

I väntan på nya uppdrag

Efter en 30%ig kursuppgång under de tre senaste månaderna, finns fortfarande minst lika mycket potential kvar, men då krävs att bolaget börjar leverera på förväntningarna om nya uppdrag. Till dess det sker ändrar vi inte vår motiverade kurs.

Entreprenad oväntat starkt i Q1

Rapporten för första kvartalet 2026 nådde som helhet nära våra förväntningar, där framför allt Entreprenad gick överraskande starkt. Omsättningen för kvartalet var 24% högre än ifjol med 152,1 mkr (123,0 för Q1-25), vilket var 3% under vår prognos. Rörelsemarginalen förbättrades kraftigt till 12,6% (3,6%) utifrån ett resultat om 19,2 mkr (4,4) vilket var över våra förväntningar om 17,1 mkr.

Kurstrigger i nya uppdrag för att nå 2027-målen

Vi tror det blir svårt för Railcare att nå hela vägen till sitt omsättningsmål om 1 mdr 2027, och vi minskar vår prognos lite till. Där emot räknar vi med fortsatt tillväxt under åren därefter. På vilken sida ett kvartalsskifte som leverans börjar på ett nytt uppdrag spelar mindre roll för värderingen. Företagsledningen framstår inte som mindre trygg med att nå målen för 2027 nu än de varit tidigare, och med tanke på de stora fina uppdrag som bolaget erhållit de senaste två åren så finns knappast anledning att tveka på att nya uppdrag kommer att tas, men för att undvika tvivel på bolagets förmåga att lyckas ser vi fram emot att sådana annonseras under de kommande månaderna.

I och med att organisationen redan är uppskalad för att hantera nya volymer, och nästan 12% i rörelsemarginal nåddes redan under säsongssvaga Q1 i år trots att UK fortfarande tynger, så är det goda utsikter att marginalmålet om 13% för 2027 kunna nås.

Bra risk/reward

Med 2027 så nära så flyttar vi vår prognoshorisont till slutet 2029, med en grövre karta fram till 2035. Om vi i vårt huvudscenario utgår från att våra prognoser slår in och om vi antar att aktien handlas till EV/EBIT=11, P/E=11 i slutet av 2029, så motiverar det en kurs idag om ca SEK 50, dvs en kurspotential på ca 40%, eller omvänt en AROR på drygt 30% inkl utdelningar. Med god visibilitet och försiktiga antaganden om tillväxt och marginal till 2035, så kan en dubbling av dagens kurs motiveras, och AROR hamnar kring 25% per år till dess.

Den kortsiktiga risken är främst att nya uppdrag inte nås enligt plan. Signalvärdet i att inte nå målen på utsatt tid riskerar att tynga kursen, vilket gör att vi bibehåller vår tidigare motiverade kurs på 40 kronor för stunden. Omvänt kan en annonsering av uppdrag kunna trigga en fortsatt positiv kursrörelse.

Risk/reward framstår med andra ord som attraktiv framför allt på lång sikt. Till det ska läggas en strukturellt växande, konjunkturokänslig verksamhet och bra portföljegenskaper genom den diversifiering aktien tillför.

Railcare Group AB

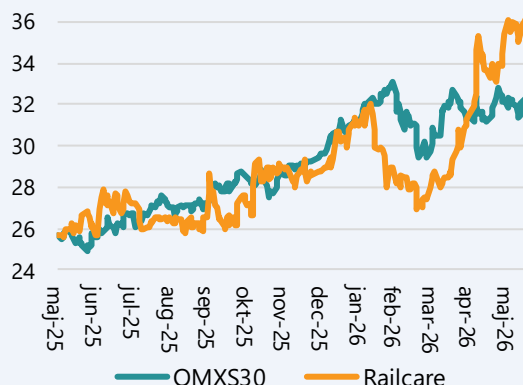
Rapportkommentar - Q1 2026

Datum 17 juni 2026
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, 17/6 2026	35,40
Antal aktier, milj.	25,1
Börsvärde, mkr	890
Nettoskuld, mkr	537
Företagsvärde (EV), mkr	1427
Webbplats	www.railcare.se
Motiverad kurs	40,00
Nästa rapport	13 augusti 2026

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2025	2026p	2027p	2028p
Omsättning	668	745	940	1060
Bruttoresultat	429	501	640	720
Rörelseres. (EBIT)	67,6	93	122	134
Resultat f. skatt	52,3	71	95	102
Nettoresultat	39,8	54	72	77
Vinst per aktie	1,58 kr	2,15 kr	2,87 kr	3,06 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,80 kr	1,00 kr	1,10 kr
Omsättningstillväxt	18,3%	11,6%	26,7%	12,3%
Bruttomarginal	64,3%	67%	68%	68%
Rörelsemarginal	10,1%	12,5%	13,0%	12,6%
Nettoskuld/eget kap.	1,7	1,5	1,3	1,2
Nettoskuld/ebitda	1,2	1,1	0,8	0,7
P/e-tal*	18,1	16,5	12,4	11,6
EV/EBIT*	18,5	15,3	11,7	10,6
EV/omsättning*	1,9	1,9	1,5	1,3
Direktavkastning*	2,4%	2,3%	2,8%	3,1%

* För 2025, baserade på kurs & data per 2025- 12- 30

Källa: Bolaget, Analysguiden (alla prognoser)

Investeringsstes

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. Bolaget är med egna produkter specialiserat på trånga miljöer med hög känslighet för avgaser och buller – små specialiserade jobb som ger skydd för marginaler och konkurrens även när konjunkturen viker.

Framgångar med beredskapslok och ett ökat transportbehov, inte minst lokalt i Norrland för den tunga industri som nu etablerar sig där, är bakgrunden till transportverksamhetens framgångar som är bolagets snabbast växande och nu också största verksamhet.

Låg konjunktürkänslighet

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 tydligt hållbarhetsfokus. Højningar 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 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 en jämn vinstutveckling ligger i att hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå, till exempel med långa kontrakt som nu tas i allt större omfattning.

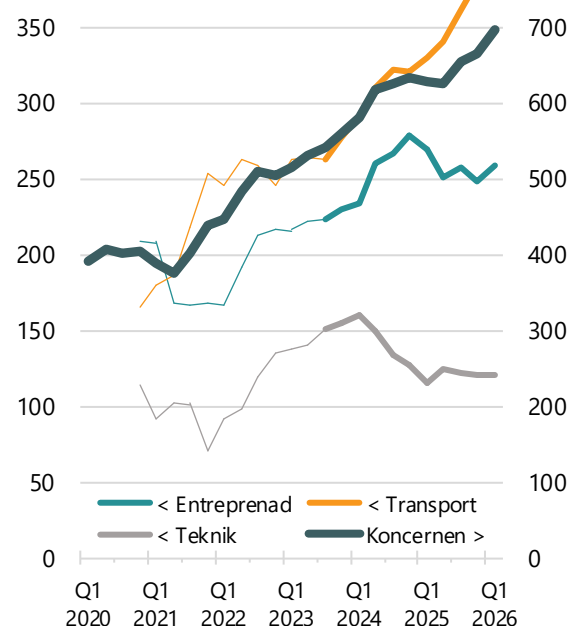
Aktien har ytterligare potential

Med våra omsättningsprognoser som inte riktigt når bolagets mål om 1 mdr 2027 och en förväntad rörelsemarginal på målet om 13%, så ser vi trots de senaste kursuppgångarna en ytterligare potential på 40% i kursen idag, och betydligt mer med en längre horisont än 2029. Det baseras dock på att nya transportuppdrag tas under året, eller åtminstone under de närmaste kvartalen därefter. Även utan nya uppdrag så kan ändå dagens kurs motiveras. Med vårt basscenario tar vi ändå inte ut svängarna helt, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns. Utöver en sannolik expansion av lokverkstaden, nya ”depåstopps”-kontrakt och ytterligare nya långtidskontrakt, så kittlar tanken på ett genombrott för extern försäljning av Railcares unika maskiner.

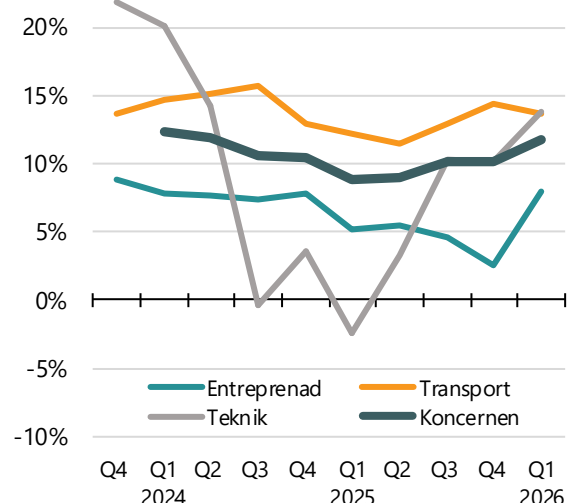
Det som kan verka hämmande på kursen förutom att nya uppdrag kanske inte säkras i närtid, är bl a ett lågt börsvärde med en låg freefloat vilket ger en låg likviditet i aktien och ”småbolagssmitta” samt en viss operativ volatilitet.

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

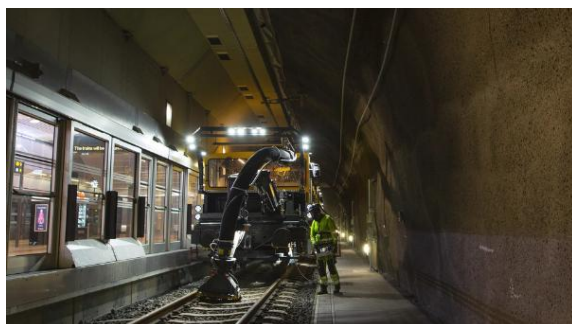
Rullande 4Q omsättning



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

Nationella Transportplanen

I slutet av april i år klubbade regeringen, med vissa justeringar, Trafikverkets förslag från i höstas till nationell plan för svensk infrastruktur för perioden 2026-2037, som innebär en ökning med över 200 miljarder i fasta priser från förra planen för 2022-2033 och en dubbling i fasta priser från planen för 2010-2021. Järnvägsinvesteringarna uppgår nu till knappa 500 miljarder och underhållet till 210 mdr. Trafikverket anger att satsningarna på underhållet har nästan dubblats över de fem senaste åren. Det är en mycket välkommen ambitionshöjning, då beräkningar pekar på att förseningarna på järnvägen kostar samhället 9 miljarder per år.

Det här kommer [enligt Tåg företagen](#) emellertid bara att täcka 10-15% av underhållsskulden under perioden, som enligt Trafikverket inte kommer att vara bortarbetad förrän till 2050. Det är ändå ett rejält skifte, då underhållsskulden, som idag beräknas till 91 miljarder, fram till ifjol fortfarande faktiskt *ökat*, och dubblats sedan 2015. Värst är situationen för kontaktledningarna, där nästan 40% anses vara tekniskt förbrukade enligt Trafikverket, men där utbyteshastigheten till 2030 kommer att höjas till 2,7 gånger 2024 års nivå. Antalet växelbyten ska öka till 177 stycken från 39 år 2021, och tyska Vossloh har t o m byggt en växelfabrik nära Hallsberg.

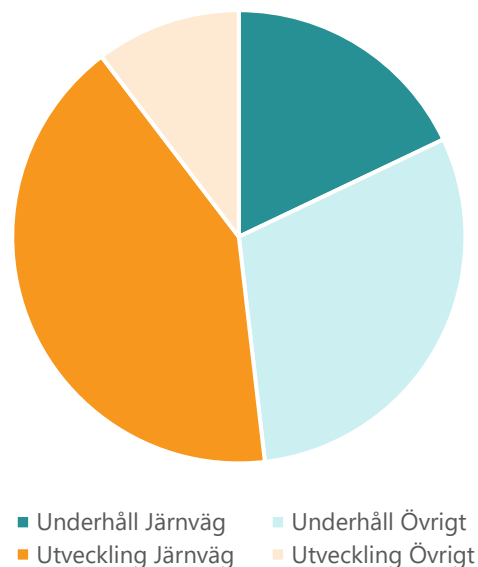
Arbets sättet är under förändring

Skälet till den utdragna processen med bortarbetandet av underhållsskulden är att arbetena måste balanseras mot en stadigt ökande trafikmängd; att få tid i spåren för att genomföra underhållet är den största flaskhalsen och där konkurrerar man med en ökad trafik i en anläggning som redan har sjunkande kapacitet genom exempelvis hastighetsbegränsningar på illa underhållna spår. Det innebär att effektivitet när arbetena utförs kommer att vara centralt, och något som regeringen har givit i uppdrag åt Trafikverket att presentera en plan för, vilken redovisades i början av juni i år. Här ligger Railcare erkänt i framkant vilket bör innebära goda utsikter för Railcare, såväl direkt inom Entreprenad, som indirekt för bl a entreprenadtransporter inom affärsområde Transport.

Enligt en [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 produktivitetsutvecklingen 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.

Det handlar om att ändra sättet att arbeta, som Innovationsföretagens rapport också pekar på. Trycket på effektivitet kommer nu definitivt även uppifrån för att en nödvändig kulturförändring ska komma till stånd. Det är något som passar som hand i handsken med Railcare och VD Mattias Remahls depåstoppsmodell för utförande av projekt som bolaget fick testa sommaren 2024 för första gången. Enligt den modellen utförs alla arbeten på sträckan parallellt, med avsevärt kortare spåravstängning och höjd effektivitet som följd. Att

Nationell transportplan 2026-2037



Av totalt 1171 miljarder går 564 mdr till underhåll, varav 210 mdr till järnvägen, samt 607 mdr till utveckling, varav ca 80% till järnvägen

Källa: Trafikverket

Järnväg underhåll



Nästan en dubbling från 2021 av underhållssumman planeras för de närmaste åren.

Källa: Trafikverket

arbeta effektivare blir inte dyrare – tvärtom – och innovativa aktörer, som Railcare, står redo att gladeligen hjälpa Trafikverket i detta.

Om planen efterlevs så står vi inför en marknadstillväxt under ett flertal år framöver på runt 10% per år. Ambitionerna om en ökad effektivitet har börjat synas i verkligheten enligt Railcare, som menar att verket börjar bli duktigare på att ”få ut pengarna i spåren”. Ytterligare nödvändiga effektiviseringar kräver emellertid förändrade arbetsätt, med bl a mer nattjobb, säsongsanpassningar och större och flera jobb när spåret ändå måste stängas.

Förändringar börjat testas dock. En ny upphandlingsmodell för att nå bättre resultat, TLS, har just börjat prövas i samband med upphandling av de delar av Ostlänken från Järna till Linköping – Sveriges största infrastrukturprojekt om 110 miljarder – där entreprenörer precis har valts ut. Vidare testas också längre godståg och högre hastigheter i vissa korridorer för att öka kapaciteten.

Ett stärkt underhåll gynnar både persontrafiken och godstrafiken, men själva genomförandet drabbar godstrafiken mer. Skälet är att hastighetsskillnaden mellan passagerar- och godståg som gör att de samsas ganska illa på samma spår samtidigt, leder till att passagerartrafiken prioriteras dagtid och godstrafiken får ske på natten. Ändå är det just till natten mycket underhållsarbeten förläggs, för att minska trafikpåverkan i möjligaste mån.

Samtidigt har konkurrenssituationen för godstrafiken gentemot lastbilstransporter försämrats drastiskt på senare år, dels då bränslepriset sänkts dramatiskt av politiska skäl, dels då godstrafiken på järnväg drabbats av dramatiskt höjda banavgifter; med upp till 600% under de senaste 15 åren för vissa sektorer¹. Det är därför glädjande att Trafikverket i maj annonserade sänkta banavgifter för godståg med i snitt 20% till 2028. Samtidigt så blir dieselpriserna vid pump sannolikt inte mycket lägre än nu, utan riskerna är snarast på uppsidan. Det här betyder att balansen går mot att återställas, vilket är viktigt för att kunna hålla liv i lågtrafikerade linjer som annars riskerar att stängas för gott.

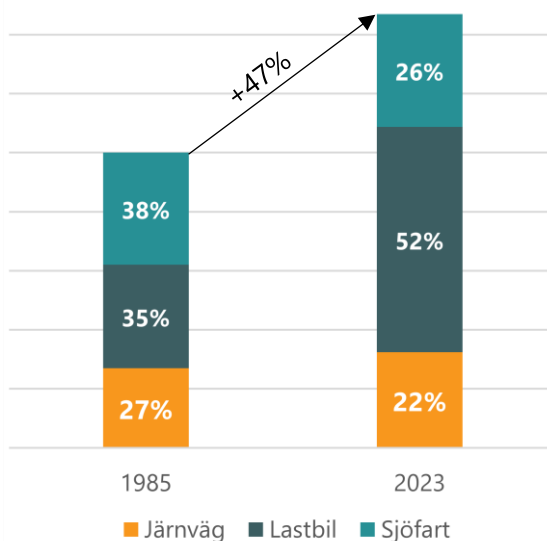
NATO-medlemskapet

Även Sveriges NATO-medlemskap påverkar marknaden på flera sätt:

- Det 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,

Godstransportarbetet

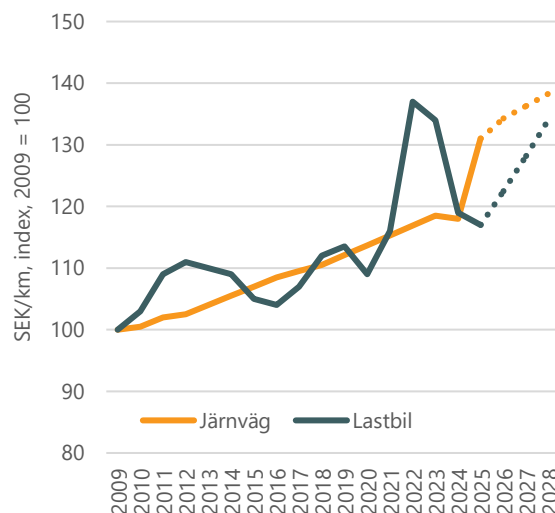
Sverige, tonkilometer totalt med lastbil, järnväg & sjöfart



Sedan 1985 har nästan all ökning av godstransportarbetet skett på lastbil. Järnväg och sjöfart har minskat sin andel, tvärtom EUs och den nationella transportpolitikens mål. Data från Trafikverket och Trafikanalys.

Källa: järnvägar.nu

Transportkostnader



Figuren visar hur transportkostnader mot kund påverkats av banavgifter och dieselpriser 2009–2025. Index 2009=100. Källa: Statistik från Trafikverket och Drivkraft Sverige och KTH bearbetade av professor emeritus Bo-Lennart Nelldal, KTH.

Källa: järnvägar.nu, prognos Analysguiden baserat på bl a Trafikanalys data.

¹ <https://www.svemin.se/aktuellt/nyhet/svemin-valkomnar-sankta-banavgifter-for-den-tunga-godstrafiken>

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 mötesspår, kan inte vänta längre, och det är därför glädjande att se den stora satsningen just på Malmбанan i den nya planen.

- En annan effekt av NATO-medlemskapet är prioriteringen mellan klimatsatsningar och försvar. Vi såg det hösten 2024 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. Intressant nog har Trafikverket beställt nya hybridunderhållståg från Plasser & Robel, men 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.

Och det gröna argumentet...?

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.

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 regionen 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 ofta 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. Där passar batterivagnen MPV, och dess 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, bränsletrögsta och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränsle-

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

priser eller klimat stod i fokus. Dessutom införs ett helt nytt europeiskt signal- och säkerhetssystem, ERTMS (European Rail Traffic Management System) som i Sverige kommer att ersätta vårt gamla system ATC. Det här ska på sikt få bort mycket av de problem som passerandet av landsgränser innebär, där tåg hittills varit tvungna att ha multipla system ombord för detta – ett problem som varit en konkurrensnackdel för järnvägen mot lastbils- eller flygtransporter. De nuvarande nationella systemen börjar också bli gamla och det är t o m i vissa lägen svårt att få tag på reservdelar.

Det finns nu därför två starka, för att inte säga tvingande, skäl till ombyggnad av stora mängder lok i den existerande flottan; hållbarhet och tekniska krav. Lok som inte är alltför gamla lönar det sig att bygga om, 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. Här kan dock Trafikverkets nya 50%-iga stöd hjälpa kalkylen². Det kan likafullt 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 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.

Marknaden sammantaget

Sammantaget framstår det som att den underliggande tillväxten för järnväg generellt kommer att vara mycket god framgent, vilket är en återspeglning av en växande transportmarknad på järnvägen. Samtidigt börjar den stora underhållsskulden som finns i det svenska järnvägsnätet betas av, om än mycket långsamt. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, även Railcare, 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 affären med Nornan Invest avseende förvärvet av AC Finance AB 2024, ett lokuthyrningsföretag (se nedan och <https://mf.n.se/a/analysguiden/kommentar-railcare-framtidsinvestering>).

² Alla fordon på svensk järnväg måste vara ombyggda för ERTMS till 2030 och Trafikverket anslår nu en ram på 3 miljarder för ett stöd på 50% av ombyggnadskostnaderna för gods- och persontrafik.

Vindkraftsutbyggnad

3. Grön el

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



Grönt = Beviljat
Gult = Handläggs
Rött = Avslag

Källa: Vindbrukskollen

Nordic Hydrogen Route

4. Vätgas, till industriprocesser och bränsle

En 130 mil lång vätgaspipeline runt Bottenviken, som genom sin dimension också ska fungera som lagring, planeras för byggstart 2029 och drift från tidigt 30-tal. 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

Resultatutveckling

Rapporten för första kvartalet 2026 nådde som helhet nära våra förväntningar, där framför allt Entreprenad bidrog överraskande starkt. Omsättningen för kvartalet var 24% högre än ifjol med 152,1 mkr (123,0 för Q1-25), vilket var 3% under vår prognos. Rörelsemarginalen förbättrades kraftigt till 12,6% (3,6%) utifrån ett resultat om 19,2 mkr (4,4) vilket var över våra förväntningar om 17,1 mkr.

Affärsområdena

Entreprenad

Affärsområdet gynnades av främst två faktorer:

- En tidig vår i norra Sverige som ledde till att flertalet av de entreprenadarbeten som blev uppskjutna under Q4, kunde genomföras under slutet av Q1.
- Det nya snöröjningskontraktet som dels är förlängt med två veckor och nu gäller hela mars, dels ger en något bättre intjäning och framför allt planerbarhet.

Entreprenads omsättning ökade med hela 27% till 53,9 mkr (42,5) och rörelseresultatet med hela 13,9 mkr till 8,9 mkr (-5,0) vilket innebar en rörelsemarginal om 16,5% (-11,9%), vilket var betydligt över våra prognoser för både omsättning och resultat.

Railcare flaggar dock för att volymerna för helåret förväntas minska i förhållande till ifjol, som en effekt av att Trafikverket prioriterar många spårbyten i år, så utrymmet för förberedelsearbeten, där Entreprenad har sin huvudaffär, är mindre. Detta påverkar dock inte liningsverksamheten, då Trafikverket fortsatt prioriterar avvattningsarbeten högt för att minska risken för underminering av banvallar, och liningsarbeten i allmänhet kan genomföras utan att ta tid i spåren på samma sätt som andra arbeten som ballastbyten, kabelsänkningar, mm.

Transport

Omsättningen i Transport ökade visserligen under Q1 med 16% till 90,4 mkr (77,5), men hela ökningen kan tillskrivas de nya beredskapsloken som är i full gång sedan årsskiftet. De fasta uppdragen ligger där de ligger, så nedgången ligger i lägre volymer entreprenadtransporter, vilket också bekräftas i rapporten. Det var inget vi hade räknat med så vår förväntan låg några mkr högre.

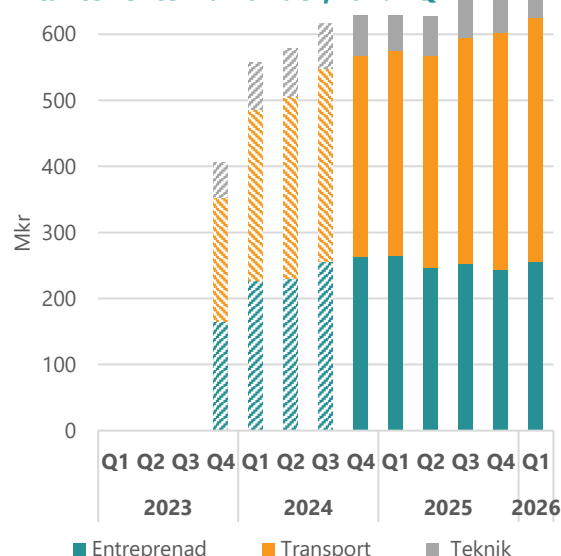
Marginalerna tyngdes också av två faktorer:

- Intäktsförskjutningen mot mer beredskapslok och mindre entreprenadtransport, där de förra har lägre marginaler än de senare, och
- En upprampning av kapaciteten inför sommaren.

Rörelseresultatet sjönk därför med 12% till 8,2 mkr (9,3), vilket innebar en rörelsemarginal om 9,1% (12,0%).

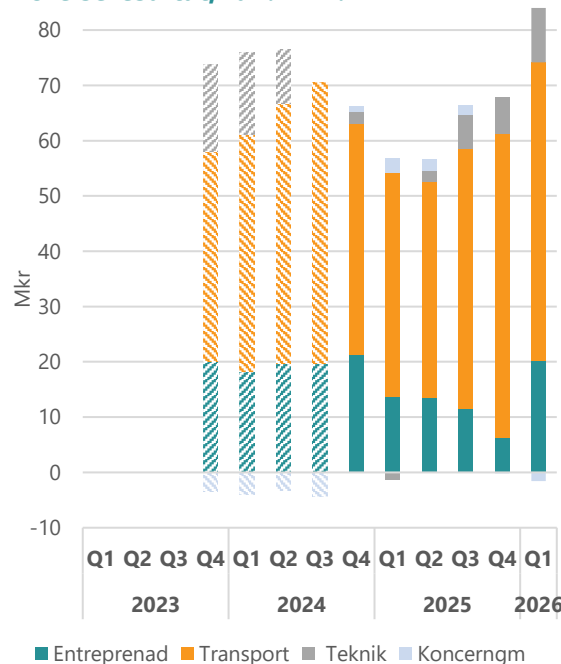
Redan nästa kvartal lär dock innebära en vändning med ökade volymer så entreprenadtransporter kan förväntas bidra tydligt till både

Intäkter externa kunder, rull. 4Q



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

Rörelseresultat, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

omsättning och marginaler under andra halvan av Q2 t o m första halvan av Q4.

När det gäller beredskapsloksverksamheten så tillhör Railcares lok de få som uppfyller alla krav, så förutsättningarna bör vara goda för bolaget att nå framgång i den delen.

Den tredje och sista delen inom Transport är de långsiktiga fasta kontrakten – som malmtransporten åt Kaunis Iron och LKAB – som också är opåverkade av säsong. Här avvaktar vi otåligt nyheter om nya sådana under kommande kvartal, för de kommer att vara helt avgörande för att koncernen ska kunna nå sina finansiella mål.

Teknik

Affärsområdets omsättning sjönk något till 28,8 mkr (29,4) men intäkterna från externa kunder steg med hela 48% till 19,5 mkr (13,2), i linje med den omställning som nu pågår mot extern försäljning. Rörelseresultatet steg också rejält till 2,5 mkr (-0,8), vilket förbättrade rörelsemarginalen till 8,6% (-2,8%). Ökad beläggning måste dock till i Skelleftehamn och nya externa uppdrag där är nu i fokus.

Bättre kassaflöde

Det säsongsmässigt svaga fria kassaflödet förbättrades under första kvartalet till -1,8 mkr (-8,2), trots att rörelseskulden minskade med hela -24,7 mkr (+4,1) så rörelsekapitalet ökade med 39,5 mkr (16,8) och därmed tyngde kassaflödet i motsvarande mån. Investeringarna under kvartalet minskade också något till 6,7 mkr (10,6). På rullande 12 månader förstärktes det fria kassaflödet ytterligare något till 126,4 mkr (59,8) från redan starka rekordnivån på 120 mkr för kalenderåret 2025. Det speglar både en ökning av kassaflödet från den löpande verksamheten och att den tunga investeringspuckeln nu är bakom oss.

Prognoser

Kort sikt

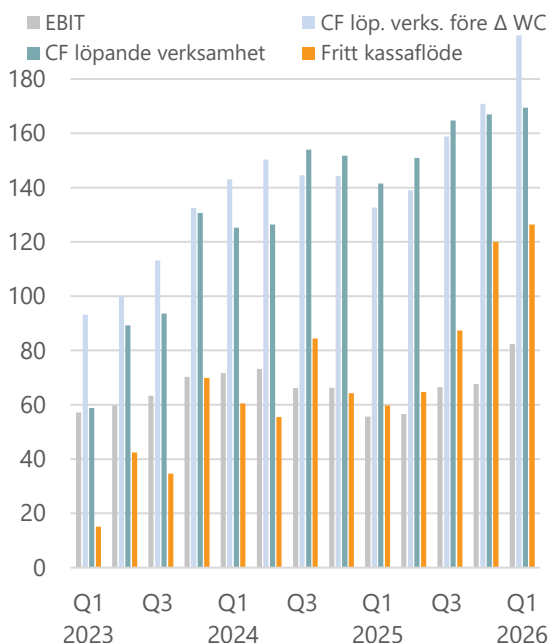
Vi vill påminna om hur både omsättning och marginaler kan slå ganska mycket från kvartal till kvartal, så prognoser på kort sikt ska tas med en nypa salt, och vi föredrar att fokusera på siffror över rullande fyra kvartal och prognoser på lite längre sikt. Med det sagt så finns det faktorer på kort sikt som vi tycker är värda att beakta och som vi beskriver nedan.

• Entreprenad

Andra kvartalet är typiskt sett ett av de bättre, lite beroende på hur utdragen vintern är i norr. Det var bra beläggning inom entreprenadverksamheten under Q2 ifjol och Liningverksamheten gick bra, så jämförelsetalen är ganska tuffa, om än inte som Q2-24 då ett stort "depåstoppsuppdrag" med ballastbyte drog upp omsättningen kraftigt.

Även om verksamheten i Storbritannien nu stängs ner, så kommer hela innevarande år att gå till att omdisponera resurserna på ett effektivt sätt och det går heller inte att utesluta vissa mindre omställningskostnader.

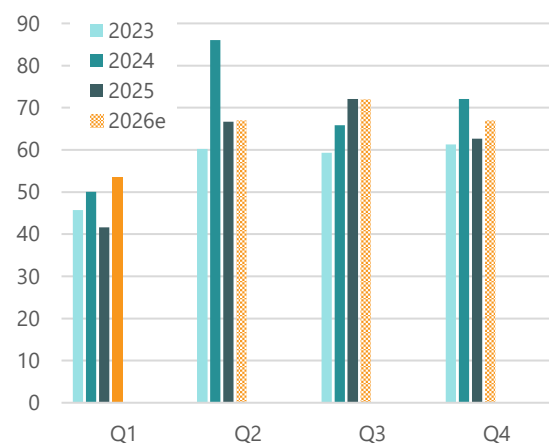
Kassaflödet, 12m rullande



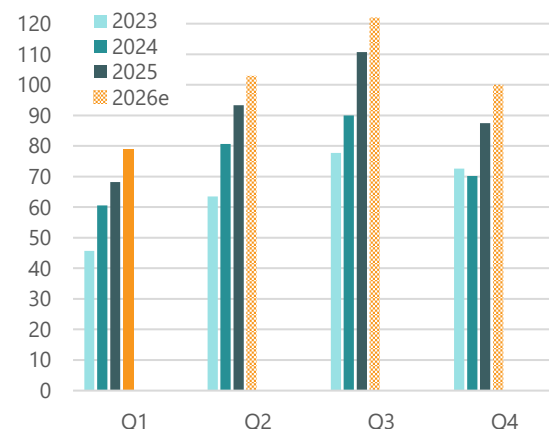
Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Säsongvariationer

Entreprenad



Transport



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, skuggad)

Sammantaget landar vi i våra prognoser för Q2-26 i en omsättning i linje med samma kvartal som ifjol på 69 mkr (68,9). Vi räknar med en rörelsemarginal också i nivå med fjolårets på 9% (8,8%).

Under de närmaste kvartalen därefter lär fortsätta att präglas av optimeringar av verksamheten snarare än hög tillväxt och våra prognoser återspeglar detta.

• Transport

Vi justerar också ned omsättningsprognoserna för Transport marginellt för de närmaste kvartalen, medan vi ännu så länge behåller dem för 2027.

För Q2-26 räknar vi med en omsättningsökning om knappa 15% till 109 mkr (95,1), främst drivet av beredskapsloksaffären där sedan årsskiftet alla nya uppdrag är igång. Vi räknar med att rörelsemarginalen stiger från ifjol till 12% (10,9), då fjolåret belastades av uppstartskostnader.

Förutom beredskapsloken utgör de fasta långa transportuppdragen, som för Kaunis Iron och LKAB, en bra basbeläggning för affärsområdet.

Det bör dock noteras att såväl omsättning som framför allt resultat är beroende av att entreprenadtransporterna kommer igång ordentligt, vilket vi räknar med att det sker under åtminstone andra halvan av kvartalet och fortgå framåt november. Det är positivt att Trafikverket har beställt fler större spårbyten och mer förberedelsearbeten inför dessa av de stora drakarna i sektorn, vilket bör gynna Railcares entreprenadtransportverksamhet. Är det dessutom större jobb på samma plats är det gynnsamt inte bara för omsättningen utan också för marginalerna.

• Teknik

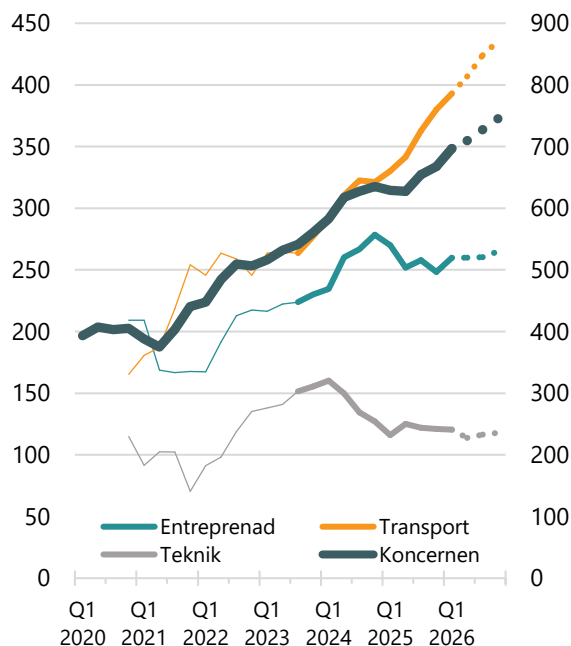
Kortsiktiga prognoser för Teknik är svåra eftersom det är svårt som extern betraktare att ha koll på avräkningar på olika projekt, vilken typ av arbeten som dominerar och hur mycket arbete som görs för egen del kontra för externa kunder, även om de senare ska ta över mer och mer.

Arbetet fortgår med den Railvac som Norsk Baneservice beställde ifjol våras, men där beräknas inte leverans ske förrän i Q3/Q4. Den omfördelning av arbeten från lokverkstaden i Långsele till verkstaden i Skelleftehamn verkar ännu inte helt fylla ut kapaciteten där, men överflyttningen tar rimligtvis tid. Gissningsvis kan det handla om lokkonverteringar (från diesel till el/hybriddrift) med tanke på den kompetens inom el som rimligen byggts upp i Skelleftehamn under framtagandet och byggandet av MPVerna.

Ett beslut om utvidgning av lokverkstaden i Långsele är inte på något sätt avskrivet, men väntar bl a på en godkänd detaljplan och byråkratins kvarnar mal långsamt...

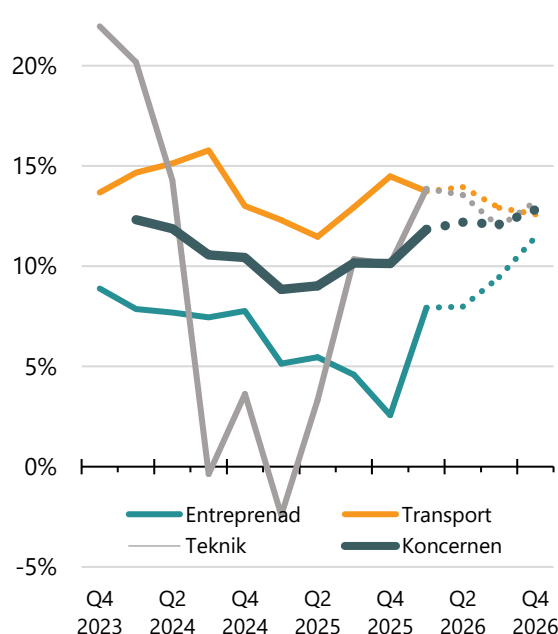
Båda processerna bör på lite sikt bidra till en fortsatt allt högre andel av omsättningen från externa kunder och också till en förstärkning av resultatet.

Prognos, rull 4Q omsättning



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

Prognos rull 4Q EBIT-%



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

Sammantaget vågar vi inte räkna med lika stor omsättning som Q2 ifjol, utan räknar lite försiktigt på 30 mkr (36,7). Däremot tror vi på en förbättring av rörelsemarginalen till 9% (6,9%), så rörelseresultatet blir marginellt högre än ifjol.

Växelkursförändringarna ser ut att bli mindre för innevarande kvartal jämfört med tidigare, så påverkan på finansnettot bör inte bli stor.

Närmaste kvartalen sammantaget

När vi summerar allt detta landar vi i vår prognos på en omsättningsökning för andra kvartalet om drygt 7% till 191 mkr (178,1), pådrivet främst av full effekt från tre nya beredskapslok. Den högre beläggningen och lägre uppskalningskostnader bör också att få en positiv effekt på rörelseresultatet som vi tror hamnar på 22 mkr (18,1) med en rörelsemarginal om 11,6% (10,2%). Vi räknar sedan med en omsättningsökning för Q3-26 jämfört med Q3-25 i samma storleksordning med ett något bättre rörelseresultat, för att avsluta året betydligt starkare än ifjol.

Längre sikt: Omsättningsprognoser

Trots ledningens orubbade tro på att nå sina finansiella mål, så tror vi sammantaget att en omsättning på 1000 mkr för 2027 blir svår att nå. Det skulle krävas nya transportavtal med en sammanlagd årsomsättning om nästan en kvarts miljard kronor för leverans redan från kommande årsskifte. Om en del av denna omsättningsökning skulle komma senare under 2027, så behöver omsättningsökningen på årsbasis vara i motsvarande grad högre.

Vi tror absolut att nya betydande transportvolymerna kommer att kontrakteras – precis som har skett under de senaste åren – men vi tror att det blir svårt att få dem allihop igång och under fakturering under de 7 månader som återstår till 1 januari.

Vi landar därför i en omsättningsprognos för 2027 på knappa 950 mkr, vilket ändå kräver ganska optimistiska antaganden om orderinång på kort sikt. Om inte något större kontrakt annonseras under de kommande tre månaderna så kommer vi nog att behöva ta ner omsättningsprognosen för 2027 ytterligare.

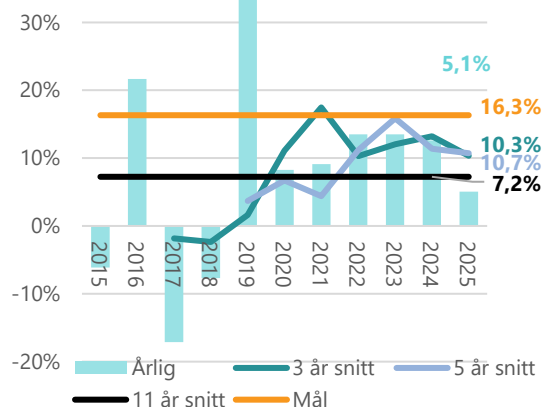
Om inga nya avtal alls skulle starta innan 2027 års utgång så skulle omsättningen för 2027 hamna på runt 770 mkr. Det är emellertid ett osannolikt scenario, och även om det skulle inträffa så är det högst troligt att det handlar om att intäkterna istället kommer lite senare i tid.

Som vi ska se i Värderingsavsnittet längre ned, får emellertid några få kvartals förskjutning i startdatum på de förväntade – och sannolika – nya avtalen, bara en försumbar effekt på värderingen av aktien.

Entreprenad

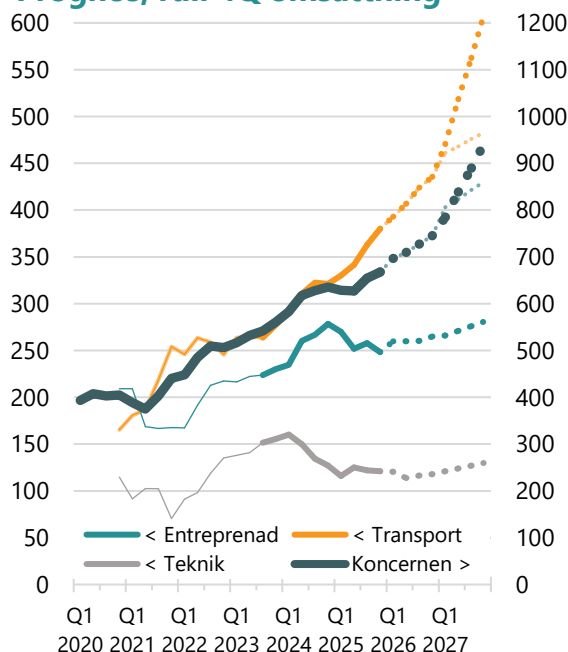
Då Entreprenad äntligen blir av med den mångåriga extra bördan av den blödande verksamheten i Storbritannien så riktas nu fokus mot att optimera affärsområdets resurser för att höja den totala beläggningsgraden. De två Railvacs och en Ballast Feeder som har stått i princip arbetslösa där kommer nu att komma till bättre nytta oavsett vart de flyttas.

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Prognos, rull 4Q omsättning



Källa: Bolaget (heldragen linje), Analysguiden (prognoser, prickad linje). De tunna prickade linjerna för Transport och Koncernen visar utvecklingen om inget nytt transportuppdrag tas så att det går igång under 2027.

De senaste 9 åren har gamla Entreprenad Sverige trendmässigt vuxit med 7,7%/år, de senaste 5 åren med 13% i årstakt och med mer 18% per år under de tre åren innan 2025. Dock flaggar bolaget för att kapaciteten hos deras unika maskiner inte är obegränsad och då verksamheten i verkstan i Skelleftehamn nu ställs om från att tillverka maskiner för eget bruk, inom Entreprenad, till att framför allt rikta in sig på externa kunder så lär det påverka tillväxttakten framöver. Med färre eller inga nya maskiner så minskar utrymmet för att ta nya jobb.

Vissa uppdrag kan emellertid skötas med inhyrda maskiner eller av underentreprenörer, så tillfälligtvis kan tillväxten öka snabbare, inte minst om Trafikverket väljer att gå vidare med upphandlingar enligt "[depåstoppsmodellen](#)".

Ledningen är också tydlig med att god lönsamhet nu har prioritet framför snabb tillväxt. Vi håller därför försiktighetsvis igen på våra prognoser och räknar med en omsättningstillväxt på drygt 6% på årsbasis till slutet 2027, och därefter drygt 5%/år till slutet 2029.

Det är alltså flera faktorer som bidrar till prognosförändringarna; utlandsverksamheten borta, färre tillkommande maskiner och större fokus på marginalerna. Vi räknar därför nu med en årlig tillväxttakt för de kommande fyra åren om knappa 6% för affärsområdet.

Vi räknar dock med att rörelsemarginalen framöver kommer att gynnas av marginalfokus och stängningen av den brittiska verksamheten, så de bästa kvartalen kan nå upp mot 15%, medan vinterkvartalen bottnar på 10-11%, för ett rullande 12 månaders genomsnitt nära koncernmålet 13%.

Transport

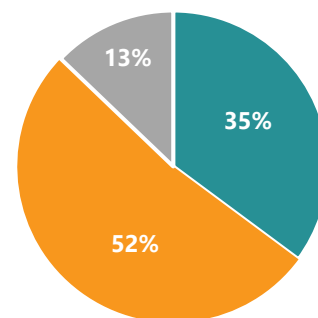
Vår tidigare prognos för tillväxten inom Transport till slutet av 2027 innebar att koncernen inte riktigt nådde ända fram till sitt omsättningsmål, och nu hamnar vi ytterligare något lite längre bort. Då räknar vi ändå med att ett kontrakt i samma storleksordning som beredskapsloksuppdraget, dvs 80 mkr per år, och ett lite mindre avtal ska hinna få full effekt på hela 2027, och ytterligare ett kontrakt i LKAB-klass (70 mkr/år) ska hinna få effekt från och med Q2 2027.

Det är långtifrån givet att det ska hinna realiseras i tid, och svårt att tro att det kan överträffas. Å andra sidan så får några enstaka kvartals förskjutning inte annat än marginell påverkan på värderingen, men det är självklart bättre ur ett förtroendeperspektiv att nå målen på utsatt tid.

De största bidragen till omsättningsökning borde rimligen komma inom fasta transportavtal. Transportköparna är omvittnat nöjda med Railcares service, flexibilitet och kompetens, något som den historiska tillväxten också vittnar om. Flera sannolika beställare kan urskiljas, såsom LKAB där Railcare fått in foten ordentligt de senaste åren, eller varför inte Boliden där VD Mattias Remahl har sin bakgrund? Även nya bolag som Stegra kan tänkas, men oavsett så lär Railcare föra diskussioner med de flesta.

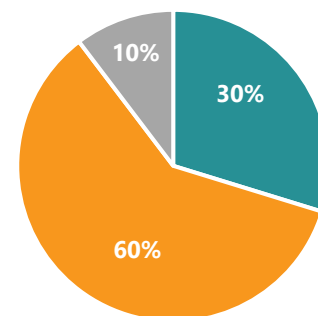
Vid senaste årsskiftet gick det sista av de fem nya beredskapsloken igång, detta i Hallsberg. Avtalet från hösten 2023 om totalt 6 lok löper ut successivt under 2030, men en option på 1+1 år finns med i kontraktet. Till detta ska läggas de fyra tidigare beredskapslok som Railcare har kontrakt på och som löper till 2027 års slut, varefter en ny

Affärsområdena Q4-25



■ Entreprenad ■ Transport ■ Teknik

Affärsområdena Q4-27p



■ Entreprenad ■ Transport ■ Teknik

Trots en förväntat kraftig tillväxt för Transport, så blir det inte så stor ändring i omsättningsfördelningen till 2027 om våra prognoser infrias.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognos)

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, bl a avseende ERTMS och miljökrav, där ju Railcare ligger bra till med sina splitter nya lok. Ytterligare uppdrag inom verksamheten med beredskapslok går heller inte att utesluta.

Utav Transports tre verksamheter – fasta transportavtal, beredskapslok och entreprenadtransporter – innebär dock den senare ingen möjlighet till förutsägbart långsiktig omsättningsökning, även om Trafikverkets ökade utläggning av bl a spårbyten bör kunna gynna entreprenadtransporter som därmed kanske kan fylla igen mindre glipor mot omsättningsmålet.

Vi har inga tvivel på Railcares förmåga att växa Transportaffären på längre sikt med tanke på dess framgångar sedan Mattias Remahl tog över vid rodret, och det är det väsentliga för värderingen. Efter att ha expanderat organisationen för att ackommodera större volymer och med bolagets egna förväntningar som grund, så räknar vi med en tillväxt på dryga 20% per år för Transport för åren 2026-29, att jämföra med knappa 17% per år för de senaste 5 åren. Vi uppfattar oss därmed varken som aggressiva eller konservativa. Vår prognos bleknar dock i jämförelse med den tillväxt om 35% i årstakt som krävs till slutet av 2027 för att nå omsättningsmålet.

Våra prognoser fram till skiftet 2029/30 innebär en avtagande tillväxttakt ner mot 13% på årsbasis för affärsområdet och 11% för koncernen och en försiktig skiss för koncernen för tiden därefter landar på 9% i genomsnitt under de 6 åren fram till slutet av 2035, detta till en rörelsemarginal i underkant av 13%. Transport är då den dominerande delen i koncernen och de stora avtal som affärsområdet har sträcker sig över många år vilket ger en viss förutsägbart, men under denna tid så kommer självklart flera av dem att komma upp till förnyelse/omförhandling. Självklart vet vi inte hur konkurrenternas bud kan komma att se ut då, men med rätt sorts lok, invanda rutiner och i beredskapsloksverksamheten även skalfördelar, så borde förutsättningarna vara goda för en förnyelse på attraktiva villkor för Railcare.

Justeringarna av omsättningsprognosen till trots, så håller vi rörelse-resultatprognosen i princip oförändrad såväl på kort som på lång sikt för affärsområdet. Det betyder en något höjd förväntan på rörelsemarginalen, men innebär ändå försiktigtvis någon procentenhet lägre än historiskt.

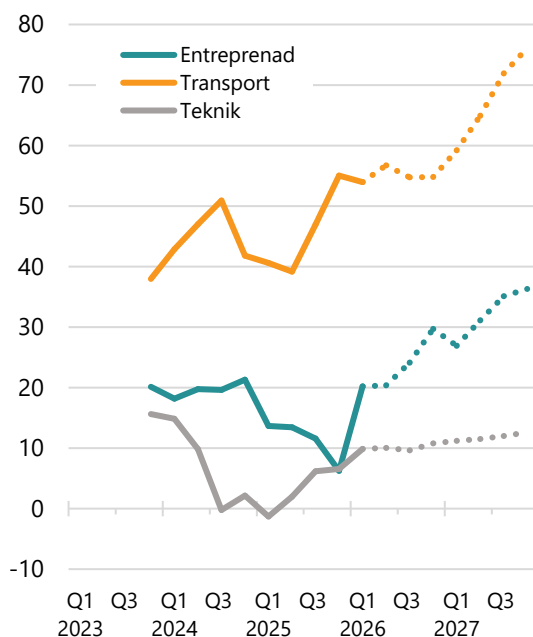
Teknik

När nu maskintillverkning för egen räkning minskar och kapacitet frigörs för externa kunder, planeras vissa jobb som tidigare utförts i lokverkstaden i Långsele inrymmas i Skelleftehamn parallellt med eventuella kommande maskinbyggen för avsalu. Verkstäderna ligger nära varandra verksamhetsmässigt, så det är positivt med den flexibilitet som skapas genom en tätare integration och utbyte mellan Långsele och Skelleftehamn.

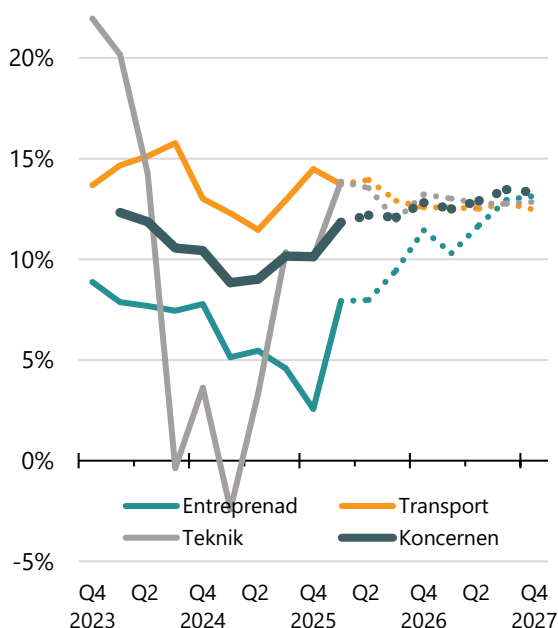
Verksamheterna är dock svåra att prognosticera av många skäl:

- Det är projektorienterad verksamhet där varje projekt är unikt på olika sätt och ofta löper över flera kvartal, inte sällan till fast pris.

Prognos, rull 4Q EBIT



Prognos rull 4Q EBIT-%



Källa: Bolaget (heldragen linje), Analysguiden (prognoser, prickade linjer)

- Det kan då vara lägre eller högre avräkning av pågående projekt för en viss period.
- Även om viss resultatavräkning sker för varje kvartal, så är det först på slutet det står klart 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, eller rimligen bygget av den tredje MPVn som görs nu, 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. Det är dock ingenting en aktieinvestor bör oroa sig för. Tvärtom bör Teknik ha förutsättningar att över tid visa god tillväxt och goda marginaler, då efterfrågan på dess tjänster är fortsatt mycket hög och väntas så förbli, inte minst mot bakgrund av marknadsutsikterna beskrivna ovan.

Den utbyggnad av lokverkstaden i Långsele som är under diskussion, skulle sannolikt innebära ytterligare fördelar utöver ”more of the same”, nämligen

- att fler olika typer av tjänster kan erbjudas, t ex hjulsvärning, 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.

Sammantaget räknar vi med att Transports verksamhet når en tillväxttakt på rullande 12 månader på ca 10%, med en rörelsemarginal i underkant av 10%.

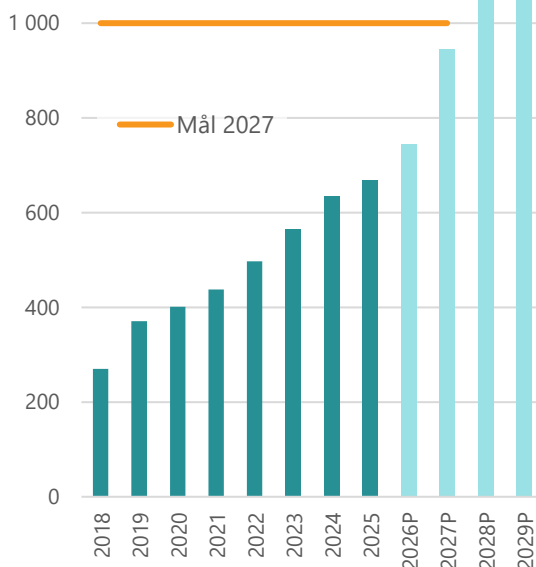
Kostnader³

Råvaror

En något ökad andel tjänsteintäkter, bl a från beredskapsloken, samt en ökad andel leasing av lok, har successivt sänkt andelen råvarukostnader. Omtolkningen av IFRS ifjol innebar också en tydlig förbättring av bruttomarginalen, om än att det bara är redovisningstekniskt. Förädlingsvärdet i de flesta av verksamheterna är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för råvaror får endast litet genomslag på resultatet. Detsamma gäller inte minst Transport, som dessutom utgör en allt större andel av Railcares omsättning.

³ Notera att omtolkningen av IFRS16 från årsskiftet 2024/25 innebär 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. Leasing-skulden 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.

Omsättningsprognos



Det nya kontraktet på beredskapslok syns på nivåskiftet 2026 och förväntade nya uppdrag 2027.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Personal

Storleken på organisationen är nu på rätt nivå enligt ledningen och antalet anställda har stabiliserats under de senaste kvartalen, så bolagets förberedelser för en större affärsvolym är nu klara. Det handlar inte bara om en ökning av lönesumman som har försvunnit, utan också om rekryteringskostnader, utbildningar, certifieringar, etc, som rimligen har fallit tillbaka nu när de anställda börjar komma i arbete. Vi förväntar oss också att personalkostnaderna som andel av omsättningen, som på rullande 4 kvartal toppade på nära 32% i Q2 ifjol, fortsätter att sakta falla tillbaka i takt med att omsättningen stiger och fyller ut kostnadskostymen.

Av-/Nedskrivningar

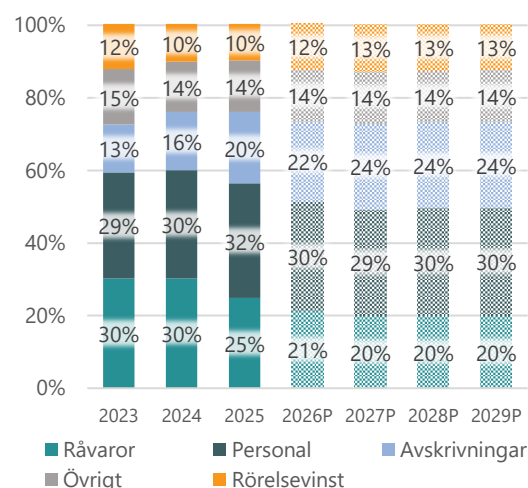
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. En omsvängning pågår mot en allt större andel leasade fordon och maskiner, samtidigt som omtolkningen av IFRS 16 trycker ner kostnaderna för dessa från en operativ leasingavgift under kostnad för sålda varor, till att berättigat betrakta denna kostnad som avskrivning respektive finansiella kostnader. Det betyder att avskrivningarna som andel av omsättningen ökar jämfört med tidigare, även om det inte fullt ut motsvarar minskningen av den tidigare operativa leasingkostnaden högre upp. Huvuddelen av mellanskillnaden hamnar alltså i finansnettot, vilket ökar rörelseresultatet med uppskattningsvis runt en procentenhet jämfört med innan omtolkningen.

Mekaniken i kostnadsutvecklingen

En hög andel fasta kostnader gör resultatet känsligt för beläggningen. Det är med andra ord en 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. Stoppet på Malmbanan under förra vintern kan tjäna som exempel, då Railcare passade på att göra underhåll på loken. 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.

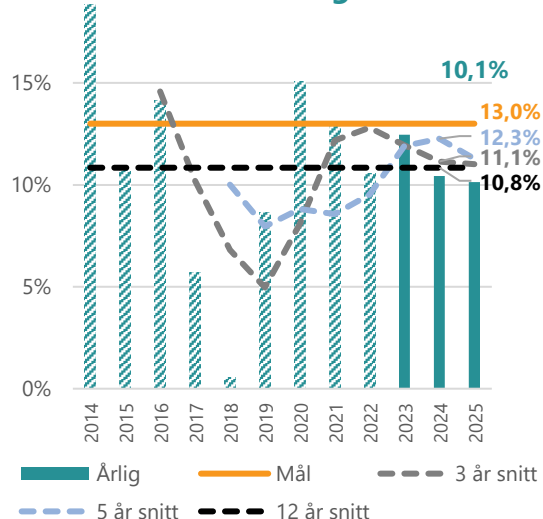
Beläggningen på entreprenadsidan, som alltså är viktig för marginalerna på kort sikt, varierar över tid, men är svår att prognosticera och ofta väderberoende. Beläggningen är också beroende av planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket, och som ändå har förbättrats på sistone. Med en förväntad större volym så blir det också automatiskt en viss utjämning av beläggningen, men att öka kapaciteten är heller inte helt enkelt. Det är ont om lok, egna specialmaskiner har en begränsad kapacitet 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

Kostnadsfördelning



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.

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)

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 hösten 2023, och LKAB-kontraktet i Q4-24. Även Trafikverkets förnyelse och förlängning i januari 2025 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.

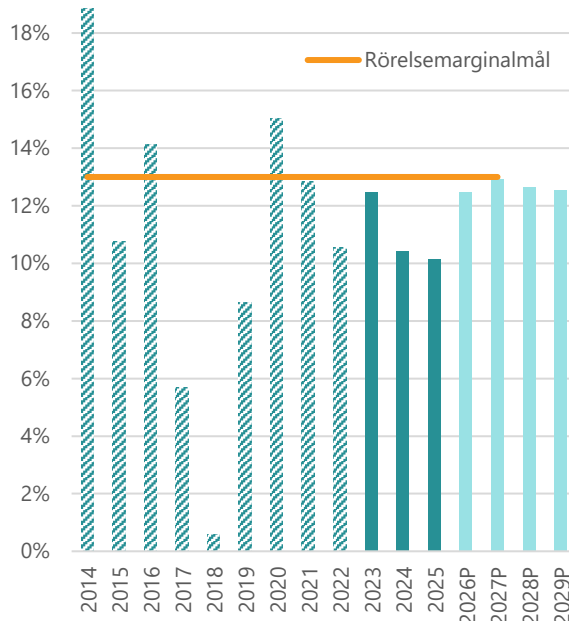
Marginalutvecklingen

Det finns en god chans för bolaget att nå sitt marginalmål om 13% för rörelseresultatet i slutet av 2027 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 eventuellt kan nås är:

- Transport har under de tre senaste åren presterat en rörelsemarginal i överkant av 13%, trots att resultatet rimligen har tyngts av en uppskalning av organisationen. Med uppskalningen klar så borde nivån åtminstone kunna bibehållas.
- 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 den senaste nyss färdigställda MPVe.
- 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.
- Över tid, när omställningen av Skelleftehamnsverkstaden har fått upp ångan med externa kunder, bör Teknik rimligen också kunna öka sina marginaler.
- Nedstängningen av verksamheten i Storbritannien och optimeringen av resurserna inom Entreprenad bör också ha en positiv effekt.

Vi bedömer sammantaget att det bör finnas goda möjligheter att nå rörelsemarginalmålet på 13% till slutet av 2027. På rullande 4 kvartal

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)

nåddes redan i Q1 knappa 12% och då har man ännu inte fått full utväxling på gjorda satsningar och verksamhetsoptimeringar. Efter 2027 räknar vi med att marginalen kommer att ligga på 12-13%.

Prognossammanfattning

Sammanfattningsvis bedömer vi omsättningsmålet på 1 miljard för 2027 som svårt att nå. Med en ändå ganska optimistisk prognos landar vi på drygt 940 mkr för 2027, men det är inte självklart att den nås. Vi räknar då med nya uppdrag med en årsomsättning om 130 mkr med full effekt hela 2027, och med ytterligare 70 mkr med full effekt från Q2-27. Rörelsemarginalmålet på 13% tror vi däremot att det finns goda möjligheter att nå med vår prognos.

Skulle inget uppdrag erhållas landar vi på 770 mkr i omsättning för 2027, och en rörelsemarginal som nått och jämnt blir tvåsiffrig, åtminstone till dess att kostymen fylls ut eller att den anpassas neråt till de intäkter koncernen har, men det scenariot framstår som osannolikt. Investeringarna för att nå målet har tagits under de senaste åren, så nu behöver man bara växa i sin nya, större kostym för att fullt ut skörda frukterna av satsningarna.

Under åren efter 2027 fram till slutet av decenniet räknar vi försiktigtvis med en avtagande tillväxttakt ner till 11%/år, och därefter med en genomsnittlig tillväxttakt på 9% till och med 2035. Vi räknar med att rörelsemarginalen efter 2027 kommer att ligga mellan 12-13%.

Kassaflödesmässigt ser det tack vare starka rörelseresultat fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och nödvändiga investeringar. Mot slutet av 2027 kan kanske frågan om att höja den 30-40%-iga utdelningsandelen bli aktuell igen, med mindre än att nya intressanta investeringar blir aktuella.

Resultaträkning (Mkr)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p
Nettoomsättning	371	401	438	497	564	635	668	745	944	1 060	1 179
tillväxt, %	+27%	+8%	+9%	+13%	+14%	+13%	+5%	+12%	+27%	+12%	+11%
Övrigt Intäkter	9	20	15	15	18	25	30	24	24	24	24
Kostnad sålda varor	-177	-181	-204	-269	-262	-289	-268	-268	-324	-361	-402
Bruttoresultat	203	241	249	243	321	372	429	501	644	723	801
Personal	-120	-125	-139	-146	-170	-197	-220	-232	-283	-322	-358
Övriga rörelsekostnader	-1	-2	-2	-2	-3	-2	-4	-7	-10	-10	-11
Resultat före avskrivningar (EBITDA)	82	114	108	95	147	173	205	262	351	391	432
Avskrivningar	-50	-53	-52	-43	-77	-106	-137	-169	-229	-257	-284
Rörelseresultat (EBIT)	32	60	56	52	70	66	68	93	122	134	148
Finansnetto	-6	-5	-4	-5	-12	-26	-15	-24	-29	-34	-38
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	3
Resultat före skatt	27	56	52	47	58	41	52	71	95	102	113
Skatter	-6	-12	-11	-10	-14	-10	-13	-17	-23	-25	-27
Nettoresultat	21	44	41	37	44	30	40	54	72	77	86

Värdering⁴

Kassaflödesvärdering

Tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien har alltid legat 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 stämma av denna mot andra värderingsindikationer.

Tidigare använde vi oss uteslutande av en metod kallad "Free Cash Flow to Equity" (FCFE) eller "Levered Free Cash Flow". Den har fördelen att den går direkt på vinst/aktie och med fördel även använder P/E-talet för bestämningen av terminalvärdet i kalkylen, något som känns hemtamt för aktieinvestorer.

Med omtolkningen av IFRS 16 ifjol och med betydande (och troligen stigande) belopp för leasingskulder, så framstår "Free Cash Flow to Firm" (FCFF) eller "Unlevered Free Cash Flow" som en alltmer relevant alternativ metod. Kalkylen har fokus på kassaflödesgenereringen från verksamheten utan att beakta hur den är finansierad; via skuld eller eget kapital – och resulterar i ett bedömt obelånat företagsvärde, EV (Enterprise Value), från vilket nettoskulden dras för att nå bedömt börsvärde och därmed motiverad kurs. Fördelen är fokuset på verksamhetens värde oavhängigt finansieringen, medan nackdelen är att EV/EBIT-multipeln som vi använder för beräkningen av terminalvärdet är lite mindre bekant materia än P/E-talet för många aktieinvestorer.

Båda metoderna ska i teorin ge samma motiverade aktievärde, men i praktiken kan det skilja något. I bolag med en stor andel lånat kapital, så tenderar exempelvis FCFF att ge ett högre motiverat värde än FCFE, då den får med skatteeffekten av låneräntorna, vilket egentligen är mer korrekt. I allmänhet är dock dessa effekter relativt små, jämfört med de värderingseffekter som kan uppstå av skillnader i prognoser och andra antaganden.

Kort sikt

Målet för helåret 2027 är nu så nära i tiden att kassaflödena fram till dess bara utgör en liten bråkdel av värdet. Som vi har påpekat tidigare betyder det att en kassaflödesvärdering med en slutmultipel för terminalvärdesberäkningen blir ett cirkelresonemang: Om vi antar en slutmultipel som utgör den absoluta merparten av värderingen är det detsamma som att gissa vilket P/E-tal eller EV/EBIT marknaden kommer att betala i slutet av 2027, förutsatt att inget exceptionellt händer med vinsten just det året. Det blir med andra ord poänglöst, och vi behöver nu lyfta blicken längre fram.

Längre sikt

För att minska den stora påverkan antagandet om terminalvärdet får på värderingen, så räknar vi på våra detaljerade prognoser till slutet av 2029, och även på vår prognoskiss för perioden till slutet av 2035. Det kan låta långt bort, men med ganska långsiktigt stabila förutsätt-

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2029

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
< --- P/E 2029	6	44	43	42	41	40	39	38
	7	46	45	44	43	42	41	40
	8	49	48	46	45	44	43	42
	9	51	50	49	48	46	45	44
	10	54	52	51	50	49	47	46
	11	56	55	53	52	51	49	48
	12	59	57	56	54	53	51	50
	13	61	59	58	56	55	54	52
	14	63	62	60	59	57	56	54
	15	66	64	62	61	59	58	56
> --- P/E 2029	16	68	67	65	63	61	60	58
	17	71	69	67	65	64	62	60
	18	73	71	69	67	66	64	62
	19	75	73	71	69	67	65	63

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt fram till och med 2029, så framgår motiverad kurs idag ur tabellen, givet det avkastningskrav man har på investeringen och den multipel man tror att aktien kommer att handlas till mot slutet av 2029.

Källa: Analysguiden

⁴ OBS: Förändringen i redovisningsprinciperna angående IFRS16 från ifjol betyder att vinstmultiplarna blir lägre – olika mycket för olika multiplar – och kassaflödesmåtten 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.

ningar som råder inom nästan samtliga verksamhetsområden, så tillför en längre prognosperiod betydande insikter i aktievärdet.

Antaganden

Vårt avkastningskrav på det egna kapitalet i bolaget utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan som ligger på 2,7%, 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 slutet av 2024, men som vi med hänsyn till redovisningsförändringarna höjde tillbaka till 3% ifjol. Nu lägger vi tillfälligtvis till en procentenhet i väntan på de transportkontrakt som måste till för att nå våra och bolagets prognoser. Totalt summerar detta till 13,7%. Det är relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar också 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.

Värdering

Med metoden FCFF så hamnar diskussionen snabbt i frågan om tänkbar EV/EBIT-multipel som det är rimligt att anta att marknaden kommer att prissätta aktien till vid sista prognosårets slut; alltså i förstone vid slutet av 2029. Vid utgången av 2025 var multipeln 18,5 (17,2 ultimo 2024) och P/E-talet 18,1 (20,0). Med senaste tidens kursuppgång så ser den nu ut att för 2026 kunna hamna i närheten av 15,3, och P/E 16,4. Förhållandet mellan EV/EBIT och P/E-talet förändras till stor del av skuldsättningsgraden (inklusive leasingskulder) och därmed sammanhängande räntor. Vi har tidigare arbetat med 12 för EV/EBIT och 11 för P/E-talet, som de nivåer vi bedömer att marknaden minst kommer att handla aktien till i slutet av värderingsperioden, men nettoskulden har kommit ner snabbare än vi tidigare räknat med, så vi utgår nu ifrån 11 för båda i beräkningarna av resp. terminalvärde. I vår FCFF-beräkning under ovan angivna förutsättningar landar vi då på en motiverad kurs om drygt 50:-

Med gamla metoden, FCFE, så landar den motiverade kursen med våra prognoser på ungefär 50:-. Faktum är att de odiskonterade fria kassaflödena bara för 2026-2029 motsvarar dagens börsvärde.

Skulle emellertid nya stora uppdrag försenas till efter 2027, så påverkas inte den långsiktiga värderingen så mycket som man kan tro, givet att vi fortfarande arbetar med samma försiktiga tillväxt- och marginalsiffror för efterkommande år. Det handlar bara om ett par kronor, men kan ge upphov till tvivel på bolagets förmåga att leverera och därmed ge större avtryck i kursen än så.

Under konservativa förutsättningar, bl a att beredskapslokskontraktet löper ut efter ett av två optionsår utan att ersättas med någon annan intäkt och resten av verksamheten växer med 10% per år ger det en omsättning om ca 2 mdr 2035 och en genomsnittstillväxt för koncernen strax under 9% per år. Samtidigt, om rörelsemarginalen kan bibehållas kring 12-13% – vilket framstår som fullt möjligt givet den goda underliggande intjäningen, inte minst inom Transport – så motiverar det en dubbling av dagens kurs, med nuvarande förhöjda avkastningskrav.

Med blicken på 2035

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
< --- P/E 2035	6	94	89	84	80	76	73	69
	7	96	91	87	82	78	74	71
	8	99	93	89	84	80	76	72
	9	101	96	91	86	82	77	74
	10	104	98	93	88	83	79	75
	11	106	100	95	90	85	81	77
	12	108	102	97	91	87	82	78
	13	111	104	99	93	88	84	79
	14	113	107	101	95	90	85	81
	15	116	109	103	97	92	87	82
	16	118	111	105	99	93	88	84
	17	120	113	107	101	95	90	85
	18	123	116	109	103	97	92	87

Med relativt konservativa antaganden och den högre diskonteringsräntan på 13,8% så får vi ändå en fin potential i aktien.

Källa: Analysguiden

Omvänt, om aktien betalas till EV/EBIT eller P/E 11, vid slutet av 2035, innebär dagens kurs en avkastning om 27% per år till dess, givet våra ganska försiktiga prognoser.

Det är värt att notera att med den längre horisonten (2035) svarar terminalvärdets andel av totala värdet bara för ungefär en tredjedel, vilket ger en betydligt större trygghet i beräkningen. Med mångåriga transportavtal, stort behov för lokverkstadens tjänster under överskådlig tid och Trafikverkets långsiktiga plan i botten för Entreprenad, finns en bra grund för ett långsiktigt prognosarbete.

Vi ska heller inte glömma att det här är en verksamhet som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

Vad marknaden verkar diskontera

Om vi skulle ändra antagandena i kalkylen tillräckligt för att landa i dagens kurs både 2029 och 2035, så skulle det innebära antingen att

- aktiemarknadens avkastningskrav skulle behöva höjas till nästan 30%, eller att
- omsättningen skulle ligga still på innevarande års nivå med 10% rörelsemarginal för alla år framöver; alltså inte ens en uppräknings för inflationen.

Självklart kan det också vara en kombination, men oavsett framstår det som att marknaden inte förmår att blicka särskilt långt framöver och sannolikt vill man också se att nya uppdrag faktiskt trillar in för att känna tillräckligt med säkerhet för att köpa upp kursen till nästa nivå.

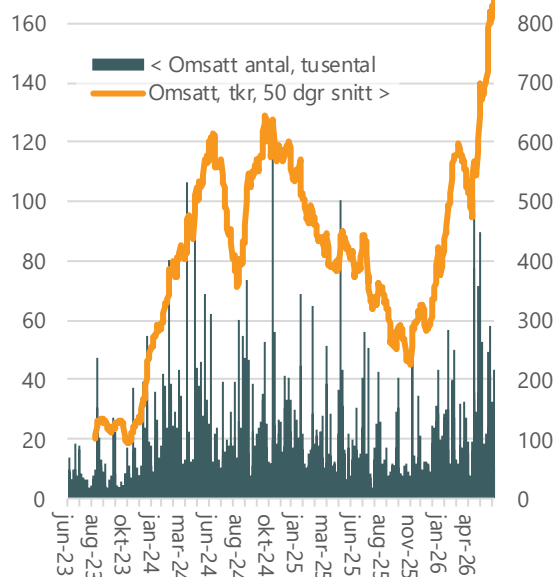
Multipelvärdering

Multipelmått är en-periodsmått, 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:

- P/E-talet för 2026 med nuvarande kurs ligger på 16,4 och nästa år på 12,3 med våra prognoser. Det framstår trots uppgången inte som dyrt med den tillväxt, de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på 15,3 för 2026 och 11,7 för 2027, vilket med hänsyn till den stora kapitalbindningen inte kan anses som dyrt.
- EV/Sales på 1,9 för 2026 och 1,5 för 2027, fångar tillväxten i bolaget sämre och är väldigt grovhugget, men dock inte direkt 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.

Likviditet i aktien



Likviditeten i aktien har stigit kraftigt under senaste halvåret och närmar sig 1 mkr om dagen, vilket bör underlätta för mindre institutioner, family offices, m fl att bygga en position.

Källa: Refinitiv

Slutsatser

Railcares förmåga att vinna stora och långsiktiga uppdrag har ökat de senaste åren, med de viktigaste exemplen som snöröjningskontraktet med Trafikverket i början av 2025, avtalet med LKAB hösten 2024 och naturligtvis ordern på beredskapslok hösten 2023. Bolagets arbetssätt har också givit det ett gott rykte i branschen för flexibilitet, nytänkande och problemlösning. Det framstår därför som sannolikt att Railcare ska kunna boka nya avtal framöver – inte minst i en växande marknad – som gör att de kan leverera i närheten av sina finansiella mål.

Det är svårt att se annat än att det finns fortsatt potential i aktien på lite sikt, trots en kursuppgång på över 30% de senaste tre månaderna. Vår värderingskalkyl landar på ca 50 kr, eller nästan 40% högre än idag, men vi tror att nya stora uppdrag faktiskt behöver annonseras innan kursen tar nästa kliv. Vi avvaktar därför med att höja den motiverade kursen som får ligga kvar på 40:- tills vidare.

Det finns dock andra skäl att överväga en investering:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden, vare sig det gäller slutmultipel för 2029, eller när det gäller tillväxtantaganden för åren dit eller därefter.
- Det finns potential t ex i ytterligare ”depåstoppsuppdrag”, den externa maskinförsäljningen, i verkstadsaffären såväl i Skelleftehamn som ett eventuellt utbyggt Långsele. 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 såg under börsturbulensen i april ifjol, inflationskrisen 2022 och pandemiåret 2020.
- 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.

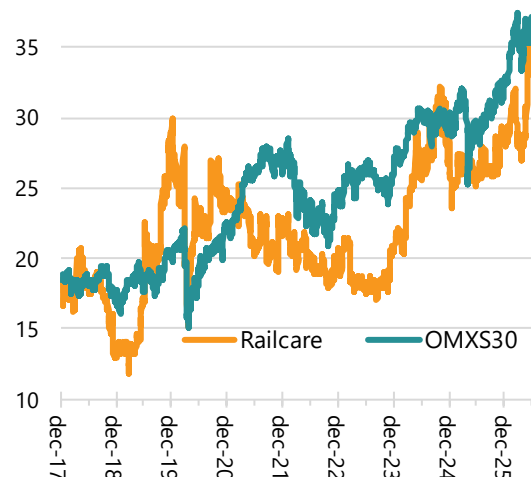
Det går heller inte att helt bortse från möjligheten att Railcare, med sina innovativa produkter, skulle kunna bli föremål för ett uppköp, även om nuvarande ägarstruktur kanske inte underlättar en sådan affär.

Risker

Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekyterad personal med lång arbetsintroduktion som man ogärna gör sig av med. Den operativa hävstången är med andra ord relativt stor. Efterfrågan på bolagets tjänster kan variera ganska kraftigt med kort varsel och historiskt har beläggningen haft svackor emellanåt. Resultatet har därför varit ganska volatilt, och även om det blivit bättre under de senaste 3-4 åren så finns grundproblematiken kvar och kan dyka upp även i framtiden.

En påtaglig risk, om än kanske i första hand på det personliga planet, är säkerheten på järnvägen. Railcares motto är ”Vi gör det säkert –

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

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.

Nedstängningen av den brittiska verksamheten kom till slut under Q1-26, vilket tillåter affärsområdet att fokusera på den svenska delen av entreprenadverksamheten som lite i det tysta har vuxit bättre och nått en jämnare beläggning de senaste 2-3 åren. Det har också kommit till uttryck i en jämnare marginalutveckling, med Q1-25 som undantaget som bekräftar regeln. 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 alltihop ger flexibilitet. På sistone har

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

Källa: Bolaget

också Trafikverkets bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten bidragit till jämnheten och det nya långsiktiga 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 2024 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 bra.

En klar konkurrensfördel för Railcare, utöver finurliga specialmaskiner och en flexibel och decentraliserad organisation med en problemlösande och nytänkande personal, är tillgången till maskiner och fordon som uppfyller högt ställda miljö- och säkerhetskrav.

Snöröjningskontraktet som togs i januari ifjol och som nämndes ovan, är i det sammanhanget ett bra exempel: Kraven från Trafikverket på de sex kontrakterade enheterna – snöplogar och snösmältare – är att 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.

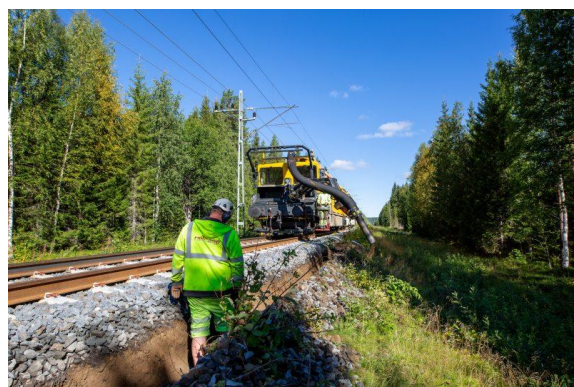
Transport

Företagskulturen har också gynnat utvecklingen 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 arbetssätt.

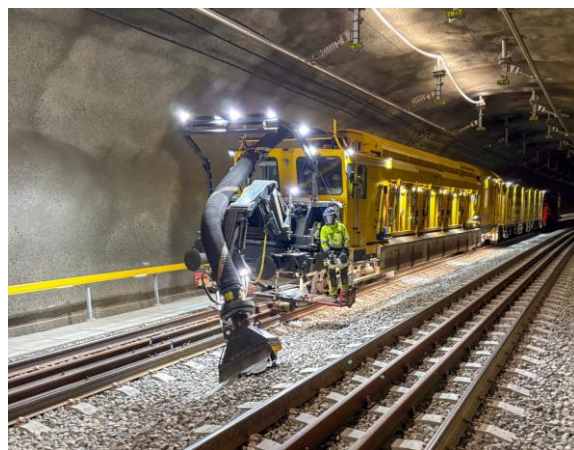
Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste påbörjades i slutet av mars 2022, efter ett avbrott under Q1-22 från att tidigare haft uppdrag under 2021. Därför var det mycket glädjande att bolaget ifjol 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

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.



Railcare städar Varbergstunneln från byggdamm och smuts inför trafikstart sommaren 2025.

Källa: Bolaget

Beredskapslok



Beredskapslok har utvecklats till en av Railcares specialnischer, men som hör till affärsområde Transport.

Källa: Bolaget

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.

Teknik

RailCares affärsområde Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, och sedan förra 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 ifjol 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.

Utöver dessa är batterikonvertering av dieseldrivna maskiner under utveckling. Det borde lova gott för Teknik, men marknaden är konservativ, prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan

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

spela in. Utveckling av specialmaskiner är de heller inte ensamma om. Det finns allt från små konkurrenter som EuroMaint och Svensk Järnvägsteknik på den svenska marknaden, till storbolag som franska Alstom och spanska CAF.

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 konkurrenter på den svenska marknaden och på de utländska marknaderna har man inte rönt några stora framgångar. Det 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.

Verksamheten inom Teknik är kanske den mest svårprognosticerade, då den förutom exogena faktorer också styrs av periodiseringar och avräkningar. Vi fäster därför inte så stort avseende vid enstaka avvikande kvartal. One-off-byggen kan stöta på oväntade problem och fördringar/förseningar, samt som var fallet i Q1-25 så kan behovet av reservdelar hos kunderna tillfälligt minska. Vid längre projekt som avräknas varje kvartal, kan en större saldopost – 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 investerare gör bäst i att titta på trenden över flera kvartal i stället. Teknik utgör dock en bra potential för Railcare inom ett lönsamt segment med stor efterfrågan under lång tid.

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.

MPV



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

Källa: Bolaget

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögrörliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport 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, nu Nornan Invest AB, som tillsammans med Treac AB är en lokalt förankrad företagsutvecklare med stiftelsegrund.

Största aktieägarna, %	aktier	andel
Nornan Invest AB	7 121 395	29,5%
Swedia Capital AB (Staffan Persson)	2 516 367	10,4%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Avanza Pension	644 504	2,7%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	507 000	2,1%
Per-Åke Nilsson	340 000	1,4%
Nordnet Pensionsförsäkring	330 468	1,4%
Torsten Germund Dahlqvist	304 859	1,3%
Christer Lundholm	287 000	1,2%
De tio största ägarna	13 402 486	55,6%
Övriga ägare	10 721 681	44,4%
Summa	24 124 167	100,0%

Totalt antal ägare 5 121

Källa: Bolaget.

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger sannolikt en bit under 50%. I kombination med ett börsvärde på knappt 700 mkr blir likviditeten i aktien hämmad, om än att omsättningen har ökat under de senaste åren till en medianomsättning om ca 500 000 kronor per börsdag senaste året. 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 också att en viss småbolagspremie fortfarande är motiverad vid värderingen av aktien. Det hindrade dock inte att Staffan Persson kom in som tung ägare via sitt bolag Swedia Capital AB i somras.

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