

Bra trots lång vinter

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 expensionsmöjligheter med unika konjunkturokänsliga produkter betraktas som "tillväxtbolag" – skillnaden här är möjligen att bolaget dessutom är en höglönsam utdelare, till skillnad från urtypen för tillväxtbolag.

Q1: Transport Skandinavien väger upp

Den långa vintern försköt ett antal entreprenadarbeten framåt i tiden vilket tyngde Entreprenad Sverige något. Bolaget bedömer dock att dessa arbeten kan tas igen senare under året. Transport Skandinavien vägde upp Entreprenad Sveriges köldproblem med 20% tillväxt och en förbättrad marginal, opåverkade av problemen med Malmbanan

Sammantaget ökade nettoomsättningen under första kvartalet med 16,6% till 129,4 mkr (111,0), om än med viss hjälp av inflationen. Rörelsemarginalen minskade något till 10,7% (11,8%) baserat på ett rörelseresultat om 13,8 mkr (13,1). Kassaflödet förbättras sakta trots investeringar i nya batterivagnen med strömavtagare, MPVe som finansierats med egna medel i väntan på en översyn av låneportföljen.

Under första kvartalet kom också den höjning av Railcares finansiella mål vi hoppats 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 en räkka med positiva nyheter, bl a bolagets nya kontrakt för beredskapslok värt 406 mkr + 161 mkr under 5+2 år.

Aktien omvärderad i år, men potential kvar

Vår omsättningsprognos ligger kvar i linje med bolagets nya mål om drygt +15% per år till 2027. När det gäller marginalutvecklingen håller vi oss försiktigtvis något lägre än bolagets nya mål. Sammantaget håller vi fast vid en motiverad kurs om 36 kronor under antagandet om att marknaden kommer att betala P/E 12 för aktien 2027 – dvs något under 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 alltmer som den GARP – Growth At a Reasonable Price – som är många investerares heliga graal. Aktien har också andra företräden som en låg konjunkturokänslighet och en karaktär som ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj med sin låga korrelation till marknaden.

Railcare Group AB

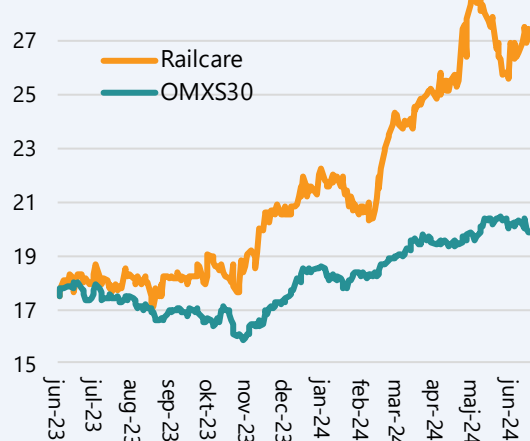
Rapportkommentar - Q1 2024

Datum 17 juni 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, 17/6 2024	27,10 kr
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, mkr	654
Nettoskuld, mkr	179
Företagsvärde (EV), mkr	833
Webbplats	www.railcare.se
Motiverad kurs	36,00
Nästa rapport	15 augusti 2024

Aktien omvärderad



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	564	640	760	900
Bruttoresultat	285	325	390	470
Rörelseres. (EBIT)	67,9	77	93	113
Resultat f. skatt	57,3	66	81	104
Nettoresultat	43,6	50	61	79
Vinst per aktie	1,81kr	2,07 kr	2,54 kr	3,27 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,80 kr	0,90 kr	1,10 kr
Omsättningstillväxt	13,5%	13,4%	18,8%	18,4%
Bruttomarginal	50,5%	51%	51%	52%
Rörelsemarginal	12,0%	12,0%	12,2%	12,5%
Nettoskuld/eget kap.	0,7	0,6	0,5	0,4
Nettoskuld/ebitda	0,6	0,6	0,5	0,4
P/e-tal	15,0	13,1	10,7	8,3
EV/EBIT	12,3	10,8	9,0	7,4
EV/omsättning	1,5	1,3	1,1	0,9
Direktavkastning	2,6%	3,0%	3,3%	4,1%

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 borrar 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 bidrar till 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. Højningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens räntehøjningar 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.

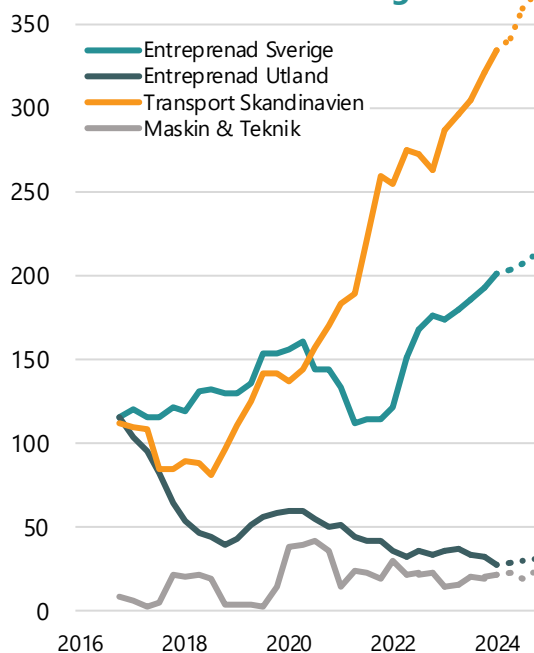
Aktien har fortfarande klar potential

Med prognoser som är lite försiktigare än bolagets nya finansiella mål som just höjts ytterligare, så ser vi en potential på närmare 35% 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.

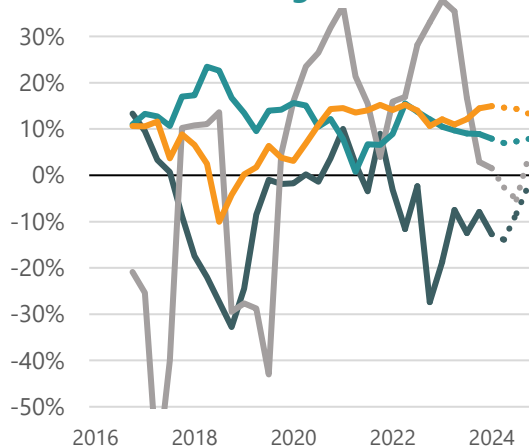
Aktien är ändå fortsatt intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börs klimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 12m omsättning

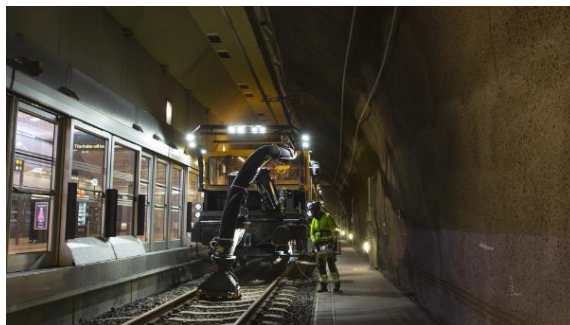


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

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 arbetstillfällen och politikernas och myndigheters möjligheter att gräva ner problemet i utredningsträsket 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, vilka 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

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":

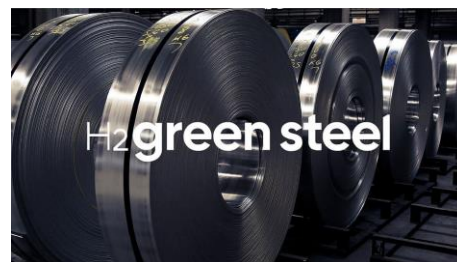
1. Batteritillverkning.



Källa: Northvolt

2. Grönt stål.

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



Underhållsskulden: Exemplet Malmbanan – för sista gången?

I vår analys i höstas 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. Föga anade vi vad som skulle komma under vintern... 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 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 innebar 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. Behoven är dock betydligt större och bredare än att "bara" förbättra skicket och kapaciteten på Malmbanan, utan handlar även om att tidigarelägga flera andra projekt som är kritiska för att möta den efterfrågan som följer på de stora industrisatsningarna i norr.

Underlåtenhetssynden är ju den största synden, och till de samhälls- och företagsekonomiska effekterna av de självförvållade problemen sällar sig också Försvarmaktens snabbt ökande krav, inte minst som en följd av det svenska NATO-inträdet. En av Sveriges viktigaste funktioner vid ett storkrig med den aggressiva grannen i öster är tillse ett snabbt flöde av försvarsmateriel från Norge och Atlantkusten genom Sverige österut. Här är Malmbanan helt central, men också andra öst-västliga linjer som Trondheim-Östersund-Sundsvall. Infrastrukturen måste då fungera.

6 miljarder i förlorade direkta intäkter för LKAB denna gång, plus Kaunis och andra aktörer till det, försämrade affärsplaner från aktörer som på goda grunder inte vågar lita på järnvägen, försämrad säkerhet för person, gods och rullande infrastruktur och direkta kostnader för reparationer och akutåtgärder borde sammantaget tvinga både politiker och myndighetstjänstemän till handling för att här och nu börja beta av på den stora underhållsskuld som har byggts upp och som nu är helt akut att åtgärda. Vi har redan varit nära katastrofala olyckor även med persontåg (Huddinge 2014, Hudiksvall i ifjol somras) där bristande underhåll kan misstänkas vara en delorsak. Frågan nu är vad dessa förvånansvärt svärvunna insikter kommer att leda till för "action" från våra politiker. Vare sig samhället, företagen, individerna, säkerheten eller miljön, som alla är beroende av en väl fungerande järnväg, kan vänta längre nu.

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

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

konkurrensnackdel 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 reservdelar.

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 både vad gäller utsläpps- och säkerhetsaspekter 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 (t ex hjulsvarvning) vilket skulle betyda förkortade stillestånd/leveranstider till gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

Resultat Q1

De nya finansiella målen

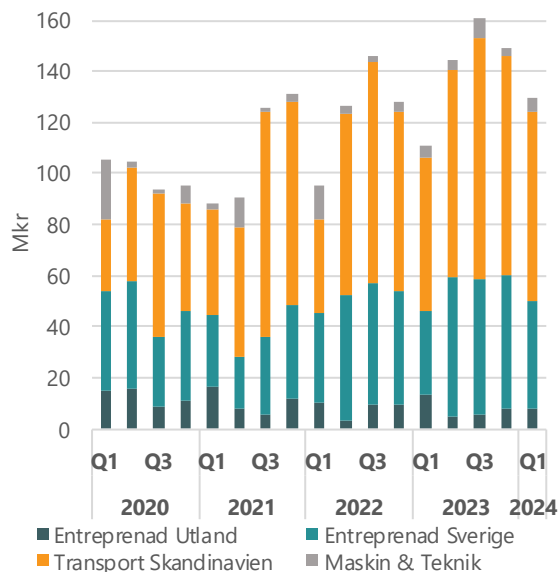
Kvartalets otvivelaktigt viktigaste nyhet var, som vi hann med att skriva om i vår förra analys, uppdateringen av de finansiella målen – för andra gången på bara ett år! Det kan låta märkligt, men mycket positivt hände dock under 2023, inte minst med jätteordern på beredskapslok i oktober, en bättre 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 länge i tidigare analyser, framstod nog till slut som nödvändig så inte ribban skulle bli liggande på backen... Bidrog gjorde säkert också den höga inflationen ifjol som pressade upp omsättningssiffrorna mer än volymen.

Bolagets nya finansiella mål är att nå 1000 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Omsättningsmålet kan se rätt 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 precis i linje med våra prognoser från i höstas alldeles efter publiceringen av det nya kontraktet på beredskapsloken. Förutom fler andra goda nyheter under 2023, var just detta den enskilt stora nya post som tillkom under hösten. Kontraktet om totalt 403 mkr över 5 år med option på 1+1 år till ett ytterligare värde om 161 mkr, ger Railcare 40 mkr i intäkter för 2025 och 2030 och 80 mkr per år 2026-2029 plus option därefter – ett fantastiskt kontrakt för Railcare och det näst största i koncernens historia. Räkna vi det separat, med en förväntad indexuppräknings om 3% per år, så behöver resterande affär växa med

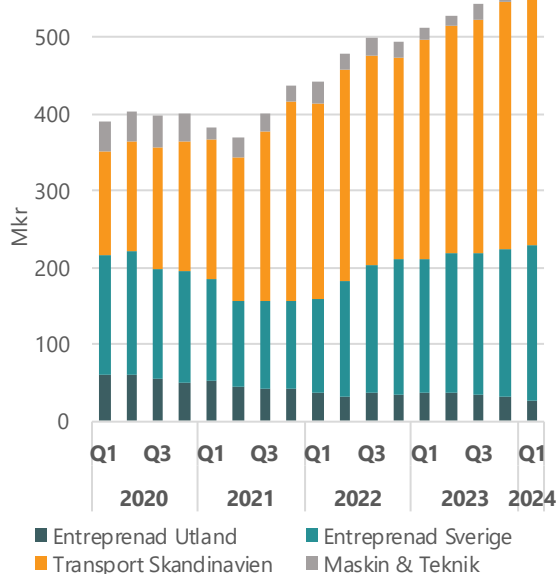
Omsättningsutveckling

En tydligt uppåtgående trend.

Omsättning per kvartal



Omsättning, rullande 4 kvartal



Källa: Bolaget

De nya finansiella målen:

- ~~880~~ ¹⁰⁰⁰ mkr i omsättning 2027
- Rörelsemarginal överstigande ~~13%~~ ^{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

knappa 13% per år, eller drygt 2½ procentenheter lägre än totalsiffran. Det är absolut möjligt att nå, men det är inte givet trots att det är lite lägre än de senaste två årens tillväxtsiffror, då dessa trots allt var inflationsdopade.

Beredskapsloksavtalet har säkerligen påverkat också 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 ett täckningsbidrag som drar upp hela koncernens marginal. Detsamma gäller rimligen också lokverkstaden som i takt med dess tillväxt rimligen utgör en allt större del av omsättningen (särredovisas ej). 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.

Kvartalsresultatet

Utöver de nya målen präglades kvartalet av den långa vintern som innebar ett hinder för många planerade entreprenadjobb, främst inom Railcares snabbt växande nisch med liningarbeten. Bolaget ”bedömer att dessa arbeten kommer att kunna genomföras senare under räkenskapsåret”. Samtidigt kompenseras detta bortfall i Q1 av en ökad snöröjningsverksamhet, vilket höll intäkterna uppe och innebar att Entreprenad Sveriges omsättning ändå växte med 13,6%. Emellertid innebär snöröjningskontrakten en ersättning för att hålla med nödvändig kapacitet, men om denna kapacitet används så är marginalen för utnyttjandet relativt låg, vilket bidrog till att affärsområdets resultat efter finansiella poster sjönk med 1,2 mkr första kvartalet i år jämfört med Q1 ifjol och också att koncernens rörelsemarginal sjönk något till 10,7% (11,8% för Q1-23) trots att rörelseresultatet steg marginellt till 13,8 mkr (13,1).

Transport Skandinavien å andra sidan utvecklades mycket väl med 20% tillväxt till 82,0 mkr (68,3) trots en något lägre omsättning i lokverkstaden jämfört med Q1 ifjol. Resultatet efter finansnetto för affärsområdet på 10,2 mkr (6,6) innebar en marginalökning till 12,4% från 9,7%. Huvudskälet till förbättringen var att det förnyade avtalet med LKAB gällde för hela årets första kvartal, till skillnad från ifjol då uppdraget började först i mars. De stora problemen på Malmbanan har inte drabbat Railcare ekonomiskt, då avtalen med Kaunis Iron och LKAB är skrivna så att dessa parter står risken för det som nu har inträffat.

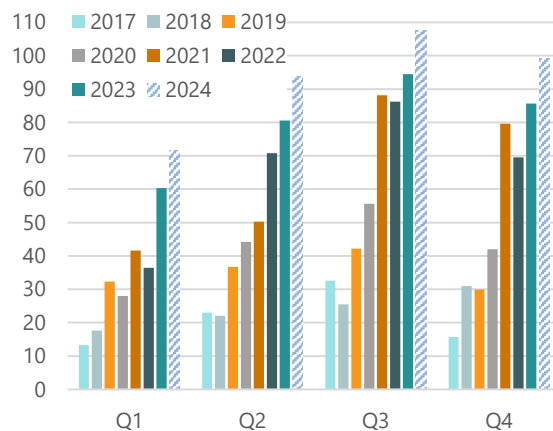
Entreprenad Utland som består av verksamheten i Storbritannien, fortsätter trots tidigare organisatoriska åtgärder att tappa. Omsättningen är nu nere på 8,6 mkr (13,2) och resultatet mer än halverades till 0,7 mkr (1,6). För en utomstående betraktare börjar det alltmer framstå som oundvikligt att hitta ett snabbt sätt att vända situationen eller att dra sig ur den brittiska marknaden.

Maskin & Teknik arbetar intensivt med den nya MPVe, som med strömvtagare kan driva verktygen, t ex Railvac, och samtidigt ladda batterierna när det finns ström tillgänglig i kontaktledningen. Den är nu i slutfasen av att tas till praktisk drift, vilket beräknas ske från

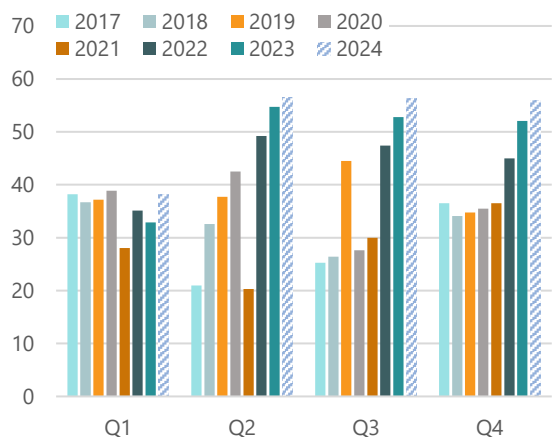
Säsongvariationer

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

Transport Skandinavien



Entreprenad Sverige



Källa: Bolaget

kommande höst. Därefter, under 2025, så kommer den att ingå i den maskinpark som Railcare har börjat marknadsföra intensivare internationellt.

Sammantaget ökade nettoomsättningen för koncernen med 16,6% till 129,4 mkr (111,0), om än att en signifikant del av ökningen fortfarande var hänförlig till inflationen. Som nämnts ovan minskade rörelsemarginalen något till 10,7% (11,8%) baserat på ett rörelseresultat om 13,8 mkr (13,1).

Kassaflödet

Koncernens kassaflöde från den löpande verksamheten fortsatte trendmässigt att stiga till 86,4 mkr (58,3), mätt på rullande 12-månaders basis för att jämnar ut säsongeffekter och merparten av periodiseringseffekter. Ökningen var knappt hälften så stor före rörelsekapitalförändringar, vilket helt förklaras av en ökning av rörelse-skuldnerna. Till viss del kan utvecklingen av rörelsekapitalet ses som en reflektion av marginalerna, då förmågan att kunna vara tillmötesgående i betalningsvillkor underlättar i andra delar av affärerna, t ex i prisdiskussioner.

Fortsatt stora investeringar i den nya MPVe tynger det fria egna kapitalet och då dessa har finansierats med egna medel innebär det en fortsatt förstärkning av den alltför höga soliditeten. Tidigare hade bolaget ett numera borttaget mål om 25% soliditet – vid utgången av första kvartalet låg denna på hela 44,5% (42,9%). Emellertid flaggar bolaget i rapporten om en ”pågående översyn av struktur och villkor för upplåning”, vilket ger hopp om en successivt bättre balans i kapitalstrukturen för att minska användningen av dyrt eget kapital.

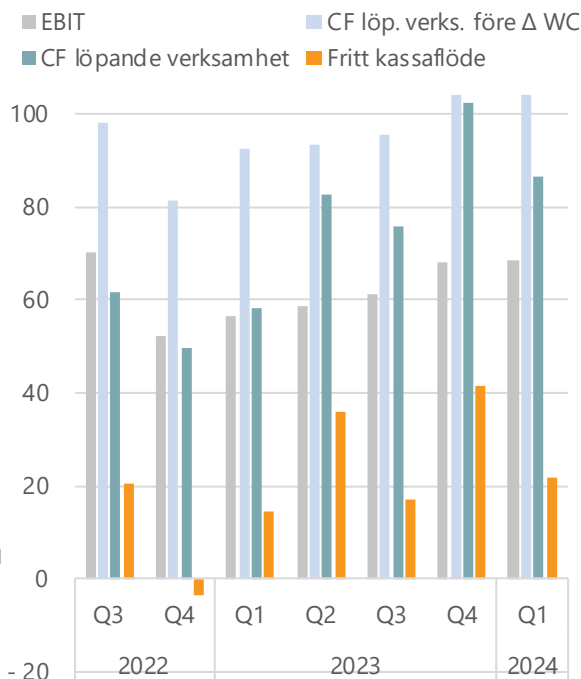
Prognoser

Även om inflationen slutligen skulle landa lite högre än före pandemin och Rysslands provocerade krig mot Ukraina, så avtar nu effekterna på såväl intäkter som kostnader alltmer med både positiva och negativa konsekvenser. Till de positiva hör både minskningen av den allmänna hämskon på ekonomisk aktivitet som följer av en större prisosäkerhet, men också i Railcares fall av att den mismatch i tid som fanns mellan utbetalningarna och indexuppräknningen, oftast årsvis, nu minskar. Till de negativa hör en optiskt lägre tillväxttakt, men om något kan volymerna snarast förväntas förbättras marginellt.

Omsättning

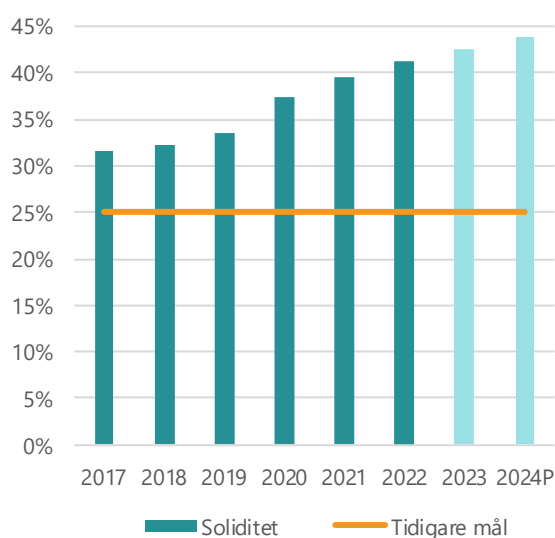
Entreprenad Sverige har hamnat lite i skuggan av Transport Skandinavien som verkligen har varit bolagets framgångssaga på senare år. Emellertid har Entreprenad Sverige lite i det tysta vuxit bättre och nått en jämnare beläggning de senaste par åren, vilket också kommit till uttryck i en jämnare marginalutveckling. Det förklaras delvis av att bolaget hittat och fokuserat på nischer där man har fördelar med sin finurliga teknik – som t ex inom snöröjning och lining-verksamheten – men också av man kunnat dra större fördel sin organisatoriska struktur med brett utbildad personal, en lösningsorienterad kultur och bolagets relativa litenhet som ger flexibilitet. På sistone har också Trafikverkets bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten bidragit till jämnheten. Affärsområdet har dock med sina specialmaskiner en betydligt högre operativ hävstång

Kassaflödet, 12m rullande



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

För hög soliditet?



Väldigt mycket dyrt eget kapital används istället för att låna. Kan det förändras med den översyn som pågår?

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

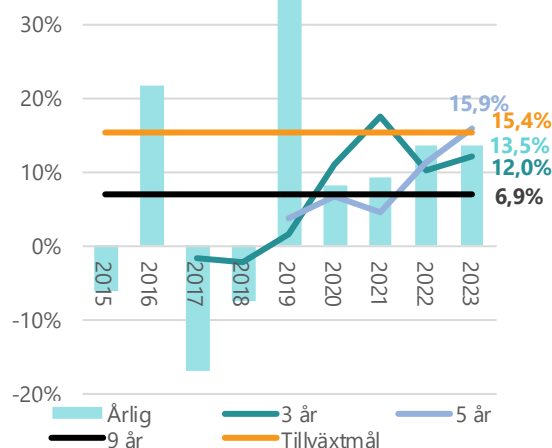
än exempelvis transportverksamheten – finns det inga jobb för maskinerna så står de stilla och kan inte användas på andra håll – och beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. På kortare sikt så har den långa vintern förskjutit många entreprenadjobb framåt i tiden, men bolaget bedömer att de kan jobba ikapp detta under året. Dessutom var även förra våren var kall, så jämförelsesiffrorna är lite lättare än om det varit tvärtom. Inför kommande år räknar vi med att entreprenadarbetena gynnas av ett ökat fokus på järnvägsunderhåll i allmänhet 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 försäljning går det inte att spara sig till lönsamhet. Idag är affärsområdets enda kund Storbritanniens statliga järnvägsbolag Network Rail och även om de just nu byter planeringscykel med vidhängande låg aktivitet, så framstår även förutsättningarna därefter som höljda i dunkel. Bolaget skriver självt i delårsrapporten att ”diskussioner pågår om framtida behov av Railcares tjänster”. Det framstår därmed inte som omöjligt att bolaget kan komma att stänga ner i UK, vilket inte bara skulle få bort de därmed sammanhängande förlusterna, utan också frigöra resurser, såväl personella och maskinella som från företagsledningen. De borde kunna användas mer produktivt på andra ställen. Varför inte i Australien, där bolaget i höstas pitchade sina tjänster bl a till gruvbolag som har egna järnvägar? Sammantaget ser vi ytterligare ett förlorat kvartal framför oss för Entreprenad Utland och därefter får vi se. 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 beredskapsloksaffären 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.

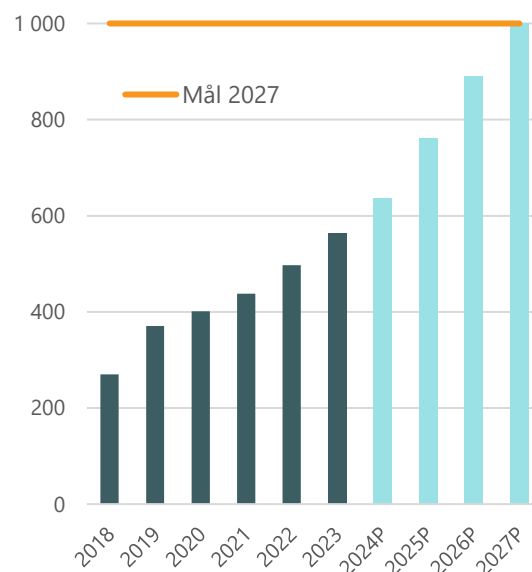
Maskin och Teknik arbetar med de sista detaljerna på den nya MPVn med strömavtagare, MPVe. Den har testats under första kvartalet och nu väntar ett godkännande från Transportstyrelsen för att få använda den på det svenska järnvägsnätet. Efter det ska operatörer utbildas på den innan den under hösten tas i bruk i entreprenadverksamheten. Därefter, dvs under 2025, hoppas vi att ansträngningar för extern försäljning kan öka och börja visa resultat. Förhoppningar finns helt klart om att den ska få ett genombrott utomlands. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Omsättningsprognos



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

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

RailVac och den vanliga **MPV**, och batterikonvertering av diesel-drivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd. Det borde lova 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 dock 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 som beskrivits ovan, ligger det stora investerings- och renoveringsbehovet i svensk järnväg som definitivt bör borga för en fortsatt hög efterfrågan och därmed hög beläggning på entreprenadsidan. Industriprojekten i norr betyder ju också ett ökat transportbehov och därmed affärsmöjligheter för Railcare på transportsidan. Tillsammans med en fortsatt god kostnadskontroll bör det kunna leda till en bra omsättningstillväxt under god lönsamhet, stöttat av Railcares unika maskiner och fokus på hållbarhet.

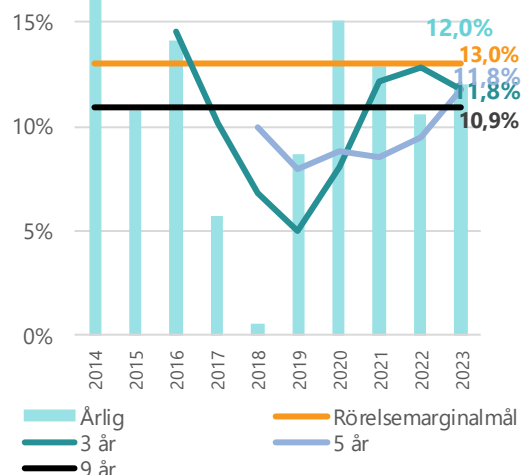
Sammantaget ser vi de nya finansiella målen som möjliga att nå, om än att med en snabbare tillväxt så kan kostnaderna komma att öka lite innan intäkterna kommer, t ex för att bemanna upp, utbilda och certifiera nya anställda till beredskapsloken, samt för marknadsföringskostnader för maskinförsäljning. Det innebär att vi för 2024 ser framför oss en rörelsemarginal som inte riktigt når upp till målet och en omsättningstillväxt i linje med 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 därefter sjunker tillbaka lite, men ändå når målet för 2027.

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

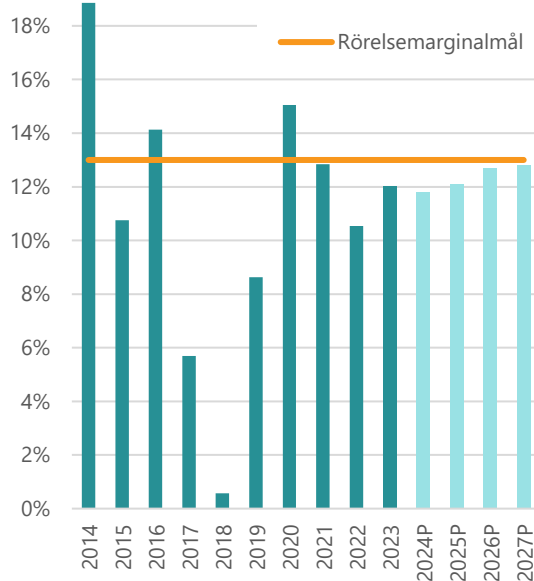
Utöver den avtagande inflationseffekten, som inte bara drabbat Railcare utan branschens aktörer generellt, finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen har förändrats nämnvärt från tidigare. Förädlingsvärdet är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar 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 blir därmed inte lika högt som en effekt härav, men lättar samtidigt på balansräkningen. Å andra sidan räknar vi med att de investeringar som bolaget förbe-

Historisk Rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

reder sig på kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen.

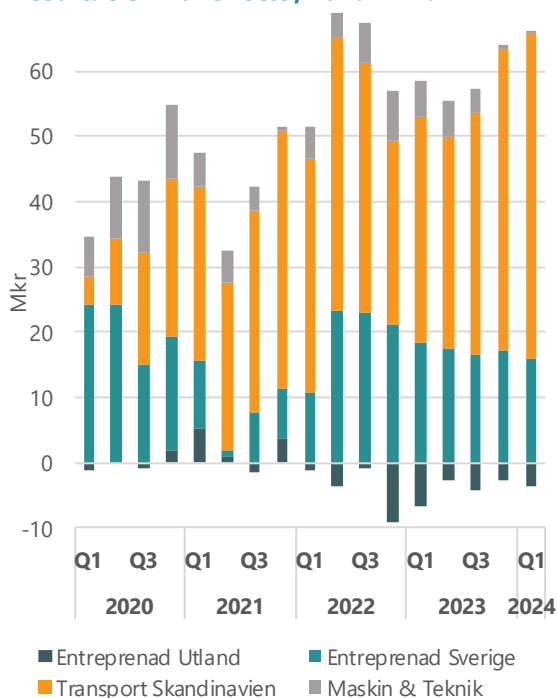
Personalkostnaderna förändras heller knappast stort utöver beredskapsloken. Däremot innebär en ökad takt i rekryteringarna, hittills främst av lokförare och maskinoperatörer som en följd av beredskapslokkaffären, ökade personalkostnader som inte omedelbart motsvaras av ökade intäkter. Det handlar bl a om rekryteringskostnader, att nyanställda 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 beläggningsen. Det är med andra ord en hög operativ hävstång, som dock minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet, fler kunder och en förändrad produktmix. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Den ovan beskrivna situationen med Malmbanan under vintern 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 innebär 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.

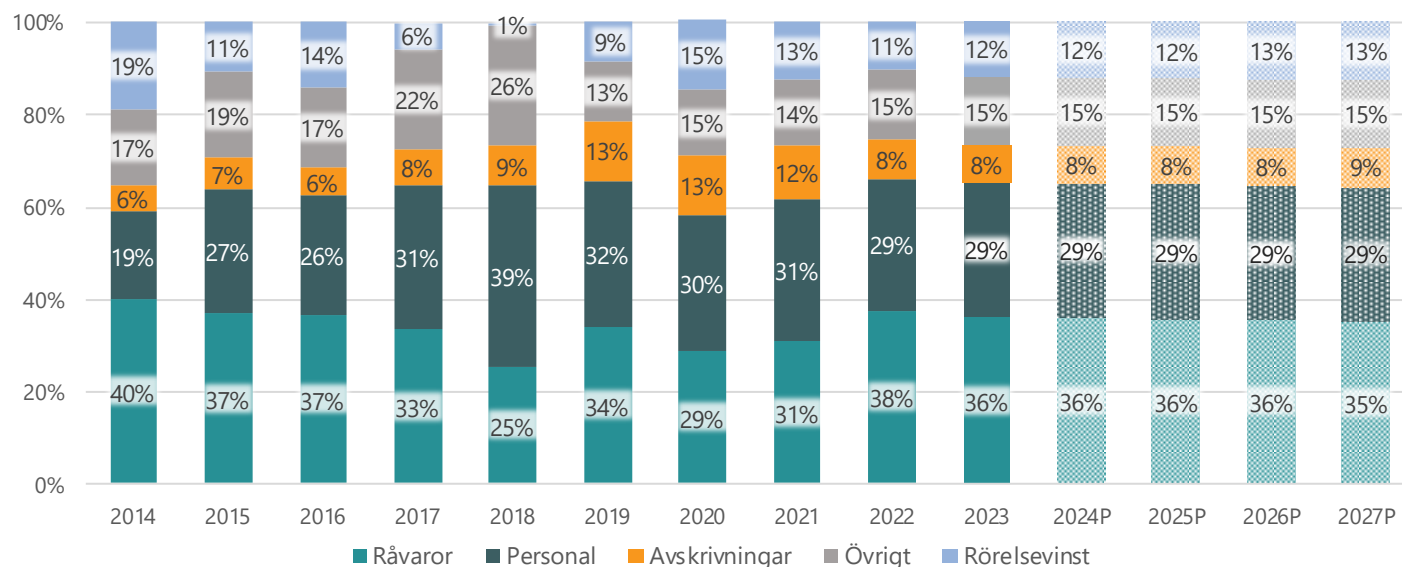
Beläggningsen, som alltså är avgörande för marginalerna på kort sikt, varierar ju över tid, men är svår att prognosticera. På entreprenadsidan är beläggningsen beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket, och som

Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar och prognoser)

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 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 och certifieringar 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 samlats under ett bolag, vilket minskar kostnaderna och ökar flexibiliteten då personal lättare kan röra sig 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 Pitkäjärvi 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 säsongbundet, inte minst eftersom det ger förutsägbar beläggning under lågsäsong. Till de långa kontrakten räknas också lokverkstadens order på att uppgradera och anpassa 28 lok under 2022-2024 åt lokuthyrningsföretaget Nordic Re-Finance.

Marginalutvecklingen

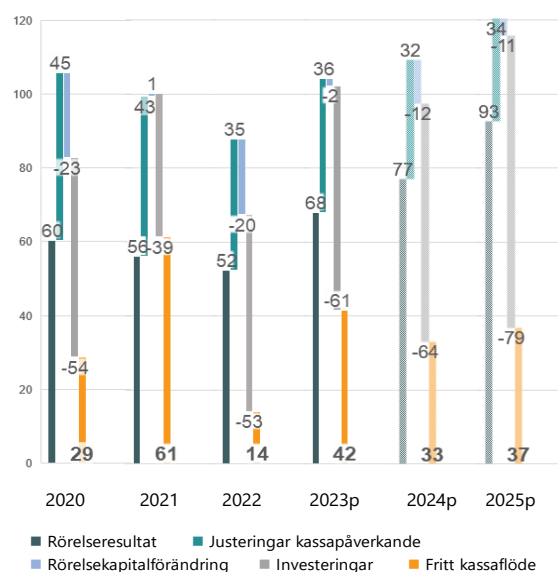
Bolaget har med VD Mattias Remahl vid rodret hittills varit försiktig med att kommunicera sådant de inte kan uppfylla – gärna med

Resultaträkning (Mkr)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p
Nettoomsättning	270	371	401	438	497	564	640	760	900	1 000
Övrigt Intäkter	7	9	20	15	15	18	19	24	27	30
Kostnad sålda varor	-142	-177	-181	-204	-269	-297	-334	-392	-462	-510
Bruttoresultat	135	203	241	249	243	285	325	392	465	520
Personal	-108	-120	-125	-139	-146	-170	-193	-230	-270	-300
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-5	-5
Resultat före avskrivningar (ebitda)	26	82	114	108	95	112	129	158	191	215
Avskrivningar	-24	-50	-53	-52	-43	-44	-52	-65	-78	-88
Rörelseresultat (ebit)	2	32	60	56	52	68	77	93	113	127
Finansnetto	-5	-6	-5	-4	-5	-11	-12	-12	-9	-10
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	27	56	52	47	57	66	81	104	117
Skatter	2	-6	-12	-11	-10	-14	-16	-19	-25	-28
Nettoresultat	-1	21	44	41	37	44	50	61	79	89

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Kassaflödesanalys



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

råge. De nya målen lär dock bli svåra att överlevera på. Det är en höjning av omsättningsmålet med 25% och marginalmålet med hela 30%, så för resultatraden blir det en höjning av målsättningen med över 60%. 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 arbeten 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 klart mer stretchat än det gamla, trots de förbättrade utsikterna.

Sammanfattningsvis bedömer vi att rörelsemarginalmålet kan bli tuffare att nå än omsättningsmålet, framför allt initialt, så efter en oförändrad marginal 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 våga räkna in bolagets mål fullt ut vill vi bättre förstå hur det ska gå till och se tydligare tecken på att det kan komma att nås.

Värdering

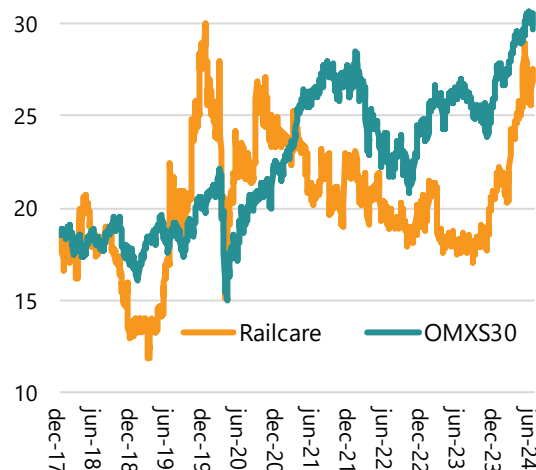
Årets aktiekursutveckling har verkligen inneburit ett erkännande av aktiens och bolagets förtjänster och kursen har nu kommit närmare de nivåer som vi tycker är motiverade, även om det finns uppvärderingspotential kvar. Kursen har nu gått upp nästan lika mycket som OMXS30-index sedan aktiens introduktion på Nasdaq i december 2017. Samtidigt har omsättningen fördubblats, vinsten per aktie fyrdubblats och verksamheten nått en helt annan grad av stabilitet och erkännande. Ändå är ett P/E-tal på knappt 11 för nästa år att betrakta som lågt mot bakgrund av ett mycket solitt, kassaflödespositivt och utdelande bolag som beräknas växa med mer än 15% per år med en tvåsiffrig rörelsemarginal.

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 värderingsindikationer.

Kassaflödesvärdering

För att beräkna värdet på aktien krävs ett avkastningskrav för det egna kapitalet i bolaget där vi utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag ca 2,3%, 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 11,3%. 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 free-float. Det ska ändå noteras att likviditeten i aktien har ökat betydligt, men dels är den ändå låg i absoluta tal, dels så vill vi se att förbättringen kvarstår även under ett tuffare marknadsklimat.

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2027

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	22	22	21	21	20	20	19
7	25	24	24	23	22	22	21
8	28	27	26	26	25	24	23
9	31	30	29	28	27	26	26
10	33	32	31	31	30	29	28
11	36	35	34	33	32	31	30
12	39	38	37	35	34	33	33
13	42	40	39	38	37	36	35
14	44	43	42	40	39	38	37
15	47	46	44	43	42	40	39
16	50	48	47	45	44	43	42
17	52	51	49	48	46	45	44
18	55	53	52	50	49	47	46

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

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 metod. Vi ligger kvar med vår prognos sedan förra sommaren om en miljardomsättning för 2027, vilket är precis i linje med bolagets nya målsättning. Vi behåller vår prognos för rörelsemarginalen för innevarande år men höjer något 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, under förutsättning att beredskapslokskontraktet löper ut efter ett av två optionsår utan att ersättas med någon annan intäkt och resten av verksamheten växer med 10%, samtidigt som rörelsemarginalen faller ner till 10%, så får vi lägga till någon krona till på kursen. Om bolaget däremot lyckas behålla en rörelsemarginal om målets 13% långsiktigt så blir det en dryg tia till på kursen och om dessutom tillväxttakten skulle bli 13%/år för 2027-2035 så motiverar det en dryg dubbling av dagens kurs

Vi ska 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 13,3 och nästa år på 10,8 med våra prognoser. Det framstår inte som dyrt 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 10,9 för 2024p och 9,1 för 2025p
- EV/Sales på 1,3 för 2024p och 1,1 för 2025p, 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 hänförligt till Sverige eller till Railcares nischer.

Värdering av det egna kapitalet

En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista mars uppgick det egna kapitalet per aktie till 11,73 kr (10,48). Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,3 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på knappt 16% för 2023 och

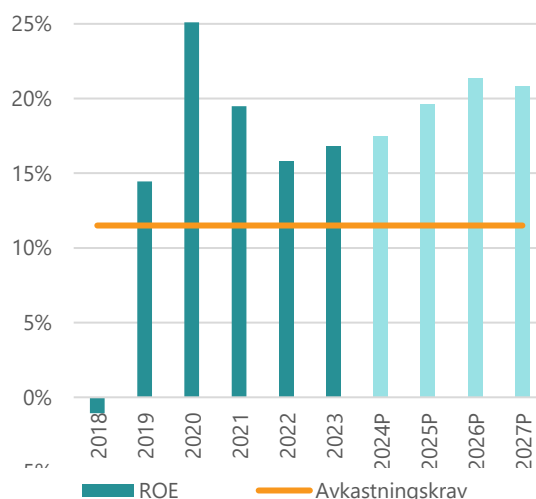
På längre sikt

Motiverad kurs, P/E 2035	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
7	43	39	36	34	31	29	27
8	46	42	39	36	33	31	29
9	49	45	41	38	35	32	30
10	52	47	44	40	37	34	32
11	55	50	46	42	39	36	33
12	58	53	48	45	41	38	35
13	61	55	51	47	43	40	37
14	64	58	53	49	45	41	38
15	67	61	56	51	47	43	40
16	70	64	58	53	49	45	41
17	72	66	61	55	51	47	43
18	75	69	63	58	53	49	45
19	78	72	65	60	55	50	46

Om beredskapslokskontraktet löper ut utan att ersättas och övrig verksamhet växer bara 10%/år under de efterkommande åtta åren (efter 2027), samtidigt som bolaget fortsätter nå en rörelsemarginal enligt bolagets 13%-mål, så blir motiverad kurs idag ytterligare högre med samma antagande om P/E-tal i slutet av perioden.

Källa: Analysguiden

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 2,3 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

knappt 15% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11,3%, och visar då ett värde på 16:10 per aktie.

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 dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder på en uppsida på 35% eller en knapp tia för ett bolag i en så pass mogen bransch och på längre sikt finns mer potential. Det finns ytterligare skäl att överväga en investering:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden: Utöver beredskapslokkaffären så har vi ungefär samma marginaler och bara något högre antaganden om tillväxt framöver, jämfört med vad bolaget presterat de senaste åren.
- 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 beläggningsen, och därmed resultatet, så bör bådadera ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare och ett ökande transportbehov på järnvägen.

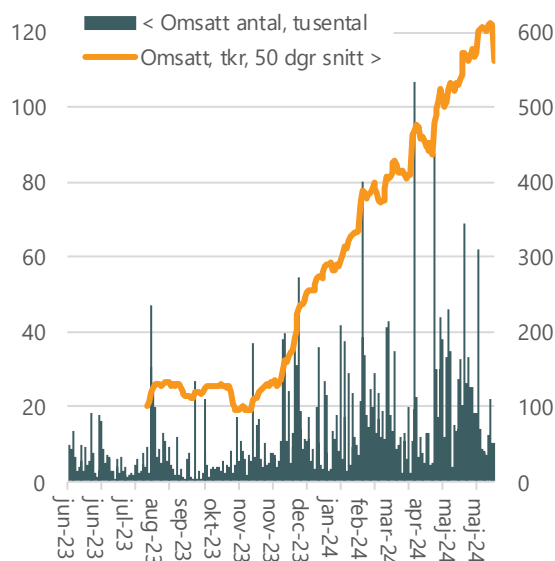
Det går heller inte att helt bortse från möjligheten att Railcare, med sina innovativa produkter, skulle kunna bli föremål för ett uppköp, även om nuvarande ägarstruktur kanske inte underlättar en sådan affär.

Risker

Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekyterad 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 beläggningsen 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

Likviditet i aktien



Omvärderingen av aktien ser ut att ha påbörjats strax före årsskiftet vilket innebar en ökning inte bara av kursen utan också av antalet omsatta aktier.

Källa: Refinitiv

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

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

avseende sådana saker som problem i gruvan, variationer i malmhalt, dockningstider för skeppen, mm – och snabba detaljbeslut ute på fältet för att minska stopp- och ställtider och få ner cykeltiderna till ett minimum, något som passar Railcares sätt att arbeta.

Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste 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 annat, 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.

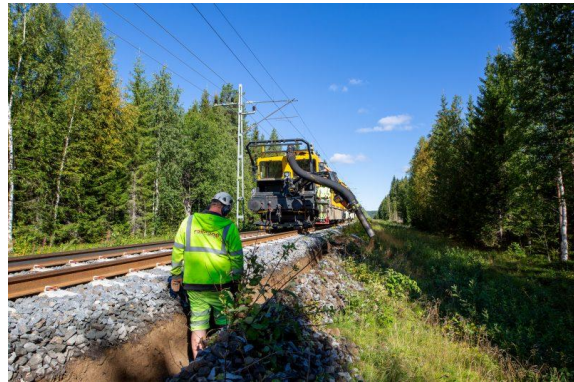
Maskin & Teknik

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.

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

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 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 säkerhetsskäl. 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, 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.

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

- En större känslighet för beläggning, då man ogärna friställer kompetenta medarbetare då det är svårt och dyrt att nyrekrytera och utbilda.

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
Norman Invest AB	7 121 395	29,5%
TREAC Aktiebolag	2 390 000	9,9%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	820 783	3,4%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	493 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	384 113	1,6%
Torsten Germund Dahlqvist	278 400	1,2%
Harry Markku Sjöblom	259 643	1,1%
Mare Invest AB	235 010	1,0%
De tio största ägarna	13 333 237	55,3%
Övriga ägare	10 790 930	44,7%
Summa	24 124 167	100,0%

Källa: Bolaget.

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger sannolikt en bit under 50%. I kombination med ett börsvärde på knappt 600 mkr blir likviditeten i aktien hämmad, om än att omsättningen har ökat markant senaste månaderna. Medianvolymen för en börsdag är senaste året drygt 19 000 aktier, eller knappt en halv miljon kronor. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det dock trots allt att det tar tid att bygga en position och också att komma ur

den, om inte en s k "block trade" är möjlig. Det innebär att en viss småbolagspremie fortfarande är 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