal när det landade på 61,6 mkr (35,2). Det är visserligen till stor del beroende på en kraftig förstärkning från minskade rörelsefordringar, +33,9 mkr, som ju ökade kvartalen innan delvis till följd av lokverkstadens ökade verksamhet, men även ett förbättrat rörelseresultat bidrog till den starka siffran. Även om vi tittar på 12-månaderssiffran för att minska effekten av periodiseringar, så var den också rekordstark och landade för första gången över 100 mkr. Till viss del kan utvecklingen av rörelsekapitalet ses om en reflektion av marginalerna, då förmågan att kunna vara tillmötesgående i betalningsvillkor underlättar i andra delar av affärerna, t ex i prisdiskussioner.

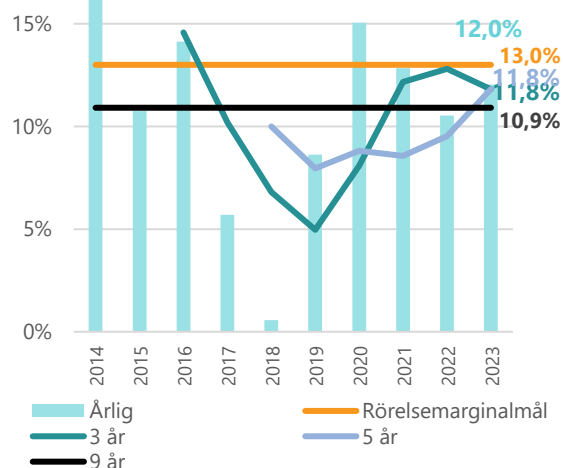
Historisk Försäljningstillväxt



En rejäl höjning av tillväxtnålet ser utmanande ut, men är väl grundad i en mycket god affärsutveckling.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

Historisk Rörelsemarginal



Det nya rörelsemarginalmålet ser ut att bli tufft att nå, men det är inte uteslutet.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

Nya finansiella mål – igen!

En mycket positiv nyhet presenterades samtidigt med bokslutskomunikén och det var en *ny* uppdatering av bolagets finansiella mål, trots att det bara är ett år sedan det skedde senast. Mycket positivt har dock hänt sedan dess, inte minst med jätteordern på beredskapslok i oktober, en bättre stabilitet i entreprenadaffären, framgångar som fortsätter med lokverkstaden och tydligare potential till extern försäljning av de egenutvecklade maskinerna – så en höjning av målen, som vi önskat oss i tidigare analyser, framstod nog till slut som nödvändig så inte ribban skulle bli liggande på backen... Till det bidrog säkerligen även den höga inflationen som har pressat upp siffrorna.

Bolagets nya finansiella mål är att nå 1000 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Omsättningsmålet kan se rätt rejält aggressivt ut med drygt 15% tillväxt per år de kommande fyra åren, men vid en närmare titt så är det inte fullt så krävande som det i förstone kan tyckas och det är för övrigt i linje med våra prognoser från i höstas precis efter publiceringen av det nya kontraktet på beredskapsloken. Förutom fler andra goda nyheter under 2023, var det den enskilt stora nya post som tillkom under hösten. Kontraktet ger Railcare 80 mkr per år i intäkter från 2026, 40 mkr för 2025, och det löper på fem år med option på ytterligare 1+1 år – ett fantastiskt kontrakt för Railcare och det näst största i koncernens historia. Räknar vi det separat, med en förväntad indexuppräknings om 3% per år, så behöver resterande affär växa med knappa 13% per år, eller drygt 2½ procentenheter lägre än totalsiffran. Det är inte givet att det nås, men det är definitivt inom räckhåll.

Beredskapsloksavtalet har säkerligen också påverkat den offensiva marginalprognosen. Bruttomarginalen kommer rimligen att gynnas av avtalet, men kostnaderna längre ner, som för lokhyra och personal bedömer vi ökar i motsvarande mån. Det är dock rimligt att Railcare, som en av mycket få aktörer som uppfyller Trafikverkets allt hårdare miljökrav och har visat sig pålitlig och flexibel i tidigare leveranser av beredskapsloktjänster, får en intjäning som bidrar till att dra upp hela koncernens marginal. Detsamma gäller rimligen också lokverkstaden som i takt med dess snabba tillväxt utgör en allt större del av omsättningen. Till det ska också läggas en jämnare beläggning på entreprenadsidan. Skulle dessutom en maskinförsäljning externt komma till stånd som ett resultat av de nyligen ökade ansträngningarna inom det området, så blir det givetvis grädde på moset.

Prognoser

Omsättning

Entreprenad Sverige har sedan andra kvartalet ifjol kommit upp till vad som betecknas som en normal nivå efter en svacka under ett par år och har fått en jämnare beläggning på sistone. Det förklaras delvis av att Trafikverket har bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten. Affärsområdet har med sina specialmaskiner en betydligt högre operativ hävstång än exempelvis transportverksamheten – finns det inga jobb för maskinerna så står de stilla och kan inte användas på andra håll och beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. På kortare sikt så påverkas första och andra kvartalen som vanligt av hur länge vintern håller i sig, men eftersom förra

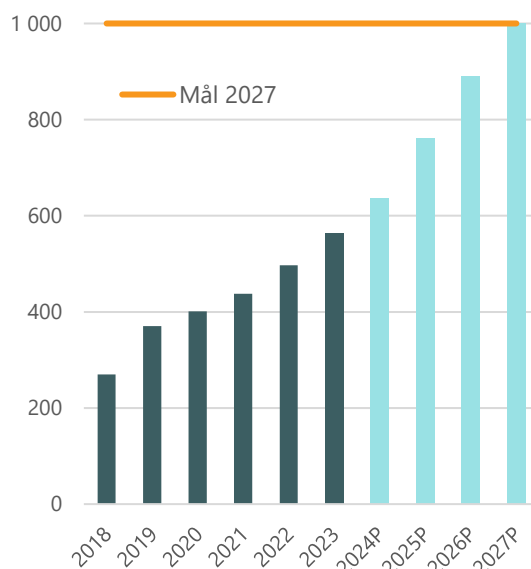
De nya finansiella målen:

- ~~800~~ ¹⁰⁰⁰ mkr i omsättning 2027
- Rörelsemarginal överstigande ~~10%~~ ^{13%}

Efter att ha presenterat nya finansiella mål i början av 2023, så har Railcare just gjort en betydande höjning av dem igen, mot bakgrund av årets framgångar.

Källa: Bolaget

Omsättningsprognos



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

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

våren var kall, så borde jämförelsesiffrorna vara lite lättare än om det varit tvärtom. Inför kommande år räknar vi med att entreprenadarbetena gynnas av ett allmänt ökat fokus på järnvägsunderhåll och Railcares maskiner och kompetens i synnerhet.

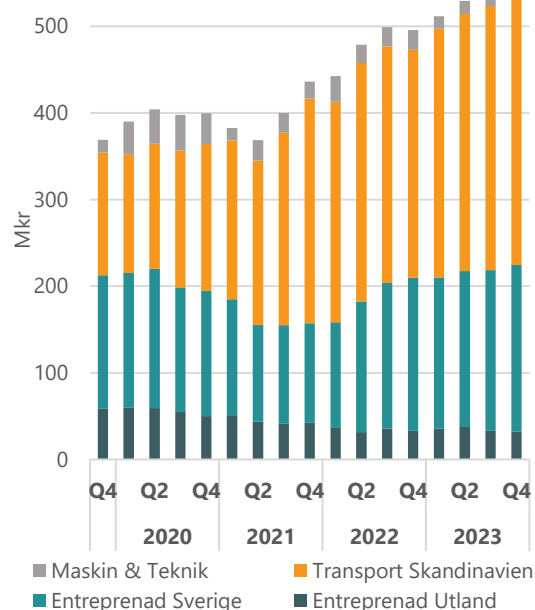
En sänkt kostnadsnivå efter omorganisationen av Entreprenad Utland, inklusive avvecklingen av verksamheten i Danmark hösten 2022 bör ha förbättrat förutsättningarna för affärsområdet på sikt, men utan försäljningsframgångar går det inte att spara sig till lönsamhet. Vi ser som beskrivet ovan ytterligare ett förlorat kvartal framför oss och därefter är det upp till bevis med Network Rails nya planeringscykel, CP7, och nya ramavtal. Vi behöver se en varaktig förbättring från affärsområdet innan det påverkar våra prognoser och vi vågar åsätta det något värde alls.

Transport Skandinavien fortsätter att utvecklas mycket bra överlag, där vi redan har berört verksamheten med beredskapslok. Till det kommer den mycket starka efterfrågan på lokverkstadens tjänster, som helt är i linje med marknadsbeskrivningen ovan. Den här utvecklingen borde verkligen få styrelsens aptit att växa för en utbyggnad för att därigenom utöka kapaciteten som nu i princip är nådd i befintliga lokaler. Här finns en potential som vi inte har räknat med ännu i våra prognoser. Den tidigare annonserade förlängningen av transportkontraktet med LKAB är också positiv och betyder bara den 70 mkr för 2024. Tillväxten för affärsområdet har varit fantastisk med 25%/år de senaste 5 åren och utöver beredskapslokkaffären kan det bli svårt att bibehålla den takten framöver. Det finns dock ytterligare potential för positiva överraskningar om exempelvis ett betydande avtal kan tecknas med en större industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland, men det är självklart ingenting vi vågar ha med i våra prognoser ännu.

Maskin och Teknik arbetar med de sista detaljerna på den nya MPVn med strömavtagare, MPVe, innan tester tar vid, produktion startar och ansträngningar för extern försäljning kan öka mot slutet av året. Förhoppningar finns helt klart om att den ska få ett genombrott 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 beklagd. Det borde borge gott för Maskin & Teknik, så länge som kommersialiseringen lyckas och Railcare har sedan i höstas ett ökat fokus på att marknadsföra sina unika produkter internationellt. Produkterna kommer inte att säljas i Sverige, för att undvika att hjälpa konkurrenter, främst på entreprenadsidan. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands för både MPVn och RailVacen. Marknaden är dock konservativ, prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan spela in, så det går knappast att förvänta sig några snabba segrar och vi tar heller inte ut några alls i våra prognoser.

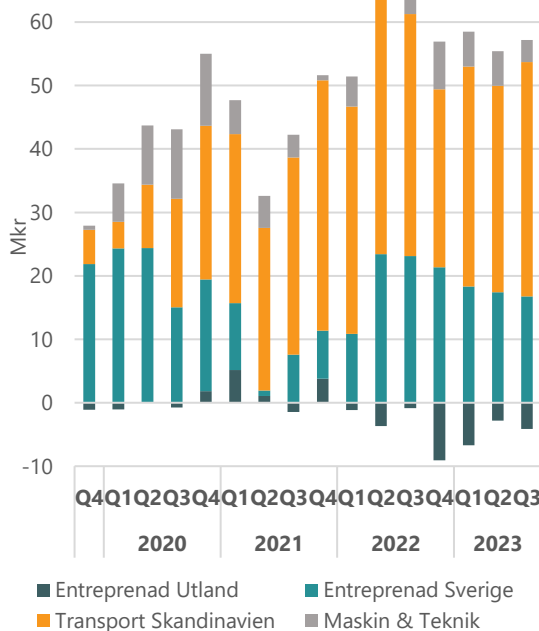
Som bakgrund till de bolagsspecifika möjligheterna ovan, ligger det stora investerings- och renoveringsbehovet i svensk järnväg som definitivt bör borge för en fortsatt hög efterfrågan och därmed hög bekläggning på entreprenadsidan. Industriprojekten i norr betyder ju också ett ökat transportbehov och därmed affärsmöjligheter för Railcare på transportsidan. Tillsammans med en fortsatt god kostnads kontroll bör det kunna leda till en bra omsättningstillväxt under god

Omsättning, rullande 4 kvartal



Källa: Bolaget

Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

lönsamhet, stöttat av Railcares unika maskiner och fokus på hållbarhet. Bolaget har redan bäddat för expansion genom att ta in ny personal, främst lokförare, och har dessutom gjort förändringar i koncernledningen mot bakgrund av ”en växande organisation och stark framtidstro” som bolaget skrev i Q2-rapporten. Det kommer nu väl till pass.

Sammantaget ser vi de nya målen som möjliga att nå, om än att kostnaderna kan komma att öka lite innan intäkterna kommer för att bemanna upp, utbilda och certifiera nya anställda till beredskapsloken, samt för marknadsföringskostnader för maskinförsäljning. Det innebär att vi ser framför oss en något lägre omsättningstillväxt för 2024 än de två senaste åren, för att sedan öka rätt markant under de två påföljande åren när intäkterna från den nya beredskapsloksaffären tillkommer, innan takten i omsättningsökningen sjunker tillbaka lite, men ändå når målet.

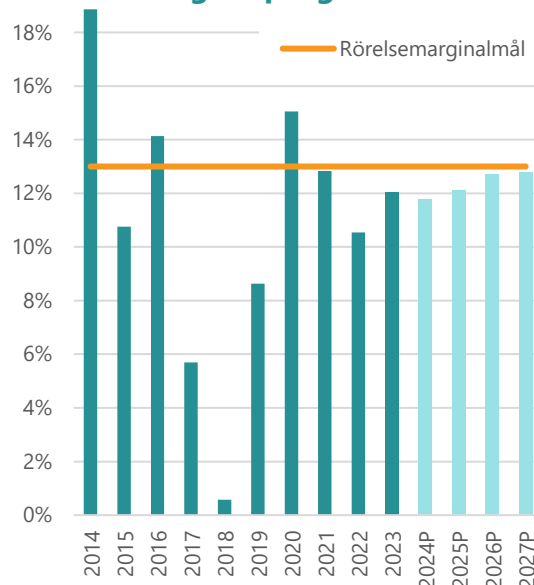
Kassaflödesmässigt ser det tack vare starka rörelseresultat fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och en möjlig investering i lokverkstaden. Mot slutet av perioden, efter Railcares troliga investeringspuckel, kan nog frågan om att höja den 30-40%-iga utdelningsandelen bli aktuell igen, med mindre än att nya intressanta investeringar kan bli aktuella.

Kostnader

Mer generellt så är Railcare inte helt opåverkat av förändringarna i omvärlden. Även om kunderna betalar för bränslet och elen, och många kontrakt är indexerade till KPI, så sker uppräknigen bara årsvis, så med hög inflation så eroderas marginalen sakta under året innan intjäningen återställs igen. Det här innebär en viss motvind så länge inflationen är hög, men en potential nu när den faller tillbaka. Samtidigt fick den snabba inflationsökningen en negativ påverkan på marginalerna i de arbeten som gjordes i lokverkstaden till fast pris, men de rullar nu ut i takt med leverans.

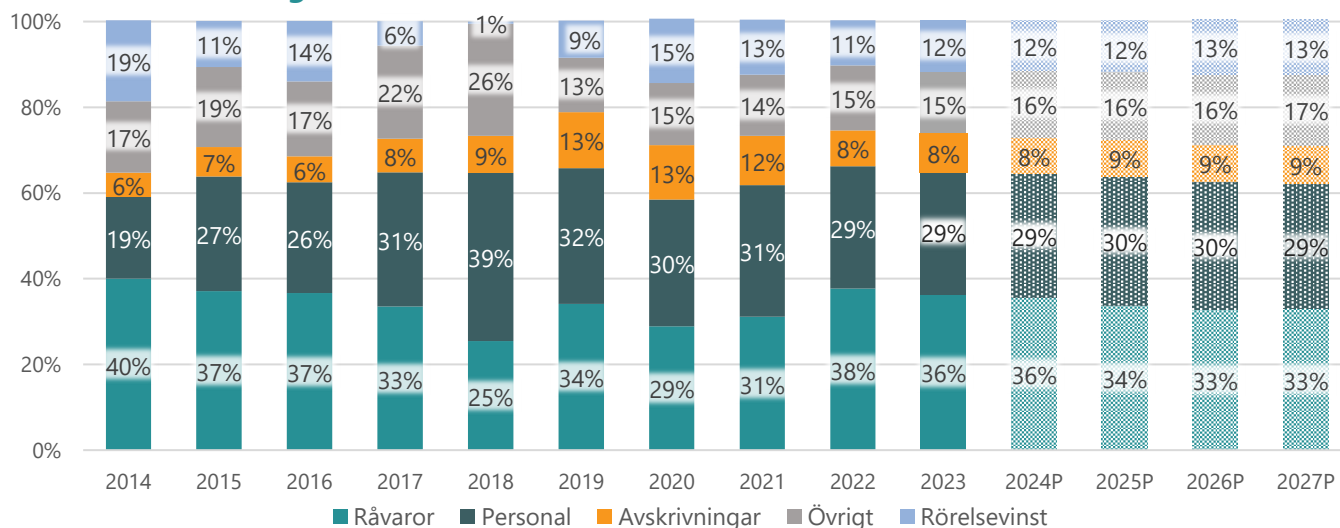
Utöver inflationseffekten, som inte bara drabbar Railcare utan branschens aktörer generellt, finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen har förändrats nämnvärt

Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar och prognoser)

från tidigare. Förädlingsvärdet är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för råvaror får endast litet genomslag på resultatet. Däremot kommer en ökad andel intäkter från beredskapslok rimligen sänka råvarukostnaderna som andel av totala omsättningen, så bruttomarginalen förbättras. I takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar dock Övriga externa kostnader, men avskrivningarna minskar samtidigt för egna lok. 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 visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen.

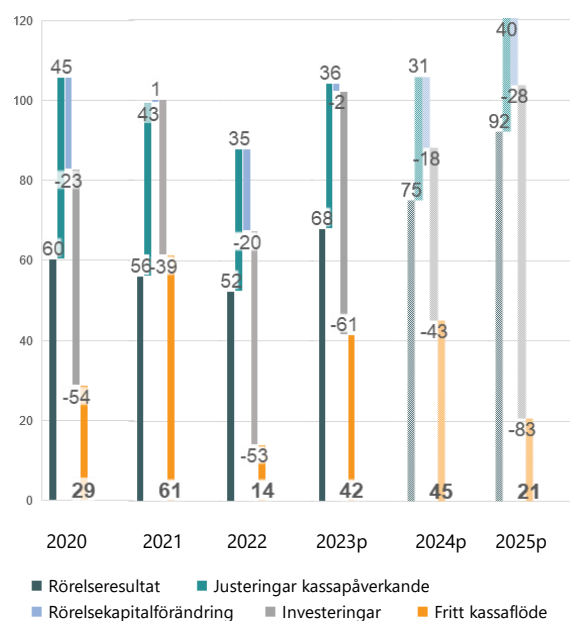
Personalkostnaderna förändras heller knappast stort utöver beredskapsloken. Däremot innebär en ökad takt i rekryteringarna, hittills främst av lokförare och maskinoperatörer som en följd av beredskapslokkaffären, ökade personalkostnader som inte omedelbart motsvaras av ökade intäkter, bl a på grund av rekryteringskostnader, att de behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det tynger förstås marginalerna lite närmaste tiden.

Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men den borde sjunka med ökade investeringar under kommande år, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen. Ändå siktar bolaget alltså mot höjda marginaler, vilket är positivt.

En hög andel fasta kostnader gör emellertid resultatet känsligt för beläggningen. Det med andra ord en hög operativ hävstång, som dock minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet och fler kunder. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Den ovan beskrivna situationen med Malmbanan och Railcare som då passat på att göra underhåll på loken är ett exempel. Andra halvåret 2022 är ett annat, då den ökade aktiviteten hade börjat tära på personal och maskiner. Det innebar att slutet av 2022 präglades av rekryteringar och ett ökat underhållsbehov för maskinerna. Resultatet blev ökande kostnader för underhåll, men också ökade kostnader för att hyra in maskiner som ersatte de som var på service. Även om bolaget passade på att vidta dessa åtgärder under en lite mindre hektisk period så är det här något som vi får räkna med att det återkommer då och då, kanske framför allt efter en period med stark aktivitet.

Med en stor andel fasta kostnader blir beläggningen avgörande för marginalerna på kort sikt. Den varierar ju över tid, men är svår att prognosticera. På entreprenadsidan är det beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket och som faktiskt har förbättrats på sistone. Med en större volym så blir det också automatiskt en viss utjämning av beläggningen, men att öka kapaciteten är heller inte helt enkelt. Det är ont om lok och utbildad personal går nästan inte att få tag på. Att öka kapaciteten innebär 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.

Kassaflödesanalys



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

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

De långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver blir i det här sammanhanget extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Ett exempel är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet från omlastningsstationen i Pitkajärvi till hamnen i Narvik. Ett annat är det nya kontraktet för beredskapslok beskrivet ovan. Även Trafikverkets förnyelse av snöröjningskontraktet till 2025 värt 40 mkr per år är på samma sätt värdefullt även om det är säsongsbundet, inte minst eftersom det ger förutsägbar beläggning under lågsäsong. Till de långa kontraktet räknas också lokverkstadens order på att uppgradera och anpassa 28 lok under 2022-2024 åt lokuthyrningsföretaget Nordic Re-Finance.

Marginalutvecklingen

Bolaget har med Mattias vid rodret hittills varit försiktigt med att kommunicera sådant de inte kan uppfylla. De nya målen lär dock bli svåra att överleverera på. Det är en höjning av omsättningsmålet med 25% och marginalmålet med hela 30%, så för resultatraden blir det en höjning med över 60% av målsättningen. Det andas stor tillförsikt och Railcare är både effektivare och mer flexibla än större, ofta statliga konkurrenter och vinner allt fler långa kontrakt som ger stabilitet. Bolaget konstaterar också att Trafikverket redan betalar lite mer för jobb där Railcare som en av få aktörer kan arbeta hållbart, inte minst för känsliga arbeten som nästan bara kan utföras med MPVn - och alltså därmed uppfyller nollutsläppskraven – som t ex arbeten i citykärnor, tunnlar som Citybana, etc, något som förhoppningsvis kan öka framgent. Ändå måste åtminstone det nya marginalmålet ses som mer stretchat än det gamla.

Resultaträkning (Mkr)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Nettoomsättning	270	371	401	438	497	564	636	760	890	1 000
Övrigt Intäkter	7	9	20	15	15	18	19	23	27	30
Kostnad sålda varor	-142	-177	-181	-204	-269	-297	-331	-385	-445	-505
Bruttoresultat	135	203	241	249	243	285	324	398	472	525
Personal	-108	-120	-125	-139	-146	-170	-190	-235	-275	-300
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-4	-4	-5
Resultat före avskrivningar (ebitda)	26	82	114	108	95	112	130	159	193	220
Avskrivningar	-24	-50	-53	-52	-43	-44	-55	-67	-80	-92
Rörelseresultat (ebit)	2	32	60	56	52	68	75	92	113	128
Finansnetto	-5	-6	-5	-4	-5	-11	-11	-10	-9	-10
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	27	56	52	47	57	64	82	104	118
Skatter	2	-6	-12	-11	-10	-14	-13	-17	-21	-24
Nettoresultat	-1	21	44	41	37	44	51	65	83	94

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Sammanfattningsvis bedömer vi att rörelsemarginalmålet kan bli tuffare att nå än omsättningsmålet, framför allt initialt, så efter en marginell dip i marginalen för i år, bedömer vi att den segar sig närmare målet mot slutet av perioden, dock inte riktigt hela vägen upp till målets 13%. För att motsvara bolagets mål vill vi bättre förstå hur det ska gå till och se tydligare tecken på att det kan komma att nås.

Värdering

I vår analys efter halvårsrapporten noterade vi att aktiekursen stått stilla sedan Nasdaq-introduktionen i december 2017, medan omsättningen nästan hade fördubblats, vinsten per aktie fyrdubblats och verksamheten nått en helt annan grad av stabilitet och erkännande. Sedan dess har kursen visserligen gått upp med nästan 30%, men ett P/E-tal på drygt 11 för innevarande år, för ett mycket solitt, kassaflödespositivt och utdelande bolag som beräknas växa med mer än 15% per år med en tvåsiffrig rörelsemarginal, framstår fortfarande som njuget. Exempelvis kan en stor del av uppgången tillskrivas beredskapslokskontraktet: Om vi tar totala ordervärdet för den affären (403 mkr) och sätter bara halva värdet på optionen (161 mkr), multiplicerar med en 10%ig nettomarginal (troligen betydligt bättre marginal än så på den typen av affär), så har vi bara där ett ökat aktievärde om mer än 2 kronor.

Med det sagt, så ligger ändå tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien på en kassaflödesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och sedan stämma av denna mot andra värderingsindikatorer.

Kassaflödesvärdering

För att beräkna värdet på aktien krävs ett avkastningskrav för det egna kapitalet i bolaget där vi utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag ca 2,5% (3%), och adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Till det kommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi bedömer till ca 3%. Totalt blir det 11,5% (12%). Det är relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar både en viss operativ volatilitet baserad på höga fasta kostnader i kombination med fluktuerande beläggning, och en låg likviditet i aktien som beror både på bolagets litenhet och en låg freefloat.

Avkastningskravet används för att diskontera framtida kassaflöden för att bilda oss en uppfattning om aktiens värde idag. Det finns flera olika modeller för att göra detta och i Railcares fall tycker vi att det fria kassaflödet hänförligt till eget kapital (FCF to equity) är en lämplig bas. Med en liten putsning av vår tidigare prognos, så ligger vi precis på bolagets egna förväntningar om en miljardomsättning för 2027, med ganska stora skillnader i tillväxttakt mellan åren. Vi behåller vår prognos för rörelsemarginalen för innevarande år men höjer lite för efterföljande år, om än att vi inte riktigt når upp till bolagets mål om 13%. Om vi vid prognosperiodens slut, år 2027, försiktigtvis antar att marknaden handlar aktien till P/E 12, så får vi en motiverad kurs på 36:- idag. Skulle vi skissa på en förlängning av prognosperioden till 2035 med en tillväxttakt som försiktigtvis sakta faller tillbaka mot 10% och en rörelsemarginal som konservativt faller ner mot 10%

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2027

Motiverad kurs, P/E 2027	Avkastningskrav --->							
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	
6	24	23	22	21	20	19	19	
7	26	25	24	23	22	22	21	
8	29	28	27	26	25	24	23	
9	32	30	29	28	27	26	25	
10	34	33	32	30	29	28	27	
11	37	36	34	33	31	30	29	
12	40	38	37	35	34	32	31	
13	43	41	39	38	36	35	33	
14	45	43	42	40	38	37	35	
15	48	46	44	42	41	39	37	
16	51	49	47	45	43	41	39	
17	53	51	49	47	45	43	42	
18	56	54	52	49	47	45	44	

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt under de kommande fyra åren, så framgår motiverad kurs idag ur tabellen, givet det avkastningskrav man har på investeringen och den multipel man tror att aktien kommer att handlas till efter de fyra åren.

Källa: Analysguiden

På längre sikt

Motiverad kurs, P/E 2035	Avkastningskrav --->							
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	
6	41	38	35	32	30	28	26	
7	43	40	37	34	31	29	27	
8	45	42	38	36	33	31	28	
9	48	44	40	37	34	32	30	
10	50	46	42	39	36	33	31	
11	52	48	44	40	37	35	32	
12	54	50	46	42	39	36	33	
13	57	52	48	44	40	37	34	
14	59	54	49	45	42	38	36	
15	61	56	51	47	43	40	37	
16	63	58	53	49	45	41	38	
17	66	60	55	50	46	42	39	
18	68	62	57	52	48	44	40	

Om bolaget fortsätter nå våra prognoser för avtagande rörelsemarginal och omsättningstillväxt under de efterkommande åtta åren (efter 2027), så blir motiverad kurs idag högre trots sänkt tillväxt och sänkta marginaler efter 2027.

Källa: Analysguiden

långsiktigt så får vi lägga på 5-10 kronor till på kursen. Då ska vi inte glömma att detta är för en aktie som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

Multipelvärdering

Multipelmått är en-periodsmått, vilket är en betydligt ”fattigare” modell än en kassaflödesanalys. De fångar inte dynamiken i bolagsutvecklingen som en DCF-kalkyl kan göra. De har dock fördelen av att vara enkla och används därför mycket, varför vi inkluderar ett par av dem här:

- Innevarande års P/E-tal hamnar på 11,3 med våra prognoser. Det framstår som billigt med den tillväxt, de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på 10 för 2024p.
- EV/Sales på 1,2 för 2024, 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 11,36 kr (10,12). Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,1 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på 16% för 2023 och knappt 15% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11,5%, och visar då ett värde på 15:80 per aktie, eller omvänt, 7,6% avkastning.

Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett lägre värde, men två förefaller sannolika: 1/ Modellen är också en en-periodmodell som inte tar hänsyn till tillväxten. 2/ Kapitalstrukturen: En låg finansiell hävstång (hög soliditet) innebär en suboptimal kapitalanvändning med för mycket av det dyra egna kapitalet.

Slutsatser

Med mer tyngd åt den dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder på en rätt rejäl uppsida för ett bolag i en så pass mogen bransch. På längre sikt finns ytterligare potential. Det finns ytterligare skäl att överväga en investering nu:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden: Undantaget beredskapslokkaffären så har vi ungefär samma marginaler och bara något högre antaganden om tillväxt framöver jämfört med vad bolaget presterat de senaste åren.

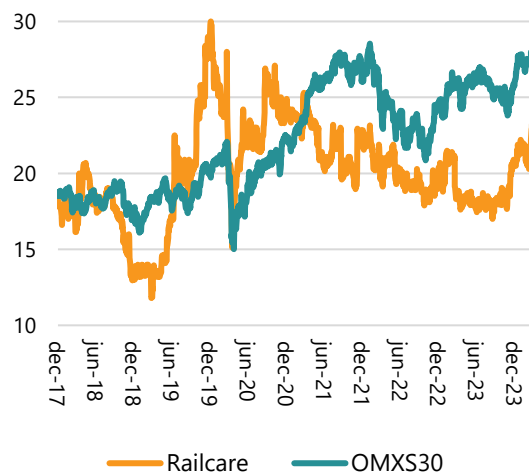
Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Nu värderas det egna kapitalet till 1,9 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

Kursutveckling senaste åren



Källa: Refinitiv

- Det finns potential både i den externa maskinförsäljningen som det nu börjar avsättas resurser till och på medellång sikt i lokverkstaden om ett beslut om utbyggnad fattas. Kanske till och med utlandsverksamheten kan börja bidra så småningom. Inget av detta har vi tagit hänsyn till i våra prognoser.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som går lika bra i en sämre konjunktur.
- Dess karaktär gör också att en investering i aktien ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

Även om en tillfällig svacka skulle uppstå i beläggningen, och därmed resultatet, så bör bådadera ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare och ett ökande transportbehov på järnvägen.

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

Risker

Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för 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 haft svackor emellanåt. Resultatet har därför varit ganska volatilt, och även om det blivit bättre under de senaste 3-4 åren så finns grundproblematiken kvar och kan dyka upp även i framtiden.

En påtaglig risk, om än kanske i första hand på det personliga planet, är säkerheten på järnvägen. Railcares motto är ”Vi gör det säkert – eller inte alls”. Trots det kan naturligtvis olyckor ske i en så farlig teknisk miljö, vilket förutom personliga tragedier kan innebära skadestånd, ryktesrisker, intäktsbortfall, etc för bolaget som försäkringar inte täcker.

Det tillverkas för få lok ur ett marknadsperspektiv, och även om Railcare äger ett antal lok, så leasas också många. Om brist uppstår så kan det bli svårt eller dyrt att förnya leasar för att ha maskiner tillräckligt för att leverera mot kundåtaganden, eller så kan Railcares tillväxt hämmas av bristen på lok. Det är en brist som inte är lätt att åtgärda.

Railcares utlandsäventyr har hittills inte burit frukt trots försök under många år. Konkurrensen är en helt annan på de större internationella marknaderna, och i en konservativ bransch med statliga köpare är sannolikheten stor att tjänstemännen väljer inhemska leverantörer, snarare än att ta risken med en ny innovativ uppstickare, så även om Railcare har bevisat sin teknologi och tjänsteleverans åtminstone på hemmaplan, så återstår det att visa den kommersiella gångbarheten i dessa på en internationell marknad.

Marknad, produkter & tjänster

Järnvägsmarknaden, såväl för infrastruktur som för tjänster, är en konservativ bransch med tung statlig dominans. Detta gäller såväl i Sverige som i Railcares största utlandsmarknad, Storbritannien. Även om marknaden är mogen, så har den sett förbättrade tillväxtförutsättningar på senare år, främst tack vare ökad klimathänsyn då tågtransporter är mycket energieffektiva, men också utbyggnad av tung industri i norr, ett gravt eftersatt underhåll och ett ökat intresse från försvarsmakten. Någon enstaka högteknologisk nisch i marknaden visar också mycket god tillväxt.

Entreprenad Sverige & Utland

I Sverige förvaltas 90% av rälsen fortfarande av Trafikverket som därmed utgör lejonparten av entreprenadmarknaden. En marknad som kännetecknas av en helt dominerande köpare – därtill statlig – kommer att ha sina villkor i hög grad styrda av denne och inte nödvändigtvis vara rationellt marknadsdriven. Ett konkret exempel är det sätt på vilket underhållsarbeten planeras, kommuniceras och läggs ut. Inom ramen för upprättade ramavtal läggs specifika arbeten ut på de kontrakterade leverantörerna. Framförhållningen har dock emellanåt varit kort, arbetena mindre stycken av större projekt och oönskade glapp har uppstått mellan arbetena, vilket försvårar leverantörernas visibilitet, möjlighet till planering och en jämn beläggning över tid. En viss förbättring har dock börjat skönjas, om än från en låg nivå.

Mycket av de stora jobben, inte minst vid nyanläggning utförs av de stora drakarna, såsom de stora byggentreprenörerna InfraKraft, Sweco, WSP, Ramböll m fl, och mer specifika dito som NVBS, Ricardo Rail, Systra, m fl, ofta specialiserade på specifika nischer i järnvägsmarknaden, likt Railcare. Railcares nisch är underhåll i speciella miljöer som bangårdar, tunnlar, mm som är svåråtkomliga och trånga samt känsliga för avgaser och buller. Det gör också att RailCare ligger i framkant när det gäller hållbarhet. De har varit tvungna att förbättra existerande och utveckla nya egna produkter för egna behov, eftersom deras arbetsmiljöer är speciellt krävande.

Med arbete i sådana miljöer ställs också höga krav på planläggning, koordination och tidshållning. Ofta måste jobben göras nattetid för att undvika störningar på trafikflöden som måste fortsätta gå som vanligt, vilket ställer höga krav på disciplin, flexibilitet och ett lösningsorienterat förhållningssätt hos de som utför arbetena. Detta nås av Railcare genom en god personalpolitik, en platt organisation och vidareutbildningar, vilket främjar en låg personalomsättning, erfaren personal och yrkesstolthet.

Transport

Den här företagskulturen har också gynnat utvecklingen av transportaffären inom affärsområdet Transport Skandinavien, där Railcares leveranssäkerhet och flexibilitet verkar ha varit en tydlig fördel i vunna upphandlingar. Ett genombrott för Railcare var det unikt långa 10-åriga kontrakt som erhöles med Kaunis Iron för malmtransporter från Pitkajärvi till utskeppningsterminalen i Narvik med start i augusti 2018. Centralt för en god leverans är flexibilitet – t ex avseende sådana saker som problem i gruvan, variationer i malmhalt, dockningstider för skeppen, mm – och snabba detaljbeslut ute på fältet för

Relining



Över tid skadas trummor och genomföringar under rälsen, men istället för ett kostsamt byte gör Railcare en "relining" av trumman genom att klä insidan med ett flera lager tjockt och hårt glasfiberrör.

Källa: Bolaget

Malmtransport



Railcare kör Kaunis Irons malm de 22 milen från Pitkajärvi till Narvik. Varje tågsätt består av 2 lok och 36 vagnar och lastar i snitt 3100 ton. Railcare kör två tågomlopp per dygn, sju dagar i veckan vilket ger en volym på cirka 2,3 miljoner ton järnmalm per år.

Källa: Bolaget

att minska stopp- och ställtider och få ner cykeltiderna till ett minimum, något som passar Railcares sätt att arbeta.

Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste påbörjades i slutet av mars 2022, efter ett avbrott under första kvartalet från att tidigare haft uppdrag under 2021.

Det här exemplet visar dock på problemet med beläggningen. Under första kvartalet 2022 hade man alltså inget uppdrag från LKAB och inget annat uppdrag heller som tog dessa resurser i anspråk. Man kunde visserligen i någon mån sysselsätta sig med 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 att ha full beläggning för dem. Personalen är attraktiv och det tar tid och pengar att nyrekrytera och utbilda när efterfrågan kommer tillbaka. Att omdirigera resurser innebär ställkostnader och är heller inte gratis och kan vara avhängigt certifieringar. Problemen är desamma inom Entreprenad och när de inträffar tynger det givetvis marginalerna men får anses som en del av verksamheten – ”a cost of doing business”.

Den kostnaden syntes tydligt under första kvartalet 2022. Avbräcket som pausen i LKAB-affären innebar gjorde att marginalen i Transport Skandinavien obarmhärtigt brakade ner till noll, Samtidigt, på koncernnivå lyckades dock Entreprenad Sverige desto bättre och vägde upp Transport Skandinavien svaga kvartal.

Sådana luftgropar till trots har Transport Skandinavien, kanske lite otippat, utkristalliserat sig som Railcares stjärna de senaste åren, och inte blev det sämre med det stora kontraktet för beredskapslok hösten 2023. Både omsättningstillväxt och marginaler har legat klart över koncerngenomsnittet, om än med variationer enstaka kvartal.

Maskin & Teknik

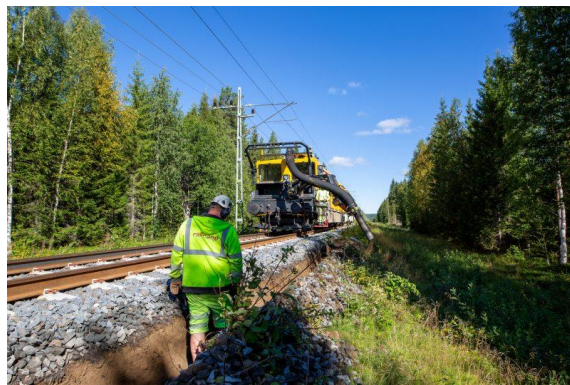
RailCares affärsområde Maskin & Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, dock inte lokverkstaden som ligger under Transport Skandinavien och som utför reparationer, underhåll och uppgraderingar såväl åt externa kunder som av den egna maskinparken. Inom Maskin & Teknik har flera innovationer sett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

RailVac: Detta var startskottet för bolaget och är egentligen som en gigantisk dammsugare för ballasten, alltså den makadam som ligger under räls och syllar och som ger en stötdämpande funktion. När den efter en viss tid börjar förlora denna förmåga så behöver den läggas om och då måste den gamla först tas bort vilket RailVacen är utmärkt på att göra, speciellt i trånga miljöer. RailVacen minimerar också risken för skador på de kablar som alltid löper i anslutning till rälsen och ca hälften av dess jobb är specifikt kabelsänkningar, än mer i Storbritannien.

Ballast Feeder: Detta är nästa steg i ballastbytet, där den nya ballasten ska läggas ut jämnt och med precision på ett effektivt sätt. För detta utvecklade Railcare sin Ballast Feeder.

Snöröjningsmaskiner: Railcare började också använda sin vacuumteknik för skonsam snöröjning på spåren och har nu senast utvecklat en snösmältare som eliminerar problemet med att behöva

RailVac



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

Källa: Bolaget

Ballast Feeder



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

Källa: Bolaget

frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde också hösten 2022 kontraktet med Railcare för snöröjning till 2025, värt ca 40 mkr per år.

MPVn: Det senaste stora tillskottet i produktfloran är MPVn, Multi Purpose Vehicle, som är som en gigantisk powerbank på räls. Den har hittills kopplats ihop med RailVacen, men kan också användas i många andra sammanhang. Den gör det möjligt att arbeta avgasfritt och mycket tystare i miljöer där strömmen i kontaktledningen – om en sådan ens finns på platsen – inte kan vara påslagen av säkerhets-skäl. I mars ifjol användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. I dagarna lanseras uppföljaren, MPVe, med strömavtagare, så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen eller i närheten.

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

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

Organisation

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

Det här får flera effekter:

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

Snöröjningsmaskiner



Utöver traditionella snöröjningsmaskiner som bara flyttar snön, så har Railcare tagit fram maskiner som smälter bort snön för användning där borttransportering är opraktiskt eller dyrt, t ex på bangårdar i tätbebyggda områden.

Källa: Bolaget

MPV



Railcares nya MPV, Multi Purpose Vehicle, är som en gigantisk powerbank på hjul och kopplas ihop med andra maskiner som kraftkälla. En RailVac med en MPV kan köra ett fullt arbetspass, åtta timmar, non-stop.

Källa: Bolaget

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögrörliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport Skandinavien som både har vuxit snabbare och haft bättre marginaler än entreprenadverksamheterna, trots att de senare har gynnats av den interna produktutvecklingen.

Ledning och ägare

VD är sedan hösten 2021 Mattias Remahl som har en bakgrund inom gruvindustrin från Boliden, där han var finansdirektör för affärsområde Gruvor. Det är naturligtvis positivt för Transportaffären, då Mattias har stor förståelse för gruvkundernas flöden, kalkyler och prioriteringar, men han tillför även i övriga affärsområden mycket kompetens och andra perspektiv från en annan tung industri.

Ägandet i Railcare är, som så ofta i mindre bolag, relativt koncentrerat på få händer. Intressant nog i det här fallet så är det inte i första hand grundarhänder, utan andra långsiktiga, institutionella händer. Så är fallet efter att de tidigare huvudägarna Ulf Marklund och Leif Dahlqvist hösten 2021 sålt sina resterande innehav till Norra Västerbotten Fastighets AB, som tillsammans med Treac AB är en lokalt förankrad företagsutvecklare med stiftelsegrund.

Grundaren och tidigare VDn Ulf Marklund är dock fortfarande aktiv i bolaget som vice VD och uppfattas fortfarande som en tongivande ledare.

Största aktieägarna, %	aktier	andel
Norra Västerbotten Fastighets AB	7 121 395	29,5%
TREAC Aktiebolag	2 390 000	9,9%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	866 244	3,6%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	489 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	379 554	1,6%
Torsten Germund Dahlqvist	279 309	1,2%
Harry Markku Sjöblom	265 000	1,1%
Martin Gome	233 500	1,0%
De tio största ägarna	13 374 895	55,4%
Övriga ägare	10 749 272	44,6%
Summa	24 124 167	100,0%

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger sannolikt en bit under 50%. I kombination med ett börsvärde på knappt 600 mkr blir likviditeten i aktien hämmad. Medianvolymen för en börsdag är senaste året drygt 6,2 tusen aktier, eller knappt 120 tkr. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det att det tar tid att bygga en position och också att komma ur den, om inte en sk "block trade" är möjlig. Det innebär att en småbolagspremie är klart motiverad vid värderingen av aktien.

Disclaimer

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

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

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

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

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader