

Överreaktion

Vårens och sommarens kursuppgång är borta, enligt vår tolkning då inga stora nya uppdrag annonserats och att 2027-målen inte lär nås.

Transport tog över från Entreprenad i Q2

Rapporten för andra kvartalet 2026 nådde som helhet nära våra förväntningar. Omsättningen för kvartalet var 8% högre än ifjol med 192,3 mkr (178,1 för Q2-25), vilket var i linje med vår prognos om 191 mkr. Rörelsemarginalen förbättrades till 10,8% (10,2%) utifrån ett resultat om 20,7 mkr (18,1) vilket var något under våra förväntningar om 22,2 mkr. Entreprenads omsättning sjönk 11% Q2/Q2 efter rekordet i Q1, medan Transport vände ett svagt Q1 till 25% tillväxt över Q2 ifjol.

Omotiverad misstro om nya uppdrag

Marknaden verkar nu diskontera att Railcare inte kommer att nå sitt omsättningsmål om 1 mdr 2027, då de stora uppdragen som hade krävts lyser med sin frånvaro. Visserligen har lovande nyheter kommit under de senaste månaderna med ramavtal för specialtransporter åt Maersk, ramavtal med Trafikverket och i början av året ettårsoptionen för de norra beredskapsloken, men det här är snarare garneringen än huvudrätten. **Det vore dock ytterst märkligt om Railcares förmåga att ta nya uppdrag skulle ha försvunnit**, och marknaden har snarast förbättrats, så vi vidhåller att nya stora uppdrag kommer, om än med fördröjning. Däremot minskar vi vår prognos ytterligare och skjuter den framåt i tiden, så nu räknar vi försiktigtvis med att omsättningsmålet nås först 2029. I och med att organisationen redan är uppskalad för att hantera nya volymer och dessa inte nås, så tror vi heller inte att bolaget kommer att nå riktigt ända fram till marginalmålet om 13% för 2027. Däremot räknar vi med fortsatt tillväxt under åren därefter och att kostnadskostymen successivt fylls ut, så rörelsemarginalen kommer inom tiondelar från målet.

Gummisnodden spänd på nedsidan

Trots försiktigare prognoser till slutet 2029 och ett höjt avkastningskrav för att återspegla den högre osäkerheten, så utmynnår vår DCF i 41-43 kronor, och med en grövre karta fram till 2035 på betydligt mer. I beräkningen utgår vi ifrån att aktien handlas till EV/EBIT=10, P/E=11 i slutet av 2029. Så länge som inga nya stora uppdrag annonseras så håller vi fast vid en motiverad kurs på 40 kronor, vilket ändå innebär en kurspotential på ca 35%, eller omvänt en AROR på ca 30% inkl utdelningar till slutet 2029. Med 8% årlig tillväxt och 12-13% rörelsemarginal till 2035, så kan en dubbling av dagens kurs motiveras, och AROR hamnar över 25% per år till dess.

Gummisnodden framstår nu som ganska hårt spänd på nedsidan, så när positiva nyheter om nya uppdrag kommer, så kan kursen raskt hitta tillbaka till tidigare toppnivåer och vår målkurs. Risk/reward framstår med andra ord som mycket attraktiv. Till det ska läggas en strukturellt växande, konjunkturokänslig verksamhet och bra portföljegenskaper genom den diversifiering aktien tillför.

Railcare Group AB

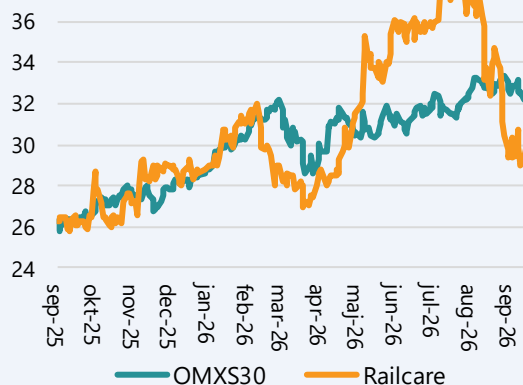
Rapportkommentar - Q2 2026

Datum 17 september 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, 16/9 2026	29,70
Antal aktier, milj.	25,1
Börsvärde, mkr	746
Nettoskuld, mkr	503
Företagsvärde (EV), mkr	1249
Webbplats	www.railcare.se
Motiverad kurs	40,00
Nästa rapport	5 november 2026

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2025	2026p	2027p	2028p
Omsättning	668	753	820	910
Bruttoresultat	429	512	560	620
Rörelseres. (EBIT)	67,6	90	100	113
Resultat f. skatt	52,3	67	74	83
Nettoresultat	39,8	51	56	63
Vinst per aktie	1,58 kr	2,03 kr	2,23 kr	2,51 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,70 kr	0,80 kr	0,90 kr
Omsättningstillväxt	18,3%	12,8%	8,2%	11,3%
Bruttomarginal	64,3%	68%	68%	68%
Rörelsemarginal	10,1%	12,0%	12,2%	12,4%
Nettoskuld/eget kap.	1,7	1,4	1,3	1,1
Nettoskuld/ebitda	1,2	1,0	0,9	0,8
P/e- tai*	18,1	14,6	13,3	11,8
EV/EBIT*	18,5	13,9	12,5	11,1
EV/omsättning*	1,9	1,7	1,5	1,4
Direktavkastning*	2,4%	2,4%	2,7%	3,0%

* 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.

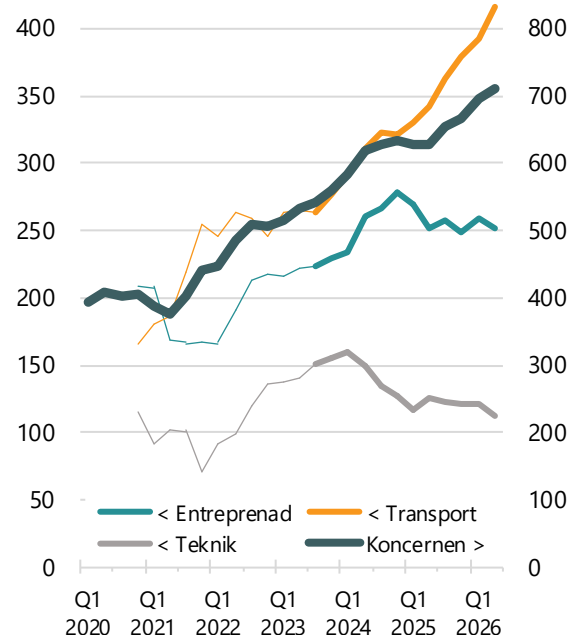
Aktien har bra potential

Med våra omsättningsprognoser – som ligger tydligt lägre än bolagets mål om 1 mdr 2027 – och en förväntad rörelsemarginal nära målet om 13%, så ser vi en kurspotential på 35% i kursen idag, och betydligt mer med en längre horisont än 2029. Det baseras dock på att betydande nya transportuppdrag tas under de närmaste åren och att de gamla bibehålls; t ex de fyra norra beredskapsloken. Även utan nya uppdrag så kan ändå dagens kurs motiveras. Vårt basscenario grundas i en tillväxt lite under den historiska, och vi har höjt avkastningskravet igen, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns. De skulle kunna utgöras av en expansion av lokverkstaden, nya ”depåstopps”-kontrakt och så kittlar tanken på ett genombrott för extern försäljning av Railcares unika maskiner.

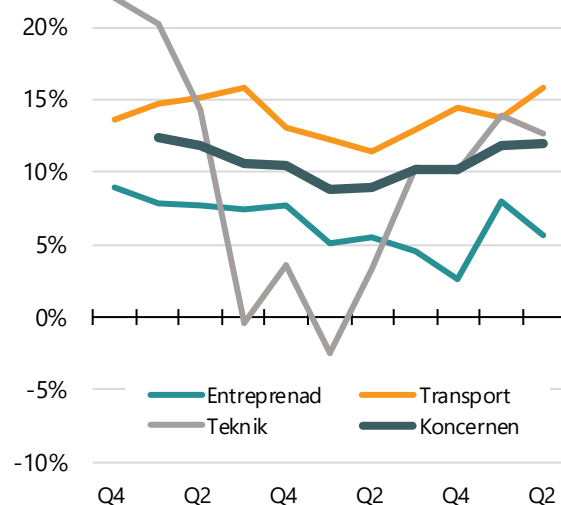
Det som kan verka hämmande på kursen förutom att nya uppdrag kanske inte säkras i närtid, är bl a ett lågt börsvärde med en låg freefloat vilket ger en låg likviditet i aktien och ”småbolagssmitta” samt en viss operativ volatilitet.

Aktien är ändå 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.

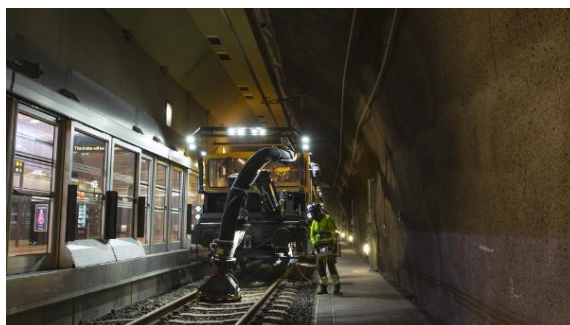
Rullande 4Q omsättning



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.

Makroperspektivet

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 dubblering 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.

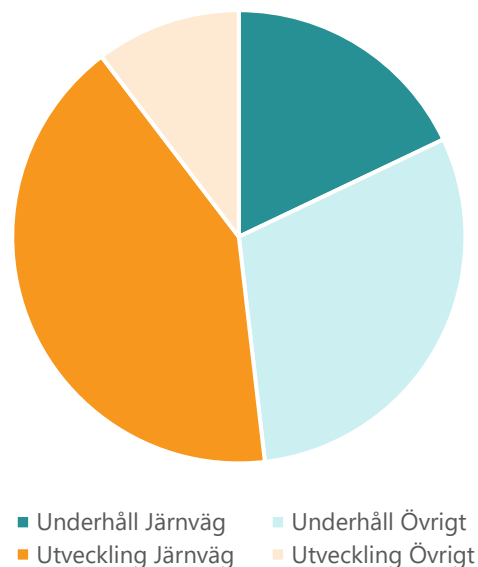
Arbetsättet är under förändring

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 dubblering 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 provas i samband med upphandling av delar av Ostlänken från Järna till Linköping – Sveriges största infrastrukturprojekt om 110 miljarder. 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 hastighetsskillnaden mellan passagerar- och godståg som gör att de samsas ganska illa på samma spår samtidigt, vilket 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 kraftigt 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 har dieselpriiserna vid pump börjat vända upp och har sannolikt passerat sin lägsta punkt. En annan positiv faktor är att miljökompensationen för järnvägsgods höjs kraftigt. Från 2026 till 2030 är ramen 885 mkr per år, 335 mkr mer per år än tidigare. Det förbättrar järnvägens konkurrenskraft mot väg, även om Trafikverket samtidigt konstaterar att den retroaktiva utformningen gör stödet mindre förutsägbart vid kontraktsteckning. Sammantaget framstår det som att balansen går mot att återställas, vilket är viktigt för att kunna hålla liv i lågtrafikerade linjer som annars riskerar att stängas för gott.

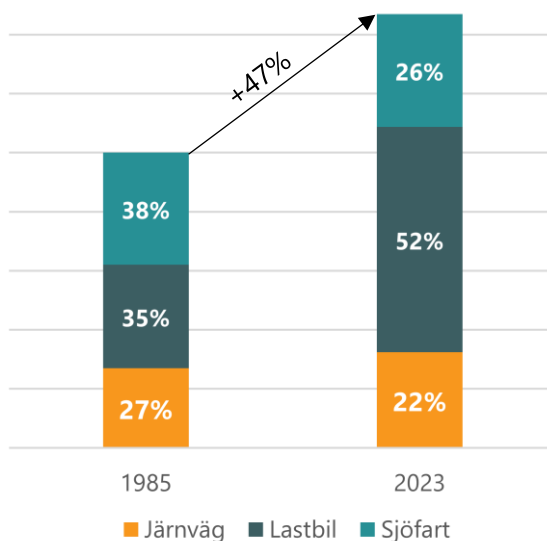
NATO-medlemskapet

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 Malmбанan, 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

Godstransportarbetet

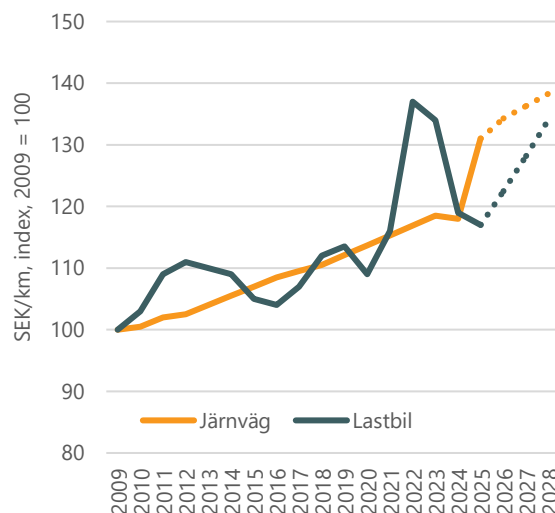
Sverige, tonkilometer totalt med lastbil, järnväg & sjöfart



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 påverkas av banavgifter och dieselpriiser 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>

världen, så är den helt central för Nordnorge och samma diskussioner som vi har kring den svenska delen av banan, har Norge runt den norska delen, Ofotbanen. Den utgör bara en procent av norska järnvägsnätet men står för 60% av deras godsmängd i ton räknat. Utöver malm så fraktas exempelvis fisk för 25 miljarder årligen, hälften av alla dagligvaror till Nordnorge samt post, och den ersätter 20 000 långtradare per år. Den är på många sätt vägen till och från Arktis. Upprustningen, med bl a längre och fler 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 sårbar. 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 och tillkommande 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 den flexibilitet som är inbyggd i organisationen.

Dessa nya industrier bygger dessutom ofta sin existens på miljöhållsryn, 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. Där passar batterivagnen MPV, och dess nya uppgraderade efterföljare med strömavtagare, MPVe, perfekt in på ökade miljökrav.

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 –

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

om det ens blir möjligt. Många lok är bortåt 50 år gamla, bränsle-
törstiga och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränsle-
priser eller klimat stod i fokus. Dessutom införs ett helt nytt europe-
iskt signal- och säkerhetssystem, ERTMS (European Rail Traffic Ma-
nagement System) som i Sverige kommer att ersätta vårt gamla sy-
stem ATC. Det här ska på sikt få bort mycket av de problem som pas-
serandet av landsgränser innebär, där tåg hittills varit tvungna att ha
multipla system ombord för detta – ett problem som varit en konkur-
rensnackdel för järnvägen mot lastbils- eller flygtransporter. De nu-
varande 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 om-
byggnad 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 för att mätta efterfrågan. Vare sig det blir nytt
eller ombyggnad så står branschen alltså inför en investeringspuckel
där Railcare tack vare finansiell styrka och förutseende ligger väl till.

De stora ombyggnadsbehoven gynnar Railcares lokverkstad som re-
dan sett en så kraftigt stigande efterfrågan de senaste åren att kapaci-
tetstaket 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 hjulsvär-
ning) vilket skulle betyda förkortade stillestånd och leveranstider till
gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

Marknaden övergripande

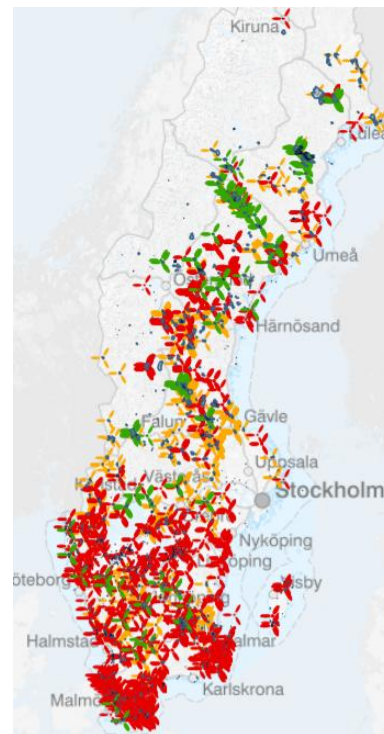
Sammantaget framstår det som att den underliggande tillväxten för
järnväg generellt kommer att vara mycket god framgent, vilket är en
återspeglning av en växande transportmarknad på järnvägen. Samti-
digt börjar den stora underhållsskulden som finns i det svenska järn-
vägsnätet betas av, om än mycket långsamt. Förutom att det gynnar
entreprenadverksamhet generellt, även Railcare, så gynnar också
järnvägens sårbarhet i spåren Railcares snabbt expanderande verk-
samhet 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 Fi-
nance AB 2024, ett lokuthyrningsföretag (se nedan och
<https://mfu.se/a/analysguiden/kommentar-railcare-framtidsinve-stering>).

² Alla fordon på svensk järnväg måste vara ombyggda för ERTMS till 2030 och Trafik-
verket anslår nu en ram på 3 miljarder för ett stöd på 50% av ombyggnadskostna-
derna 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 vind-
kraft.



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 bygg-
start 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

Marknadssegmenten

Svensk järnvägsmarknad domineras av ett mindre antal storbolag. Jättar som Infranord, Green Cargo och Ahlstrom är exempel inom entreprenad, transport och renovering/underhåll, vilka är Railcares affärsområden. Railcare undviker dock att konkurrera direkt med dessa, dels genom att bli underleverantör till dem av vissa tjänster, dels genom att specialisera sig på nischer som är för små för jättarna att lägga sina ansträngningar på. Det kan därför vara värt att titta lite noggrannare på marknadsförutsättningarna i de viktigaste av dessa nischer.

Beredskaps-/Röjningslok

Beredskaps- eller röjningslok har under de senaste 5-6 åren seglat upp som en riktigt vinnare för Railcare. De skickas ut från strategiskt valda platser över hela landet när något inträffar på spåren i närheten, för att så snabbt som möjligt få spåren användbara igen. Det innebär konstant kompetent bemanning och ersättningen är därför i huvudsak fast; likaså kostnaderna. För att få en idé, så kan man lite slarvigt säga att ett röjningslok kostar i runda tal 1 mkr per månad för Trafikverket. Samtidigt är avtalen i allmänhet långa, så de innebär en hög grad av förutsägbarhet.

Uppdragen är mycket attraktiva, men Trafikverket ställer höga miljö- och säkerhetskrav, t ex Steg V-dieselmotorer, ETCS, svensk säkerhetsutrustning. Det betyder att listan på möjliga konkurrenter ändå blir kort:

- **ProTrain**, som fick sitt kontrakt i Stockholm, Göteborg och Herrljunga uppsagt i början på året då deras lok inte uppfyllde Trafikverkets krav, men som kan tänkas hyra andra lok.
- **Grenland Rail** som fick ta över Herrljunga utan upphandling till slutet av 2026, och tidigare har haft Göteborg,
- **Nordiska Tåg** som vann fjolårets upphandling (5+2 år) för Malmö har lok i Kil och tillfälligt tagit över Stockholm och Göteborg på direktupphandling, samt
- **Tågab** som haft Hallsberg men som saknade lok som klarade kraven i senaste upphandlingen 2023.

Totalmarknaden i Sverige för röjningslok är ca 15 lok – där Herrljunga är temporär, medan det eventuellt kan behöva kompletteras någonstans – och värdet kan då uppskattas till ca 180 mkr per år. Om vi blickar framåt i nischen så kommer följande större upphandlingar att vara aktuella:

- **Stockholm, Göteborg (& Herrljunga?)**: Efter att ProTrain tappade kontraktet i början på året då de inte fick fram lok som uppfyllde kraven, så gjordes en ny upphandling som vanns av Nordiska Tåg för 3+2 år med samma loktyp som Railcare (Effishunter 1000 från tjeckiska CZ Loko). Tilldelningen överklagades emellertid och ligger nu för avgörande i förvaltningsrätten. Under tiden direktupphandlade Trafikverket båda uppdragen av Nordiska Tåg.
- **Norrland**, där Trafikverket utnyttjade nyligen sin option på ett år i avtalet med Railcare för Kiruna, Boden, Vännäs och Långsele, som därmed löper ut per sista dec 2027. Railcare har ju

Beredskapslok

En liten nisch i järnvägsmarknaden där uppdragstagaren förbinder sig att med kort inställelsetid tillhandahålla resurser och utföra röjning av spår efter en incident, för att snabbt återställa trafiken på sträckan.



Källa: Railcare

Beredskapslok

En liten nisch i järnvägsmarknaden där uppdragstagaren förbinder sig att med kort inställelsetid tillhandahålla resurser och utföra röjning av spår efter en incident, för att snabbt återställa trafiken på sträckan.

Område	Leverantör	Förfall
Kiruna	Railcare	dec 2027
Boden	Railcare	dec 2027
Vännäs	Railcare	dec 2027
Långsele	Railcare	dec 2027
Änge	Railcare	dec 2030, +1 +1 år
Gävle	Railcare	dec 2030, +1 +1 år
Borlänge	Railcare	dec 2030, +1 +1 år
Hallsberg	Railcare	dec 2030, +1 +1 år
Nässjö	Railcare	dec 2030, +1 +1 år
Älmhult	Railcare	dec 2030, +1 +1 år
Malmö	Nordiska Tåg	dec 2026?
Kil	Nordiska Tåg	dec 2025, +1 +1 år?
Göteborg	Nordiska Tåg	2026, upphandlas
Stockholm	Nordiska Tåg	2026, upphandlas
(Herrljunga)	Grenland Rail	Oklart

Källa: Trafikverket, Järnvägsnytt, m fl

”egna” alldeles nya lok som uppfyller alla krav, har lokalkännedom och erfarenheten, så de borde ligga bra till vid en ny upphandling.

Railcare har idag 2/3 av alla uppdrag i landet och det vore rimligt att tänka att Trafikverket vill ha flera aktörer som kan utföra uppdragen. Samtidigt är Trafikverket skyldigt att gå på bästa pris, så Railcare kommer fortsatt att vara med i matchen. De har rejält med erfarenhet, skalfördelar i personal och maskiner, egen lokverkstad, och så har de ju tillgång till nya lok via delägda AC Finance. Ur ett defensivt perspektiv lurar dock en ny upphandling av Norrlandsuppdragen vid horisonten, vilka måste försvaras.

Fasta transportuppdrag

Fasta fleråriga transportuppdrag, såsom Railcares avtal med Kaunis Iron som löper under 10 år till 2031 och även LKAB på 5 år till 2029 + 3 optionsår, ger på samma sätt som röjningsloksuppdrag en åtråvärd stabilitet. De större transportuppdragen är bortom Railcares liga och knips oftast av jättar som t ex Green Cargo, CargoNet (kan sägas vara Norges Green Cargo) eller Hector Rail. Mindre och mer specialiserade uppdrag är däremot Railcares hemmaplan och där bör de inte minst i norra Sverige ha goda förutsättningar att ta nya uppdrag. Nya transportuppdrag är också en förutsättning för att Railcare ska fortsätta att växa enligt plan och i linje med de senaste 5-6 åren.

När det gäller affärsmöjligheter framåt – kanske speciellt inom gruvbranschen – så finns en tydlig pipeline av nya gruvprojekt i Norrland som kan generera ett flertal järnvägsuppdrag från gissningsvis 2027-2030, där kanske de mest intressanta bland tillkommande projekt är:

- **Viscaria**, där gruvan ska komma i produktion 2027/28 och kommer att skeppa ut via Narvik så järnvägstransporterna kommer att gå på Malmbanan där Railcare redan kör. Viscarias feasibility study anger 1 tåg à 30 vagnar per vecka med kopparkoncentrat och 4 tåg/vecka med järnkoncentrat. Bolaget uppgav redan för två år sedan att de fått en offert från en tågoperatör på transport till både Narvik och Skelleftehamn (där ju Railcare har sitt huvudkontor...). Dessutom säkrade Viscaria nyligen ett off-take-avtal för ca hälften av gruvans kopparproduktion för 2028-2035, så sannolikt kommer ett transportavtal att vara mångårigt.
- **Blötberget** i Ludvika har en brytvärd reserv på 34 Mt som utvecklas av Nordic Iron Ore, och siktar på produktionsstart mot slutet av 2028 och produktion till åtminstone 2043, med utsklippning via Oxelösund. Dock är inte finansieringen helt löst.
- **Kallak** ligger ytterligare lite längre bort i sannolikhet och tid (decennieskiftet?), men skulle innebära en mycket stor affär.

Självklart finns också möjligheter hos existerande projekt inför eventuella nya upphandlingar och för industrier utanför gruvnäringen.

Entreprenadtransporter

I takt med att Trafikverket skruvar upp tempot i underhållet så kommer volymökningarna att gynna entreprenadtransporter. Jättarna som får själva entreprenaduppdragen, såsom Infranord, NRC Group, Peab, Infrakraft, m fl, lägger ut uppdrag för bl a transporter av material på underleverantörer, där kraven framför allt handlar om att

Fasta transportuppdrag

Ett mycket stort segment som domineras av storbolag som Green Cargo, Hector Rail, m fl, men där det finns utrymme för mindre aktörer i speciella nischer.



Källa: Railcare

Entreprenadtransporter

Ett cykliskt men strukturellt växande och lönsamt marknadssegment är entreprenadtransporter som servar entreprenören med materiel såsom räler, syllar, mm.



Källa: Railcare

få fram (och bort) materialet i precis rätt tid; vare sig för tidigt eller för sent, och även att vara flexibel inför att problem med själva entreprenaden kan uppstå som ändrar planeringen med kort varsel.

Det här är en säsongsberoende aktivitet där jobben måste ske när tjällen gått ur backen fram till nästa vinter – i praktiken från någon gång under Q2 till någon gång under Q4. Det är också en cyklisk aktivitet som är avhängig hur Trafikverket planerar och lägger ut sina jobb, men som i och med den nya Trafikplanen som klubbades i våras nu får en strukturell skjuts för flera år. Konkurrenter finns absolut, men förtroende och historik premieras, vilket utöver ökande efterfrågan bidrar till goda marginaler i affären.

Specialtransporter

Till dessa tre nischer inom transportsegmentet som Railcare traditionellt har arbetat inom, så ser ett nytt sådant ut att tillkomma i form av specialtransporter. I juli skrev Railcare ett ramavtal med Maersks dotterbolag Martin Bencher om specialtransporter inom Sverige som ser lovande ut. Det är visserligen ett område som knappast kommer att bli en volymaffär, men som rimligen är prisokänsligt. Den typen av transporter kräver mycket hög kompetens, med noggranna förberedelser avseende exempelvis spårens skick och bärighet, broar, mm, flexibilitet i utförandet med nattjobb, problemlösning på plats, etc. Ingenting får helt enkelt gå fel. Även här handlar det om ett mycket litet antal operatörer som kan och vill konkurrera i den här lilla nischen, så troligen blir det affärer med goda marginaler.

Specialentreprenader

Traditionella entreprenader på järnvägsanläggningen utförs i första hand av de stora bolagen av vilka vi nämnt några under Entreprenadtransporter ovan, men också mindre entreprenader av standardkaraktär är ganska konkurrensutsatta såväl från generella infrastrukturbolag till mindre grävfirmer för småjobb. Även utländska bolag arbetar på den svenska marknaden på nivån under de största uppdragen, som t ex infrastrukturbyggaren Strukton från Nederländerna med 3900 anställda, ca EUR 1,5 mdr i omsättning och verksamhet i 5 länder som är en konkurrent till Railcare inom entreprenad, men också en möjlig kund.

Railcare har därför genom åren utvecklat flera unika maskiner för speciella arbetsuppgifter i speciella miljöer där konkurrensen är mindre. Exempel inkluderar bangårdar (även i drift), tunnelarbeten, tät stadsbebyggelse, mm. Med speciella och tuffare krav på hur dessa ska utföras, t ex med begränsning av buller, vibrationer eller avgaser, så blir konkurrensen mer begränsad och marginalerna högre. Det här har också lett till det nya ramavtal som Railcare tecknade med Trafikverket för en månad sedan med start i februari 2027 om underhåll och förarbeten inför underhåll, såsom ballastbyten i växlar och på broar, kabelhantering, mm, där Railcares unika specialmaskiner kommer till sin rätt.

Den här typen av specialentreprenader är en naturlig del av Trafikverkets stora underhållsplan, så i takt med att den genomförs så kommer även dessa mindre uppdrag att följa. Begränsningen för Railcare kan snarare komma att ligga i hur långt maskinparken räcker. Mer generellt; vill Trafikverket långsiktigt ha möjlighet att öka beställningar av den här typen av arbeten så lär de sannolikt behöva för-

Krävande specialtransporter

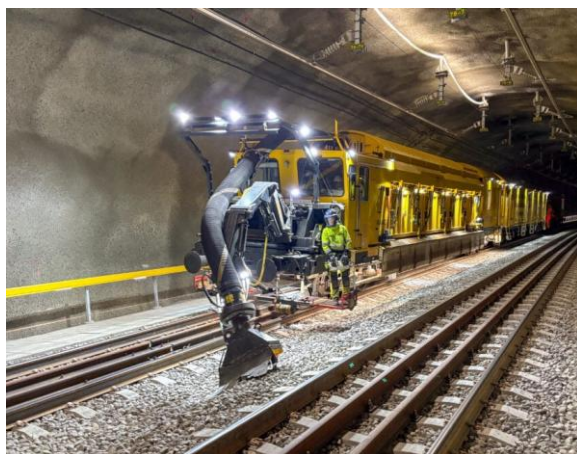
Railcare fick i juli ett ramavtal för specialtransporter som utvald samarbetspartner till Maersk för transporter som kräver särskild kompetens, planering och resurser.



Källa: Railcare

Specialentreprenader

På bilden nedan syns ett batteridrivet fordon med vacuumteknik arbeta i Varbergstunneln.



Källa: Railcare

binda sig till volymer för en lång period för att leverantörerna ska vara villiga att investera i ökad kapacitet.

Om vi blickar framåt på intressanta affärer närmaste tiden så hittar vi exempel som:

- Att Trafikverket just nu upphandlar ett ramavtal för utförande av underhåll i järnvägstunnlar i Stockholms län, med sista anbudsdag 10 september. För en extern betraktare ser det som klippt och skuret ut för Railcares batteridrivna maskiner, så vi ser fram emot tilldelningen med spänning.
- Att Infrakraft fick tilldelning av sin fjärde etapp av spårbyte på malmбанan, där Railcare bl a fått underentreprenörsuppdrag i form av ballastbyte på sju broar under fem nätter i maj, men där det kan finnas mer att hämta.
- Underentreprenader/specialentreprenadsuppdrag är också en möjlighet åt Infranord som 1 september tog över basunderhållet för sträckan Hallsberg-Laxå och Hallsbergs rangerbangård.
- Detsamma gäller även NRC Groups nya uppdrag Bräcke/Bispgården, Mitt-/Ådalsbanan, Katrineholm och Bergslagen, samt också Struktons uppdrag Stockholm Syd som startar i oktober 2026.
- Nästa år upphandlas Sävenäs som är ett miljardprojekt med möjligheter till omfattande underentreprenörsuppdrag.

De här och många andra projekt pekar på tydliga affärsmöjligheter för en specialist som Railcare. Gemensamt för dem är att de vilar på Trafikplanen som innebär att vi går från att fortsätta att bygga på underhållsskulden i svensk järnväg, till att nu istället börja beta av den.

Trumrenoveringar

Något som har blivit ett fokusområde för Trafikverket är översvämningsrisker, avvattning och erosionsskador. Åldersstigna och illa underhållna dräneringar i kombination med klimatförändringarna som innebär mer variation i nederbörden, utsätter spåren för större risker för underminering och på senare år har flera tillbud inträffat. På en del ställen krävs rejäla grävjobb för att ersätta gamla trummor eller för att sätta in större trummor för att avleda vattnet, men på många ställen räcker det med att rensa och förstärka existerande trummor för att avhjälpa problemet.

Det senare, att göra en s k "relining" av trumman där den invändigt kläs med glasfiber och epoxi för att stärka upp, har blivit en högmarginalprodukt för Railcare inom entreprenadområdet. Det är betydligt billigare än att 'gräva upp och byta ut' och kan i många fall också göras utan att stoppa trafiken. Inte minst steget innan själva renoveringarna, med inspektioner och tillståndsbedömningar, är viktigt för Railcare och en stor del av relining-affären. En intressant möjlighet för nästa säsong är sträckan Arvidsjaur-Jörn som legat i malpåse sedan 1990-talet och som nu ska undersökas för att eventuellt väckas till liv igen, vilket kräver inspektion av trummor och avvattning.

Framtiden för nischen ser ljus ut eftersom även dessa arbeten är eftersatta och effekterna av de ökande klimatförändringarna stärker behoven av åtgärder. Dessutom innebär de nya säkerhetspolitiska kraven på järnvägen krav på en ökad robusthet i anläggningen.

Specialentreprenader

I tätbebyggda områden, rangerbangårdar och liknande så går det inte bara att ploga snön åt sidan, och i en del fall inte ens skopa upp och transportera bort den. I de lägena så kommer Railcares egenutvecklade snösmältare till sin rätt..



Källa: Railcare

Avvattningsarbeten

Nedan syns exempel på hur en dräneringstrumma har stärkts upp med en relining.



Källa: Railcare

Lokunderhåll och -renoveringar

Det finns flera stora aktörer som verkar inom den här nischen, såsom franska Alstom, som just tecknat ett 12-årigt avtal med LKAB för modernisering och underhåll av 34 lok, schweiziska tågtilverkaren Stadler och norska statsägda Mantena, men Railcares styrka är återigen att kunna åta sig lite speciella uppdrag, såsom ombyggnader, renovering av riktigt gamla lok, el- eller hybridkonvertering och anpassningar till svenska förhållanden och regler. Även om det finns en hel del konkurrens, så gynnas nischen av att det är höga priser och långa ledtider på nya lok, en strukturell brist på vissa lok och inte minst av nya säkerhets- och utsläppskrav och införandet av ERTMS, samtidigt som vi har en befintlig fordonsflotta med kvarvarande teknisk livslängd som kan renoveras. Det här gör att efterfrågan är hög och så även möjligheterna till goda marginaler.

Med det sagt, så skiljer det sig från projekt till projekt: Det är exempelvis svårt att ta lika bra betalt för en hyttrenovering som för en totalrenovering eller ett motorbyte. Det är i allmänhet också gynnsamt om samma åtgärder krävs på mer än ett likadant lok på samma gång, då "hjulet bara behöver uppfinnas en gång" och sedan effektivt kan repeteras, eftersom detaljerna i arbetena ofta är modellspecifika. Även offertberäkningar är svåra och kräver erfarenhet för att landa rätt. Komplikationer kan uppstå längs vägen i ett projekt och kan påverka marginalen kraftigt.

Inom det här området framstår Euromaint Rail, med 1,9 mdr i omsättning och ca 1000 anställda med verkstäder från Malmö till Luleå, samt Kockums-ägda SweMaint med knappa 300 anställda, som de kanske starkaste konkurrenterna, även om Alstom, Mantena och Stadler också är mycket närvarande. De senare framstår som mest intresserade av stora affärer med många fordon, så nyckeln till framgång ligger även i den här nischen i anpassade tjänster och mindre uppdrag.

Lokarbeten

Förändrade säkerhets- och miljökrav, tillsammans med höga priser för nya lok, driver en ökande efterfrågan på renoveringar och underhåll av befintliga lok.



Källa: Aktiespararna

Resultatutveckling

Rapporten för andra kvartalet 2026 nådde som helhet nära våra förväntningar. Omsättningen för kvartalet var 8% högre än ifjol med 192,3 mkr (178,1 för Q2-25), vilket var i linje med vår prognos om 191 mkr. Rörelsemarginalen förbättrades till 10,8% (10,2%) utifrån ett resultat om 20,7 mkr (18,1) – det bästa Q2-resultatet någonsin – men något under våra förväntningar om 22,2 mkr.

Affärsområdena

Entreprenad

Som bolaget flaggade för i Q1-rapporten så genomförs nu stora volymer spårbyten och då finns inte utrymme för samma mängd förberedelsearbeten som kabelsänkningar, ballastbyten, mm, som normalt, och liningverksamheten har inte förmått kompensera för det bortfallet. Den lägre beläggningen slår stenhårt på marginalerna med så stor andel fasta kostnader i både personal och maskinutrustning. Till detta kommer att verksamheten i UK – som helt ska avvecklas till årsskiftet – också tynger resultatet, om än i avtagande grad.

Entreprenads omsättning sjönk med 11% i Q2 till 61,4 mkr (68,9), gentemot vår förväntan om en oförändrad omsättning. Rörelseresultatet landade på 0,0 mkr jämfört med 6,0 mkr för Q2-25, där vi räknade med oförändrat resultat.

Till en del beror kvartalets nedgång på jobb som hanns med under Q1, men volymerna för helåret hade ändå pekats ut som minskande i förhållande till ifjol. Effekterna för Q3-Q4 förväntas dock inte bli lika drastiska och förhoppningsvis kan liningverksamheten kompensera bättre framöver, då Trafikverket fortsatt prioriterar avvattningsarbeten högt för att minska risken för underminering av banvallar. Liningarbeten kan i allmänhet dessutom genomföras utan att ta tid i spåren på samma sätt som andra arbeten.

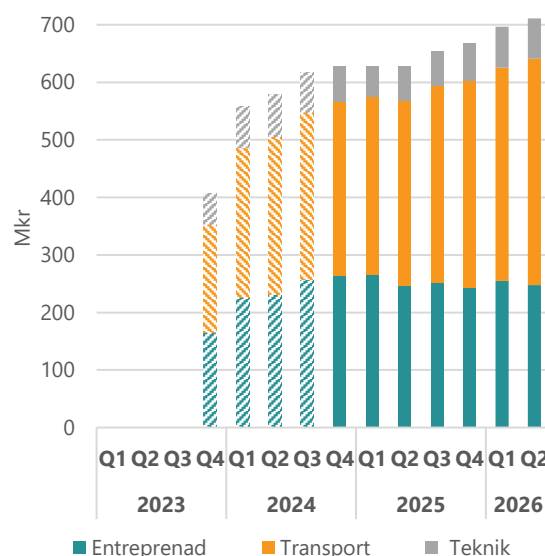
Transport

Det Railcare förlorade på Entreprenad togs dock igen inom Transport. De stora volymerna spårbyten som utförs av de stora drakarna i branschen ökade volymerna entreprenadtransporter markant.

Omsättningen i Transport ökade med nästan 25% till 118,3 mkr (95,1), vilket var nästan 9 procentenheter mer än vi hade räknat med. Självklart bidrog ökningen inom beredskapslok, men den riktiga kickern kommer från entreprenadtransporter och då var den effekten främst från andra halvan av kvartalet, vilket bådär gott för Q3.

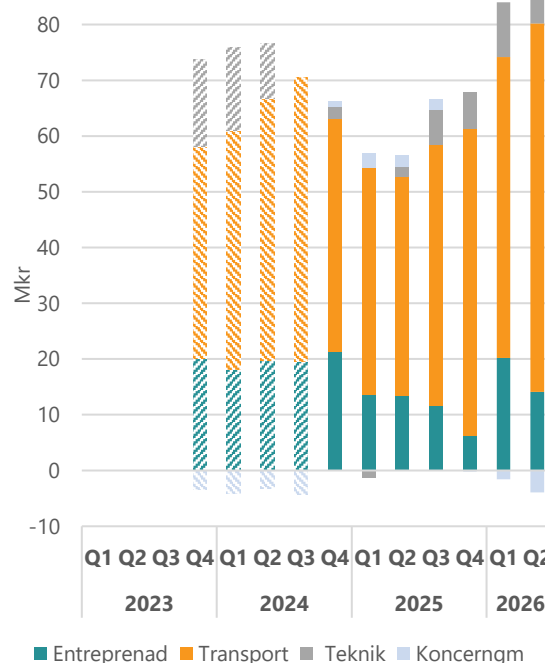
Den höga beläggingsgraden var också gynnsam för rörelsemarginalen som kom in på hela 18,9% (10,9%), på ett resultat om starka 22,4 mkr (10,3). Som vi skrev efter Q1-rapporten så förväntade vi "en vändning med ökade volymer så entreprenadtransporter kan förväntas bidra tydligt till både omsättning och marginaler", men vi var helt klart för blygsamma på båda måtten. Bedömningen att de goda volymerna entreprenadtransporter håller i sig t o m första halvan av Q4 kvarstår.

Intäkter externa kunder, rull. 4Q



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

Rörelseresultat, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

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 uppdrag under kommande kvartal, för de kommer att vara helt avgörande för att koncernen ska kunna nå sina finansiella mål.

Teknik

Affärsområdets försäljning sjönk såväl externt som internt under kvartalet och nådde 29,0 mkr (36,7), om än att intäkterna från externa kunder på rullande fyra kvartal visar en positiv trend i linje med den omställning som nu pågår mot extern försäljning. Rörelseresultatet sjönk också till 1,5 mkr (2,5), vilket ledde till en medioker rörelsemarginal på 5,0% (6,9%). Ökad beläggning måste dock till i Skelleftehamn och nya externa uppdrag där är nu i fokus, men kan nog dröja ytterligare något kvartal innan det syns i siffrorna.

Bättre kassaflöde

Trots ett ökande rörelsekapitalbehov under de senaste kvartalen så har kassaflödet från den löpande verksamheten fortsatt att stärkas med nya rekordnivåer på rullande 12-månadersbasis för varje av de senaste fyra senaste kvartalen. Denna styrka hämtas ur en successiv förstärkning av EBITDA, där omklassificeringen av de ökande leasingavgifterna har sänkt löpande kostnader och istället höjt avskrivningarna, men förbättringen är också hänförlig till en underliggande resultatförbättring. Tillsammans med minskade investeringar – bl a beroende på att den tunga investeringspuckel vi beskrivit i tidigare rapporter nu ligger bakom oss och att leasingandelen i maskinparken har ökat – har det fria kassaflödet ökat kraftigt de senaste kvartalen och ligger nu på dubbla trendmässiga nivåer mot för 1-2 år sedan. Visserligen har också amorteringen av leasing också ökat, men inte i samma takt.

Prognoser

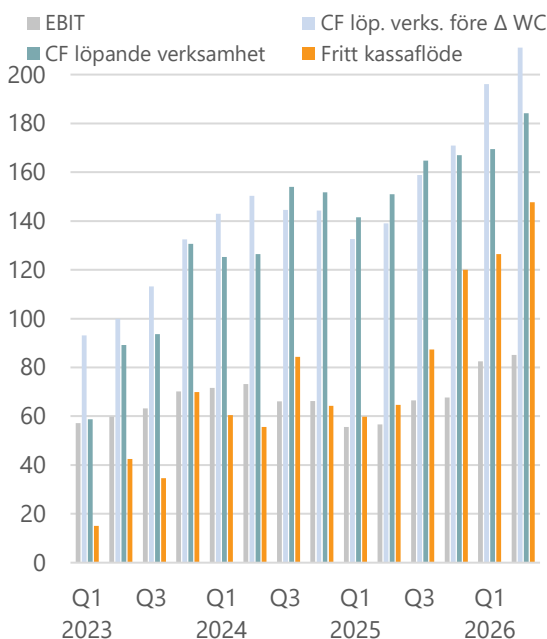
Kort sikt

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**

Även om en del av affärsområdets svaga utveckling i andra kvartalet berodde på att en del jobb hann bli klara redan i Q1, så tynger de höga volymerna spårbyten i marknaden utrymmet för förberedande arbeten som är viktiga för Entreprenads affär. Det här kan förväntas fortgå så länge vädret är gynnsamt, dvs till någon gång under Q4 – vi räknar med halva fjärde kvartalet.

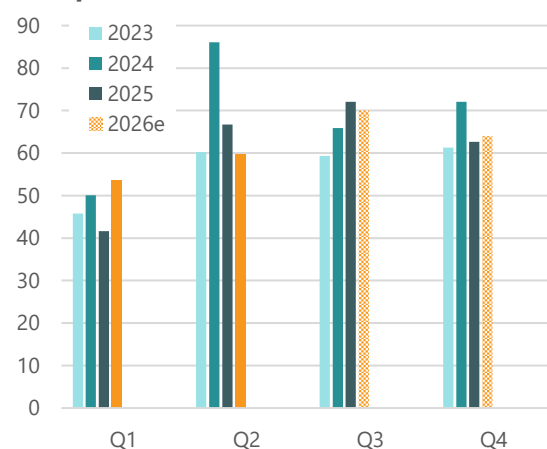
Kassaflödet, 12m rullande



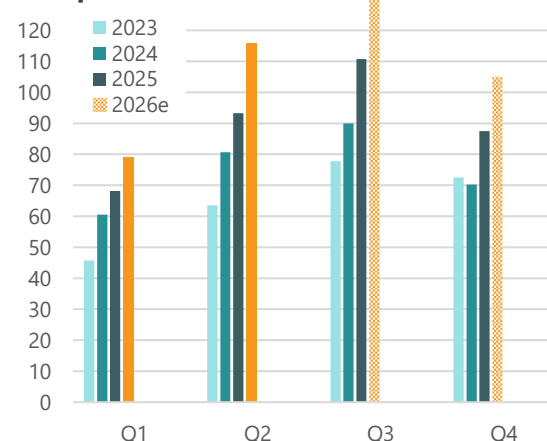
Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Säsongvariationer

Entreprenad



Transport



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, skuggad)

Liningverksamheten, däremot, bör kunna fortsätta obehindrat och Trafikverkets intresse för dränering och avvattningslär knappast ha minskat med sommarens översvämningar i Norrland. Samtidigt var volymerna i liningverksamheten under Q3 ifjol lägre än normalt, vilket också tyngde marginalen i Entreprenad, så jämförelsetalen är inte alltför tuffa.

Till det ska läggas minskade kostnader i UK, där en brand i en Railvac ifjol tyngde resultatet lite extra, så allt sammantaget landar vi i våra prognoser för Q3-26 försiktigtvis i en omsättning något under fjolårets på 70 mkr (72,0). Vi räknar också med en rörelsemarginal på 5%, nästan i nivå med fjolårets (5,4%).

Under de närmaste kvartalen därefter räknar vi med att optimeringar av verksamheten, den avlyfta bördan från UK och normaliseringar av marknaden kommer att hjälpa upp marginalerna. Däremot tar vi ner tillväxtförväntningarna något.

• Transport

Trots ett rekordstarkt Q3-25 för Transport, justerar vi upp omsättningsprognosen något för Transport för Q3 mot bakgrund av de stora volymerna entreprenadtransporter. Trafikverkets beställningar av flera större spårbyten hamnar typiskt sett hos de stora drakarna i sektorn, vilka beställer entreprenadtransporter av Railcare. Tillväxtbidraget från beredskapsloken minskar dock jämfört med tidigare kvartal under 2026, då 4 av 5 nya beredskapslok redan var igång under Q3 ifjol.

För Q3-26 räknar vi med en omsättningsökning om hela 24% till 140 mkr (112,8), vilket kan låta aggressivt, men baserat på effekten av entreprenadtransporter på bara halva Q2 och räknar upp den till hela Q3 med avdrag för ett starkt Q3-25 och tillägg av ytterligare ett beredskapslok jämfört med fjolåret så borde det inte visa sig alltför långt från sanningen. Det här bör också hjälpa rörelsemarginalen att ligga kvar på nära Q2s nivåer med 18,5% – vilket ändå är något lägre än Q3 ifjol som noterade hela 20,2%. Infrias detta väntar en rekordvinst för Transport på 25,9 mkr (22,8) på rörelseresultatnivå.

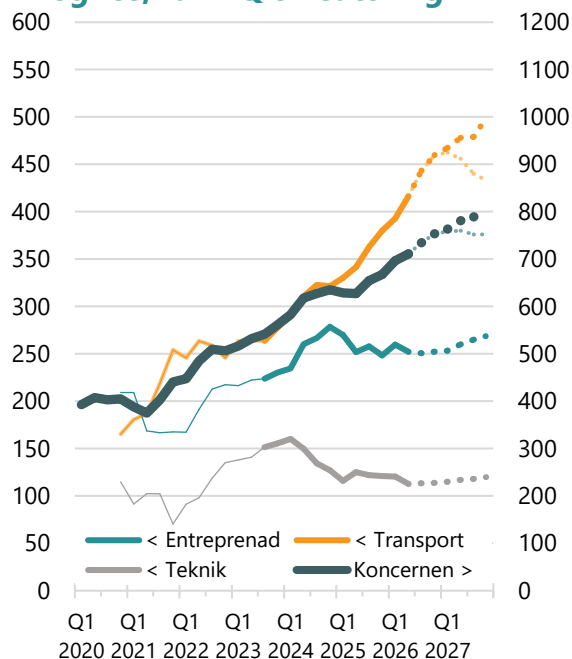
Kvartalen därefter, det vill säga in i 2027, förväntar vi oss dock en avtagande tillväxttakt. Vi får allt svårare att se hur omsättningsmålet för nästa år ska hinna infrias när de nya uppdrag inom Transport som ska förverkliga det lyser med sin frånvaro.

• 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.

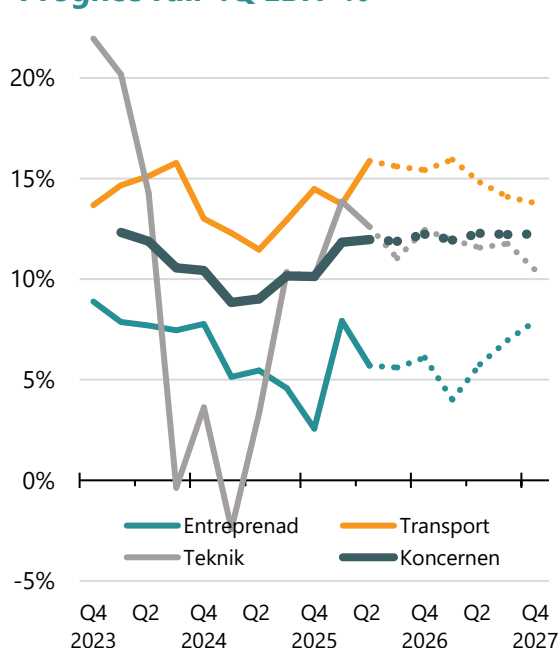
Railcare genomför en totalrenovering av ett äldre diesellok åt TM Togdrift AS. Inget ordervärde uppges, men ligger gissningsvis kring 10 mkr. Arbetet fortgår också med den Railvac som Norsk Baneservice beställde ifjol våras, men där beräknas inte leverans ske förrän i Q3/Q4. Omfördelningen av arbeten från lokverkstaden i Långsele till verkstaden i Skelleftehamn verkar ännu inte

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.

Prognos rull 4Q EBIT-%



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

helt fylla ut kapaciteten där, men överflyttningen tar rimligtvis lite tid. Gissningsvis kan det handla om lokkonverteringar (från diesel till el/hybridrift) 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, även om vi försiktigtvis inte tar ut de svängarna alls mycket i våra prognoser.

Sammantaget räknar vi med något större omsättning i Q3, jämfört med samma kvartal ifjol, det vill säga 27 mkr (26,3). Däremot tror vi inte att rörelsemarginalen når fjolårets, utan landar på 10% (12,5%), så rörelseresultatet blir lägre än ifjol.

Växelkursförändringarna ser hittills 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 tredje kvartalet om 12% till 220 mkr (196,3), helt hänförligt till Transport, och där främst pådrivet av entreprenadtransporterna. Det höga kapacitetsutnyttjande bidrar också till en positiv effekt på rörelseresultatet som vi tror hamnar på drygt 32 mkr (30,2) med en rörelsemarginal om knappa 15% (15,4%). Vi räknar sedan med en omsättningsökning för Q4-26 jämfört med Q4-25 i nästan samma storleksordning och ett betydligt bättre rörelseresultat, vilket skulle ge en tillväxt på helåret nära 13% och en marginalförbättring på ett par procentenheter jämfört med fjolårets 10,1%.

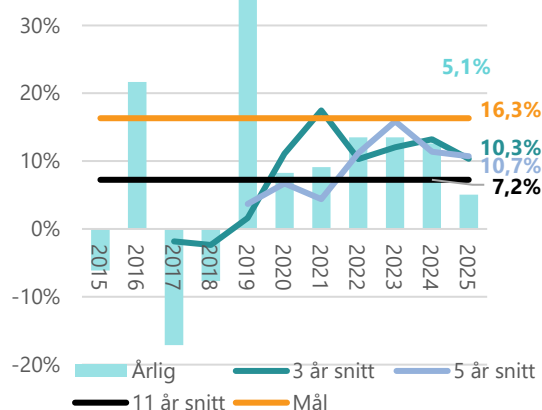
Längre sikt: Omsättningsprognoser

Det framstår allt tydligare att omsättningsmålet för 2027 på 1000 mkr inte går att nå. Det skulle krävas nya transportavtal med en sammanlagd årsomsättning om 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 ännu högre. Miljardmålet räknar vi nu försiktigtvis med att det förskjuts två år till 2029.

Vi tror absolut att nya betydande transportvolymerna kommer att kontrakteras – precis som har skett under de senaste åren – men inte i den takt som krävs för att nå 2027-målet. Tvärtom har vi försiktigtvis fortsatt att sänka förväntningarna på nya uppdrag – vilket vi gjort i tidigare analyser – både på kort sikt och för hela prognosperioden fram till decennieskiftet. Sammantaget räknar vi på 110 mkr i nya uppdrag på årsbasis tas till slutet av 2027 och totalt 230 mkr på årsbasis till och med ultimo 2029 netto.

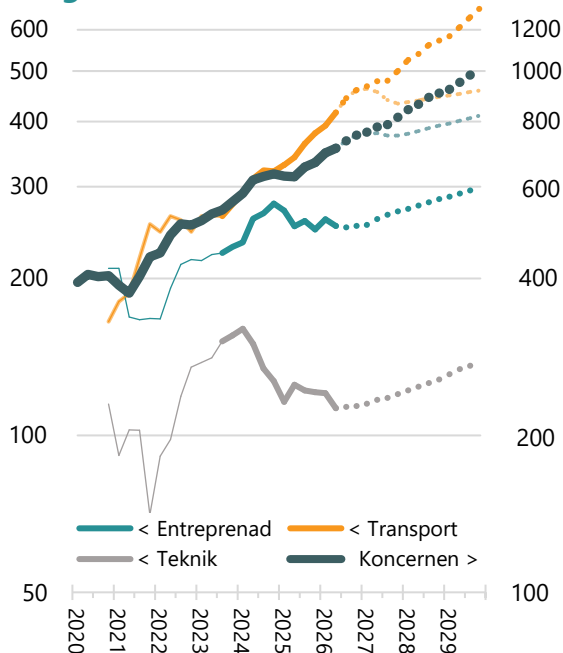
Resultatet blir därför en omsättningsprognos för 2027 på 815 mkr, vilket ändå kräver viss orderingång fram till och under 2027. Om inga nya avtal alls skulle starta innan 2027 års utgång så skulle omsättningen för 2027 hamna på runt 750 mkr. Det är emellertid ett

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Prognos, rull 4Q oms. mkr



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.

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 beläggingsgraden. 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.

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 4,5% p.a. på rullande 12 månader till slutet 2027, och därefter 5,5%/år till slutet 2029. Det är alltså flera faktorer som bidrar till prognosförändringarna; utlandsverksamheten borta, färre tillkommande maskiner och större fokus på marginalerna.

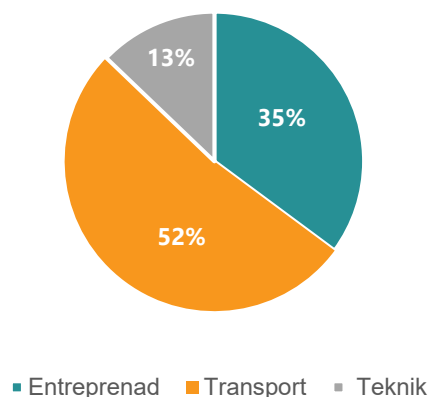
Rörelsemarginalen tror vi däremot kommer att gynnas av marginalfokus och stängningen av den brittiska verksamheten, så på rullande 12 månader räknar vi med drygt ett par procentenheters bättre marginal jämfört med dagens 12-månaderssiffra på 5,7% redan till slutet av 2027, för att sedan stanna på knappa 8% för resterande del av prognosperioden.

Transport

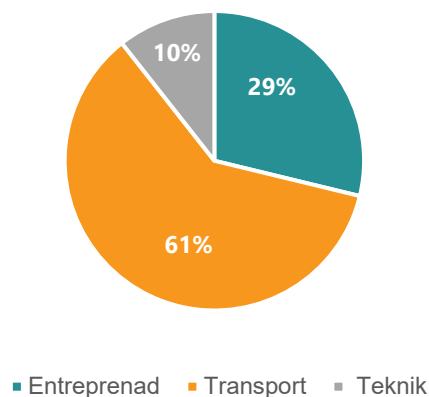
Prognoserna för Transport är helt avhängiga nya uppdrag. Av Transports tre verksamheter – fasta transportavtal, beredskapslok och entreprenadtransporter – innebär den senare ingen möjlighet till förutsägbar långsiktig omsättningsökning, även om Trafikverkets ökade utläggning av bl a spårbyten bör kunna gynna entreprenadtransporter som därmed kanske kan fylla igen mindre glipor mot eventuella nya omsättningsmål.

Verksamheten inom beredskapslok borde ha möjlighet att växa med nya uppdrag, men har också kontrakt som löper ut under prognosperioden som måste försvaras. Det senaste avtalet från hösten 2023 om totalt 6 lok löper ut successivt under 2030, men en option på 1+1 år

Affärsområdena Q4-25



Affärsområdena Q4-29p



Trots en förväntat kraftig tillväxt för Transport, så blir det inte så stor ändring i omsättningsfördelningen ens till 2029 om våra prognoser infrias.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognos)

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 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.

Emellertid borde de största bidragen till omsättningsökning 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 Viscaria kan tänkas, men oavsett så lär Railcare föra diskussioner med de flesta.

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. Några enskilda kvartals förskjutning av intäkterna får inte annat än marginell påverkan på värderingen, men det är självklart bättre ur ett förtroendeperspektiv att nå uppsatta mål på utsatt tid. Även om bolaget har expanderat organisationen för att ackommodera större volymer, så sänker vi försiktigtvis våra tillväxtförväntningar för åren 2026-29 till dryga 14% i årstakt, att jämföra med 17% per år för de senaste 5 åren.

En försiktig skiss för koncernen för tiden därefter landar på +8% i genomsnitt under de 6 åren fram till slutet av 2035, detta till en rörelsemarginal på 12-13%. Transport är då den dominerande delen i koncernen och de stora avtal som affärsområdet har, sträcker sig över många år vilket ger en viss förutsägbarhet, men under denna tid så kommer självklart flera av dem att komma upp till förnyelse/omförhandling. Naturligtvis 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.

De mer konservativa omsättningsprognoser vi nu lägger såväl på kort som på lång sikt för affärsområdet minskar också rörelseresultatprognosen, trots en i princip oförändrad förväntan på rörelsemarginalen.

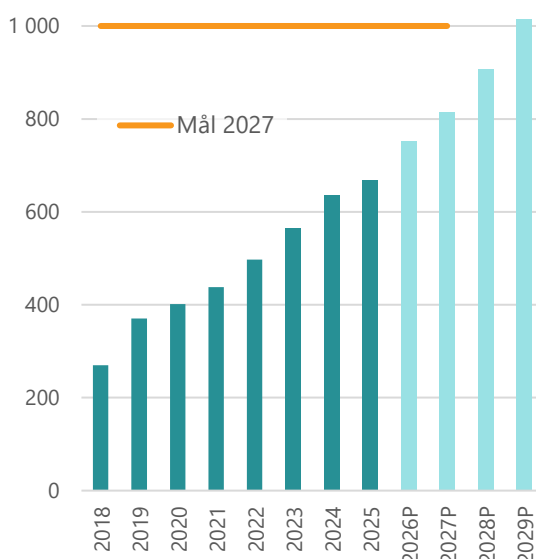
Teknik

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.
- Det kan då vara lägre eller högre avräkning av pågående projekt för en viss period.

Omsättningsprognos



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

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

- 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 just gjorts, 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.

Även här sänker vi emellertid våra omsättningsprognoser och räknar sammantaget med att Teknicks verksamhet når en tillväxttakt på rullande 12 månader på ca 6%. Prioriteringen av lönsamheten gör dock att vi höjer våra förväntningar på rörelsemarginalen något till i överkant av 11%.

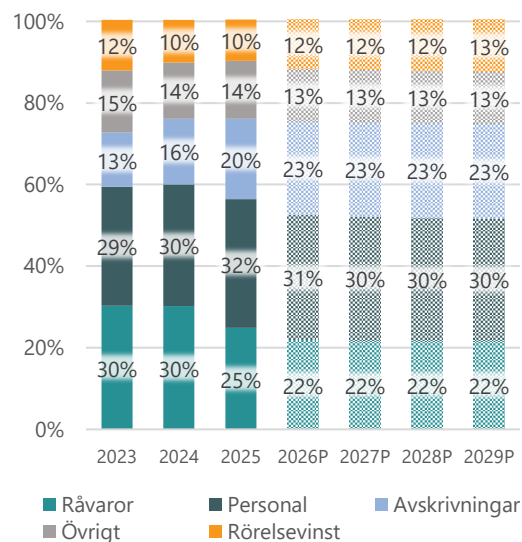
Kostnader³

Råvaror

En ökad andel tjänsteintäkter, bl a från beredskapsloken, samt en ökad andel leasing av lok, har successivt sänkt andelen råvarukostnader ganska kraftigt. Omtolkningen av IFRS ifjol innebär 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. Detta gäller inte minst Transport, som dessutom utgör en allt större andel av Railcares omsättning.

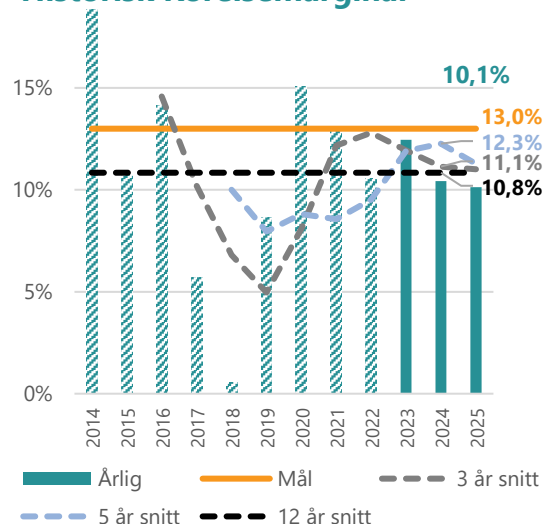
³ Notera att omtolkningen av IFRS16 från årsskiftet 2024/25 innebär att kostnader flyttas nedåt i resultaträkningen, från Råvaror & Förnödenheter till Avskrivningar och Finansiella Kostnader. Förutom tydligt positiva effekter ner till EBITDA-nivå i resultaträkningen, och viss positiv påverkan även längre 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.

Kostnadsfördelning



I takt med att en ökande andel fordon leasas så har råvaror och förnödenheter minskat i procent av försäljningen och avskrivningar ökat. Det leder bland annat till att kassaflödet från den löpande verksamheten förbättras.

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)

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. Merparten av dessa förändringar syns redan i siffrorna och vi förväntar oss bara marginella minskningar av personalkostnaderna som andel av omsättningen på rullande 4 kvartal i takt med att omsättningen stiger och fyller ut kostnadskostymen.

Av-/Nedskrivningar

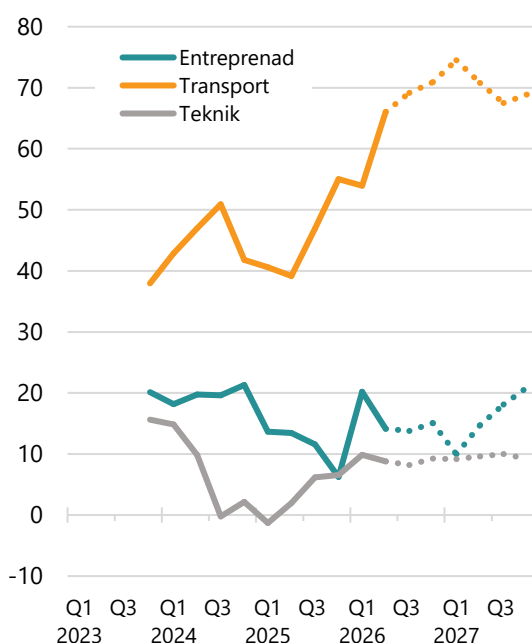
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. En omsvängning har skett och sker mot en allt större andel leasade fordon och maskiner, samtidigt som omtolkningen av IFRS 16 trycker ner kostnaderna för dessa från en operativ leasingavgift under kostnad för sålda varor, till att berättigat betrakta denna kostnad som avskrivning respektive finansiella kostnader. Det betyder att avskrivningarna som andel av omsättningen ökat 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. Framöver räknar vi med en viss fortsatt ökning av posten under prognosperioden.

Mekaniken i kostnadsutvecklingen

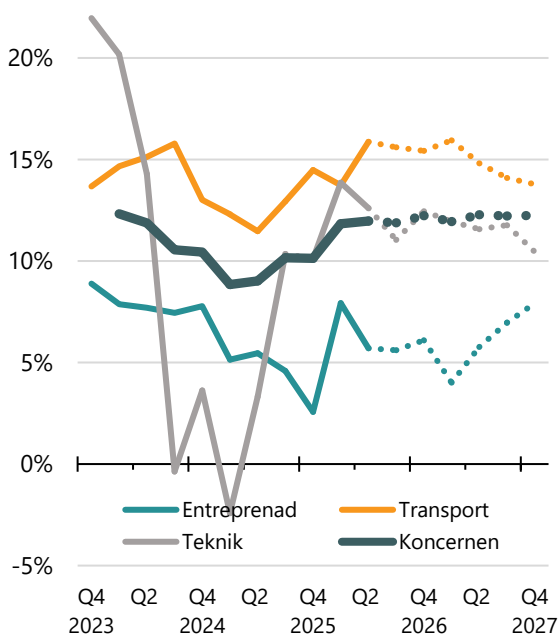
En hög andel fasta kostnader gör resultatet känsligt för beläggningen. Det är med andra ord en hög operativ hävstång i bolaget även om den minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet, fler kunder, större andel längre kontrakt och en förändrad produktmix. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Stoppet på Malmbanan under vintern 24/25 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 successivt 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 personal måste utbildas. Att öka kapaciteten innebär att bolaget tar på sig ökade fasta kostnader. Bolaget investerar mycket i sina anställda men ställer i gengäld höga krav på hur de är som personer, med rätt inställning till service, flexibilitet och förmåga att själva lösa problem ute i fält. När en rekrytering väl lyckas och investeringen i nödvändig

Prognos, rull 4Q EBIT



Prognos rull 4Q EBIT-%



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

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.

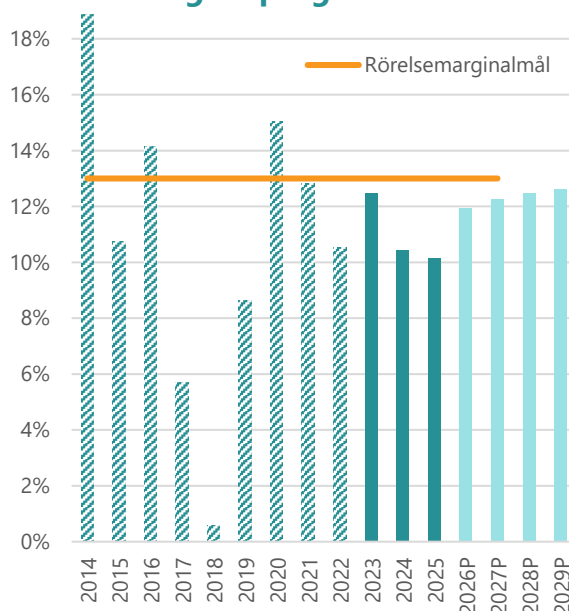
De långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver blir i det här sammanhanget extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Ett exempel är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 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 möjlighet 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 åtminstone till 2029 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, även om inte kostnadskostymen fyllts ut helt.
- 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 förberedett sig för med den senaste 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 lär också ha en positiv effekt.

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)

Vi bedömer sammantaget att det bör finnas goda möjligheter att komma nära rörelsemarginalmålet på 13% till slutet av 2027, men avsaknaden av nya uppdrag bromsar. På rullande 4 kvartal 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 mycket svårt att nå. Med vår försiktiga prognos landar vi på 815 mkr för 2027, men då finns utrymme för positiva överraskningar. Vi räknar då med nya uppdrag med en årsomsättning om 110 mkr som kommer in successivt under 2027. Rörelsemarginalmålet på 13% tror vi kan närmas, även om vi försiktigtvis lägger oss en liten bit under.

Skulle inget uppdrag alls erhållas landar vi på 750 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 ca 11%/år, och därefter med en genomsnittlig tillväxttakt på 8% till och med 2035. Vi räknar med att rörelsemarginalen efter 2027 kommer att ligga mellan 12-13%.

Kassaflödesmässigt ser det tack vare starka EBITDA-siffror fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och nödvändiga investeringar. Även utan måluppfyllelse bör utdelningen höjas för 2027, och kanske kan 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	753	815	907	1 014
tillväxt, %	+27%	+8%	+9%	+13%	+14%	+13%	+5%	+13%	+8%	+11%	+12%
Övrigt Intäkter	9	20	15	15	18	25	30	27	29	29	29
Kostnad sålda varor	-177	-181	-204	-269	-262	-289	-268	-268	-288	-319	-356
Bruttoresultat	203	241	249	243	321	372	429	512	556	617	687
Personal	-120	-125	-139	-146	-170	-197	-220	-239	-257	-283	-313
Övriga rörelsekostnader	-1	-2	-2	-2	-3	-2	-4	-5	-5	-5	-5
Resultat före avskrivningar (EBITDA)	82	114	108	95	147	173	205	268	294	329	369
Avskrivningar	-50	-53	-52	-43	-77	-106	-137	-178	-194	-216	-241
Rörelseresultat (EBIT)	32	60	56	52	70	66	68	90	100	113	128
Finansnetto	-6	-5	-4	-5	-12	-26	-15	-25	-28	-32	-36
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2
Resultat före skatt	27	56	52	47	58	41	52	67	74	83	94
Skatter	-6	-12	-11	-10	-14	-10	-13	-16	-18	-20	-23
Nettoresultat	21	44	41	37	44	30	40	51	56	63	71

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

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. Vi har ovan redogjort för våra detaljerade prognoser till slutet av 2029, vilka är grunden för värderingen på kort sikt.

Antaganden

Vårt avkastningskrav på det egna kapitalet i bolaget utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan som ligger på 3,2%, till vilken vi adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Dess-

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2029

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
P/E 2029	6	35	35	34	33	32	32	31
	7	38	37	36	35	34	33	33
	8	40	39	38	37	36	35	35
	9	42	41	40	39	38	37	36
	10	44	43	42	41	40	39	38
	11	46	45	44	43	42	41	40
	12	48	47	46	44	43	42	41
	13	50	49	48	46	45	44	43
	14	52	51	49	48	47	46	45
	15	54	53	51	50	49	48	47
< --- P/E 2029	16	56	55	53	52	51	50	48
	17	58	57	55	54	53	51	50
	18	60	59	57	56	54	53	52
	19	62	61	59	58	56	55	54

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.

utom 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. Sedan i våras lade vi till en procentenhet för osäkerheten kring de transportkontrakt som måste till för att nå bolagets prognoser. Totalt summerar detta till 14,2%. 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 de senaste veckornas kursnedgång så är den nu 13,9, och P/E 14,7 för 2026. Förhållandet mellan EV/EBIT och P/E-talet förändras till stor del av skuldsättningsgraden (inklusive leasingkulder) och därmed sammanhängande räntor. Då nettoskulden har kommit ner snabbare än vi tidigare räknat med, så utgår vi nu ifrån 10 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 i beräkningarna av resp. terminalvärde. Med våra prognoser som nu är nedjusterade till betydligt försiktigare nivåer ger vår FCFF-beräkning en motiverad kurs om 43:- idag och 41:- med gamla metoden, FCFE. Då utgör terminalvärdena ca halva den summan. Faktum är att de *odiskonterade* fria kassaflödena bara för 2026-2029 överstiger dagens börsvärde.

Om nya stora uppdrag försenas till efter 2027, vilket nu verkar sannolikt, 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, vilket sannolikt också är vad vi börjat se senaste veckorna.

Längre sikt

Vi har även skissat på prognoser för perioden från kommande decennieskifte till slutet av 2035. Det kan låta långt bort, men med trendmässigt ganska stabila förutsättningar som råder inom nästan samtliga verksamhetsområden, så går det att få en idé om utvecklingen och en längre prognosperiod tillför betydande insikter i aktievärdet.

Under åren 2015-2025 växte Railcares omsättning med 8,7% per år i genomsnitt. Om vi utgår ifrån en årlig tillväxt på 8% för de sex åren till ultimo 2035, så blir tillväxttakten för 2025-2035 9,2% vilket framstår som ett rimligt antagande. 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 mer än en dubbling av dagens kurs, trots det förhöjda avkastningskravet.

Omvänt, om aktien betalas till EV/EBIT 10 eller P/E 11, vid slutet av 2035, innebär dagens kurs en avkastning om dryga 26% per år till dess, givet våra ganska försiktiga prognoser.

Med blicken på 2035

Motiverad kurs,		Avkastningskrav ---->						
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
< ---- P/E 2035	6	76	72	69	65	62	59	57
	7	78	74	70	67	64	61	58
	8	80	76	72	68	65	62	59
	9	82	78	74	70	67	63	60
	10	84	80	75	72	68	65	62
	11	86	81	77	73	69	66	63
	12	88	83	79	75	71	67	64
	13	90	85	80	76	72	69	65
	14	92	87	82	78	74	70	66
	15	94	89	84	79	75	71	68
	16	96	91	85	81	77	73	69
	17	98	92	87	82	78	74	70
	18	100	94	89	84	79	75	71

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

Källa: Analysguiden

Det är värt att notera att med den längre horisonten (2035) svarar terminalvärdets andel av totala värdet bara för ungefär en dryg fjärdedel, 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

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

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 mot en rimligare värdering än idag.

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:

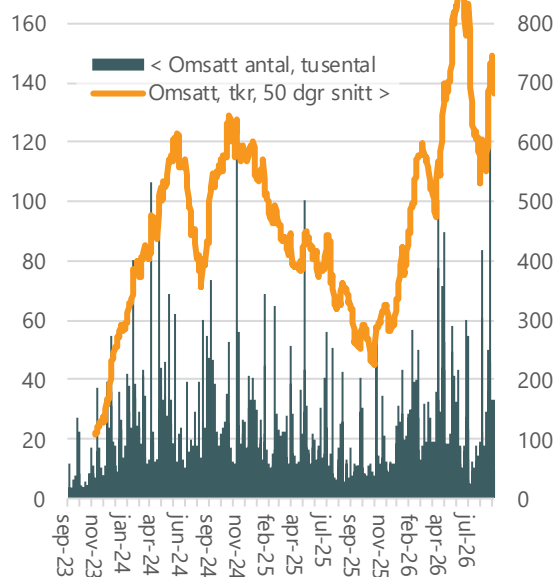
- P/E-talet för 2026 med nuvarande kurs ligger på 14,7 och nästa år på 13,4 med våra försiktiga prognoser. Det framstår som billigt med den tillväxt, de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på 13,9 för 2026 och 12,5 för 2027, vilket med hänsyn till den stora kapitalbindningen inte kan anses som dyrt.
- EV/Sales på 1,7 för 2026 och 1,5 för 2027, fångar tillväxten i bolaget sämre och är väldigt grovhugget, men dock inte dyrt.

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

Slutsatser

Railcares förmåga att vinna stora och långsiktiga uppdrag har ökat under ett antal år, 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

Likviditet i aktien



Likviditeten i aktien har stigit kraftigt och ligger nu på ca 700 tkr om dagen, vilket bör underlätta för mindre institutioner, family offices, m fl att bygga en position.

Källa: Refinitiv

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 fortsätta att leverera på samma nivå som historiskt.

Om det stämmer så framstår det som att det finns en betydande potential i aktien på såväl kort som lång sikt, trots att vi skruvat ner våra förväntningar. Vår värderingskalkyl landar visserligen på 41-43 kr, eller ca 40% högre än idag, men vi tror att nya stora uppdrag faktiskt behöver annonseras innan kursen tar nästa kliv. Vi låter därmed den motiverade kursen ligga kvar på 40 kr tills vidare.

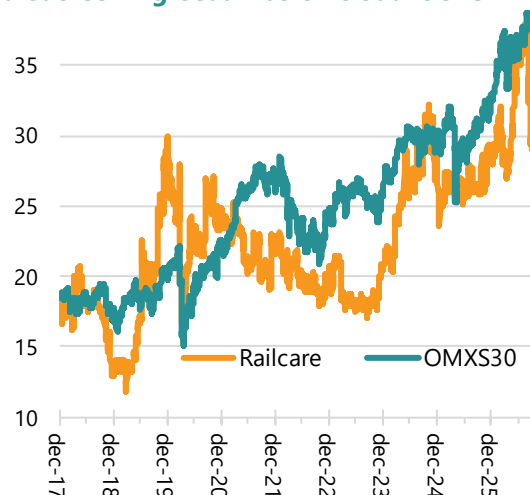
Då bör man ändå hålla i minnet att:

- Vi har skruvat ner våra prognoser och inte varit aggressiva i våra antaganden om slutmultipel för vare sig 2029 eller 2035.
- Det finns potential t ex för 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.

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

Risker

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

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

Det tillverkas för få lok ur ett marknadsperspektiv, och även om Railcare äger ett antal lok 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.

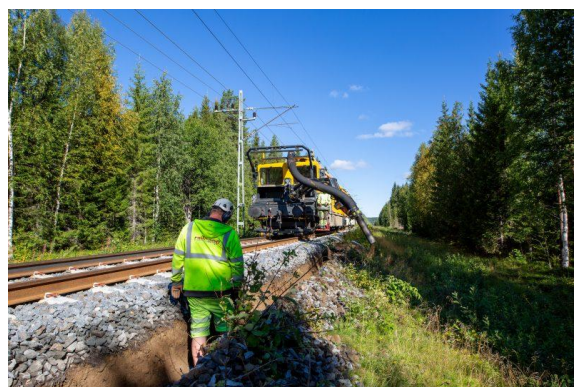
Transport

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.

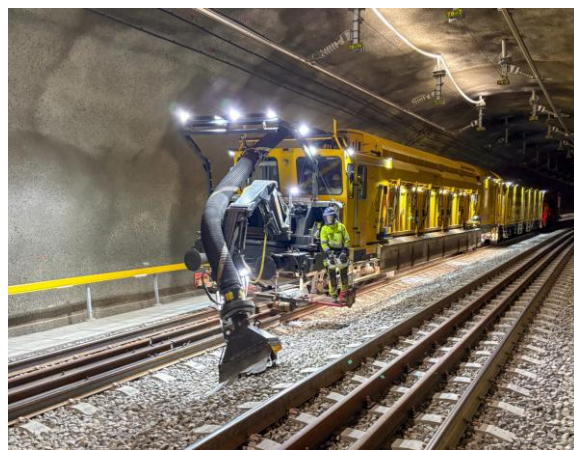
Efter genombrottsaffären med Kaunis Iron har Railcare fått återkommande uppdrag av LKAB för malmtransport, om än för kortare perioder. Det senaste påbörjades i slutet av mars 2022, efter ett avbrott under Q1-22 från att tidigare haft uppdrag under 2021. Därför var det mycket glädjande att bolaget ifjol 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 fördyringar/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	29,1%
Swedia Capital AB (Staffan Persson)	2 516 367	10,3%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Avanza Pension	600 254	2,5%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	507 000	2,1%
Per-Åke Nilsson	340 000	1,4%
Torsten Germund Dahlqvist	296 367	1,2%
Nordnet Pensionsförsäkring	294 592	1,2%
Christer Lundholm	287 000	1,2%
De tio största ägarna	13 313 868	54,5%
Övriga ägare	11 118 694	45,5%
Summa	24 432 562	100,0%

Totalt antal ägare 5 389

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 ca 750 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