

Svacka i Q1

Satsningar, UK och lägre volymer tynger

I jämförelse med den säsongsmässigt starka inledningen på fjolåret, minskade Railcares omsättning med -4,9% under första kvartalet i år till 123,0 mkr (Q1-24 129,4). Främst på grund av fortsatta problem i Storbritannien så tappade Entreprenad 16,7% i omsättning till 42,5 mkr (51,0), men även i Sverige minskade omsättningen något i affärsområdet, trots bra beläggning, på grund av den typ av uppdrag som har utförts. Transport ökade omsättningen med +11,5% till 77,5 mkr (68,6) tack vare ökad volym transportuppdrag och de två nya beredskapsloken från årsskiftet. Justering av koncernintern uthyrning av lok och maskiner var huvudskälet till att omsättningen minskade i Teknik med 27,5% till 29,4 mkr (40,5).

Rörelseresultatet (EBIT) sjönk med 71% till 4,4 mkr (15,1) trots kronförstärkning i år och en sen vår ifjol. Försämringen är främst hänförlig till tre faktorer:

- En framtung uppskalning av organisationen för att nå målen för 2027 (1 mdr i omsättning till 13% EBIT-marginal).
- Fortsatt stora problem med verksamheten i Storbritannien,
- Lägre volymer än Q1 ifjol och ofördelaktig produktmix.

Snabb återhämtning kommer

Bolaget råkar emellanåt ut för svackor enstaka kvartal men härifrån lär resultatbidragen från beredskapsloksaffären börja rulla in i snabb takt samtidigt som uppstartskostnaderna börjar falla bort. Vi förväntar oss därför ett klart starkare H2 än H1 i år, och sedan full effekt av affären under 2026.

För Entreprenad har Q2 ett rejält utmanande jämförelsekvartal från ifjol, då Railcare genomförde ett större entreprenaduppdrag enligt "depåstoppsmodellen" (där delmoment utförs parallellt istället för sekventiellt), vilket ensamt ökade kvartalsomsättningen med ca 25%. Bolaget har ännu inte annonserat något liknande, men hoppet finns för andra halvåret.

Företagsledningen framstår inte som mindre trygg nu med att nå målen för 2027, än de varit tidigare. Däremot är den investeringspuckel vi är inne i nu nödvändig för att nå dit.

Aktien har tydlig potential

Upprampningen av organisationen har varit svårprognosticerad, men ligger snart bakom oss när vi efter våren går in i mer av en skördetid. Strukturellt är caset oförändrat positivt och vi gör bara smärre justeringar på våra prognoser. Med svackan i Q1 höjs dock tillväxtkraven något för att nå bolagets mål om 1 mdr 2027. IFRS 16 hjälper å andra sidan bolaget mot sitt mål om 13% rörelsemarginal. Värderingsmässigt innebär våra små prognosförändringar inte mycket på motiverad kurs som stannar på 35:-/aktie, eller 35% uppsida. På längre sikt finns betydligt mer potential. Till det ska läggas en konjunkturokänslighet i verksamheten och diversifierande portföljegenskaper.

Railcare Group AB

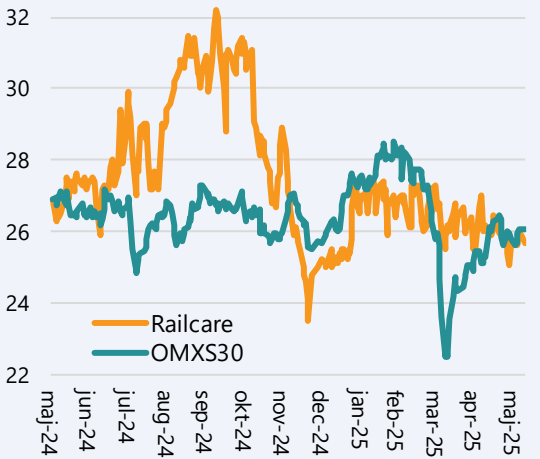
Rapportkommentar - Q1 2025

Datum 9 juni 2025
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Jämväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande	Anders Westermarck
Vd	Mattias Remahl
Noteringsår	Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)
Listning	Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker	RAIL
Aktiekurs, 9/6 2025	25,65
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, mkr	619
Nettoskuld, mkr	487
Företagsvärde (EV), mkr	1106
Webbplats	www.railcare.se
Motiverad kurs	35,00
Nästa rapport	14 augusti 2025

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2024	2025p	2026p	2027p
Omsättning	635	703	850	980
Bruttoresultat	372	430	530	610
Rörelseres. (EBIT)	66,3	63	103	125
Resultat f. skatt	40,8	45	73	91
Nettoresultat	30,4	34	55	68
Vinst per aktie	1,26 kr	1,39 kr	2,27 kr	2,82 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,70 kr	0,80 kr	1,00 kr
Omsättningstillväxt	27,8%	24,6%	34,3%	39,4%
Bruttomarginal	58,5%	61%	62%	62%
Rörelsemarginal	10,4%	9,0%	12,1%	12,8%
Nettoskuld/eget kap.	1,7	1,6	1,4	1,2
Nettoskuld/ebitda	1,3	1,1	0,9	0,8
P/e-tal*	20,0	18,4	11,3	9,1
EV/EBIT*	17,2	17,5	10,7	8,8
EV/omsättning*	1,8	1,6	1,3	1,1
Direktavkastning*	2,8%	2,7%	3,1%	3,9%

* För 2024, baserade på kurs & data per 2024-12-30

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 bådaddera 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. Höjningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens högre räntor 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, till exempel med långa kontrakt som nu tas i allt större omfattning.

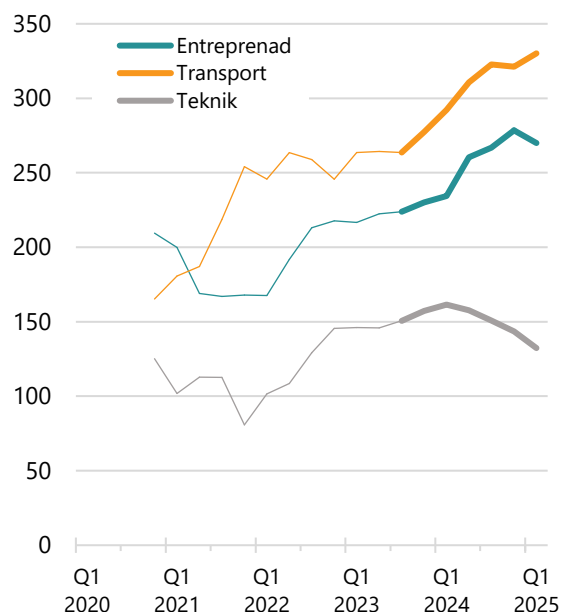
Aktien har fortfarande klar potential

Med våra prognoser som över tid nästan kommer upp i linje med bolagets finansiella mål, så ser vi en potential på 35% i kursen idag, och mer med en längre horisont än 2027. Då tar vi ändå inte ut svängarna, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver en alltmer sannolik expansion av lokverkstaden, nya ”depåstopps”-kontrakt och ytterligare nya långtidskontrakt, 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.

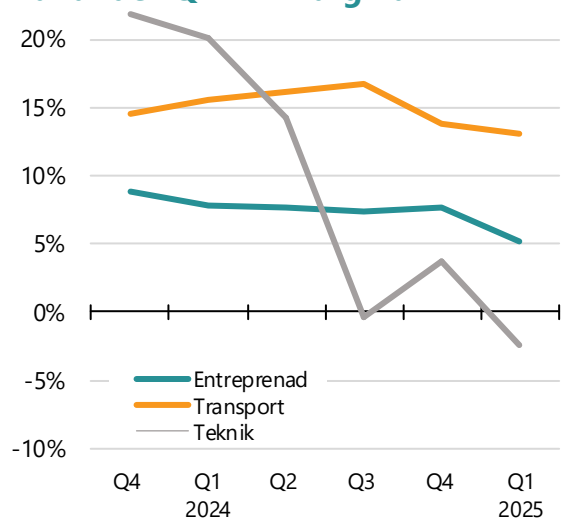
Aktien är ändå fortsatt klart intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 12m omsättning

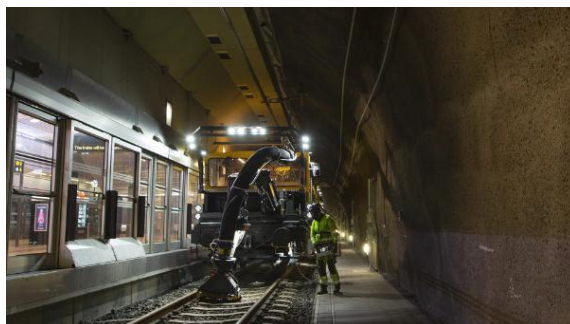


Källa: Bolaget (tjock linje), estimat Analysguiden (tunn linje)

Rullande 4Q EBIT-marginal



Källa: Bolaget (tjock linje), estimat Analysguiden (tunn linje)



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.

Marknadsutvecklingen

Trycket ökar och förändringar börjar märkas

Enligt en rykande färsk [rapport från Innovationsföretagen](#) är produktiviteten inom bygg- & anläggningsbranschen 4% *lägre* idag än för 25 år sedan – alltså inte förändringstakten utan nivån! Detta gäller enligt rapporten särskilt infrastrukturbyggen. Den tidigare stadiga produktivitsutvecklingen med 1-2% per år bröts på 90-talet, men om utvecklingen istället hade fortsatt som inom övriga branscher så hade man sparat 225 miljarder enligt rapporten som förordar mer innovation och nya arbetssätt som en lösning på problemet.

I höstas annonserade regeringen att 1200 miljarder ska läggas på infrastruktursatsningar de kommande 12 åren. Om den tidigare trenden för produktivitsutveckling hade fortsatt, så skulle en femtedel av de pengarna ha sparats. Det går att vända den negativa utvecklingen, men då krävs ett fokus från regeringen och att Trafikverket vågar testa nya tillvägagångssätt, enligt rapporten.

Samtidigt framstår det som att Trafikverket mest väntar på nya förutsättningar och finansiering i den nya nationella planen för transportinfrastrukturen som regeringen ska presentera våren 2026. Verket räknar med en marknadstillväxt under många år framöver på runt 10% per år. Det borde dock definitivt inte vara en ursäkt för att avvakta med åtgärder för att vända till en ökande produktivitet – alltså att få ut mer transportkapacitet per satsad skattekrona – och att åtminstone stoppa *ökningen* av den enorma underhållsskuld som beräknas uppgå till 91 miljarder som den svenska järnvägsanläggningen utsatts för under decennier och som riskerar leda till behov av alltmer genomgripande åtgärder för att normalt underhåll inte har utförts i tid. Byter man inte olja i bilen, så riskerar man en motorrenovering längre fram i stället. Underhållet som nu görs räcker alltså inte ens till för att hålla kvar järnvägen i dess nuvarande ganska usla skick, utan den fortsätter att förfalla härifrån.

Nya pengar måste till, men som vi har påpekat tidigare så är det dessvärre ingen valvinnare att lägga skattepengar på järnvägsunderhåll. Emellertid handlar det inte bara om pengar. Det handlar också om att ändra sättet att arbeta, som Innovationsföretagens rapport pekar på. Det är inte särskilt sannolikt att en koloss som Trafikverket plötsligt ska omfamna innovation och nya arbetssätt och ta de risker – inte minst politiska – som är förknippade med detta. Trycket på förändring måste komma uppifrån, från regeringen, och vid behov manifesteras med förändringar i styrelse och ledning, för att en nödvändig kulturförändring ska komma till stånd. Det kostar dock inga större pengar, och innovativa aktörer, som Railcare, står redo att gladeligen hjälpa Trafikverket i detta.

Förändringsarbete är jobbigt, tidskrävande och stöter nästan alltid på internt motstånd, men dagens situation leder inte bara till att passagerare väljer bort tåget till förmån för pålitligare transportalternativ som t ex flyget, utan viktigare är att problemen innebär ökad administration, kostnader och potentiellt förlorade affärer och investeringar för många företag på grund av förseningar och inställda transporter, och kapacitetsbristen på järnvägen riskerar allt oftare att strypa deras tillväxtpotentialer. Allmänhetens och framför allt före-

Transportbehov i Norrland

Även om några satsningar inom tung industri inte har lyckats – inte ännu i alla fall – så har nya behov tillkommit, inte minst på grund av det försämrade geopolitiska säkerhetsläget och Sveriges inträde i NATO.

1. Trupp- & materieltransport



Källa: nato.org

2. Grön gruv- & stålindustri

Den gröna omställningen kräver nya mineral, allt från högvärdig järnmalm för direktreduktion med vätgas, till koppar och sällsynta jordartsmetaller för elektrifieringen.



Källa: Kaunis Iron

Inte bara ett, utan två jättebolag inom fossilfri ståltillverkning har startats i norr, med de transportbehov dessa verksamheter har: Hybrit och Stegra (fd H2 Green Steel)



Källa: Stegra

tagens krav på förbättringar av järnvägens undermåliga skick och ersätta underhåll har emellertid hittills fallit på politikernas döva öron.

I takt med att rösterna har börjat höjas även i storbolagen har det emellertid börjat komma tecken på en förändring under det senaste året, och i oktober kom en regeringsproposition som fokuserar på effektivitet i Trafikverkets underhållsansvar – något som passar som hand i handsken med Railcare och VD Mattias Remahls depåstoppsmodell för utförande av projekt som bolaget fick testa ifjol somras för första gången. Enligt den modellen utförs alla arbeten på sträckan parallellt, med avsevärt kortare spåravstängning och höjd effektivitet som följd. En flaskhals är att få tid i spåren för underhåll, något som försvåras med ökad efterfrågan och sänkt kapacitet, genom exempelvis hastighetsbegränsningar på illa underhållna spår. Bolaget konstaterar också att den nya inriktningen redan har börjat påverka Trafikverket. Exempelvis involveras leverantörerna tidigare i projekten och att mer av helhetsansvar istället för ”arbetsordrar” läggs ut.

NATO-inträdet

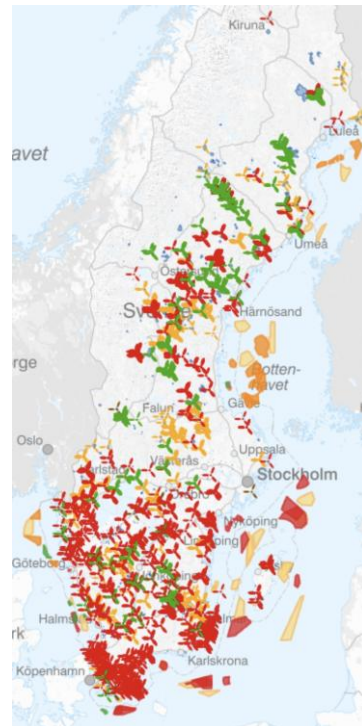
Även Sveriges NATO-inträde påverkar marknaden på flera sätt:

- NATO-medlemskapet innebär att externa krav på Sverige att rusta upp vår järnväg läggs till de ovan diskuterade kraven från allmänhet och företag. För att uppfylla våra plikter mot alliansen måste rejäla åtgärder vidtas omedelbart. Till skillnad mot tidigare fokus på nord-sydliga bansträckningar så är inte minst väst-östliga transportleder nu prioriterade för NATO, och Malmbanan, ibland kallad Nordens Suez-kanal, är även i detta sammanhang helt central. Förutom att den säkerställer den vitala transporten från malmfälten till Narvik för utskeppning till stålproducenter och -förbrukare i Europa och världen, så är den helt central för Nordnorge och samma diskussioner som vi har kring den svenska delen av banan, har Norge runt den norska delen, Ofotbanen. Den utgör bara en procent av norska järnvägsnätet men står för 60% av deras godsmängd i ton räknat. Utöver malm så fraktas exempelvis fisk för 25 miljarder årligen, hälften av alla dagligvaror till Nordnorge samt post, och den ersätter 20 000 långtradare per år. Den är på många sätt vägen till och från Arktis. Upprustningen, med bl a längre och fler motesspår, kan inte vänta längre, och det är nog till stor del i det ljuset som timingen av regeringens proposition om upprustning av väg och järnväg ska ses. Däremot verkar varken svenska eller norska politiker våga satsa på dubbelspår ännu, vilket mer tydligt skulle minska sårbarheten och öka kapaciteten.
- En annan effekt av NATO-medlemskapet är prioriteringen mellan klimatsatsningar och försvar. Vi såg det i höstas när det gäller den havsbaserade vindkraften som blivit diskvalificerad från Öresund till Åland, först av försvaret och bara dagar senare underskrivet av regeringen. Kraven från försvaret kommer sannolikt på samma sätt få överhanden i en prioritering av dieseldrift över eldrift när det gäller draglok, då eldrift är för sårbart. Sannolikt lär marknaden röra sig mot hybridlok, men de är både dyrare i inköp och svårare att få tag på. Sverige är inte ensamma om den omprioriteringen och är en liten marknad som dessutom kör på växelström, vilket gör att större och enklare kunder/länder i Kontinentaleuropa sannolikt hamnar före oss i kön.

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

Även om nuvarande regering tydligt nedprioriterat klimatet står företagens klimatambitioner kvar och bidrar till efterfrågetrycket. Klimatbelastningen av underhåll och nyttjande av den befintliga järnvägsanläggningen är ju mångfalt lägre än lastbilstransporter och dessutom är lastbilstransporter ibland inte ett alternativ, framför allt för tung industri. Redan innan Rysslands oprovocerade anfall på Ukraina spåddes att gods- och persontransporter i Sverige totalt kommer att öka med 50% till 2040.

Sammantaget borgar dessa faktorer för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt fortsatt kommer att vara mycket god, samtidigt som den stora underhållsskulden som finns i det svenska järnvägsnätet måste börja betas av, eller åtminstone stabiliseras. 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, något som är möjligt efter förra sommarens affär med Nornan Invest avseende förvärvet av AC Finance AB, ett lokuthyrningsföretag (se nedan och <https://mf.n.se/a/analysguiden/kommentar-railcare-framtidsinvestering>).

Och det gröna argumentet...?

Även om det börjar utkristallisera sig att inte alla stora industriprojekt som planerats i Norrland de senaste åren kommer att bli av, så kommer de kvarvarande ändå innebära en kraftig expansion specifikt i Norrland av tung industri. Det accentuerar transportbehoven på järnväg i Norrland även jämfört med landet i övrigt och 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, och 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 utgången av 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

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

multipla system ombord för detta – ett problem som varit en konkurrenssnackdel 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, bl a till nya motorer som är mer bränsleeffektiva och renare eller till och med till hybrid- eller batteridrift. Att ersätta de som faller för åldersstrecket blir emellertid 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 ser alltmer sannolikt ut då flera förberedelser redan har påbörjats, bl a inköp av den mark som krävs för detta. Utöver ökad kapacitet så skulle en utbyggnad också möjliggöra en breddning av tjänsteerbjudandet (t ex hjulsvarvning) vilket skulle betyda förkortade stillestånd och leveranstider till gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

En framtida joker i leken är också Finlands beslut nyligen att byta standard på hela sitt järnvägsnät från den ryska dito man har idag till europeisk standard, vilket bl a innebär en förändring av spårvidden med knappt 9 cm. Det här är givetvis inte gjort över en dag eller ens ett decennium, och innebär enorma investeringar, där månne Railcare kanske kan vara med och bjuda på uppdrag?

Resultatutveckling

Rapporten för det nyss avslutade första kvartalet innehåller två större förändringar:

- **Ändrade redovisningsprinciper:**

Railcare har anpassat sig till ett förtydligande om IFRS 16 som innebär en omklassificering av lokhyror till leasing, vilket gör att dessa kostnader flyttas från "Råvaror och förnödenheter" till avskrivningar respektive räntekostnader. Effekten av detta blir förbättringar av framför allt bruttoresultatet och EBITDA, men även rörelseresultatet (EBIT). Förändringarna efter ett försämrat finansnetto – på grund av räntekostnader för leasingskuld – kommer däremot att vara mindre. Eftersom fler kontrakt för lokhyra är skrivna i EUR så kommer vi också att se en större valutapåverkan än tidigare då värdena omräknas på balansdagen. Även i kassaflödesanalysen kommer vi att se förbättringar högre upp, som

Railcares lokverkstad



Railcare planerar för utbyggnad av sin lokverkstad i Långsele, då kapacitetstaket är nått och efterfrågan bedöms vara fortsatt mycket god under många år framöver.

på kassaflödet från den löpande verksamheten och ner till det fria kassaflödet, men det kompenseras av försämrings i finansieringsverksamheten i och med ökande leasingskulder.

- **Omstöpning av affärsområdena:**

De stora förändringarna är att

- Entreprenad Utland försvinner som separat enhet och går upp i Entreprenad Sverige, och
- Lokverkstaden byter "hemvist" till (Maskin &) Teknik från Transport (Skandinavien).

Båda förändringarna anser vi är av godo för förståelse av koncernstrukturen, men de försvårar dock jämförbarheten med historiska siffror.

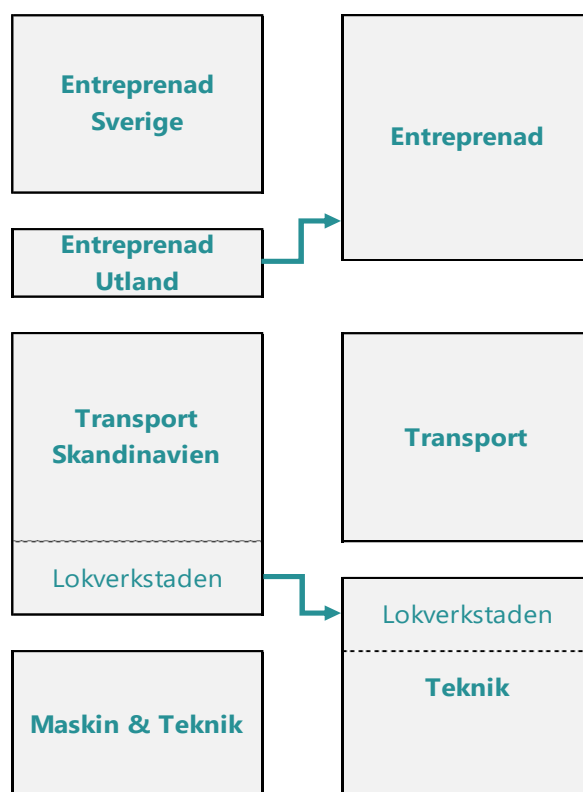
Första kvartalet

Med tanke på att Railcare befinner sig i en uppbyggnadsfas och dessutom tar kostnader för att leverera på det stora beredskapsloksavtalet som implementeras under innevarande år, så lade vi en försiktig prognos för Q1, med en omsättning om 142 mkr och ett rörelseresultat om 12,2 mkr. Det visade sig dock klart för optimistiskt, trots att två nya beredskapslok gick i drift från 1 januari. Omsättningen stannade på 123,0 mkr (129,4) och rörelseresultatet på 4,4 mkr (15,1). De huvudsakliga skälen var

- En framtung uppskalning av organisationen för att nå målen för 2027 (1 mdr i omsättning till 13% EBIT-marginal). Antalet anställda har ökat med hela 19 personer bara under det första kvartalet till 206 (177 ultimo Q1-24), vilket betyder att lejonparten av upprampningen för att nå 2027-målen är avklarad. Uppskattningsvis 80% av dessa är för produktiva roller, men de ska dock utbildas, certifieras, mm, vilket även kommer att tynga Q2, innan de successivt övergår till produktion.
- Fortsatt stora problem med verksamheten i Storbritannien där läget nu är värre än någonsin. Omsättningen i Q1 var nere på felräkningspengar, så även om kostnader kapats rejält kunde inte en mångmiljonförlust i gamla Entreprenad Utland undvikas. Personalen är redan anställd i Sverige och kan lätt omfördelas till andra projekt, men för den maskinkapacitet som finns på plats – huvudsakligen två Railvacs och en Ballast Feeder – utreds nu "alternativa möjligheter", vilket inkluderar både att ta hem dem till Sverige eller ta dem till något annat land. Dock är detta naturligtvis behäftat med kostnader, såväl för transport som för anpassning av utrustningen för svenska/lokala förhållanden, och försvårar givetvis möjligheterna att ta framtida uppdrag i Storbritannien.
- Lägre volymer än Q1 ifjol och ofördelaktig produktmix, så även om beläggningen har varit god inom gamla Entreprenad Sverige, så har typen av utförda uppdrag gjort att både omsättning och marginal minskade något.

Ett positivt finansnetto trots ökade räntekostnader gjorde att resultatet efter finansnetto landade på 5,7 mkr (6,0), därtill ordentligt hjälpt av kronförstärkningen under kvartalet som påverkade lokhyror i EUR med +6,6 mkr enligt våra beräkningar, medan den omvända situationen tyngde Q1 ifjol med hela -6,7 mkr.

Ändrad affärsområdesindelning



Från årsskiftet 2024/25 ändrar Railcare sin affärsområdesindelning på så sätt att Entreprenad Utland försvinner som separat enhet och verksamheten går upp i affärsområdet Entreprenad Sverige, och lokverkstaden som hittills sorterat in under Transport Skandinavien, rapporteras framöver under Teknik.

På pluskontot hamnar två nyheter av vilka vi nämnt den ena i vår förra analys och en ny som kom sent i kvartalet:

- Ett snöröjningskontrakt med Trafikverket om 4+1+1 år till ett värde om drygt 350 mkr. Det ersätter visserligen tidigare återkommande uppdrag, men är fördelaktigare dels tack vare den långa avtalsperioden som ger förutsägbarhet och trygghet i intäkterna, dels innebär en liten säsongsförlängning jämfört med tidigare avtal. Visst utrymme för marginalförbättring borde också kunna finnas med det nya upplägget.
- Norska Baneservice har lagt en order värd 30 mkr på en dieseldriven Railvac som ska levereras i början av 2026; att addera till sina tre tidigare likadana maskiner. En viktig order som visar på potentialen i maskinförsäljningen framöver, som ledningen sedan något år lagt ett ökat fokus på.

Entreprenad

Omsättningen för det nya affärsområde Entreprenad kom i Q1 in på 41,6 mkr (50,1) i omsättning, 31% under vår förväntan, varav hela 7,5 mkr av minskningen från ifjol var hänförlig till Storbritannien, där det i princip tog tvärstopp. Resterande tapp hängde främst ihop med en ofördelaktig produktmix med en typ av arbeten som inte betalade lika bra som Q1 ifjol. Detta trots att en hård vinter under Q1 ifjol innebar framskjutna arbeten och därmed lättare jämförelsesiffror för Q1 i år.

Resultatmässigt var kvartalet också en besvikelse, och av samma skäl, med ett rörelseresultat om -5,1 mkr (+2,6) i ett säsongsmässigt svagt kvartal. Även exklusive Storbritannien noterar vi en rörelseförlust som inte direkt kan kopplas till uppskalningen av organisationen, då den huvudsakligen är hänförlig till de två andra affärsområdena.

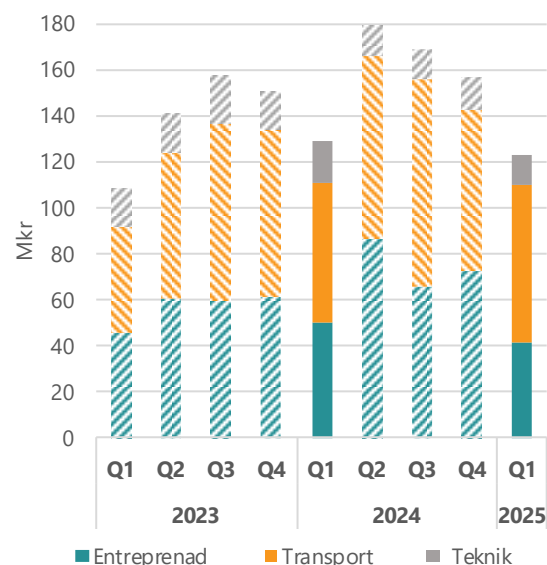
På positiva sidan har vi dock det nya snöröjningskontraktet som togs i januari och som nämdes ovan, som är intressant inte bara utifrån totala ordervärdet om 355 mkr för de sex kontrakterade enheterna – snöplogar och snösmältare – utan också de hårda miljökraven i kontraktet, där uteslutande HVO100 ska användas som bränsle och loken måste ha Steg V-motorer installerade. Dessutom ska också det nya pan-Europeiska signalsystemet ETCS vara installerat. Det utesluter många tillgängliga maskiner på marknaden och omöjliggjorde ett bud från konkurrenter som inte nått lika långt som Railcare i miljöarbetet. Det pekar också på potentialen i lokverkstaden och dess utbyggnad, där maskiner uppgraderas till just dessa standarder.

Transport

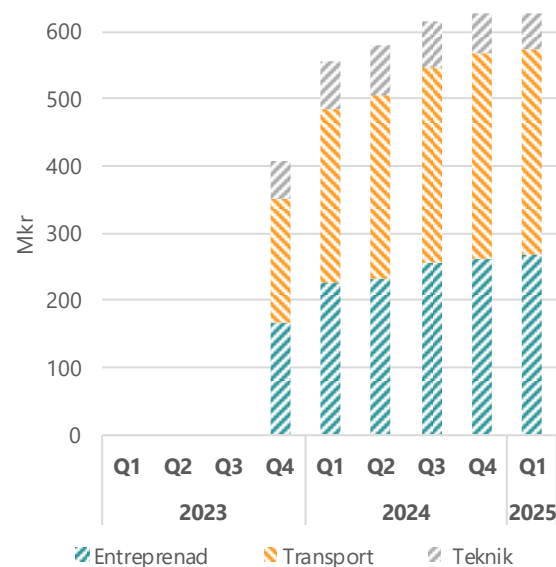
Om Entreprenad var en besvikelse under första kvartalet, så var Transport en positiv överraskning. Omsättningen landade på 77,5 mkr (68,6), 29% över vår prognos, trots tuffa jämförelsesiffror från ett starkt fjolår. Utöver de två nya beredskapslok som gick i drift från årsskiftet i Nässjö och Älmhult så bidrog också en ökad volym transportuppdrag.

Rörelseresultatet tyngs dock fortfarande av den ökade kostymen för kontrakterade framtida uppdrag, som affärsområdet inte kommer att växa i helt fullt förrän nästa år. Trots det stannade rörelseresultatet

Intäkter externa kunder



Intäkter externa kunder, rull. 4Q



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

ändå på goda 9,3 mkr (10,5), också över vår prognos, om än att hjälpen från ändrade redovisningsprinciper sannolikt var större för årets resultat än för fjolårets. I vilket fall var detta ett styrketecken från ett affärsområde som tyngs ordentligt av förberedelsekostnader för sin expansion.

Teknik

Omsättningen inom Teknik minskade med 38% under Q1 till 29,4 mkr (40,5). Huvudskälet anges vara en "justering av koncernintern uthyrning" av lok och maskiner, då dessa, som tidigare hyrdes ut till andra affärsområden, nu sålts över till de verksamheterna och rimligen ökar deras resultat. Problemet här är ju att det gamla Maskin & Teknik, egentligen verkstaden i Skelleftehamn där nya maskiner utvecklas, mest sålt till andra affärsområden inom koncernen; på senare år mer än 80% av omsättningen. I nya Teknik tillkommer ju lokverkstaden som mest har externa kunder, så problemet kommer nu att avta. Rörelseresultatet sjönk till -0,8 mkr (+2,6). En bidragande orsak var att reservdelsförsäljningen tillfälligt sjönk.

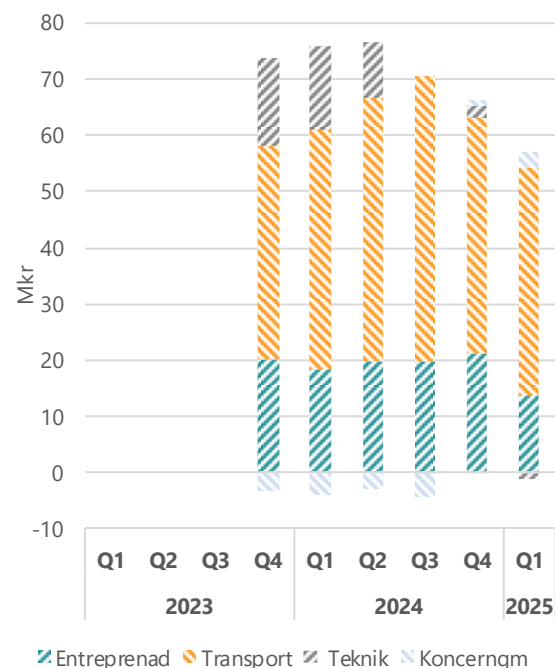
Vi fäster inte så stort avseende vid ett enstaka sämre kvartal. Verksamheten inom Teknik är kanske den mest svårprognosticerade, då den förutom exogena faktorer också styrs av periodiseringar och avräkningar. One-off-byggen kan stöta på oväntade problem och fördyringar/förseningar, samt som var fallet i Q1 så kan behovet av reservdelar hos kunderna tillfälligt minska. Vid längre projekt som avräknas varje kvartal, kan en större saldobost – positiv eller negativ – uppstå på slutet i förhållande till hur projektet beräknades i offerten och därmed avräknades, vilket påverkar affärsområdets siffror för kvartalet ganska kraftigt. Ett exempel är när lokverkstaden färdigställde arbeten på fem Traxx-lok åt Beacon Rail under Q3-23, där man successivt drog lärdomar av första loket till att kunna arbeta betydligt snabbare på de övriga fyra, vilket ökade affärsområdets resultat kraftigt (då Transport Skandinavien) under projektets sista kvartal. Lärdomen är att enskilda kvartal kommer att vara svåra att prognosticera, och att investerare gör bäst i att titta på trenden över flera kvartal i stället.

Lokverkstaden har full beläggning och i väntan på den tilltänkta utbyggnaden undersöker bolaget nu möjligheterna att göra en del arbeten i verkstaden i Skelleftehamn, där man annars nu bygger en tredje MPVe, än så länge tänkt för eget bruk. När det gäller utbyggnaden av lokverkstaden förväntar vi oss inga större nyheter förrän till hösten och att investeringar börjar tas under nästa år. Inget definitivt beslut kan fattas innan detaljplanen för området fastställts, vilket rimligen tar resten av innevarande år. Det här utgör dock en bra potential för Railcare inom ett lönsamt segment med stor efterfrågan under lång tid.

Kassaflöde och kapitalstruktur

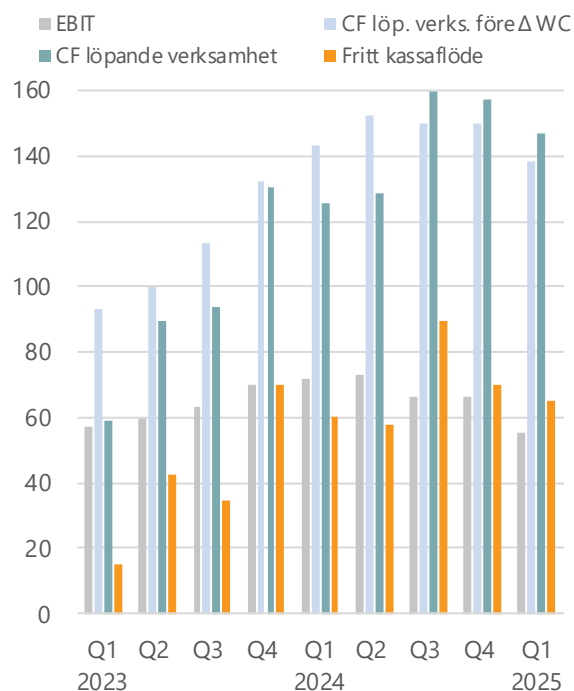
Strukturen på kassaflödet från den löpande verksamheten har förändrats på grund av de ändrade redovisningsprinciperna (en omtolkning av IFRS 16), så att både rörelseresultatet och återläggning av avskrivningarna ökar kassaflödet påtagligt, emedan räntan på leasingkulden ökar räntekostnaderna en del. Sammantaget blir det en tydlig ökning av kassaflödet från den löpande verksamheten, då rörelsekapitalförändringarna inte påverkats nämnvärt. Längre ned i

Rörelseresultat, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

Kassaflödet, 12m rullande



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

kassaflödesanalysen tyngs i stället finansieringen i motsvarande mån av leasingsskulden.

Kassaflödet före rörelsekapitalförändringar sjönk till 19,2 mkr (30,8; 19,8 med gamla redovisningsprinciperna) som en effekt av både sämre rörelseresultat – även före avskrivningar som ju inte påverkar kassan – och också en högre betald skatt. Den senare faktorn hänger ihop med tidigare investeringar som givit möjlighet att skjuta på skatten framåt i tiden, men där dessa möjligheter nu minskar och belopp måste återföras till beskattning. Vi förväntar oss därför en högre nivå på skattebetalningarna framöver jämfört med hur det har varit de senaste åren.

Ökande lager, möjligen sammanhängande med minskande reservdelsförsäljning, mer än uppvägdes av ökande rörelseskulder och gjorde att försämringen av kassaflödet från den löpande verksamheten stannade på ca 10 mkr till 2,4 mkr (12,6). Sett över flera års sikt är det dock intressant att konstatera att förändringen i rörelsekapital är ganska liten, trots att bolaget ändå har vuxit ordentligt under dessa år – ett gott betyg åt cash management.

Upplåningen har i linje med tidigare kommunicerade intentioner ökat för att kompensera för att investeringar varit självfinansierade under tiden för en översyn av finansieringsstrukturen som avslutades i höstas, och under fjolåret ökade också upplåningen med 68,1 mkr (20,5). Den omräknade soliditeten – efter att balansomslutningen ökar pga IFRS 16 – sjönk också något till fortfarande goda 29,0% (31,5%) per sista mars.

Prognoser

Kort sikt

Vårt prognosarbete för Q1 lyste ju inte direkt med sin träffsäkerhet, även om vi varnade för att det försvårades av ändrade redovisningsprinciper, ändrad affärsområdesindelning och den uppskalning av organisationen som bolaget flaggat för en tid. Dessa faktorer kvarstår i avtagande mån för prognosarbetet under hela innevarande år, så försiktighet anbefalls för Q2, även vi tror att vi kan leverera successivt bättre prognoser framöver, fast om siffrorna som alltid kan slå en hel del mellan enskilda kvartal.

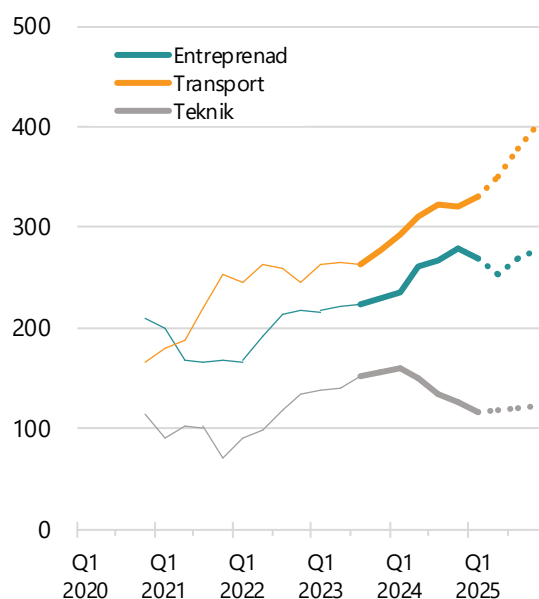
Sammantaget räknar vi med att Q2 blir det sista lite tyngre kvartalet för Railcare, om än inte lika tungt som Q1, för att därefter se en ganska snabb förbättring.

• Entreprenad

För Entreprenad är Trafikverkets nya inställning och ökade anslag positiva faktorer på sikt, men kortsiktigt är det en volatil verksamhet med betydande slag från kvartal till kvartal – åt både det positiva och negativa hållet. För Q2 är vi försiktiga av flera skäl:

- vi räknar med fortsatta förluster och möjliga omställningskostnader i Storbritannien,

Prognos, rull 4Q omsättning



Källa: Bolaget (tjock linje), Analysguiden (estimat, tunn linje & prognoser, prickad linje)

- i fjol fick Railcare ett ”depåstoppsuppdrag” utanför Västerås som drev upp omsättningen rejält, men vi har inte sett några indikationer ännu på ett sådant uppdrag i år ännu,
- under Q2-24 så var det gott om lining-uppdrag som är gynnsamma för både omsättningen och lönsamheten,
- förra året var vintern sen, så under Q2-24 jagade man ikapp jobb som inte hade kunnat påbörjas under Q1, vilket höjde siffrorna för Q2.

Sammantaget ser vi därför att jämförelsesiffrorna för Q2 ifjol blir sannolikt rejält tuffa inom Entreprenad, vilket gör att vi räknar med betydligt lägre siffror för både omsättning och resultat för Q2 i år. Däremot bör andra halvåret kunna bli bättre, med förhoppningsvis avtagande kostnader i UK och lättare jämförelsesiffror från Q3 ifjol, medan Q4 bjöd på ovanligt bra väder, så där blir jämförelsen tuffare igen.

• Transport

För Transport är en långsiktigt ökande andel längre kontrakt en stabil och bra bas att stå på, men för Q2 kvarstår vissa kostnader för uppskalningen inför de två beredskapsloken som gick ut på uppdrag från 1 maj. Hyreskostnaden för loken börjar visserligen löpa först när de tas i bruk, men kostnaderna för den personal som ska bemanna dessa tynger resultatet redan tidigare, dels då rekryteringar tar tid och väl en lokförare har börjat så måste denne lära sig organisationen och eventuellt utbildas och certifieras¹. Ett tiotal lokförare anställdes redan under Q4 och ytterligare fler under Q1. Vår tidigare bedömning kvarstår att detta kommer att tynga såväl Q1 som Q2 i år i avtagande omfattning, men kommer däremot att betala sig ordentligt i tilltagande grad under andra halvåret och under åren därefter. Det går inte heller att utesluta att kontrakt på ytterligare beredskapslok kan komma att tas, inte minst då Railcare har tillgång till ytterligare splitter nya lok från närstående AC Finance som uppfyller alla Trafikverkets krav

Hur entreprenadtransporterna utvecklar sig denna säsong är som vanligt svårt att sia om, men jämförelsesiffrorna från Q2 ifjol är lite mindre krävande, då volymerna sjönk jämfört med Q2-23.

För andra halvåret räknar vi med en kraftig tillväxt om närmare 30%, främst som följd av att 4 av 5 nya beredskapslok är med hela kvartalen och får därmed full effekt på siffrorna.

• Teknik

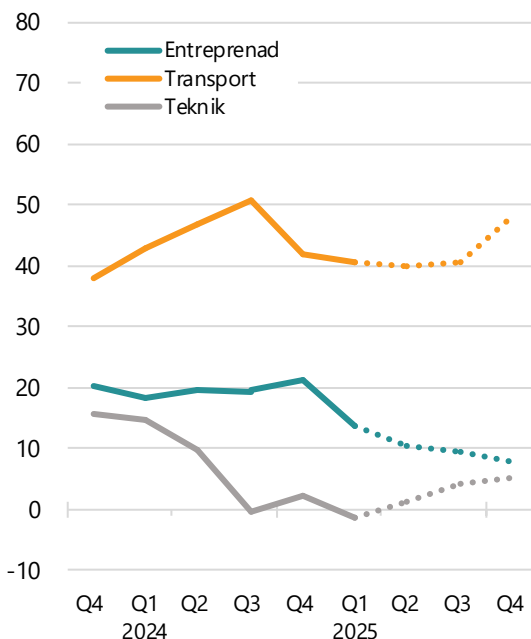
För lokverkstaden har vi lite lättare jämförelsesiffror från Q2 ifjol, som redovisade något sjunkande omsättning från Q2-23.

¹ De beredskapslok som Railcare vann kontrakt på ifjol höstas, är

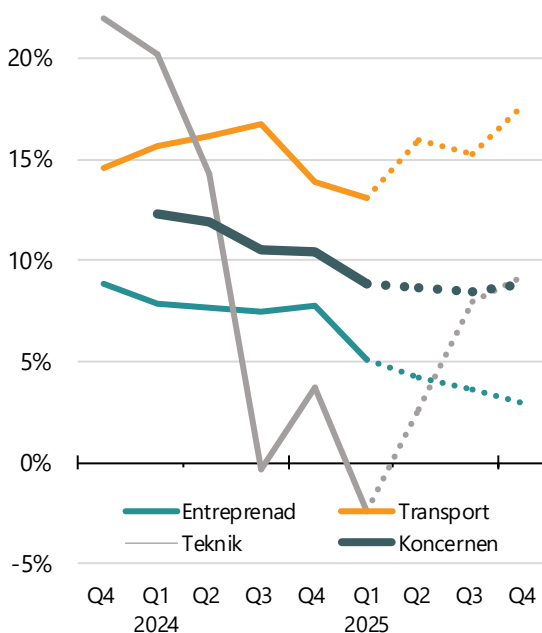
- de två som gick i tjänst 1 januari i år i Nässjö och Älmhult,
- två stycken 1a maj i Ånge och Gävle,
- ett i Borlänge 27e oktober, som dock är en förlängning av existerande kontrakt och
- ett i Hallsberg 1a januari nästa år.

Det här kommer att höja omsättningen för 2025 med ca 45 mkr och åren därefter med ytterligare ca 35 mkr, oräknat inflation.

Prognos, rull 4Q EBIT



Prognos rull 4Q EBIT-%



Källa: Bolaget (tjock linje), Analysguiden (estimat, tunn linje & prognoser, prickad linje)

Förberedelsearbeten inför ett beslut om utvidgning av lokverkstaden kommer vid någon tidpunkt också börja dra kostnader, även om de stora investeringarna som kommer när utbyggnadsbeslutet väl har fattats förstås kommer att aktiveras till del. De signifikanta delarna av dessa kostnader bedömer vi dock ligger bortom de närmaste kvartalen.

För Skelleftehamn bör försäljningen av fordon till andra koncernbolag, vilket sänkte hyresintäkterna under första kvartalet i år i jämförelse med Q1-24, rimligen också påverka andra kvartalet på motsvarande sätt. Som alltid, det som skulle kunna bli en oväntad positiv överraskning är om en ytterligare maskinförsäljning kan komma till stånd.

På positiva sidan noterar vi kronans fortsatta styrka som bör hjälpa finansnettot för andra kvartalet, då flera hyreskontrakt för lok är skrivna i euro, som vi påpekat tidigare.

Närmaste kvartalen sammantaget

När vi summerar allt detta landar vi i vår prognos på en omsättning för andra kvartalet om 183 mkr, något mer än fjolårets 180 mkr, men det döljer alltså ett svagare kvartal än i fjol för Entreprenad som vägs upp av en rejäl ökning för Transport. Precis som med Q1 tror vi att rörelseresultatet hamnar under fjolårets nivå, på 16 mkr (17,0) mot bakgrund av företagets satsningar nu under första halvåret och omständigheterna i övrigt som vi redovisat ovan. För andra halvåret bedömer vi att det blir en rejäl tillväxt på drygt 20% i årstakt bl a tack vare full effekt från 4 av 5 nya beredskapslok. Vi räknar då med en återhämtning i rörelsemarginalen till 10-11%-nivån.

Längre sikt: Omsättningsprognoser

Bolagets finansiella mål är att nå 1000 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Inte minst mot bakgrund av den lägre omsättningen än vi förväntade under Q1, så börjar omsättningsmålet se mer aggressivt ut med 17,5% årlig tillväxt i snitt för de kommande elva kvartalen. Kontraktet på beredskapsloken från ifjol höstas ger dock Railcare ca 45 mkr i extra intäkter för 2025, samt 80 mkr per år 2026 och framåt, och räknar vi det separat, med en förväntad indexuppräkning om 2-3% per år, så behöver resterande affär växa med minst 17% i årstakt. Det kan gå, men det är betydligt högre än de senaste årens tillväxtsiffror och börjar se lite stretchat ut.

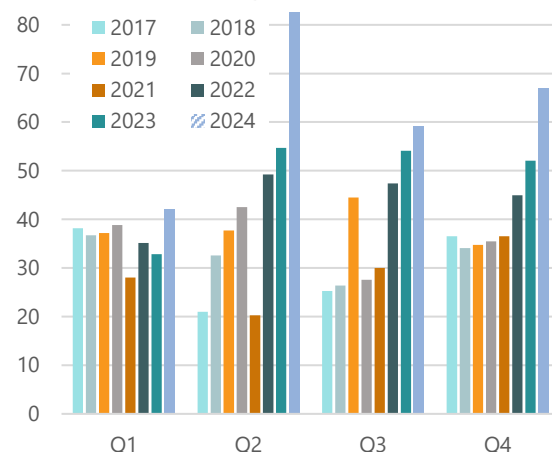
Entreprenad

Med den rejäla infrastrukturesatsningen vi beskrev under Marknad och en ökad press från näringslivet, allmänheten, försvarsmakten och inte minst politiker, så kommer järnvägen att få mer resurser. Trafikverket själva pratar alltså om en 10%ig tillväxt per år, och Railcare gör ingen hemlighet av att de räknar med att fortsätta ta marknadsandelar dessutom. De senaste 9 åren har gamla Entreprenad Sverige trendmässigt vuxit med 7,7%/år och de senaste 5 åren med hela 16%. Med en ökande marknad borde det inte vara omöjligt att hålla i den trenden framöver och kanske till och med överträffa den, inte minst om Trafikverket väljer att gå vidare med upphandlingar enligt "[depåstoppsmodellen](#)". Det finns signaler som pekar på att flera sådana uppdrag kan komma att läggas ut, inte minst regeringens proposition om transportinfrastrukturen från i höstas som tydligt pekar på

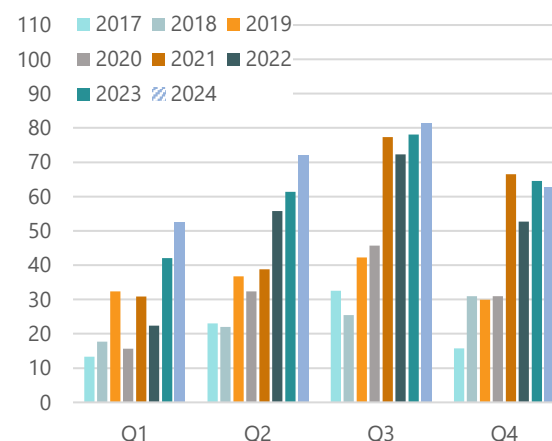
Säsongsvariationer

Nedan visas data för den gamla affärsområdesindelningen för att ge en idé om säsongsberoendet av de två stora affärsområdena. Med minimal omsättning i utlandet idag, är illustrationen för Entreprenad Sverige sannolikt mycket nära den för ny Entreprenad. Lokverkstaden hade sannolikt större påverkan på Transport Skandinavien, men utan någon tydlig säsongsvariation i lokverkstaden är grafen nedan sannolikt representativ även för nya Transport.

Entreprenad Sverige



Transport Skandinavien



Graferna ovan visar intäkter från externa kunder. Entreprenadverksamheten tenderar att ha en svacka under sommarhalvåret, samtidigt som Transport Skandinavien då är starkare.

Källa: Bolaget

behovet av ökad effektivitet hos myndigheten, vilket också bekräftas av rapporten från Innovationsföretagen, beskriven ovan.

För att det ska finnas chans att infria den typen av scenarios krävs dock att affärsområdet blir av med den black om foten man haft i många år nu och som stavas British Rail. vi har nu åtta år av kumulativa förluster där, uppgående till sammanlagt över -29 mkr efter finansnetto, men situationen där har nu gått från dålig till direkt usel. Trots den nya planperioden, CP7, så har Network Rails anslag minskat i reala termer, så Railcares försäljning har stört dykt och uppgår nu bara till någon enstaka miljon. I det läget hjälper inte kostnadsbesparingar när verksamheten har så stora fasta kostnader. Två Railvacs och en Ballast Feeder har stått i princip arbetslösa där, så resultatet blir blodrött. Även om utträdeshindren är höga med mycket "sunk costs" i materiel, kontakter, goodwill, utbildningar, certifieringar, mm, så kan inte åderlåtningen fortsätta i det oändliga. En nedstängning i Storbritannien skulle inte bara få bort de därmed sammanhängande förlusterna, utan också frigöra resurser, såväl personella och maskinella som från företagsledningen.

Ett ljus i tunneln (och vi får hoppas att det inte är tåget) är att ledningen undersöker vad man kallar "alternativa möjligheter" för dessa resurser, och i det sammanhanget inger den alldeles färsk pressreleasen om positiv feedback från deltagandet på den precis avslutade järnvägs-mässan i Münster visst hopp. Vi räknar med åtgärder i närtid och åsätter därför inte verksamheten ett negativt värde i dagsläget, trots de förväntade fortsatta förlusterna. Nedstängningskostnaderna bör också kunna balanseras av mot frigörandet av produktiva resurser i vår kalkyl.

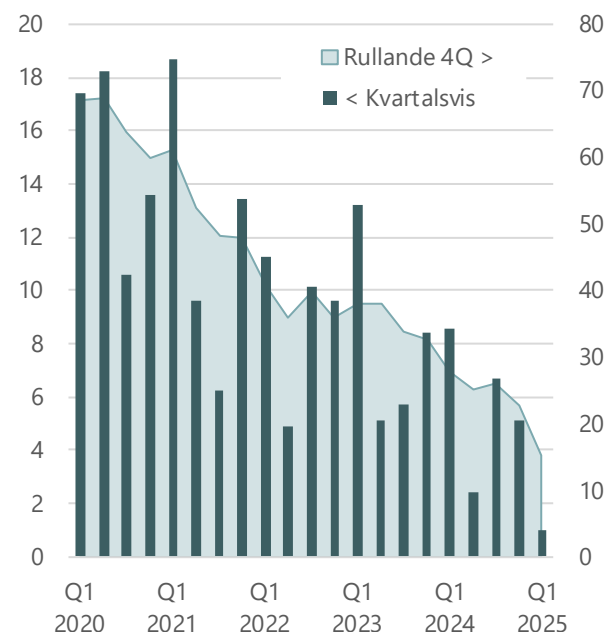
Transport

Från årsskiftet och successivt under 2025 så har det stora beredskapsloksprojektet som togs förra hösten och för vilket lok säkrades med affären ifjol sommar via AC Finance dragit igång. Det är alltså 6 lok, vara ett är förnyelse av ett existerande kontrakt, där avtalet löper ut successivt under 2030, men där en option på 1+1 år finns med i kontraktet. Den kommer att addera ca 45 mkr till omsättningen för 2025 och åren därefter ytterligare 35 mkr oräknat inflationsuppräknig. Det ska läggas till de 4 befintliga beredskapslok som Railcare har kontrakt på och som löper till 2027 års slut, varefter en ny upphandling tar vid. Även om Trafikverket då är skyldiga att gå på erbjudet pris, så kommer det att finnas ett antal krav som måste uppfyllas, inte minst avseende miljökrav där ju Railcare ligger bra till med sina splitter nya lok.

Transportverksamheten exklusive lokverkstaden har vuxit fantastisk med över 20% per år de senaste 4 åren enligt våra beräkningar då beredskapsloken varit en mindre, om än växande affär. Det kan kanske visserligen bli svårt att bibehålla den takten framöver, men utvecklingen är fortsatt bra överlag, och femårskontraktet med LKAB som säkrades i Q4 och snöröjningskontraktet på 4+1+1 år som säkrades i januari bidrar ytterligare till att stabilisera intäkterna för flera år framöver. I takt med att nödvändiga entreprenader på järnvägen faktiskt genomförs, så lär det rimligen också ha en positiv påverkan på tillväxten i entreprenadtransporterna.

Det finns dock ytterligare potential för positiva överraskningar om exempelvis ett betydande transportavtal kan tecknas med en större

Entreprenad Utland omsättning



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

De finansiella målen:

1000
~~800 mkr i omsättning 2027~~
~~Rörelsemarginal överstigande 10%~~
 13%

Efter att ha presenterat nya finansiella mål i början av 2023, så gjorde Railcare en betydande höjning av dem igen i början av 2024.

Källa: Bolaget

industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland, men det är ingenting vi vågar ha med i våra prognoser ännu.

Teknik

I Skelleftehamn har bygget av nästa MPVe påbörjats, främst avsedd för egen verksamhet och inte för avsalu externt. Under 2025 hoppas vi dock att ansträngningar för extern försäljning kan öka och vi har redan fått ett första resultat med norska Baneservice order i februari på en ny Railvac med beräknad leverans i början av 2026. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom [RailVac](#) och den vanliga [MPV](#), och batterikonvertering av dieseldrivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd och i samklang med viktiga samhällstrender. Det borde lova gott för Teknik, men marknaden är konservativ, prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan spela in, så det går knappast att förvänta sig några snabba segrar och vi tar heller inte ut några sådana i våra prognoser.

När det gäller lokverkstaden är den svår att prognosticera av många skäl, utöver det uppenbara att verksamheten aldrig särredovisats:

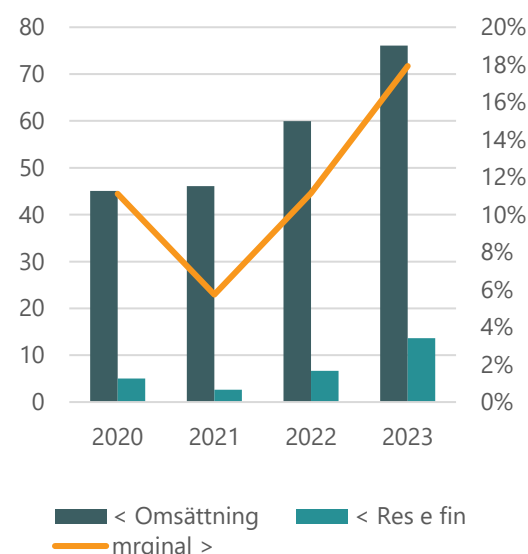
- Det är projektorienterad verksamhet där varje projekt är unikt på olika sätt och ofta löper över flera kvartal, inte sällan till fast pris.
- Det kan då vara lägre eller högre avräkning av pågående projekt för ett visst kvartal.
- Även om viss resultatavräkning sker för varje kvartal, så är det på slutet det står tydligt om prisberäkningarna som gjordes inför offerten legat lite för högt eller lite för lågt, vilket spelar stor roll för just det sista kvartalets marginaler.
- Om det går att hitta effektivitetsvinster i att göra om samma moment från lok till lok, som t ex vid installationen av ombordutrustning på fem Traxx-lok som Railcare gjorde under 2023, kan ofta högre marginaler nås.
- Det är också olika marginaler på olika typer av projekt, t ex mellan en hyttrenovering och ett motorbyte, vilket kan slå mellan kvartalen inom samma projekt.

Fluktuationer i omsättning och resultat mellan kvartal lär därför vara normen även i framtiden, i både positiv och negativ riktning, och för båda verksamheterna i affärsområdet. Det är dock ingenting en aktieinvestor bör oroa sig för. Tvärtom framstår det sammantaget som att främst lokverkstaden över tid har mycket god tillväxt och förmodligen tvåsiffriga marginaler, och att efterfrågan på dess tjänster är fortsatt mycket hög och väntas så förbli, inte minst mot bakgrund av marknadsutsikterna beskrivna ovan. En utbyggnad av lokverkstaden skulle sannolikt innebära ytterligare fördelar utöver "more of the same", nämligen

- att fler olika typer av tjänster kan erbjudas, t ex hjulsvarvning, för att bli mer av en one-stop-shop, och
- att effektiviteten skulle höjas, dels med skalfördelar, dels med att lokalerna skulle bli mer ändamålsenliga.

Till detta ska läggas infrastrukturministerns positiva uttalanden om nödvändigheten av att rusta upp järnvägen, vilket gör att han kanske

Lokverkstaden



Källa: Allabolag.se, Analysguiden (beräkningar)

kan låna sitt öra till branschens rop på stöd till installation av ombordutrustningen för det nya signalsystemet ERTMS som är en mycket stor kostnad för de flesta aktörer på järnvägen. Vi ser sammantaget mycket positivt på ett troligt formellt beslut mot slutet av året eller i början av nästa om att bygga ut lokverkstaden.

Kostnader

Förutom en tillfällig ökning på grund av förberedelser inför starten av beredskapslokskontraktet och att växla upp organisatoriskt, så finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen har förändrats nämnvärt från tidigare, i vare sig positiv eller negativ riktning, utöver effekterna av de från Q4-24 ändrade redovisningsprinciperna. Förädlingsvärdet i de flesta av verksamheterna är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för råvaror får endast litet genomslag på resultatet. Däremot kommer en ökad andel intäkter från beredskapsloken rimligen sänka råvarukostnaderna som andel av totala omsättningen, så bruttomarginalen borde förbättras, allt annat lika.

Omtolkningen av IFRS16 från årsskiftet innebär också att kostnader flyttas nedåt i resultaträkningen, från Råvaror & Förnödenheter till Avskrivningar och Finansiella Kostnader. Förutom tydligt positiva effekter ner till EBITDA-nivå i resultaträkningen, och viss positiv påverkan även längre ner, blir kassaflödet från den löpande verksamheten högre medan finansieringsverksamheten tyngs. Leasingskulden ökar balansomslutningen och eftersom flera kontrakt är skrivna i EUR och skulden omräknas till kronor på balansdagen så kommer valutaeffekterna att bli tydligare i redovisningen och öka slagen mellan kvartalen utan någon förväntad påverkan på längre sikt.

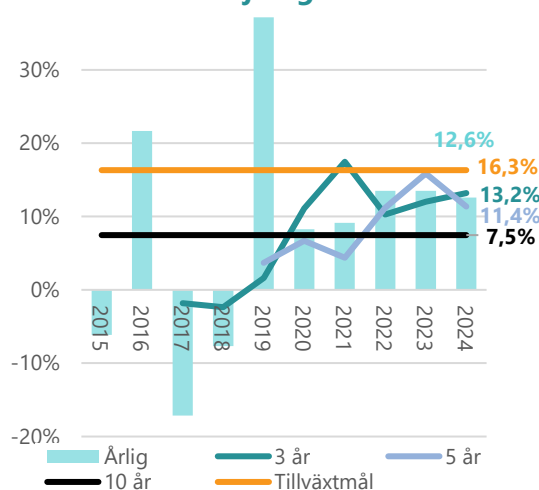
Vi räknar också med att de investeringar som bolaget förbereder sig på – t ex utbyggnad av lokverkstaden – kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen, men med positiva resultateffekter längre fram.

Personalkostnaderna förändras knappast stort utöver beredskapsloken. Som beskrivet ovan innebär däremot 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, men som givetvis betalar sig på sikt. Det handlar bl a om rekryteringskostnader, att nyanställda behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det här kostnadspaketet har visat sig mer framtungt än vi räknat med, men bör successivt redan under andra halvan av 2025 delvis täckas av intäkterna från affären, dels börja falla tillbaka när de anställda väl är i arbete.

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 och med en ökande extern finansiering, inte minst leasingskulden som en effekt av IFRS 16, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen och avkastningen på eget kapital. Ändå siktar bolaget alltså mot höjda marginaler, vilket är positivt.

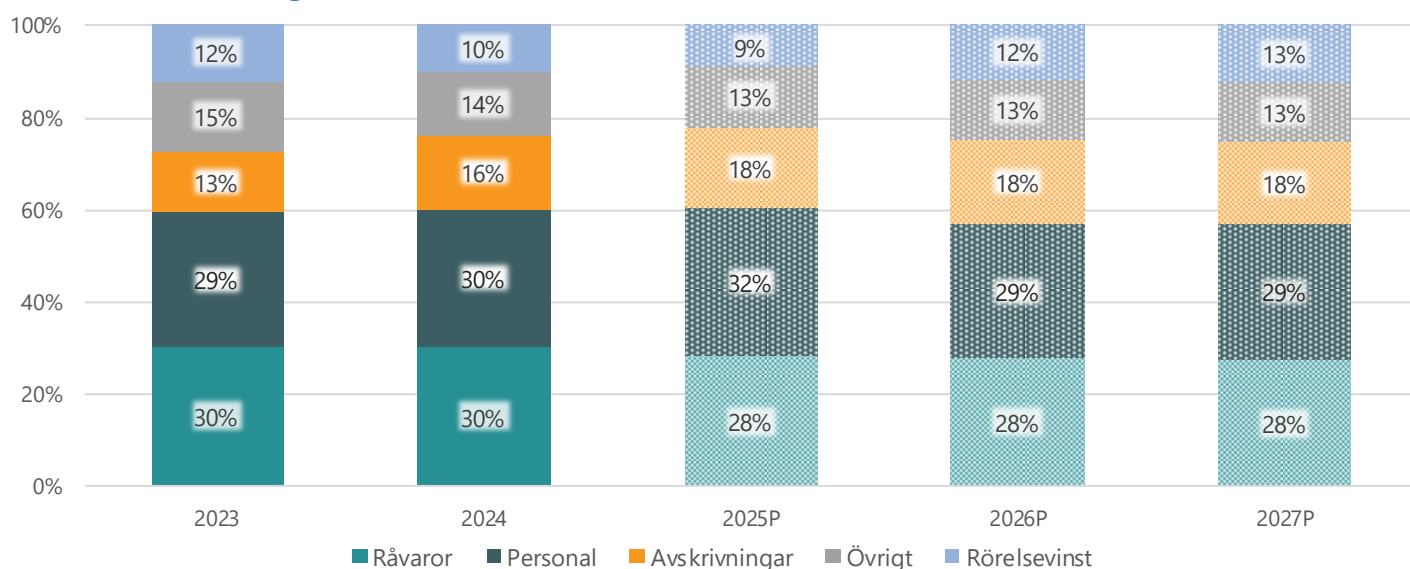
En hög andel fasta kostnader gör emellertid resultatet känsligt för beläggningen. Det är med andra ord en fortsatt hög operativ hävstång i bolaget även om den minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet, fler kunder, större andel längre kontrakt och en förändrad produktmix. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Förutom det just passerade kvartalet så var situationen med Malmbanan under förra vintern och Railcare som då passade på att göra underhåll på loken ett exempel. Andra halvåret 2022 är ett annat, när 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 hög aktivitet.

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Kostnadsfördelning



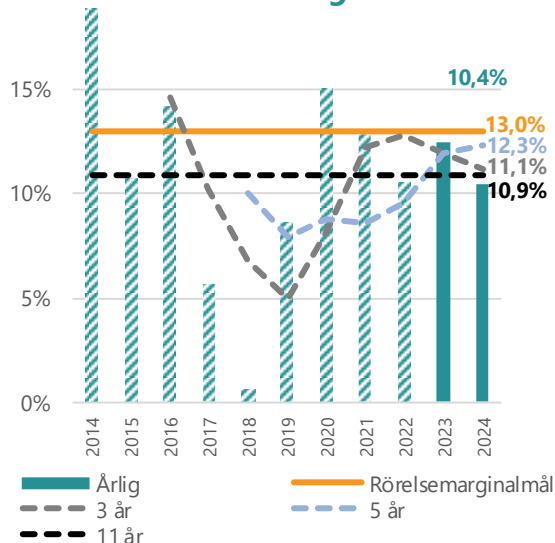
Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar och prognoser)

Beläggningen på entreprenadsidan, som alltså är avgörande för marginalerna på kort sikt, varierar ju över tid, men är svår att prognosticera och ofta väderberoende. Beläggningen är också beroende av planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket, och som alltså ändå har förbättrats på sistone. Med en förväntat större volym så blir det också automatiskt en viss utjämnning 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 själva lösa problem ute i fält. 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 arbetat 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. Det 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 Pitkajärvi till hamnen i Narvik. Två andra är kontraktet för beredskapslok från ifjol höstas, och LKAB-kontraktet i Q4. Även Trafikverkets förnyelse och förlängning i januari av snöröjningskontraktet för 4+1+1 år, värt 59 mkr per år, är på samma sätt väldigt värdefullt, inte minst eftersom det ger förutsägbar beläggning under lågsäsong.

Historisk Rörelsemarginal



Notera att åren fram till och med 2022 är baserade på siffror redovisade enligt de gamla redovisningsprinciperna, vilket kan innebära en viss underskattning av rörelsemarginalen jämfört med dagens standard. Effekten är dock sannolikt liten, då leasingandelen tidigare var betydligt lägre än idag.

Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Resultaträkning (Mkr)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Nettoomsättning	270	371	401	438	497	564	635	703	853	980
Övrigt Intäkter	7	9	20	15	15	18	25	30	32	37
Kostnad sålda varor	-142	-177	-181	-204	-269	-262	-289	-303	-360	-410
Bruttoresultat	135	203	241	249	243	321	372	430	525	607
Personal	-108	-120	-125	-139	-146	-170	-197	-236	-260	-300
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-2
Resultat före avskrivningar (ebitda)	26	82	114	108	95	147	173	192	263	305
Avskrivningar	-24	-50	-53	-52	-43	-77	-106	-129	-160	-180
Rörelseresultat (ebit)	2	32	60	56	52	70	66	63	103	125
Finansnetto	-5	-6	-5	-4	-5	-12	-26	-19	-30	-34
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	27	56	52	47	58	41	45	73	91
Skatter	2	-6	-12	-11	-10	-14	-10	-11	-18	-23
Nettoresultat	-1	21	44	41	37	44	30	34	55	68

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Marginalutvecklingen

Bolagets finansiella mål är att nå 13% i rörelsemarginal i slutet av 2027. Det finns en rimlig chans att nå det och förändringen av redovisningsprinciperna hjälper till – räknat på 2023 års siffror med ca en halv procentenhet, men den siffran har rimligen ökat betydligt med ett allt större antal inhyrda lok. Andra faktorer som pekar mot att marginalmålet skulle kunna nås är:

- Railcare konstaterar att Trafikverket redan betalar lite mer för arbeten där Railcare som en av få aktörer kan arbeta hållbart. Det gäller 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 Citybanan, etc, något som förhoppningsvis kan öka framgent och som bolaget förbereder sig för med byggandet av en MPV till nu.
- Det är också rimligt att Railcare, som en av mycket få aktörer som uppfyller Trafikverkets allt hårdare miljökrav och som har visat sig pålitlig och flexibel i tidigare leveranser av beredskapsloktjänster, har haft utrymme att förhandla till sig ett premium för detta.
- Lokverkstaden har rimligen också marginaler som över tid återspeglar den stora efterfrågan på deras tjänster, även om de varierar mellan kvartalen beroende på projektens natur som vi sett ifjol. Över tid borde också lokverkstadens tillväxt rimligen göra att dess andel av omsättningen stiger och därmed hjälper upp snittmarginalen.
- Till det ska också läggas en jämnare beläggning på entreprenadsidan, inte minst med allt fler långa kontrakt, vilket bör gynna genomsnittsmarginalen framöver, även om fler ”depåstopp” drar ner själva marginalen trots att resultatet stiger som i Q2-24, eftersom Railcare då tar in en hel del underentreprenörer och i och med det får behålla en lägre andel av förädlingsvärdet.
- Om blodflödet slutligen kan stoppas i utlandsdelen av entreprenadverksamheten så är ju det givetvis också en stor hjälp.

Vi bedömer sammantaget att rörelsemarginalmålet inte blir enkelt att nå, men att det kan komma inom räckhåll mot slutet av perioden.

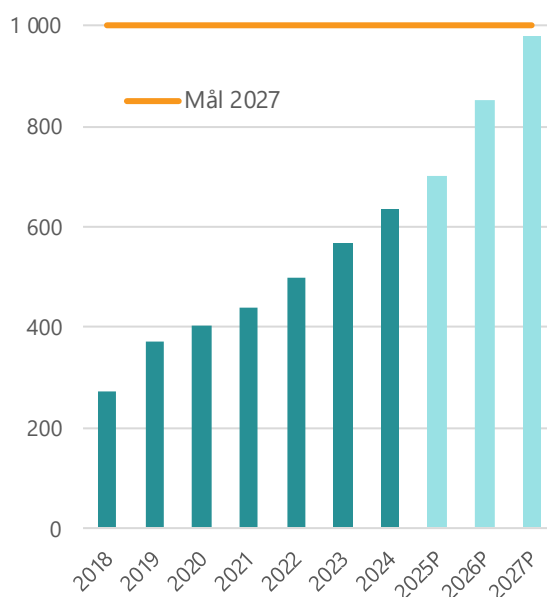
Prognossammanfattning

Sammanfattningsvis bedömer vi omsättningsmålet som lite svårare att nå efter ett svagare första kvartal än väntat, men ledningen säger sig inte vara mindre trygg med målen idag jämfört med när de sattes, så vi ser fram emot att bli positivt överraskade. Vägen dit tror vi kommer att innebära marginaler en hygglig bit under målet, dels för att man nu behöver växa i sin nya, större kostym, dels för att man under 2026 sannolikt kommer att investera i utbyggnaden av lokverkstaden.

I våra prognoser landar vi på en omsättning på 980 mkr för 2027 (+15%), efter att ha reviderat ner 2025 till drygt 700 mkr (+10%) och 2026 till drygt 850 mkr (+21%). Rörelsemarginalen bedömer vi kommer att ligga på 9% i år efter den svaga inledningen på året, för att 2026 öka till ca 12% och nästan nå 13% för 2027.

Åren därefter skissar vi försiktigtvis på en tillväxttakt om 10-11%, om än lägre 2031 och 2032 när beredskapsloksavtalen löper ut, och en

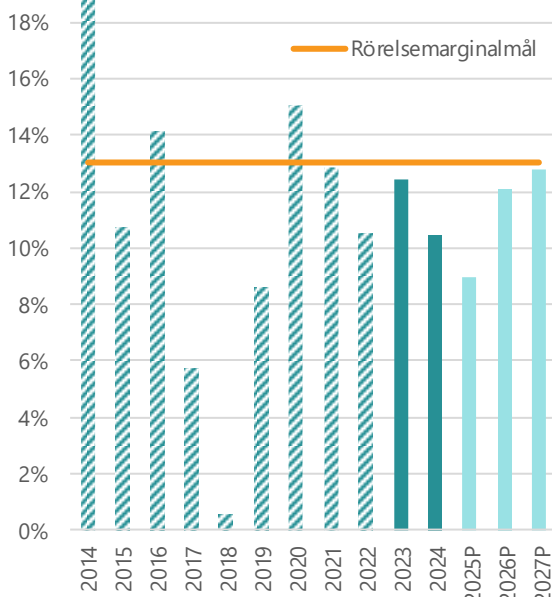
Omsättningsprognos



Det nya kontraktet på beredskapslok syns tydligt på nivåskiftet 2026.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Rörelsemarginalprognos



Notera att åren fram till och med 2022 är baserade på siffror redovisade enligt de gamla redovisningsprinciperna, vilket kan innebära en viss underskattning av rörelsemarginalen jämfört med dagens standard. Effekten är dock sannolikt liten, då leasingandelen tidigare var betydligt lägre än idag.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

rörelsemarginal om 12-12,5%. Skulle verksamheten växa snabbare, vilket inte alls är omöjligt – så kommer det att kosta lite på marginalerna under investeringsperioderna, men vägas upp av förbättringarna på sista raden på längre sikt.

Kassaflödesmässigt ser det tack vare starka rörelseresultat fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och nödvändiga investeringar, där en investering i lokverkstaden blir allt sannolikare. Mot slutet av 2027, 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 blir aktuella.

Värdering

OBS: Förändringen i redovisningsprinciperna från årsskiftet där IFRS16 omtolkats så att leasade lok tas in i balansräkningen ger tydliga effekter på flertalet resultatmått, balansräkningsposter och kassaflödesposter, bl a eftersom resultaten påverkas av minskade bruttokostnader då inga leaseavgifter ingår längre emedan de leasade tillgångarna ökar avskrivningarna och räntekostnaderna. Det här betyder att vinstmultiplarna blir lägre – olika mycket för olika multiplar – och kassaflödesmåttan blir högre, bl a då resultatmättet är högre och tillbakalagda avskrivningar ökar. Ojusterat får det här till effekt att aktien framstår som billigare jämfört med tidigare, så därför justerar vi det med ett något ökat avkastningskrav, då skuldkvoten ökat och en lägre terminalmultipl då vinstmultiplarna sjunker.

Efter att som en av mycket få aktier ha seglat opåverkad genom börs-turbulensen i början av april, tappade aktien på Q1-rapporten. Sättningen i aktiekursen gör att det finns betydande uppvärderingspotential enligt våra prognoser. P/E-talet hamnar trots de ändrade redovisningsprinciperna på halvhöga 18 för innevarande investerings-tunga år, men efter sommaren så kommer marknadens fokus alltmer hamna på nästa år då det sjunker till 11 och därefter knappt 9 för 2027 med våra prognoser. IFRS 16 till trots är det att betrakta som lågt mot bakgrund av ett mycket solitt, kassaflödespositivt och utdelande bolag som beräknas fortsätta växa med tvåsiffriga tal under många år därefter.

Ett attraktivt P/E-tal är bra, men tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien är ändå i en kassaflödesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och sedan stämna av denna mot andra värderingsindikationer.

Kassaflödesvärdering

Vårt avkastningskrav på det egna kapitalet i bolaget utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan som sedan sist har sjunkit till 2,3%, till vilken vi adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Dessutom tillkommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi med hänsyn till bolagets allt större andel längre kontrakt och allt bättre bredd i produktutbudet sänkte till 2,5% i vår förra analys, men som vi med hänsyn till redovisningsförändringarna nu höjer tillbaka till 3%. Totalt summerar detta till 11,5%. Det är

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2027

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
P/E 2027	6	35	35	35	35	35	35	35
	7	35	35	35	35	35	35	35
	8	35	35	35	35	35	35	35
	9	35	35	35	35	35	35	35
	10	35	35	35	35	35	35	35
	11	35	35	35	35	35	35	35
	12	35	35	35	35	35	35	35
	13	35	35	35	35	35	35	35
	14	35	35	35	35	35	35	35
	15	35	35	35	35	35	35	35
< --- P/E 2027	16	35	35	35	35	35	35	35
	17	35	35	35	35	35	35	35
	18	35	35	35	35	35	35	35
	18	35	35	35	35	35	35	35

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt fram till och med 2027, så framgår motiverad kurs idag ur tabellen, givet det avkastningskrav man har på investeringen och den multipl man tror att aktien kommer att handlas till mot slutet av 2027.

Källa: Analysguiden

På längre sikt

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
P/E 2035	6	63	63	63	63	63	63	63
	7	63	63	63	63	63	63	63
	8	63	63	63	63	63	63	63
	9	63	63	63	63	63	63	63
	10	63	63	63	63	63	63	63
	11	63	63	63	63	63	63	63
	12	63	63	63	63	63	63	63
	13	63	63	63	63	63	63	63
	14	63	63	63	63	63	63	63
	15	63	63	63	63	63	63	63
< --- P/E 2035	16	63	63	63	63	63	63	63
	17	63	63	63	63	63	63	63
	18	63	63	63	63	63	63	63
	18	63	63	63	63	63	63	63

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 den perioden.

Källa: Analysguiden

fortfarande relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar både en viss operativ volatilitet baserad på höga fasta kostnader, 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 under senaste året jämfört med dessförinnan, men den är ändå låg i absoluta tal.

Mot bakgrund av redovisningsförändringarna sänker vi slutmultipeln som noterat ovan, försiktigtvis från 12 till 11. Med detta och prognoserna enligt tidigare avsnitt, så får vi en motiverad kurs på 43 kronor i slutet av 2027, vilket diskonterat till idag blir 35:-. Skulle vi skissa på en konservativ 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% till 2 mdr 2035, samtidigt som rörelsemarginalen ligger kring 12-12,5% så motiverar det mer än en dubbling av dagens kurs, med samma avkastningskrav och givet att aktien handlas till P/E 11 år 2035.

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-periodismått, vilket är en betydligt "fattigare" modell än en diskonterad kassaflödesmodell. 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 några av dem här:

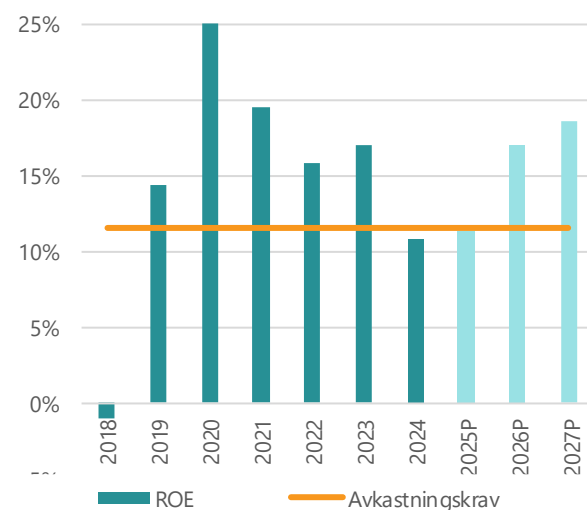
- Innevarande års P/E-tal hamnar på 18,6 och nästa år på 11,4, för att för 2027 komma ner till 9,2 med våra prognoser. Det framstår inte som dyrt med den tillväxt, de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också i viss mån EV/EBIT som ligger på 17,6 för 2025, 10,8 för 2026 och 8,9 för 2027, vilket inte är lika entydigt billigt.
- EV/Sales på 1,6 för 2025, 1,3 för 2026 och 1,1 för 2027, störs inte på samma sätt av nuvarande kostnadspuckel eller investeringspuckeln, men fångar å andra sidan inte tillväxten i bolaget på ett bra sätt och är väldigt grovhugget, men dock inte dyrt.

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 12,1 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,1 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på drygt 11% för de senaste 12

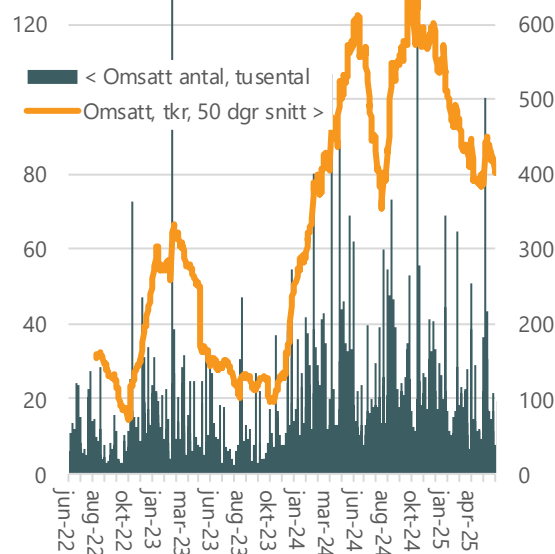
Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Nu värderas det egna kapitalet till 2,1 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

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

månaderna och drygt 18% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11,5%, och visar då ett värde från 12 till 19 kronor per aktie.

Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett mycket lägre värde, men huvudskälet är rimligen att den inte tar hänsyn till tillväxten i bolaget som förväntas vara kraftig de närmaste åren.

Slutsatser

Ett nytt långtidskontrakt taget under kvartalet, denna gång för snöröjning, avtalet med LKAB i höstas, jätteordern på beredskapslok för förra hösten, Kaunis-affären i botten, en bättre stabilitet och tillväxt i entreprenadaffären, framgångar som fortsätter med lokverkstaden och tydligare potential till extern försäljning av de egenutvecklade maskinerna är alltsammans onekligen kittlande och har uppmärksammat aktiemarknaden på Railcares potential under senaste året.

Med mer tyngd åt den dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder på en uppsida på 35%, eller en knapp tia, idag. Med en längre horisont än 2027 är potentialen betydligt större. Och det finns ytterligare skäl att överväga en investering:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden: Exklusive beredskapslokkaffären så har vi ungefär samma marginaler och antaganden om tillväxt framöver, jämfört med vad bolaget presterat de senaste åren.
- Det finns potential både i ytterligare ”depåstoppsuppdrag”, den externa maskinförsäljningen som det nu börjar avsättas resurser till och med en affär just bokad, på medellång sikt i lokverkstaden där ett beslut om utbyggnad troligen kommer i början av nästa år och ytterligare något stort kontrakt t ex från någon av de nya Norrlandsetableringarna. Inget av detta har vi tagit hänsyn till i våra prognoser.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som går lika bra i en sämre konjunktur eller börs, vilket vi just har sett.
- Dess karaktär gör också att en investering i aktien ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

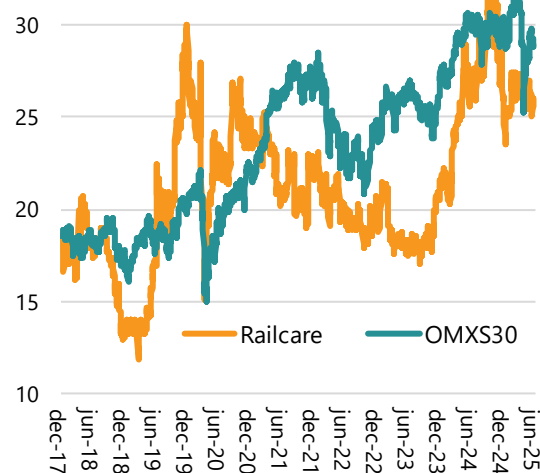
Även om en tillfällig svacka skulle uppstå i beläggningen, och därmed resultatet, så bör bådadera ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare, ett ökat tryck på underhåll och ett ökande transportbehov på järnvägen.

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

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

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 och i somras säkrade tillgången till växellok genom affären med AC Finance AB, så leasas också lok från andra håll, t ex linjelok för långa transportuppdrag. 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 eller maskinförsäljning 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. 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

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.

Den svenska delen av entreprenadverksamheten har lite i det tysta vuxit bättre och nått en jämnare beläggning de senaste 2-3 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 att man kunnat dra större fördel av sin organisatoriska struktur med brett utbildad personal, en lösningsorienterad kultur och bolagets relativa litenhet som alltihip ger flexibilitet. På sistone har också Trafikverkets bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten bidragit till jämnheten och det nya lång-

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

siktiga snöröjningsavtalet kommer också ge en jämnare beläggning och bättre förutsägbarhet.

Affärsområdet har dock 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. Beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. ”Depåstoppet” under Q2 ifjol som fick en kraftigt positiv påverkan på såväl omsättning som resultat, ger en föraning om hur entreprenadverksamheten kan komma att förändras i takt med att Trafikverkets nya arbetssätt får genomslag framöver. I kombination med ett ökat fokus på järnvägsunderhåll i allmänhet och Railcares maskiner och kompetens i synnerhet så kan de kommande åren bli riktigt bra.

Transport

Den här företagskulturen har också gynnat utvecklingen av transportaffären inom affärsområdet Transport, 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 att minska stopp- och ställtider och få ner cykeltiderna till ett minimum, något som passar Railcares sätt att arbeta.

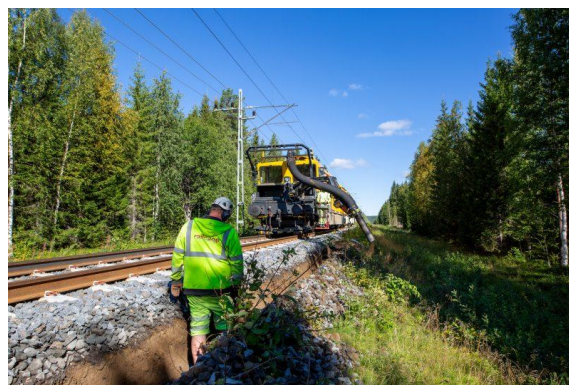
Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste påbörjades i slutet av mars 2022, efter ett avbrott under första kvartalet från att tidigare haft uppdrag under 2021. Därför var det mycket glädjande att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

Exemplet LKAB visar dock på problemet med beläggningen. Under första kvartalet 2022 hade man inget uppdrag från LKAB och ingen annan 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. 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.

Den kostnaden syntes tydligt under första kvartalet 2022. Avbräcket som pausen i LKAB-affären innebar gjorde att marginalen i dåvarande 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, 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.

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

Teknik

RailCares affärsområde Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, och från årsskiftet också lokverkstaden som tidigare låg under Transport och som utför reparationer, underhåll och uppgraderingar såväl åt externa kunder som av den egna maskinparken. Inom Teknik har flera innovationer sett dagens ljus, såsom

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

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

Snöröjningsmaskiner: Railcare började också använda sin vacuumteknik för skonsam snöröjning på spåren och har nu senast utvecklat en snösmältare som eliminerar problemet med att behöva frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde i januari kontraktet med Railcare för snöröjning ytterligare 4+1+1 år, värt 59 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 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 2023 användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. Uppföljaren, MPVe, med strömavtagare så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen eller i närheten, har precis lanserats.

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 konkurrenser som EuroMaint och Svensk Järnvägsteknik på den svenska marknaden, till storbolag som franska Alstom och spanska CAF.

Railcare har tidigare rönt en viss framgång med att sälja RailVacen i utlandet, men i övrigt har extern försäljning av produkter från Teknik varit begränsad. Ett tungt vägande skäl har varit att inte gynna konkurrenser 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.

Snöröjningsmaskiner



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

Källa: Bolaget

Ballast Feeder



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

Källa: Bolaget

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.

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 som både har vuxit snabbare och haft bättre marginaler än entreprenadverksamheten, 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. I augusti 2024 stärktes också bolagsledningen upp med en ny CFO, att säkerhetsansvarig kom in i ledningen och en HR-ansvarig under hösten.

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.

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

Största aktieägarna, %

	aktier	andel
Norman Invest AB	7 121 395	29,5%
TREAC Aktiebolag	2 379 311	9,9%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	776 771	3,2%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	507 000	2,1%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	338 720	1,4%
Torsten Germund Dahlqvist	296 951	1,2%
Per-Ake Nilsson	275 000	1,1%
Harry Markku Sjöblom	270 000	1,1%
De tio största ägarna	13 316 041	55,2%
Övriga ägare	10 808 126	44,8%
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 drygt 600 mkr blir likviditeten i aktien hämmad, om än att omsättningen har ökat markant under senaste året. Medianomsättningen för en börsdag är senaste året ca 500 000 kronor, att jämföra med ca 200 tkr tidigare. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det ändå 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