

## Håller ångan uppe trots problem utifrån

### Motståndskraft pekar på kvalitet

Introduktionen av Trafikverkets nya planeringssystem ställde till rejält med problem både för transportörer och utförare av underhållsarbeten, såväl för Railcare som andra aktörer på järnvägen och deras kunder. Lägg till det hög inflation och en sen vinter som bromsade entreprenadarbetena ytterligare. Trots det levererade Railcare en omsättningsökning på knappt 14% till 145 mkr under andra kvartalet (127 för Q2-22) och rörelseresultatet steg med lika mycket till 14,9 mkr (13,0) vilket innebar en nästan oförändrad rörelsemarginal på 10,3% (10,2%).

Motståndskraften kan spåras till en successivt ökad kvalitet i uppdragsportföljen, som t ex längre kontrakt på existerande kunduppdrag, marginalhöjande mervärden som exempelvis uppfyllda hållbarhetskriterier och möjlighet till specialuppdrag, t ex i Citytunneln. Ursprunget till det står i sin tur att finna i Railcares kvalitéer med stor flexibilitet, hög medarbetarkompetens och bredd i tjänsteutbudet. Precis de egenskaperna har nu visat sig värdefulla för att kunna fortsätta leverera till kund och därmed rädda resultatet.

De dominerande affärsområdena Transport Skandinavien och Entreprenad Sverige hade båda en tillväxttakt på knappa 13% för kvartalet, om än till något sjunkande resultat. Sorgebarnet Entreprenad Utland minskade förlusten markant, medan resultatet i Maskin & Teknik minskade något på en sjunkande omsättning.

### Konjunkturokänslig och bra portföljegenskaper

Railcares finansiella mål om 10% omsättningstillväxt per år 2022-2027 med minst 10% rörelsemarginal bedömer vi som lågt satta. Trots pandemi, krig och nu inflation med stigande räntor så har bolaget lyckats växa med 16% per år de senaste fyra åren. Det har också skett med en allt stabilare marginal tack vare breddningen i verksamheten och fler långa kontrakt. Vi ligger därför i våra prognoser något över bolagets siffror initialt. Under antagandet att aktien handlas till P/E 10-12 2028, så visar våra beräkningar en motiverad kurs idag på 22-25 kr i kassaflödesanalysen med ett avkastningskrav på 12%.

Det kan framstå som en begränsad uppsida, men då har vi inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden eftersom vi inte har räknat med potentialen i maskinförsäljning, turn-around i utlandsverksamheten, nya stabiliserande långtidskontrakt, premier för grön maskinpark eller förbättringar i kapitalstrukturen.

Aktien har också andra företräden som en sällsynt låg konjunkturokänslighet och att dess karaktär ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

### Railcare Group AB

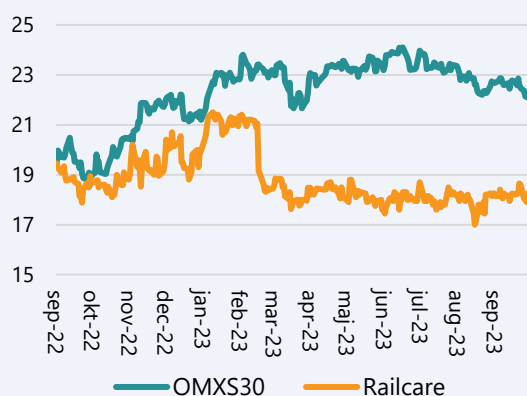
#### Rapportkommentar - Q3 2023

Datum 9 oktober 2023  
Analytiker Johan Voss-Schrader

#### Basfakta

Bransch Järnväg, underhåll & transporter  
Styrelseordförande Anders Westermark  
Vd Mattias Remahl  
Noteringsår Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)  
Listning Nasdaq Stockholm Small Cap  
Ticker RAIL  
Aktiekurs, 9/10 2023 18,45 kr  
Antal aktier, milj. 24,1  
Börsvärde, mkr 445  
Nettoskuld, mkr 179  
Företagsvärde (EV), mkr 624  
Webbplats www.railcare.se

#### Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	497	560	630	700
Bruttoresultat	243	300	320	360
Rörelseres. (EBIT)	52,4	63	66	74
Resultat f. skatt	46,9	54	55	64
Nettoresultat	36,8	43	44	51
Vinst per aktie	1,52 kr	1,78 kr	1,81 kr	2,11 kr
Utd. per aktie	0,60 kr	0,60 kr	0,60 kr	0,70 kr
Omsättningstillväxt	23,9%	28%	27%	25%
Bruttomarginal	49,0%	54%	51%	51%
Rörelsemarginal	10,5%	11,3%	10,5%	10,6%
Nettoskuld/eget kap.	0,7	0,7	0,6	0,5
Nettoskuld/ebitda	0,7	0,6	0,6	0,5
P/e-tal	12,1	10,4	10,2	8,7
EV/EBIT	11,9	9,9	9,5	8,4
EV/omsättning	1,3	1,1	1,0	0,9
Direktavkastning	3,3%	3,3%	3,3%	3,8%

Källa: Bolaget, Analysguiden (alla prognoser)

## Investeringstes

### Bra marknad generellt och lokalt

Skellefteåbaserade Railcare har sedan bolaget bildades 1992 i lugn takt utvecklat innovativa lösningar för järnvägsunderhåll – i första hand för egna behov vid entreprenadarbeten ute på spåren, men även för avsalu när det inte konkurrerar med den egna verksamheten. Järnvägsmarknaden växer nu, samtidigt som underhållsskulden från tidigare år av eftersatta investeringar är rekordstor, vilket borgar för en god marknad för Railcares produkter och tjänster under många år framöver. Till det ska läggas ett kraftigt ökat transportbehov lokalt i Norrland för den tunga industri som nu etablerar sig där.

Bolaget är med egna produkter specialiserat på trånga miljöer med hög känslighet för avgaser och buller, som i tunnlar, på bangårdar, i stadskärnor, mm, där konkurrenterna har svagare erbjudanden och dessa arbeten ofta är för små för de stora aktörerna på marknaden. Även de jobben måste dock göras, och specialiseringen ger skydd för marginaler och mot konkurrens även när konjunkturen viker.

### Låg konjunkturkänslighet

Samtidigt som transportsidan ser strukturell tillväxt, med främst privata företag som kunder, ser entreprenadsidan stora behov med staten som kund, vilka bådadera borgar för en låg känslighet för konjunktursvängningar. Den bilden förstärks av att kunden betalar bränslet och kostnaden för el vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde med ett stigande hållbarhetsfokus. Höjningar av råvarupriser får därmed begränsad påverkan på resultatet och inte ens räntehöjningar förväntas få särskilt stor betydelse trots hög kapitalbindning.

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

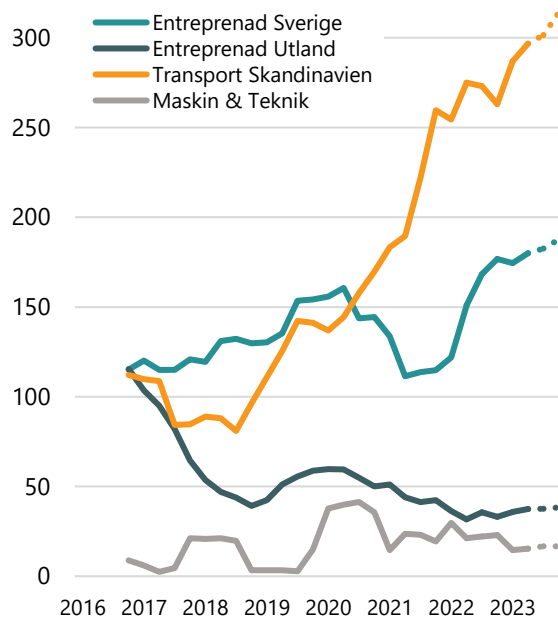
### Aktien räknas hem utan potentialen

När vi lägger oss något över bolagets finansiella mål avseende omsättningstillväxt och marginal, så motiverar det idag en högre kurs på aktien. Vi tar dock inte ut svängarna, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver nya längre uppdrag och en förbättrad utlandsverksamhet så kittlar tanken på en satsning på extern försäljning av Railcares unika maskiner.

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

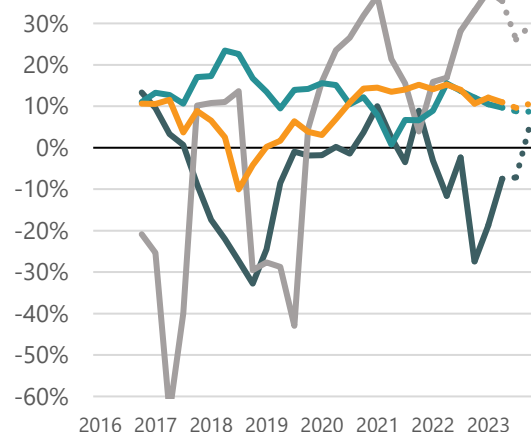
Trots detta är aktien intressant på dessa nivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat, och till det kommer potentialen i att jämna ut beläggningen och få fart på produktförsäljningen och utlandsverksamheten.

## Rullande 12m omsättning

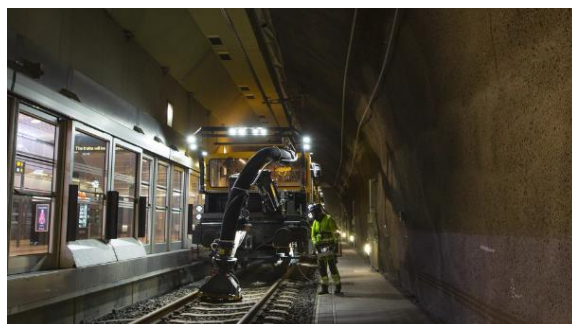


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

## Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden



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

## Marknad & Prognoser

### Marknaden

Vi har hört klimatargumenten för järnväg under lång tid även om ofentliga diskussioner mest har fokuserat på prestigeprojekt som höghastighetsbanan med tveksam klimatnytta, liten andel av järnvägens totala trafikarbete och med bara 35 öre tillbaka på varje satsad krona samhällsekonomiskt. Det omvända gäller för godstransporter som passar mycket bra på järnväg, där klimatbelastningen av underhåll av befintliga system är mångfalt lägre än byggandet av en höghastighetsjärnväg för passagerartrafik och där företagens klimatambitioner står för efterfrågetrycket, men godstrafiken och dess behov hittills har gått lite under radarn i den allmänna debatten.

Samtidigt har svensk järnväg samlat på sig en stor underhållsskuld i form av eftersatta arbeten för att säkerställa funktionen hos den existerande anläggningen. Trots att problemet uppmärksammas någon gång ibland när en stor olycka inträffar eller ett grävande reportage går ut i medierna, så fortsätter underhållsskulden att *öka*. Resurserna som avsätts är alltså inte ens tillräckliga för att hålla den i schack, för att inte tala om att börja beta av på den. Det är lätt att förstå att ökat järnvägsunderhåll knappast är en valvinnare, men om AB Sverige inte ska stanna av eller göra sina investeringar utomlands så måste problemet börja åtgärdas nu. Affärer har redan stoppats av brist på fraktkapacitet och det är ändå något som politiker är känsliga för.

Nu spås att gods- och persontransporter kommer att öka med 50% till 2040 i landet totalt. Det borgar för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt är fortsatt mycket god, samtidigt som Trafikverket alltså måste börja beta av underhållsskulden som redan finns i det svenska järnvägsnätet. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, så gynnar också dagens sårbarhet i spåren Railcares snabbt expanderande verksamhet med beredskapslok, där Railcare är en av få aktörer som kan erbjuda de mer miljövänliga maskiner som efterfrågas.

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

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

### Grönt transportbehov i Norrland

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

#### 1. Batteritillverkning.

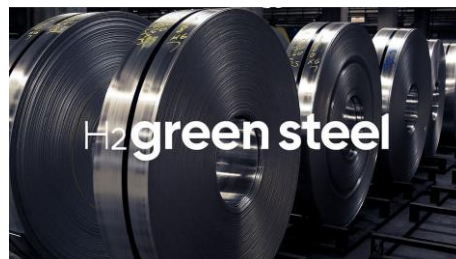


Källa: Bolaget

### Grönt transportbehov i Norrland

#### 2. Grönt stål.

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



Källa: Bolagen

vagnen, MPV, och dess alldeles nya uppgraderade efterföljare med strömavtagare, MPVe, som lanseras senare i år, perfekt in på ökade miljökrav, såväl för Railcares egna behov, som för externa kunder vad det lider.

Trafikverkets krav kommer att bli tuffa för många aktörer att nå, antingen av ekonomiska skäl eller för att utsläppsfria lok och maskiner inte kommer att hinna produceras eller konverteras i tillräcklig omfattning till 2040 och de som finns kommer att bli dyra att hyra in – om det ens blir möjligt. Många lok är bortåt 50 år gamla, bränsletörstiga och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränslepriser eller klimat stod i fokus. Till detta ska också läggas införandet av 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. Dessutom börjar de nuvarande nationella systemen bli gamla och det är t o m i vissa lägen svårt att få tag på komponenter.

Det finns nu därför två starka, för att inte säga tvingande, skäl till ombyggnad av stora mängder lok i den existerande flottan; hållbarhet och tekniska krav. Lok som inte är alltför gamla lönar det sig att bygga om, men att ersätta de som faller för åldersstrecket blir inte gratis, då ett nytt lok ligger kring 25-30 mkr i pris. Att bygga om de äldsta och mest slitna loken till modern standard såväl vad gäller utsläpp som säkerhet med ETCS (som är den del av ERTMS som sitter i själva loken), lönar sig knappast egentligen då en ombyggnad typiskt sett kostar 10-15 mkr. Det kan dock bli nödvändigt om nya lok inte står att uppbära 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, och de stora ombyggnadsbehoven gynnar lokverkstaden som ser en så pass stigande efterfrågan att kapacitetstaket börjar närma sig.

## Resultat

”Klart godkänt andra kvartal” kan man summera Railcares senaste delårsrapport till. Omsättningen ökade med knappt 14% till 144,7 mkr (127,2 för Q2 ifjol) och marginalen är kvar på drygt 10% vilket gav ett rörelseresultat på 14,9 mkr (13,0). Det här åstadkoms trots stora problem vid införandet av Trafikverkets nya planeringssystem MPK. Tilldelningen av tider i spår skedde med mycket kort framförhållning så planering försvårades och i vissa fall fick spårarbeten och transporter ställas in. Problemen var så stora att några av de svenska industrijättarna kallade till krismöte med Trafikverket och politiker. Railcare lyckades alltså trots detta och trots att vårjobben inte kom igång förrän i mitten av april på grund av den kalla vintern öka både omsättning och resultat.

Precis som under första kvartalet agerade lokverkstaden och beredskapsloken draglok för högre volymer inom Transport Skandinavien. Däremot kom inte fulla volymerna för LKAB igång förrän i Q3, på grund av försenade lokleveranser. Omsättningen i affärsområdet

## Vindkraftsutbyggnad

### 3. Grön el

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



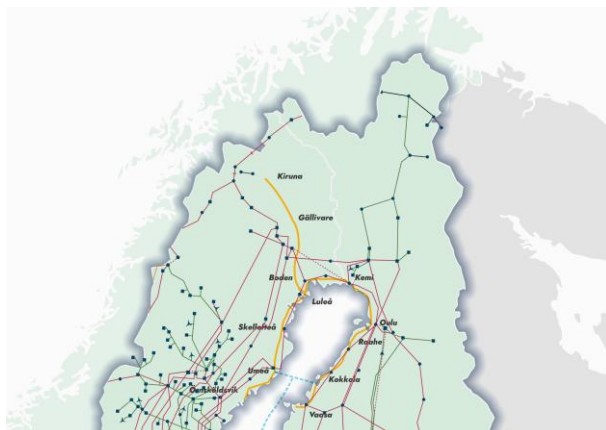
Grönt = Beviljat  
Gult = Handläggs  
Rött = Avslag

Källa: Vindbrukskollen

## Nordic Hydrogen Route

### 4. Vätgas, till industriprocesser och bränsle

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



Källa: Nordic Hydrogen Route – Bothnia Bay

ökade ändå med 12,8% till 82,5 mkr (73,1), även om resultatet efter finansnetto sjönk något till 8,7 mkr (10,8) då det inte gick på alla cylindrar. Nettomarginalen var dock fortsatt tvåsiffrig på 10,6% (14,8%).

Entreprenad Sverige tyngdes dels av en sen säsongsstart på grund av det kalla vädret, men också som sagt av strulet med Trafikverkets planeringssystem. Trots det ökade omsättningen med 12,6% till 58,5 mkr (51,9), men resultatet tyngdes något. Efter finansnetto uppgick det till 4,6 mkr (5,4), vilket innebar en nettomarginal på 7,8% (10,5%).

Maskin & Tekniks omsättning sjönk 21,5% till 18,3 mkr (23,3), men intäkterna från externa kunder ökade något till 4,2 mkr (3,4) och resultatet efter finansnetto låg i princip stilla på 1,5 mkr. Affärsområdet har hela året haft fokus på färdigställandet av den nya MPVe.

För Entreprenad Utland ökade omsättningen något till 5,1 mkr (4,9) och förlusten efter finansnetto minskade till -1,0 mkr (-4,9).

Kassaflödet från den löpande verksamheten är något starkare på 23,1 mkr (22,3) före rörelsekapitalförändringar, men de senare försämras återigen av ökade rörelsefordringar, delvis som en effekt av att Trafikverket nu betalar på 30 dagar i stället för 15. Till skillnad från Q2-22 räddas kassaflödet från den löpande verksamheten för Q2 i år dock upp hyfsat av en motsvarande rejäl ökning av rörelseskulden och landar på 16,6 mkr (-7,8). Investeringarna för kvartalet uppgick till 12,4 mkr (9,4), främst hänförligt till utvecklingen av den nya batterivagnen MPVe.

## Prognoser

Bolagets finansiella mål är att nå 800 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på minst 10%. Efter diskussioner med ledningen om kapitalstrukturen och dess förhållande till målen, så kan vi ana att målen är lågt hållna. För det talar även inflationen som drog iväg efter att målen sattes och som nu påverkar siffrorna och säkerligen också kommer att göra så framöver.

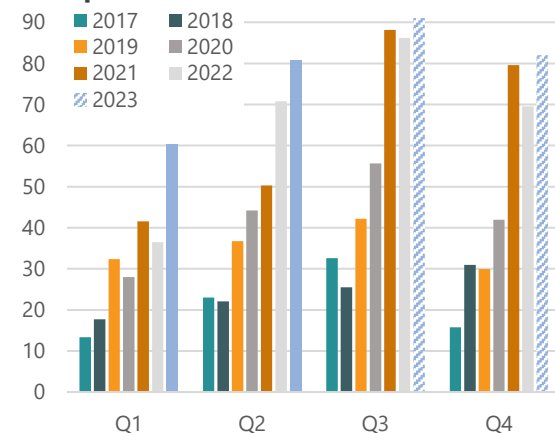
Hela marknaden har som beskrivits ovan en rejäl investeringspuckel framför sig och det är inget undantag för Railcare, även om bolaget ligger i framkant av den kurvan och därför inte har lika stora behov. Vi tror inte att investeringarna kommer vara av en sådan storleksordning och finansierade på ett sådant sätt att den urstarka soliditeten kommer att påverkas drastiskt. Om så vore fallet så skulle EBITDA-marginalen behöva öka markant för att marginalmålet ska orka med de ökade avskrivningarna. Samtidigt skulle kassaflödet från den löpande verksamheten vara i princip opåverkat av denna faktor, då ju avskrivningar inte är en kassapåverkande post. Påverkan på kapitalstrukturen kommer därför främst vara avhängig hur investeringarna finansieras.

Snarare bör perspektivet vara att tillväxtnivån är ett slags "lägsta nivå", och att Railcare vill ha möjlighet att fånga tillfället om exempelvis MPVn skulle slå internationellt, eller om lokverkstan behöver byggas ut. Det är heller inte otroligt att investeringarna kan komma att ha en lite annorlunda finansieringsbalans så förhoppningen lever ändå om att soliditeten över tid hamnar på en mer effektiv nivå. Om så sker så kommer det dock inte att gå fort, då ju mycket av kapitalet

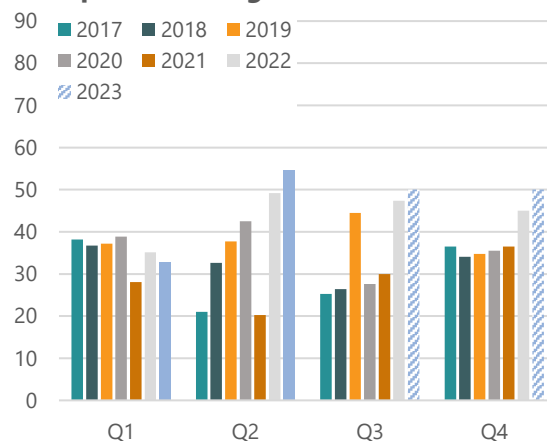
## Säsongsvariationer

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

### Transport Skandinavien



### Entreprenad Sverige



Källa: Bolaget

### De nya finansiella målen:

- 800 mkr i omsättning 2027
- Rörelsemarginal överstigande 10%

är bundet i anläggningstillgångar – det är ju inte så att Railcare exempelvis sitter på en jättekassa, redo att delas ut till aktieägarna.

## Omsättning

Mot bakgrund av resonemanget ovan så ligger vi i våra omsättningsprognoser lite över målet för kommande år så att vi åtminstone kompenserar för inflationen, med 3% för innevarande år, 2% för 2024 och 1% därefter. Utöver det så finns egentligen ytterligare tillväxtpotential i t ex

- extern försäljning av MPVn,
- utökad kapacitet i lokverkstaden, och
- ytterligare genombrottskontrakt à la Kaunis Iron,

möjligheter som vi väljer att inte ta med i prognoserna ännu då det fortfarande är "fåglar i skogen". Det verkar också som att ledningen gärna håller ner förväntningarna för att sedan överträffa dem.

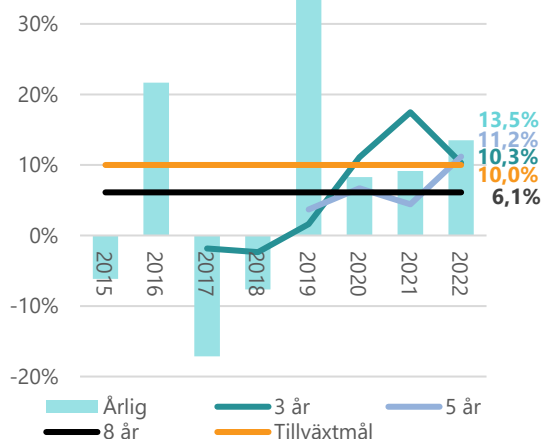
Railcare har redan för den ordinarie verksamheten bäddat för expansion genom att ta in ny personal, främst lokförare, och har dessutom gjort förändringar i koncernledningen mot bakgrund av "en växande organisation och stark framtidstro" som bolaget skriver.

Entreprenad Sverige har sedan andra kvartalet ifjol kommit upp till vad som betecknas som en normal nivå efter en svacka under ett par år. Det är en kombination av flera positiva faktorer, främst en fortsatt hög efterfrågan och beläggning inom [liningverksamheten](#) både vad gäller tillståndsbedömningar och trumrenoveringar, men också snöröjningsprojektet som inleddes under Q4. I närtid förväntar vi oss att Trafikverket snabbt får ordning på sitt nya planeringssystem, inte minst med tanke på vad som står på spel även i andra industrier. Om det innebär en rejäl förbättring redan under hösten är dock svårt att sia om och för Q4 är ju frågan hur fort vintern kommer. Vi håller därför igen lite på våra förhoppningar i närtid och väntar oss en försäljning i nivå med eller något över fjolårets för affärsområdet för resten av året. Därefter bör Railcare gynnas av en bättre framförhållning från Trafikverket i utläggningen av arbeten och även av de goda lokala marknadsförutsättningarna och med en ytterligare konkurrensfördel i att kunna arbeta med lägre eller inga utsläpp.

En sänkt kostnadsnivå efter omorganisationen av Entreprenad Utland, inklusive avvecklingen av verksamheten i Danmark under hösten bör ha förbättrat förutsättningarna för affärsområdet på sikt, men utan försäljningsframgångar går det inte att spara sig till lönsamhet. Efter alla motgångar under flera år behöver vi en varaktig förbättring från affärsområdet innan det påverkar våra prognoser och vi vägar åsätta det något värde.

Även om strulet med Trafikverkets planeringssystem även drabbar Transport Skandinavien så räknar vi med en fortsatt positiva påverkan från uppdraget med beredskapslok, som ju fortsätter flera år framöver och även det nya LKAB-uppdraget som har full effekt sedan halvårsskiftet – nu med tre omlopp per dygn som ifjol. Lokverkstan lär bidra minst lika mycket som tidigare då beläggningen är på rekordnivåer och efterfrågan stor. Tillväxten för affärsområdet har varit fantastisk med 25%/år de senaste 5 åren och även om dagens affär kan få svårt att hålla den takten framöver så finns potential för positiva överraskningar framöver om exempelvis ett betydande avtal kan

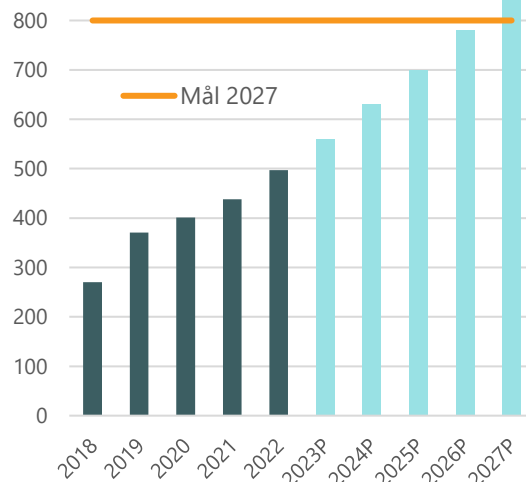
## Historisk Försäljningstillväxt



Tillväxtmålet om 10% per år är som synes inte särskilt aggressivt satt. De historiska jämförelserna realiserades också under år när inflationen var mycket låg.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

## Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

tecknas med en större industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland.

Maskin och Teknik arbetar för fullt med den nya MPVn med strömavtagare, MPVe, som ska bli färdig och testköras nu under hösten för att gå i full produktion nästa år. Förhoppningar finns om att den ska få ett genombrott utomlands också. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom [RailVac](#) och [MPV](#), och batterikonvertering av dieseldrivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd. Det borde borga gott för Maskin & Teknik, så länge som kommersialiseringen lyckas. För att undvika att hjälpa konkurrenter främst på entreprenadsidan, har Railcare dock beslutat att inte sälja dessa produkter i Sverige. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands, inte minst för MPVn, men marknaden är konservativ, prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan spela in, så det går knappast att förvänta sig några snabba segrar och vi tar heller inte ut några alls i våra prognoser.

Sammantaget ser de närmaste kvartalen bra ut såvitt vi kan bedöma, och opåverkade av konjunkturen. Om vi sedan blickar längre framåt, så bör volymerna ha goda möjligheter att växa mot bakgrund av de allt bättre långsiktiga marknadsförutsättningarna och potential till positiva överraskningar finns på flera håll. Vi hamnar lite högre än bolagets mål om 10% i årlig omsättningstillväxt, men det spelar förvånansvärt liten roll ur ett värderingshänseende.

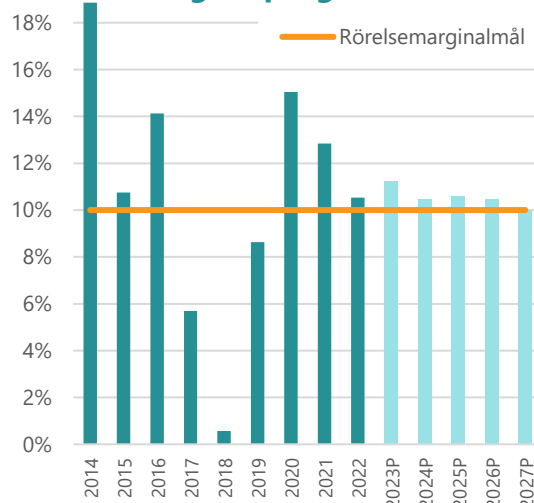
## Kostnader

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

Utöver inflationseffekten, som inte bara drabbar Railcare utan branschens aktörer generellt, finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbildningen som andel av omsättningen skulle ha förändrats nämnvärt från tidigare. Förädlingsvärdet är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för övriga råvaror får endast litet genomslag på resultatet. I takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar dock Övriga externa kostnader något, men avskrivningarna minskar samtidigt. Kassaflödet från den löpande verksamheten sjunker också något som en effekt härav, men lättar samtidigt på balansräkningen. Å andra sidan räknar vi med att de investeringar som bolaget förbereder sig på kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen.

Personalkostnaderna förändras inte heller stort utan följer branschen, där Railcare ändå ligger lite ovanför genomsnittet. Däremot innebär en ökad takt i rekryteringarna, hittills främst av lokförare och maskinoperatörer, ökade personalkostnader som inte omedelbart motsvaras av ökade intäkter, bl a på grund av rekryteringskostnader, att de behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det tynger förstås marginalerna lite.

## Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

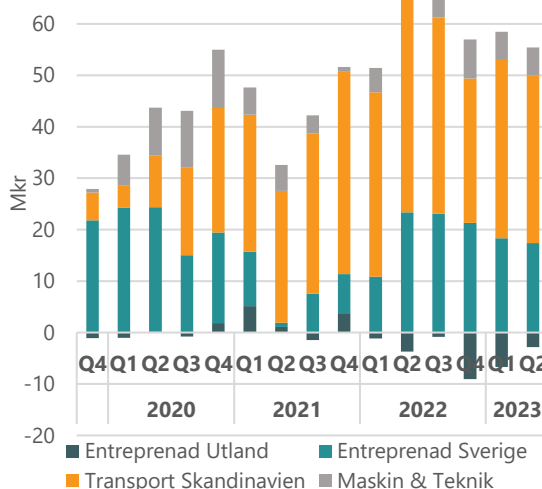
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men den borde sjunka med den aviserade investeringspuckeln under kommande år, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen. Ändå siktar bolaget mot bibehållna marginaler,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

Mer kortsiktigt går det heller inte att bortse från underhållsnyckeln. Andra halvåret förra året hade exempelvis den ökade aktiviteten 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 kostnader för att hyra in maskiner som ersätter de som är på service. Även om bolaget passade på att vidta dessa åtgärder under en lite mindre hektisk period så är det här något som vi får räkna med att det återkommer då och då, kanske framför allt efter en period med stark aktivitet.

Med en stor andel fasta kostnader blir beläggningen avgörande för marginalerna på kort sikt. Den varierar ju över tid, men är svårt att prognosticera. På entreprenadsidan är det beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket som ju har brustit på sistone. Med en större volym så blir det automatiskt en viss utjämning av beläggningen, men att öka kapaciteten är heller inte helt enkelt. Det är ont om lok och utbildad personal går nästan inte att få tag på. Att öka kapaciteten innebär också att bolaget tar på sig ökade fasta kostnader. Bolaget investerar mycket i sina anställda men ställer i gengäld höga krav på hur de är som personer, med rätt inställning till service, flexibilitet och förmåga att lösa problem själva ute på fältet. När en rekrytering väl lyckas och investeringen i nödvändig utbildning tagits, så ska det mycket till innan man låter en sådan person gå från företaget, även om en svacka uppstår i verksamheten.

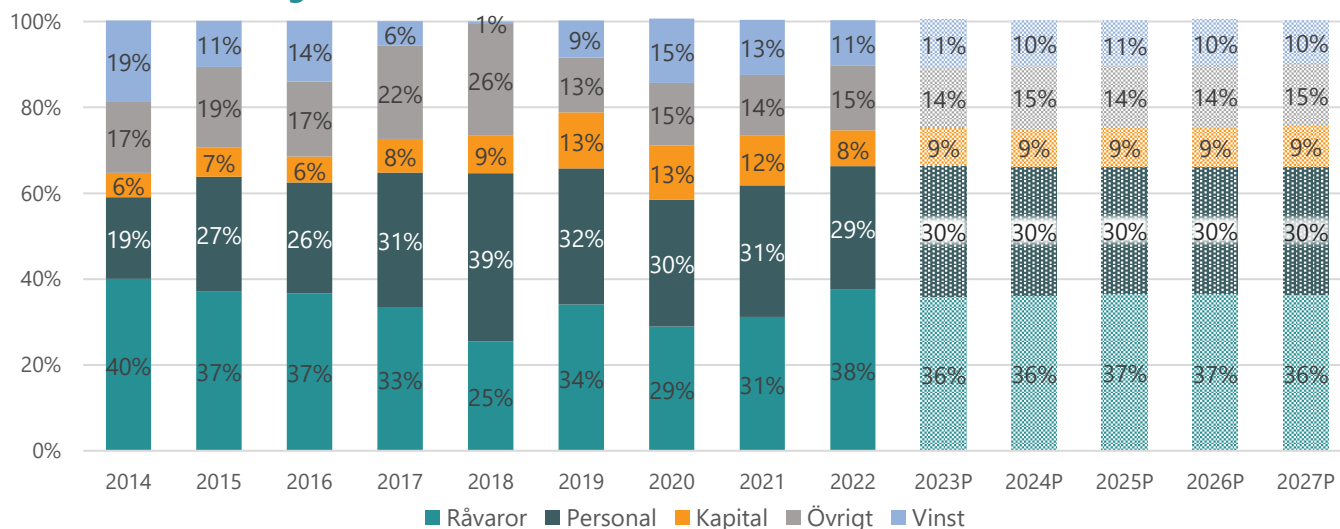
Svaret har blivit att Railcare arbetar mera med att hyra lok och med att se till att personalen har så bred utbildning som möjligt för att kunna hoppa in på flera olika ställen. Ett led i detta har exempelvis varit att alla operatörer inom Entreprenad Sverige och Entreprenad Utland under sista kvartalet ifjol samlades under ett bolag, vilket

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



Källa: Bolaget

### Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget



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

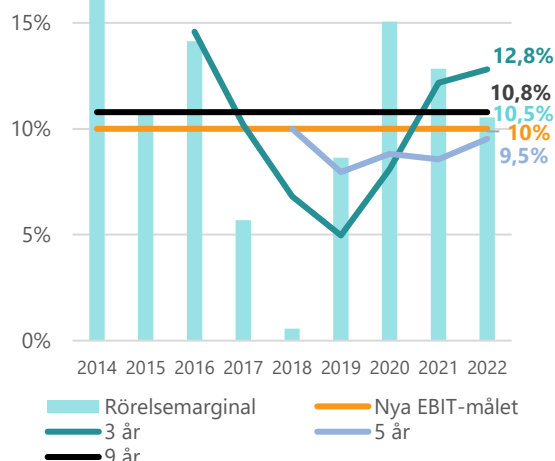
De långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver blir i det här sammanhanget extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Det bästa exemplet är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt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

## Marginalutvecklingen

Bolaget påpekar att de agerar i en mogen bransch och menar att de generellt vill vara försiktiga med att kommunicera sådant de inte kan uppfylla, utan målen ska snarare ses som att detta är vad de verkligen borde kunna nå. Förvisso är marginalerna redan goda jämfört med konkurrenterna och en temporärt lägre beläggning får stort genomslag då de fasta kostnadernas andel är hög. Dock är Railcare både effektivare och mer flexibla än större, ofta statliga konkurrenter. Bolaget konstaterar också att Trafikverket redan betalar lite mer för de jobb där Railcare använder sin MPV - och alltså därmed uppfyller nollutsläppskraven – något som förhoppningsvis kan öka framgent.

Sammanfattningsvis bedömer vi att även marginalen kan komma att ligga lite över bolagets mål, om än att vi över de närmaste åren i våra prognoser låter den falla tillbaka till bolagets angivna golv om 10% på rörelseresultatnivå.

## Rörelsemarginal



Även om den varierar en hel del mellan åren, så framstår ju inte heller rörelsemarginalmålet som särskilt aggressivt.

Källa: Bolaget, beräkningar Analysguiden

## Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	353	293	270	371	401	438	497	560	630	700
Övrigt Intäkter	3	4	7	9	20	15	15	24	19	24
Kostnad sålda varor	-189	-161	-142	-177	-181	-204	-269	-286	-325	-365
Bruttoresultat	167	136	135	203	241	249	243	298	324	359
Personal	-92	-93	-108	-120	-125	-139	-146	-178	-195	-215
Övriga rörelsekostnader	-4	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-5	-5	-5
<b>Resultat före avskrivningar (ebitda)</b>	71	40	26	82	114	108	95	115	124	139
Avskrivningar	-22	-23	-24	-50	-53	-52	-43	-52	-58	-65
<b>Rörelseresultat (ebit)</b>	50	17	2	32	60	56	52	63	66	74
Finansnetto	-5	-5	-5	-6	-5	-4	-5	-9	-11	-10
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	45	12	-4	27	56	52	47	54	55	64
Skatter	-10	-3	2	-6	-12	-11	-10	-11	-11	-13
<b>Nettoresultat</b>	35	9	-1	21	44	41	37	43	44	51

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

## Värdering

Från december 2017 – innan Railcare-aktien flyttade till Nasdaq, och innan det mycket viktiga Kaunis-kontraktet hade tagits – och fram till idag har aktiekursen stått stilla: Kursen idag är 18,45, mot 18,50 den 1a december 2017. Under tiden har omsättningen nästan fördubblats, vinsten per aktie fyrdubblats och verksamheten har nått en helt annan grad av stabilitet och erkännande. Visserligen var kanske värderingen för optimistisk då, men ett P/E-tal på 12 för fjolårets vinst och 10 på innevarande år, för ett mycket solitt, kassaflödespositivt och utdelande bolag som växer med mer än 10% per år, framstår som njuggt.

P/E-tal i all ära, tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien ligger ändå på en kassaflödesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och sedan stämma av denna mot andra värderingsindikatorer.

### Kassaflödesvärdering

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

Avkastningskravet används för att diskontera framtida kassaflöden för att bilda oss en uppfattning om aktiens värde idag. Det finns flera olika modeller för att göra detta och i Railcares fall tycker vi att det fria kassaflödet hänförligt till eget kapital (FCF to equity) är en lämplig bas. Vi ligger alltså lite högre än bolagets egna förväntningar om 10% omsättningstillväxt under de närmaste 3 åren, dels för att trenden nu är högre och att målet sattes innan inflationen tog riktig fart. Mot bakgrund av de investeringar bolaget gör och kommer att göra för att lägga grunden för åren därefter, så utgår vi ifrån att 10% tillväxttakt nås för 2026 och åren därefter. Med tanke på dels hur det har sett ut historiskt, dels att bolaget går in i en period av tunga investeringar, men samtidigt kan jämna ut beläggningen en aning med tilltagande storlek, så lägger vi vårt rörelsemarginalantagande på drygt 11% för 2023 som sjunker ner mot bolagets mål om 10% och i linje med historiskt uppnådda nivåer. Om vi vid prognosperiodens slut, år 2028, försiktigtvis antar att aktien handlas till P/E 10, så får vi en motiverad kurs på drygt 21:- idag. Med ett högre antaget P/E-tal 2028 stiger givetvis den motiverade kursen, t ex drygt 25 kronor vid P/E 12.

Det framstår dock som lite missvisande, då bolaget under dessa år tar stora investeringar i huvudsak för åren därefter. Om vi därför även skissar på en förlängning av prognosperioden till 2035 under enkla likartade förhållanden så blir den motiverade kursen idag knappt 33 kronor vid ett antaget P/E-tal om 10 år 2035 och drygt 35 kronor vid P/E 12.

### Med bolagets femårshorisont

Motiverad kurs,	P/E2028	Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	17	16	16	15	15	14	14	
7	19	18	17	17	16	15	15	
8	21	20	19	18	18	17	16	
9	22	22	21	20	19	18	18	
10	24	23	22	21	21	20	19	
11	26	25	24	23	22	21	20	
12	28	27	26	25	24	23	22	
13	30	28	27	26	25	24	23	
14	31	30	29	28	27	26	25	
15	33	32	30	29	28	27	26	
16	35	33	32	31	30	28	27	
17	37	35	34	32	31	30	29	
18	39	37	35	34	33	31	30	

Om bolaget når sina mål om 10% rörelsemarginal och 10% omsättningstillväxt under de kommande fem åren, så framgår motiverad kurs idag ur tabellen, givet det avkastningskrav man har på investeringen och den multipel man tror att aktien kan komma att handlas till efter de fem åren.

Källa: Analysguiden

### På längre sikt

Motiverad kurs,	P/E2035	Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	35	32	29	27	25	23	22	
7	37	34	31	29	26	24	23	
8	39	35	33	30	28	25	24	
9	41	37	34	31	29	27	25	
10	42	39	36	33	30	28	26	
11	44	41	37	34	31	29	27	
12	46	42	39	35	33	30	28	
13	48	44	40	37	34	31	29	
14	50	46	42	38	35	32	30	
15	52	47	43	40	36	33	31	
16	54	49	45	41	37	34	32	
17	56	51	46	42	39	35	33	
18	58	53	48	44	40	37	34	

Om bolaget fortsätter nå 10% rörelsemarginal och 10% omsättningstillväxt under de efterkommande åtta åren (efter 2028), så blir motiverad kurs idag klart högre.

Källa: Analysguiden

Med ovanstående kalkyler ligger det nära till hands att tänka att man behöver vara ganska långsiktig som investerare i Railcare, men man får inte glömma att man under tiden ändå kan räkna in avkastningskravets 12%/år och detta för en aktie som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed kan försvara sin plats i en diversifierad aktieportfölj ändå.

## Multipelvärdering

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

- Innevarande års P/E-tal hamnar på drygt 10. Det framstår inte som särskilt dyrt med de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på knappt 10 för 2023p.
- EV/Sales, däremot, störs inte på samma sätt av investeringspuckeln, men fångar å andra sidan inte tillväxten i bolaget på ett bra sätt och är väldigt grovhugget.

Multiplar används kanske främst vid jämförelser med liknande bolag, men det är inte helt lätt i Railcares fall, då järnvägsmarknaden bara för underhåll är fragmenterad i små nischer och bolagen oftast är antingen onoterade, delar av mycket stora koncerner med bara en liten del av omsättningen inom järnväg eller del av en stor internationell koncern med mycket järnväg, men varav bara en liten del är hänförlig till Sverige eller till Railcares nischer.

## Värdering av det egna kapitalet

En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista juni uppgick det egna kapitalet per aktie till 10,30 kr (9,23). Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 1,8 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på 16% för senaste 12-månadersperioden och knappt 15% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 12%, och visar då ett värde på 13:75, eller omvänt, 9% avkastning.

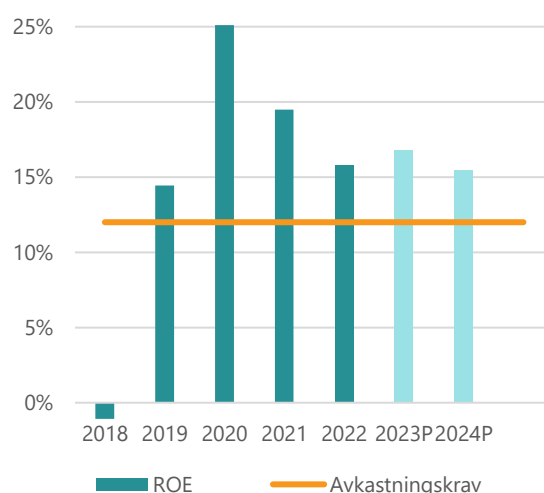
Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett lägre värde, men två förefaller sannolika: 1/ Modellen är också en en-periodmodell som inte tar hänsyn till tillväxten. 2/ Kapitalstrukturen: En låg finansiell hävstång (hög soliditet) innebär en suboptimal kapitalanvändning med för mycket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

## Slutsatser

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

- Vi har använt ganska konservativa antaganden: Samma reala tillväxt och marginaler framöver som historiskt, trots tydligt

## Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Nu värderas det egna kapitalet till 1,7 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

ökade investeringar och en marknad som skjuter fart, inte minst lokalt.

- Det finns potential i maskinförsäljning externt som vi inte tagit hänsyn till och även i utlandsverksamheten och en mer slimmad kapitalstruktur.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som passar bra i nuvarande osäkra marknadsklimat.
- Dess karaktär gör också att en investering i aktien ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

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

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

## Risker

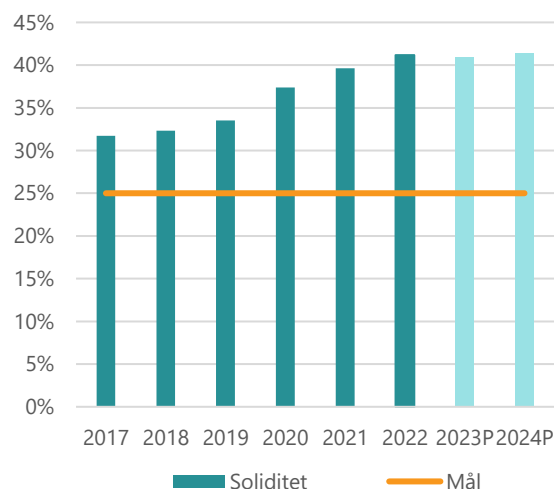
Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekryterad personal med lång arbetsintroduktion som man ogärna gör sig av med. Den operativa hävstången är med andra ord relativt stor. Efterfrågan på bolagets tjänster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

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

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

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

## För hög soliditet?



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Nu värderas det egna kapitalet till 1,7 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

## Marknad, produkter & tjänster

Järnvägsmarknaden, såväl för infrastruktur som för tjänster, är en konservativ bransch med tung statlig dominans. Detta gäller såväl i Sverige som i Railcares största utlandsmarknad, Storbritannien. Även om marknaden är mogen, så har den sett bättre tillväxtförutsättningar på senare år, främst tack vare ökad klimathänsyn då tågtransporter är mycket energieffektiva. Någon enstaka högteknologisk nisch i marknaden visar också mycket god tillväxt.

### Entreprenad Sverige & Utland

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

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

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

### Transport

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

### Relining



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

Källa: Bolaget

### Malmtransport



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

Källa: Bolaget

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 i år, efter ett avbrott under första kvartalet från att tidigare haft uppdrag under fjolåret.

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

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

Sådana luftgropar till trots har Transport Skandinavien, kanske lite otippat, utkristalliserat sig som Railcares stjärna de senaste åren. Både omsättningstillväxt och marginaler har legat klart över koncerngenomsnittet, om än med variationer enstaka kvartal.

## Maskin & Teknik

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

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

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

**Snöröjningsmaskiner:** Railcare började också använda sin vacuumteknik för skonsam snöröjning på spåren och har nu senast utvecklat en snösmältare som eliminerar problemet med att behöva frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde också ifjol höstas kontraktet med Railcare för snöröjning till 2025, värt ca 40 mkr per år.

## Snöröjningsmaskiner



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

Källa: Bolaget

## Ballast Feeder



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

Källa: Bolaget

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

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

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

## Organisation

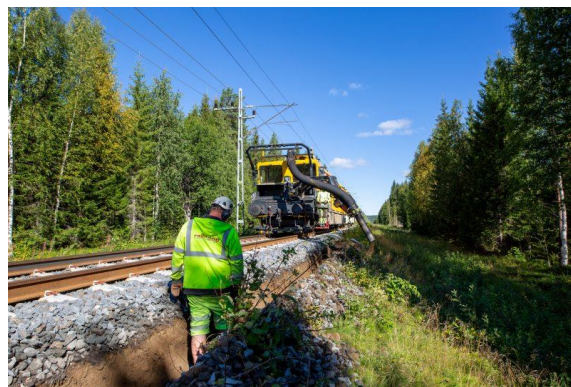
Railcare vinnlägger sig om en platt organisation med korta beslutsvägar och decentraliserat operativt beslutsfattande. På svenska betyder det att personalen ute på fält har befogenhet och kompetens att lösa problem som uppstår och att bolagets overheadkostnader reduceras. De anställda växer med ansvaret,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

Det här får flera effekter:

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

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögörliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport Skandinavien som både har vuxit snabb-

## RailVac



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

Källa: Bolaget

## MPV



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

Källa: Bolaget

are och haft bättre marginaler än entreprenadverksamheterna, trots att de senare har gynnats av den interna produktutvecklingen.

## Ledning och ägare

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

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

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

<b>Största aktieägarna, %</b>	<b>aktier</b>	<b>andel</b>
Norra Västerbotten Fastighets AB	7 121 395	29,5%
TREAC Aktiebolag	2 390 000	9,9%
Ålandsbanken AB	1 236 162	5,1%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	868 103	3,6%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
HSBC Bank PLC	600 000	2,5%
Mikael Gunnarsson	485 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	406 139	1,7%
Harry Markku Sjöblom	268 697	1,1%
Torsten Germund Dahlqvist	267 341	1,1%
De tio största ägarna	14 393 824	59,7%
Övriga ägare	9 730 343	40,3%
Summa	24 124 167	100,0%

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger sannolikt under 50%. I kombination med ett börsvärde under en halv miljard kronor, blir likviditeten i aktien hämmad. Medianvolymen för en börsdag är senaste året ca 6,4 tusen aktier, eller knappt 120 tkr. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det att det tar tid att bygga en position och också att komma ur den, om inte en sk "block trade" är möjlig. Det innebär att en småbolagspremie är klart motiverad vid värderingen av aktien.



## Disclaimer

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

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

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

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

---

### Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader