

Rekordkvartal

Högsta omsättning och resultat någonsin

Återhämtningen efter investeringspuckeln centrerad över förra vintern har varit klart starkare än vi väntat oss. Omsättningen för det tredje kvartalet ökade med 16% till 196 mkr (169 för Q3-24) och 9% över vår prognos om 185 mkr. Rörelseresultatet ökade till 30,2 mkr (20,3), vilket var betydligt bättre än de 22,6 mkr vi förväntade. Rörelsemarginalen nådde 15,4% (12,0%; vår förväntan 13,2%).

Transport ökade omsättningen med hela 23% till 112,8 mkr (91,6) och rörelseresultatet med 52% till 22,8 mkr (15,0), mycket tack vare de nya beredskapsloken. Entreprenads omsättning ökade till 72,6 mkr (66,6), men resultatet tyngdes av en kundförlust och av en brand i en Railvac-maskin i Storbritannien och landade på 4,0 mkr (5,8).

Nya uppdrag behövs i närtid för att nå 2027-målen

Återhämtningen förväntas fortsätta under de kommande säsongssvaga vinterkvartalen, dels med full effekt av redan introducerade beredskapslok, dels med uppskalningskostnader som faller ifrån. Sammantaget siktar vi på näst bästa kvartalsomsättningen någonsin med 183 mkr (157) och en rörelsemarginal på drygt 10%.

Företagsledningen framstår inte som mindre trygg nu med att nå målen för 2027 – omsättning 1 mdr, 13% rörelsemarginal – än de varit tidigare, och med tanke på de stora fina uppdrag som bolaget erhållit de senaste två åren så finns anledning att utgå från att det kommer att komma nya. För att nå målen är det inte bara nödvändigt med nya större uppdrag, utan de måste också annonseras under vintern för att hinna få full effekt under hela 2027.

Värderingen pekar på en attraktiv risk/reward

Vårt huvudscenario är att målen nästan nås och om vi utgår från att aktien handlas till EV/EBIT=12, motsvarande P/E=11, i slutet av 2027, så motiverar det en kurs idag om ca SEK 40, dvs en potential om ca 40%. Om däremot inget nytt uppdrag tas eller hinna komma igång under 2027, utan tillväxten för 2026 och 2027 hamnar på historiska underliggande 10% med drygt 10% marginal, så blir den motiverade kursen SEK 27.

Med tanke på ett stigande antal mångåriga uppdrag så börjar vi alltmer höja blicken mot 2030-talets mitt, och med försiktiga antaganden om tillväxt och marginal nästan dubblas den motiverade kursen. Utan nya uppdrag fram till 2027 som ovan, och med noll volymtillväxt 2027-2035 och en rörelsemarginal på 7% i ett pessimistiskt scenario, så kan vi ändå motivera dagens kurs, vilket för en investerare innebär en avkastning om 11,7%/år till 2035.

Risk/reward framstår med andra ord som mycket attraktiv på både kort och lång sikt. Till det ska läggas en konjunkturokänslig verksamhet och bra portföljegenskaper genom den diversifiering aktien tillför.

Railcare Group AB

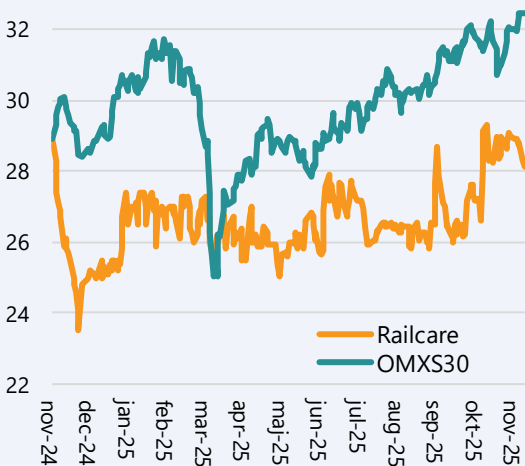
Rapportkommentar - Q3 2025

Datum 10 december 2025
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Järnväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande	Anders Westermark
Vd	Mattias Remahl
Noteringsår	Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)
Listning	Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker	RAIL
Aktiekurs, 10/12 2025	28,00
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, mkr	675
Nettoskuld, mkr	487
Företagsvärde (EV), mkr	1163
Webbplats	www.railcare.se
Motiverad kurs	40,00
Nästa rapport	12 februari 2026

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2024	2025p	2026p	2027p
Omsättning	635	683	820	990
Bruttoresultat	372	434	520	620
Rörelseres. (EBIT)	66,3	72	105	127
Resultat f. skatt	40,8	57	86	104
Nettoresultat	30,4	43	65	79
Vinst per aktie	1,26 kr	1,78 kr	2,69 kr	3,27 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,70 kr	0,90 kr	1,10 kr
Omsättningstillväxt	12,6%	7,5%	20,4%	20,3%
Bruttomarginal	58,5%	64%	63%	63%
Rörelsemarginal	10,4%	10,5%	12,8%	12,8%
Nettoskuld/eget kap.	1,9	1,6	1,4	1,2
Nettoskuld/ebitda	1,4	1,1	0,9	0,8
P/e-tal*	20,0	15,7	10,4	8,6
EV/EBIT*	17,2	16,1	11,1	9,2
EV/omsättning*	1,8	1,7	1,4	1,2
Direktavkastning*	2,8%	2,5%	3,2%	3,9%

* För 2024, baserade på kurs & data per 2024-12-30
Källa: Bolaget, Analysguiden (alla prognoser)

Investeringstes

Bra marknad generellt och lokalt

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

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

Låg konjunkturkänslighet

Samtidigt som transportsidan ser strukturell tillväxt, med främst privata företag som kunder, ser entreprenadsidan stora behov med staten som kund, vilka bådaddera bidrar till en låg känslighet för konjunktursvängningar. Den bilden förstärks av att många kontrakt är indexerade, kunden betalar bränslet och kostnaden för el vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde med ett stigande hållbarhetsfokus. 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 hel del över tid, då den operationella hävstången är hög på grund av en hög andel fasta kostnader för såväl maskiner som personal. Det betyder att nyckeln till 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.

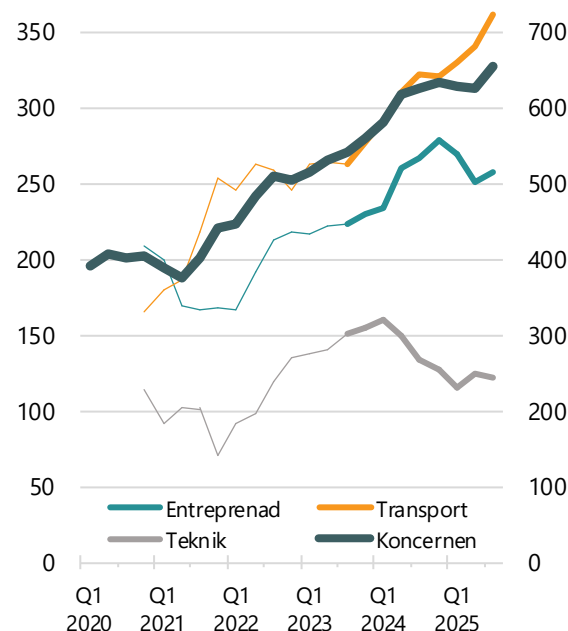
Aktien har fortfarande klar potential

Med våra prognoser som nästan kommer upp i linje med bolagets finansiella mål, så ser vi en potential på ca 40% i kursen idag, och betydligt mer med en längre horisont än 2027. Även utan nya uppdrag så kan dagens kurs motiveras. Med vårt basscenario tar vi ändå inte ut svängarna, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns. Utöver en sannolik expansion av lokverkstaden, nya "depåstopps"-kontrakt och ytterligare nya långtidskontrakt, så kittlar tanken på ett genombrott för extern försäljning av Railcares unika maskiner.

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

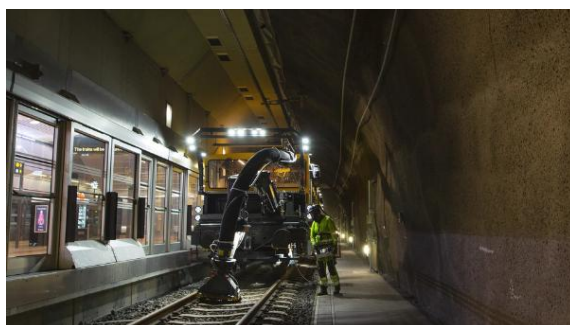
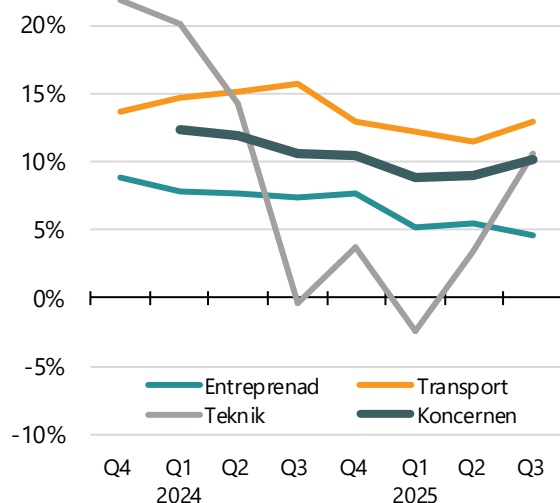
Aktien är ändå fortsatt klart intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börs klimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 4Q omsättning



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

Rullande 4Q EBIT-marginal



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

Marknadsutvecklingen

Marknad

Den stora nyheten under kvartalet var den nationella planen för svensk infrastruktur för perioden 2026-2037 som Trafikverket presenterade i slutet av september. Järnvägsinvesteringarna ska omfatta totalt 340 miljarder, varav 210 miljarder investeras i underhållet. Det här kommer [enligt Tåg företagen](#) emellertid bara att täcka 10-15% av underhållsskulden, som enligt Trafikverket inte kommer att vara bortarbetad förrän till 2050 – fast ingen plan för hur det ska gå till har presenterats. Det är ändå ett rejält skifte, då underhållsskulden, som idag beräknas till 91 miljarder, fram till nu fortfarande faktiskt ökat, och dubblerats sedan 2015. Värst är situationen för kontaktledningarna, där nästan 40% anses vara tekniskt förbrukade enligt Trafikverket.

Skälet till den utdragna processen för åtgärder är att underhållsarbena 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 här ligger Railcare erkänt i framkant. Detta tillsammans med att Trafikverket räknar med en underhållsökning om 10-15% per år fram till 2029, innebär goda utsikter för Railcare, såväl direkt inom Entreprenad, som indirekt för inte minst entreprenadtransporter inom affärsområde Transport.

Arbetsättet måste förändras

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 går att vända den negativa utvecklingen, men då krävs ett fokus från regeringen och att Trafikverket vågar testa nya tillvägagångssätt, enligt rapporten. Beräkningar pekar på att förseningarna på järnvägen kostar samhället 9 miljarder per år, så om den summan istället kunde gå till underhåll så skulle underhållsskulden vara borta på 10 år, om det bara räckte med att ”kasta pengar på problemet”, men som beskrivet ovan är tid i spåren den trånga sektorn.

Det handlar istället om att ändra sättet att arbeta, som Innovationsföretagens rapport pekar på. Trycket på effektivitet kommer nu definitivt också 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 ifjol somras för första gången. Enligt den modellen utförs alla arbeten på sträckan parallellt, med avsevärt kortare spåravstängning och höjd effektivitet som följd. Att arbeta effektivare blir inte dyrare – tvärtom – och innovativa aktörer, som Railcare, står redo att gladeligen hjälpa Trafikverket i detta.

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

Verket räknar med en marknadstillväxt under många år framöver på runt 10% per år. Ambitionerna om en ökad effektivitet börjar också 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 arbetssätt, med bl a mer nattjobb, säsongsanpassningar och större och flera jobb när spåret ändå måste stängas.

Förändringsarbete är jobbigt, tidskrävande och stöter nästan alltid på internt motstånd, men dagens situation leder inte bara till att passagerare väljer bort tåget till förmån för andra transportalternativ som t ex flyget. Viktigare är företagssektorn, där problemen innebär ökad administration, kostnader och potentiellt förlorade affärer och investeringar på grund av förseningar och inställda transporter, och kapacitetsbristen på järnvägen riskerar allt oftare att strypa deras tillväxtmöjligheter. Det har gjort att rösterna har börjat höjas även i storbolagen. Det är med andra ord allt fler delar av den allmänna opinionen som trycker på för förändring, något som gynnar både entreprenad- och transportverksamheterna på kort och lång sikt.

NATO-medlemskapet

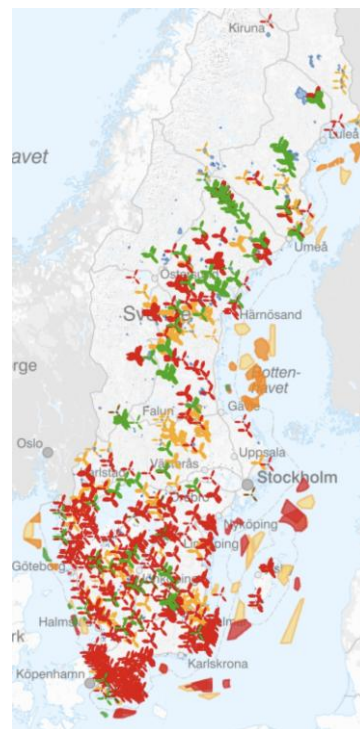
Även Sveriges nyvunna NATO-medlemskap påverkar marknaden på flera sätt:

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

Vindkraftsutbyggnad

3. Grön el

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



Grönt = Beviljat
Gult = Handläggs
Rött = Avslag

Källa: Vindbrukskollen

ström, vilket gör att större och enklare kunder/länder i Kontinentaleuropa sannolikt hamnar före oss i kön.

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

Sammantaget borgar dessa faktorer för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt fortsatt kommer att vara mycket god, vilket är en återspeglning av en växande transportmarknad på järnvägen. Samtidigt börjar den stora underhållsskulden som finns i det svenska järnvägsnätet betas av, om än mycket långsamt. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, även Railcare, så gynnar också järnvägens sårbarhet i spåren Railcares snabbt expanderande verksamhet med beredskapslok, där Railcare är en av få aktörer som kan erbjuda de mer miljövänliga maskiner som efterfrågas, något som är möjligt efter förra sommarens affär med Nornan Invest avseende förvärvet av AC Finance AB, ett lokuthyrningsföretag (se nedan och <https://mf.n.se/a/analysguiden/kommentar-railcare-framtidsinvestering>).

Och det gröna argumentet...?

Även om det börjar utkristallisera sig att inte alla stora industriprojekt som planerats i Norrland de senaste åren kommer att bli av, så kommer de kvarvarande ändå innebära en kraftig expansion specifikt i Norrland av tung industri. Det accentuerar transportbehoven på järnväg i regionen även jämfört med landet i övrigt och förväntas gynna Railcare speciellt, med sin lokala förankring, unika produkter och med den flexibilitet som är inbyggd i organisationen.

Dessa nya industrier bygger dessutom oftast sin existens på miljöhänsyn, och kräver därför att hela förädlingskedjan ska vara grön, inklusive de transporttjänster de upphandlar, och detta gäller också allt fler transportköpare. Även Trafikverket har aviserat stegvis högre krav på alla aktörer som arbetar på eller med järnvägen, med det slutgiltiga målet att deras verksamhet ska vara helt utsläppsfri år 2040. I dessa strävanden gynnas återigen Railcare speciellt, genom att länge ha arbetat med hållbarhetsfrågorna för järnvägen, tagit fram tjänster och produkter som minskar eller helt eliminerar de direkta utsläppen och har satt upp mål om att minska förbrukningen och fossila utsläppen från egna lok och maskiner med 40% till utgången av 2025. Där passar batterivagnen MPV, och dess nya uppgraderade efterföljare med strömavtagare, MPVe, perfekt in på ökade miljökrav, såväl för Railcares egna behov, som för externa kunder vad det lider.

Trafikverkets krav kommer att bli tuffa för många aktörer att nå, antingen av ekonomiska skäl eller för att utsläppsfria lok och maskiner inte kommer att hinna produceras eller konverteras i tillräcklig omfattning till 2040 och de som finns kommer att bli dyra att hyra in – om det ens blir möjligt. Många lok är bortåt 50 år gamla, bränsletörstiga och smutsiga och tillverkade under en tid då varken bränslepriser eller klimat stod i fokus. Dessutom införs ett helt nytt europe-

Nordic Hydrogen Route

4. Vätgas, till industriprocesser och bränsle

En 130 mil lång vätgaspipeline runt Bottenviken, som genom sin dimension också ska fungera som lagring, planeras för byggstart 2026 och drift från 2030. Beräknat vätgasbehov är 65 TWh/år, vilket motsvarar 7,5 GW kontinuerlig konsumtion, att jämföras med EUs mål om 40 GW installerad elektrolyseffekt år 2030.



Källa: Nordic Hydrogen Route – Bothnia Bay

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

Det finns nu därför två starka, för att inte säga tvingande, skäl till ombyggnad av stora mängder lok i den existerande flottan; hållbarhet och tekniska krav. Lok som inte är alltför gamla lönar det sig att bygga om, bl a till nya motorer som är mer bränsleeffektiva och renare eller till och med till hybrid- eller batteridrift. Att ersätta de som faller för åldersstrecket blir emellertid inte billigt, då ett nytt lok kostar från 30-35 mkr och uppåt. Att bygga om de äldsta och mest slitna loken till modern standard både vad gäller utsläpps- och säkerhetsaspekter med ETCS (som är den del av ERTMS som sitter i själva loken), lönar sig knappast egentligen då en ombyggnad typiskt sett kostar 10-15 mkr. Här kan dock Trafikverkets nya 50%-iga stöd hjälpa kalkylen¹. Det kan likafullt bli nödvändigt om nya lok inte står att uppbringa med tanke på den stora mängd lok det handlar om, inte bara i Sverige utan i hela Europa. Tillverkningskapaciteten hos loktillverkarna räcker helt enkelt inte på långa vägar för att mätta efterfrågan. Vare sig det blir nytt eller ombyggnad så står branschen alltså inför en rejäl investeringspuckel där Railcare tack vare finansiell styrka och förutseende ligger i framkant.

De stora ombyggnadsbehoven gynnar Railcares lokverkstad som redan sett en så kraftigt stigande efterfrågan de senaste åren att kapacitetstaket i princip är nått och ett beslut om utbyggnad ser sannolikt ut då flera förberedelser redan har påbörjats, bl a inköp av den mark som krävs för detta. Utöver ökad kapacitet så skulle en utbyggnad också möjliggöra en breddning av tjänsteerbjudandet (t ex hjulsvarvning) vilket skulle betyda förkortade stillestånd och leveranstider till gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

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

Railcares lokverkstad



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

¹ Alla fordon på svensk järnväg måste vara ombyggda för ERTMS till 2030 och Trafikverket anslår nu en ram på 3 miljarder för ett stöd på 50% av ombyggnadskostnaderna för gods- och persontrafik.

Resultatutveckling

Notera de förändringar som genomfördes vid årsskiftet avseende ändrade redovisningsprinciper och förändringar i affärsområdesindelningen.² Alla jämförelsesiffror är justerade utom där annat är angivet.

Rapporten som helhet var en positiv överraskning. Omsättningen kom in 6% bättre än vår prognos och 16% högre än fjolåret och landade på 196,3 mkr (169,1 för Q2-24). Högre intäkter och något lägre kostnader – framför allt personalkostnader, där antalet anställda nu har slutat öka och faktiskt minskade med 2 personer från Q2 – ledde till ett rörelseresultat om 30,2 mkr (20,3), betydligt bättre än de 22,6 mkr vi förväntade.

Affärsområdena

Transport

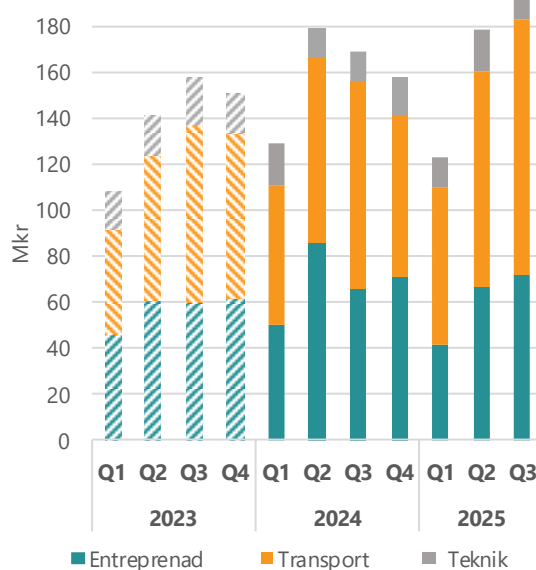
Både omsättning och rörelseresultat var alltså koncernens bästa någonsin för ett enskilt kvartal, och hela äran för detta kan tillskrivas Transport, som ökade omsättningen med 23% till 112,8 mkr (91,6) och rörelseresultatet med 52% till 22,8 mkr (15,0). Det beror dels på att 4 av 5 nya beredskapslok gick igång innan kvartalets början, så det blev full effekt av dessa för kvartalet, dels också på en hög nivå av entreprenadtransporter till spårbyten.

Även om entreprenadtransporter går in i vintervila under Q4 (och dör helt under Q1) så är många spårbyten planerade under kommande år, så om bara Railcares kunder får spårbytesuppdragen så bör det båda gott för bolaget framöver.

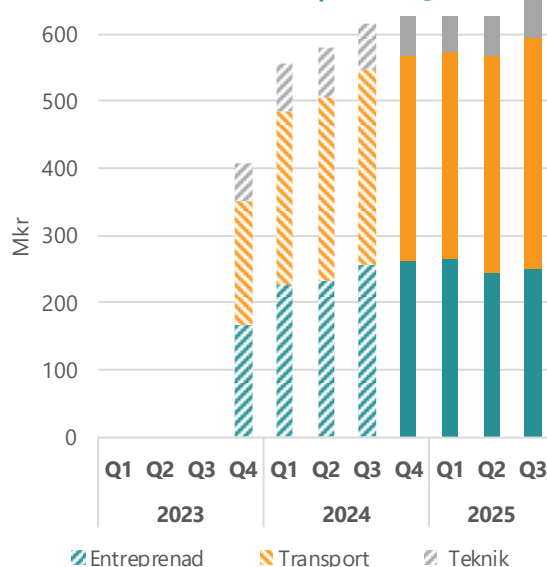
Beredskapslokkaffären har tvärtom fördelen av att inte påverkas av säsong; spårarna måste kunna röjas även på vintern, vilket ger en god stabilitet. Det femte nya loket i kontraktet från i förfölj går igång från första januari och bidrar då ytterligare till affärsområdet.

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 hoppas vi få nyheter om nya sådana inom något kvartal för att koncernen ska kunna nå sina finansiella mål.

Intäkter externa kunder



Intäkter externa kunder, rull. 4Q



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

² Notera två förändringar från och med 2025 avseende redovisningen:

- Lokhyror omklassificeras till leasing (IFRS 16), vilket innebär förbättringar av framför allt bruttoresultat och EBITDA, men även EBIT.
- Förändring av affärsområdesindelningen: Entreprenad Utland går upp i Entreprenad Sverige och Lokverkstaden flyttar till Maskin & Teknik från Transport Skandinavien.

Båda förändringarna anser vi är av godo för förståelse av koncernstrukturen, men försvårar jämförbarheten med historiska siffror och leder temporärt till en lite större osäkerhet i prognoserna, framför allt på affärsområdesnivå. På koncernnivå är största förändringen att rörelseresultatet och resultatmåten ovanför det framstår som bättre jämfört med tidigare och att kassaflödena ser starkare ut. Se våra tidigare analyser för detaljer.

Entreprenad

Entreprenads omsättning ökade visserligen i linje med vår prognos till 72,6 mkr (66,6), men resultatet kom in väsentligt sämre än vår förväntan, på 4,0 mkr (5,8). Det kan helt förklaras med dels en kundförlust på 1,5 mkr, dels en brand i en Railvac-maskin i Storbritannien som stoppade upp hela det pågående projektet och därmed gav upphov till ett tapp på gissningsvis minst lika mycket till. Marginalerna påverkades också något av mindre volym lining-arbeten.

Teknik

Affärsområdets omsättning sjönk till 26,3 mkr (29,5) främst på grund av minskad internuthyrning; tidigare hyrde andra affärsområden maskiner från det tidigare Maskin inom Teknik, men det har gjorts om så dessa intäkter faller bort och tanken är att de ska ersättas dels med mer arbeten för externa kunder – lite som med lokverkstaden – dels med sporadiska maskinförsäljningar externt.

Rörelsemarginalen bättre än vår prognos

Sammanräknat innebar allt detta en rörelsemarginal för kvartalet om 15,4% (12,0%; vår förväntan 13,2%) för koncernen. Även om Q3 är säsongsmässigt starkt, så visar det att återhämtningen efter de senaste kvartalens satsningar nu är här. Den större organisatoriska kostymen kommer också att kunna bära den tillväxt med nya affärer som krävs för att nå bolagets finansiella mål, och är också en styrka att visa upp i förhandlingar; Railcare har redan resurserna för att hantera nya affärer.

Tillväxten skjuter nu fart igen, även på rullande 12 månader, och rörelsemarginalen förbättras. Detta är helt enligt våra tidigare prognoser; vi skrev efter Q2 att ”vår bedömning är att både 12-månaderstillväxten och -marginalen bottnar ur här och vänder upp redan under Q3”.

Inga nyheter av någon större dignitet har annars presenterats under kvartalet eller efter kvartalets utgång.

Prognoser

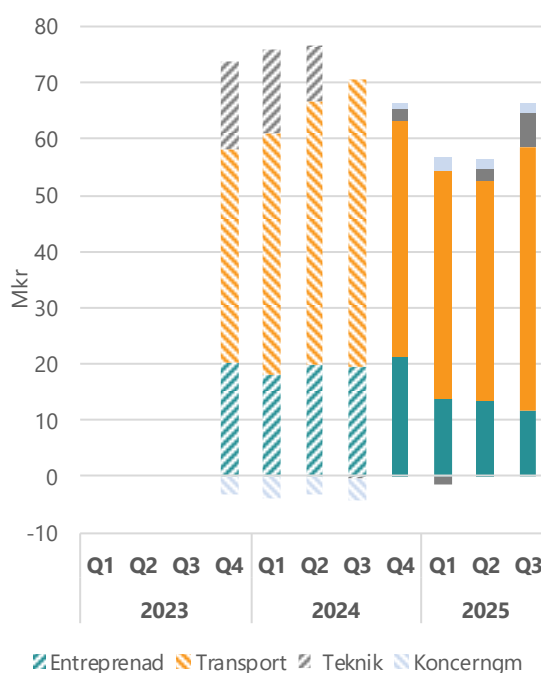
Kort sikt

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. Prognosarbetet har också försvårats av ändrade redovisningsprinciper, ändrad affärsområdesindelning och uppskalningen av organisationen. Dessa faktorer kvarstår i avtagande mån för prognosarbetet under hela innevarande år.

• Entreprenad

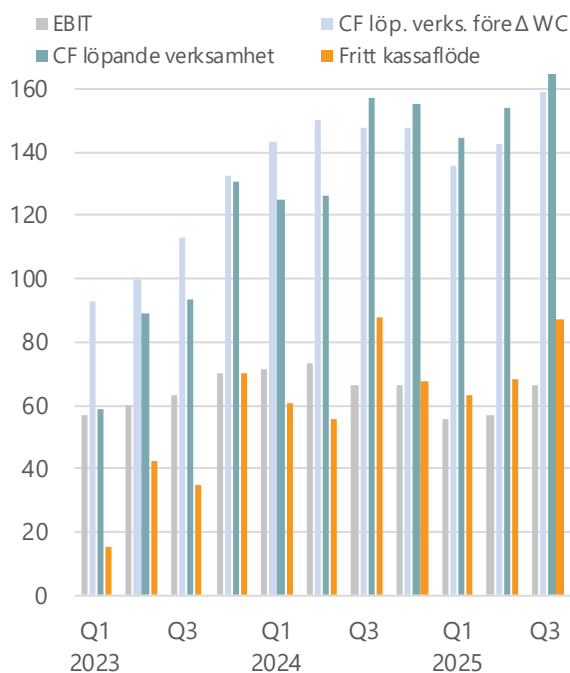
Det större politiska trycket på Trafikverket börjar enligt Railcare märkas i verkligheten också. Verket har blivit duktigare på att få ut pengarna i spåren, men flaskhalsen är nu att få tid i spåren eftersom trafiken ändå måste flyta samtidigt. Railcare argumen-

Rörelseresultat, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget, Analysguiden (estimat, streckat)

Kassaflödet, 12m rullande



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

terar för lite längre slots, gärna nattetid, för att projekten inte ska dra ut på tiden. Större projekt på samma plats, då man slipper stora ställkostnader i att flytta utrustning och personal, är också det bästa ur ett effektivitets- och lönsamhetsperspektiv. Förutom tid i spåren så krävs nu också att entreprenörerna, efter många år med löften och falska starter, vågar växla upp och leverera på den ökande efterfrågan. Railcares uppskalning av organisationen gör att bolaget är väl rustat att för att kunna leverera på ökade volymkrav.

När det gäller de långdragna och kostsamma problemen i Storbritannien, så framstår det nu som alltmer sannolikt att besked om dess framtid kommer att komma före årets slut. Det är förståeligt att Railcare vill uttömma alla möjligheter att kunna vända den brittiska verksamheten till lönsamhet, men efter att ha försökt med detta under flera år och med en motpart som uppenbart har en annan agenda, så måste plåstret till slut rivas av. Vi är nu rimligen nära den punkten – om inte verksamheten oväntat vänder. Den var faktiskt på väg mot svarta siffror i Q3, när en brand stoppade allt arbete. Var den ljuspunkten en glimt av tunnelns slut eller ett inrusande tåg?

Förutsättningarna för lönsamhet under vintern har visserligen förbättrats över tid, bl a med det längre snöröjningsuppdraget åt Trafikverket, men Q4 och framför allt Q1 är perioder med lägre aktivitet. Utfallet i Q4 är också som vanligt beroende av hur tidigt vintern anländer, men ifjol kom den sent så jämförelsesiffrorna är tuffa. Vi räknar ändå sammantaget med att omsättningen ökar med 10% för Q4-25 och att rörelseresultatet är oförändrat från sista kvartalet förra året.

• Transport

För att koncernen ska nå sina finansiella mål för 2027 så behövs ytterligare affärsvolym och dessa förväntas komma via nya transportuppdrag. För att de ska hinna få effekt för hela 2027, så måste de komma igång senast mot slutet av nästa år. Med ledtider inför starten på ett sådant uppdrag så behöver avtal troligen slutas under innevarande kvartal eller nästa, för att hinna komma igång inom ett år. Vi förväntar oss därför sådana besked som kan bekräfta vårt grundscenario om att de finansiella målen för 2027 kommer att nås. Med den fina serie av uppdrag som Railcare har kunnat säkra under de senaste åren så håller vi det också för sannolikt att det kommer att infrias, även om inga garantier finns förstås.

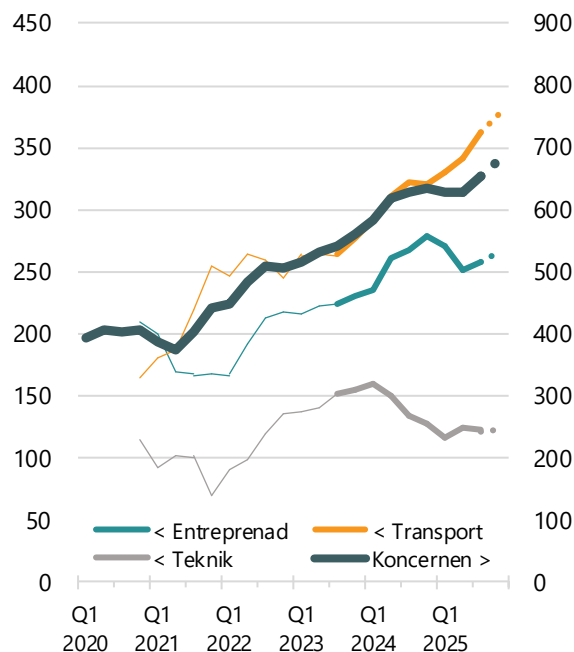
Av de sex beredskapslok som omfattades av avtalet med Trafikverket som tecknades för två år sedan så trädde fyra av dessa i tjänst under första halvåret och ett innebar en förlängning med start i oktober.³ Ett nytt uppdrag återstår med start vid årsskiftet, så full effekt på affären kommer fr o m Q1-26. Hyreskostnad-

³ De beredskapslok som Railcare vann kontrakt på hösten 2023, är

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

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

Prognos, rull 4Q omsättning



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

en för loken börjar visserligen löpa först när de tas i bruk, men kostnaderna för den personal som ska bemanna det sista loket belastar resultatet i förväg, dels då rekryteringar tar tid och väl en lokförare har börjat så måste denne lära sig organisationen och eventuellt utbildas och certifieras. Det här har tyngt första halvårets resultat, men redan under Q3 sågs en stor del av de positiva resultateffekterna på omsättning och resultat och mer kommer nästa år. Det går inte heller att utesluta att kontrakt på ytterligare beredskapslok kan komma att tas, inte minst då Railcare har tillgång till fler splitter nya lok från närstående AC Finance.

Utöver fasta långa transportuppdrag och beredskapslok som båda är mycket stabila och förutsägbara verksamheter, så tillkommer entreprenadtransporter som kan variera ganska mycket över tid och säsong. Denna verksamhet går nu i vinterdvala, men det är ändå glädjande för högsäsonger framöver att Trafikverket beställer fler större spårbyten och mer förberedelsearbeten inför dessa av de stora drakarna i sektorn. Det bör rimligen gynna Railcares entreprenadtransportverksamhet. Är det dessutom större jobb på samma plats är det gynnsamt inte bara för omsättningen utan också för marginalerna. Under fjärde kvartalet ifjol rapporterades det lägre volymer entreprenadtransporter, så för Q4 i år borde inte jämförelsesiffrorna vara så utmanande.

Sammantaget räknar vi med att Transport växer med knappt 18% till 91 mkr (77,3) i Q4, och att rörelsemarginalen återhämtar sig från fjolårets dipp och når 10% (5,9%).

• 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.

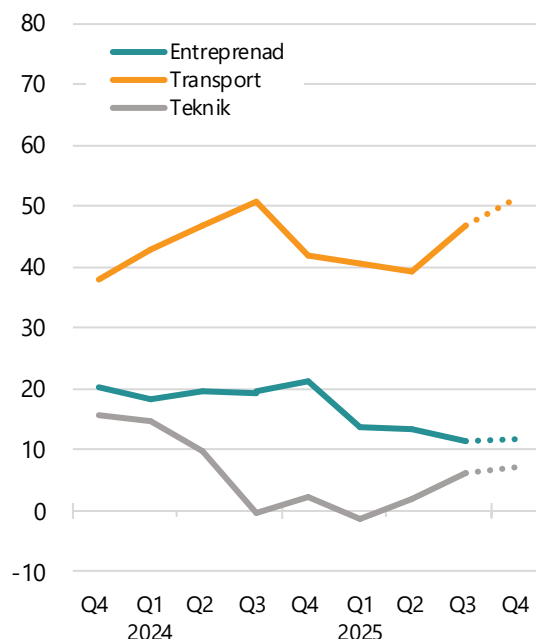
Den senaste MPVe ska levereras i Q4 och parallellt arbetas med den Railvac Norsk Baneservice beställde i våras. Samtidigt planeras att låta verkstaden i Skelleftehamn ta över en del arbeten från lokverkstaden i Långsele. Det känns inte långsökt att det skulle kunna vara lokkonverteringar (från diesel till el/hybriddrift) med tanke på den kompetens inom el som rimligen byggts upp i Skelleftehamn under framtagandet och byggandet av MPVerna. Intrycket nu är att ett beslut om utvidgning av lokverkstaden därmed inte är fullt lika högt prioriterat; delvis möjligen också beroende på hur investeringskalkylen ser ut i takt med att den preciseras. I vilket fall borde den här utvecklingen på lite sikt bidra till att en högre andel av omsättningen kommer att komma från externa kunder och en förstärkning av resultatet.

Vi noterar också att kronan har stärkts lite hittills under kvartalet, vilket är positivt för finansnettot för fjärde kvartalet, då ju flera hyreskontrakt för lok är skrivna i euro.

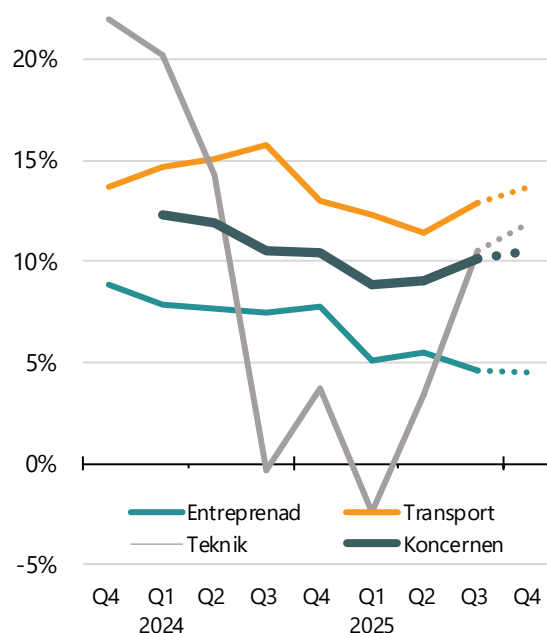
Närmaste kvartalen sammantaget

När vi summerar allt detta landar vi i vår prognos på en omsättning för fjärde kvartalet om 183 mkr; klart mer än fjolårets 157 mkr, pådrivet främst av full effekt från fyra nya beredskapslok. Det kommer

Prognos, rull 4Q EBIT



Prognos rull 4Q EBIT-%



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

också att få en positiv effekt på rörelseresultatet som vi tror hamnar på 19 mkr (13,7). Vi räknar sedan med ett betydligt bättre Q1-26 än Q1-25 såväl avseende omsättning som resultat, dels tack var beredskapsloken, dels då uppskalningskostnaderna minskar och dessutom sprids på en större affärsvolym. Vi räknar då med en rörelsemarginal på dryga 10%.

Längre sikt: Omsättningsprognoser

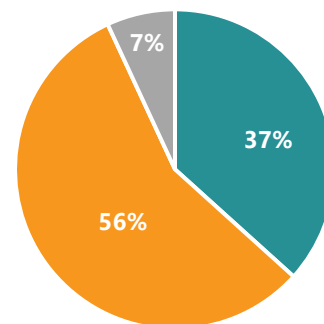
Bolaget verkar inte svikta i sin tro på att nå sina finansiella mål om 1000 mkr i omsättning för helåret 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Det betyder att omsättningen måste öka med 20% i årstakt under de kommande nio kvartalen. Inte ens med full effekt av de nya beredskapsloken framstår detta som möjligt. Som jämförelse taktade koncernen runt 13% per år under åren före 2025, då investeringarna har tyngt tillväxttakten. Vi räknar därför med klart lägre underliggande tillväxt, men vi noterar samtidigt passusen i halvårsrapporten om "...goda förhoppningar att kunna erhålla nya transportuppdrag de kommande åren, vilket är nödvändigt för att klara uppsatta mål."

Entreprenad

Med den rejäla infrastruktursatsningen vi beskrev under Marknad och en ökad press från näringslivet, allmänheten, försvarsmakten och inte minst politiker, så kommer järnvägen att få mer resurser. Trafikverket själva pratar alltså om minst 10% tillväxt per år, och Railcare gör ingen hemlighet av att de räknar med att fortsätta ta marknadsandelar dessutom. De senaste 9 åren har gamla Entreprenad Sverige trendmässigt vuxit med 7,7%/år, de senaste 5 åren med 13% i årstakt och med mer 18% per år under de tre åren innan 2025 (nästan 30%/år om man bara räknar den svenska entreprenadverksamheten!). Med en ökande marknad borde det inte vara omöjligt att höja 5-årstrenden något framöver, inte minst om Trafikverket väljer att gå vidare med upphandlingar enligt "[depåstoppsmodellen](#)". Det finns signaler som pekar på att flera sådana uppdrag kan komma att läggas ut, bl a regeringens transportinfrastrukturplan som tydligt pekar på behovet av ökad effektivitet hos myndigheten, vilket också bekräftas av rapporten från Innovationsföretagen, beskriven ovan.

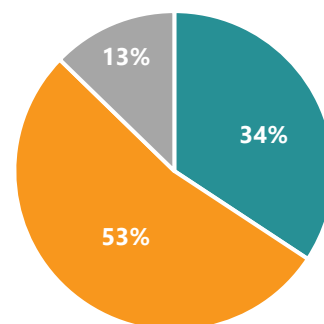
För att det ska finnas chans att infria den typen av scenarios krävs dock att affärsområdet blir av med den black om foten man haft i många år nu och som stavas British Rail. Vi har nu åtta år av kumulativa förluster för Railcare i Storbritannien, uppgående till sammanlagt över -30 mkr efter finansnetto, och försäljningen har störttykt och uppgår nu bara till någon enstaka miljon. Senaste kvartalet bjöd dock på en liten oväntad ljusglimt med ett resultat som hade varit positivt om inte en brand satt stopp för verksamheten. Annars har två Railvacs och en Ballast Feeder har stått i princip arbetslösa där och Network Rails anslag har minskat i reala termer för den nyligen påbörjade planperioden, så vi har inte mycket hopp, men tar gärna en positiv överraskning. Om den inte kommer i närtid så förväntar vi oss att bolaget låter bilan falla, även om utträdeshindren är höga med mycket "sunk costs" i materiel, kontakter, goodwill, utbildningar, certifieringar, mm. Åderlåtningen kan inte fortsätta i det oändliga och bolaget har ställt i utsikt besked om den brittiska verksamheten innan årsskiftet. En nedstängning i Storbritannien skulle inte bara få bort de därmed sammanhängande förlusterna, utan också frigöra resurser, såväl personella och maskinella som från företagsledningen.

Affärsområdena Q3-25



■ Entreprenad ■ Transport ■ Teknik

Affärsområdena Q3-27p



Trots en förväntat kraftig tillväxt för Transport, så blir inte omsättningsfördelningen förskjuten mer än marginellt till 2027 om våra prognoser infrias.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognos)

Vi räknar med åtgärder i närtid och åsätter därför inte verksamheten ett negativt värde i dagsläget, trots de tveksamma utsikterna. Nedstängningskostnaderna ser vi kalkylmässigt snarast som en investering för att frigöra produktiva resurser till annan verksamhet.

Transport

Under 2025 så har successivt det stora beredskapsloksprojektet som togs hösten 2023 dragit igång. Avtalet om 6 lok löper ut successivt under 2030, men en option på 1+1 år finns med i kontraktet. Det ska läggas till de 4 befintliga beredskapslok som Railcare har kontrakt på och som löper till 2027 års slut, varefter en ny upphandling tar vid. Även om Trafikverket då är skyldiga att gå på erbjudet pris, så kommer det att finnas ett antal krav som måste uppfyllas, inte minst avseende miljön där ju Railcare ligger bra till med sina splitter nya lok. Fram till 2027 är intäkterna säkrade, och i vår skiss på åren till 2035 räknar vi kanske för försiktigt med att det senaste avtalet löper ut utan att ersättas. Självklart vet vi inte hur konkurrenternas bud kan komma att se ut då, men med rätt sorts lok, invanda rutiner och skalfördelar i beredskapsloksverksamheten, så borde förutsättningarna för en förnyelse på attraktiva villkor vara goda. Ytterligare lok av samma kaliber finns dessutom att tillgå om ytterligare affärer inom området skulle säkras.

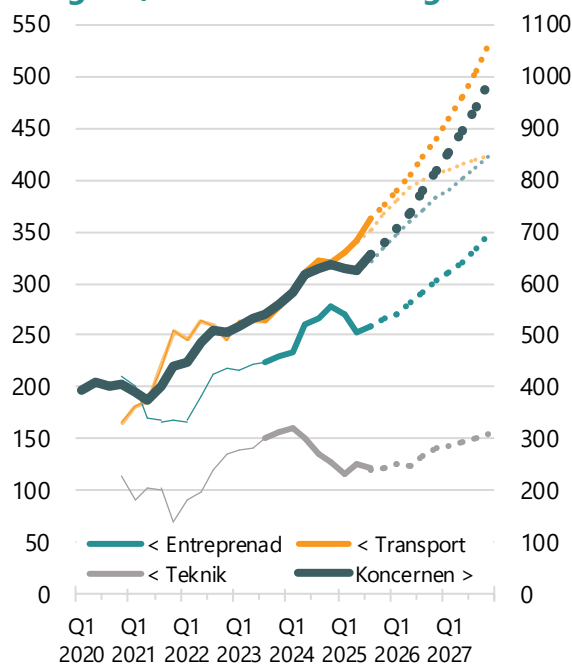
Transportverksamheten har vuxit med över 15% per år de senaste 4 åren enligt våra beräkningar. Beredskapsloken har då varit en mindre, om än växande affär, så en stor del av tillväxten har kommit från annat håll och kan rimligen förväntas göra det även framöver:

- Inom fasta transportuppdrag bidrar femårskontraktet med LKAB som säkrades i Q4 ifjol och snöröjningskontraktet på 4+1+1 år som säkrades i januari, till att ytterligare stabilisera intäkterna för flera år framöver.
- Efterfrågan på entreprenadtransporter är lite mer volatilt över tid, men bör rimligen gynnas av Trafikverkets ökade satsningar.

Bolagets ledning är nu tydlig med att det behövs ett par större och längre uppdrag som är i storleksordning ungefär som beredskapsloksavtalet, alternativt något större och ett par mindre uppdrag, för att nå koncernens omsättningsmål. Först då kan vi komma nära miljarden 2027. Så hur sannolikt är det?

- En lågt hängande frukt är förstås kontrakt på ytterligare beredskapslok. Railcare är en av mycket få aktörer som har lok redo (via AC Finance) som uppfyller alla Trafikverkets högt ställda krav. Dessutom är relationen med uppdragsgivaren väl etablerad och Railcare har nu testats för dessa uppdrag i flera år. Det skulle därför inte förvåna om ett pressmeddelande kommer inom de närmaste kvartalen om nya uppdrag som erhållits.
- Andra transportköpare är också nöjda med Railcares service, flexibilitet och kompetens, något som 2020-talets nästan 20%iga tillväxt per år också vittnar om. Flera sannolika beställare kan urskiljas, såsom LKAB där Railcare fått in foten ordentligt de senaste åren, eller varför inte Boliden där VD Mattias Remahl har sin bakgrund? Även nya bolag som Stegra kan tänkas, men oavsett så lär Railcare föra diskussioner med de flesta.

Prognos, rull 4Q omsättning



De tjocka prickade linjerna anger vårt huvudscenario, med två nya större transportuppdrag nödvändiga för att nå målet om 1 miljard 2027. De tunna prickade linjerna visar på utvecklingen utan nya större transportuppdrag

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

De finansiella målen:

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

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

Källa: Bolaget

Större kontrakt tar i allmänhet tid att börja leverera på. Beredskapslokskontraktet annonserades i oktober 2023 och de första loken togs i drift i januari i år; 15 månader senare, och de sista vid kommande årsskifte; mer än två år efter signering. Vi tänker därför att besked om nya stora kontrakt rimligen inte lär ligga särskilt långt in i framtiden för att de ska hinna få full effekt på 2027 års siffror. Vi skissar på annonseringar av kontrakt i slutet av innevarande år och början av nästa, för påbörjade leveranser successivt under 2026.

Teknik

I Skelleftehamn avslutas bygget av den tredje MPVe under Q4 och den nya Railvac till norska Baneservice ska levereras i början av 2026. Därefter 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:

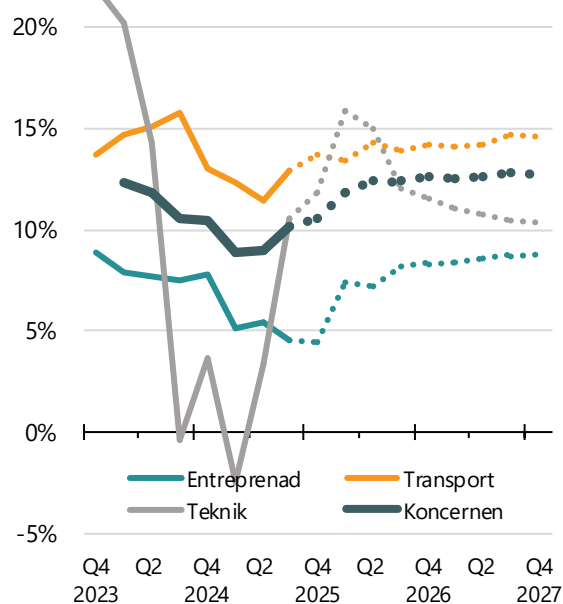
- Det är projektorienterad verksamhet där varje projekt är unikt på olika sätt och ofta löper över flera kvartal, inte sällan till fast pris.
- Det kan då vara lägre eller högre avräkning av pågående projekt för ett visst kvartal.
- Även om viss resultatavräkning sker för varje kvartal, så är det på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

Fluktuationer i omsättning och resultat mellan kvartal lär därför vara normen även i framtiden, i både positiv och negativ riktning. Det är dock ingenting en aktieinvestor bör oroa sig för. Tvärtom framstår det sammantaget som att Teknik över tid har god tillväxt och goda marginaler, och att 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 diskuterats, skulle – om den kommer – sannolikt innebära ytterligare fördelar utöver ”more of the same”, nämligen

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

Prognos rull 4Q EBIT-%



Källa: Bolaget (heldragen linje), Analysguiden (prognoser, prickad linje)

Kostnader

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. Leasingskulden ökar balansomslutningen och eftersom flera kontrakt är skrivna i EUR och skulden omräknas till kronor på balansdagen så kommer valutaeffekterna att bli tydligare i redovisningen och öka slagen mellan kvartalen utan någon förväntad påverkan på längre sikt.

Råvaror

Förädlingsvärdet i de flesta av verksamheterna är generellt sett högt, så eventuella kostnadsförändringar för råvaror får endast litet genomslag på resultatet. Däremot kommer en ökad andel intäkter från beredskapsloken rimligen sänka råvarukostnaderna som andel av totala omsättningen, så bruttomarginalen borde förbättras något, allt annat lika. Detsamma bör rimligen också gälla för Transport totalt, som dessutom utgör en allt större andel av Railcares omsättning.

Personal

Storleken på organisationen har nu nått rätt nivå enligt ledningen och faktiskt minskade antalet anställda under Q3 med två personer, så bolagets förberedelser för en större affärsvolym är nu klara. Det handlar inte bara om löner, utan också om rekryteringskostnader, utbildningar, certifieringar, etc. Det betyder att dessa senare kostnader rimligen har börjat falla tillbaka nu när de anställda börjar komma i arbete. Visserligen sjönk personalkostnaderna som andel av omsättningen kraftigt i Q3, men det är mer relaterat till semesterperioder. Andelen var dock något lägre än i Q3-24 och Q3-23, så rimligen bör det mesta av extrakostnaderna för personalökningen senaste året nu ligga bakom oss.

Av-/Nedskrivningar

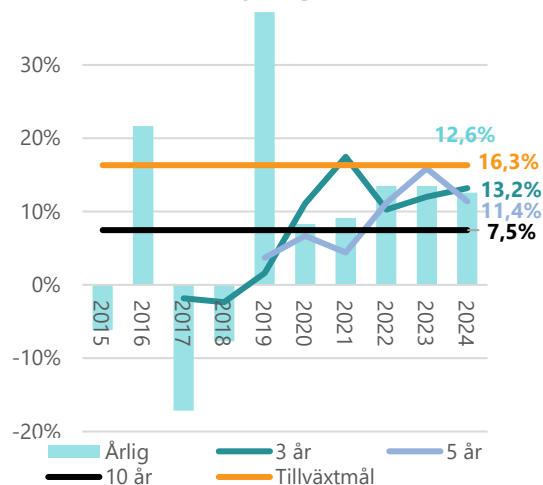
Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. En omsvängning pågår mot en allt större andel leasade fordon och maskiner, samtidigt som omtolkningen av IFRS 16 trycker ner kostnaderna för dessa från en operativ leasingavgift under kostnad för sålda varor, till att berättigat betrakta denna kostnad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

Vi räknar också med att en eventuell utbyggnad av lokverkstaden kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen, men med positiva resultateffekter längre fram.

Mekaniken i kostnadsutvecklingen

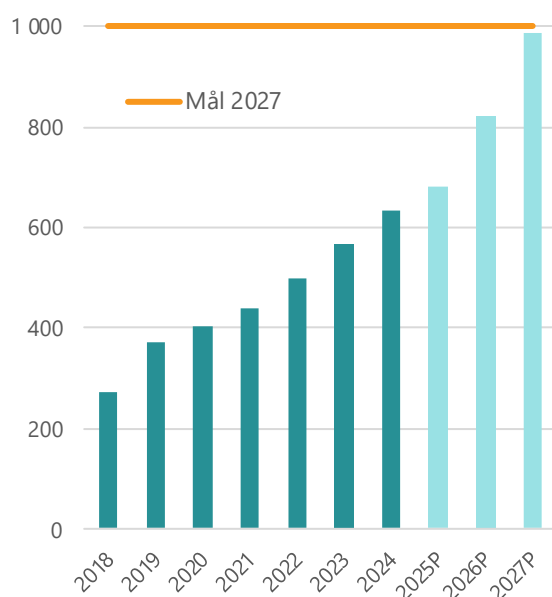
En hög andel fasta kostnader gör resultatet känsligt för beläggningen. Det är med andra ord en fortsatt hög operativ hävstång i bolaget även om den minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet, fler

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Omsättningsprognos



Det nya kontraktet på beredskapslok syns tydligt på nivåskiftet 2026.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

kunder, större andel längre kontrakt och en förändrad produktmix. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Stoppet på Malmbanan under förra vintern kan tjäna som exempel, då Railcare passade på att göra underhåll på loken. Andra halvåret 2022 är ett annat, när den ökade aktiviteten hade börjat tära på personal och maskiner. Det innebär att slutet av 2022 präglades av rekryteringar och ett ökat underhållsbehov för maskinerna. Resultatet blev ökande kostnader för underhåll, men också ökade kostnader för att hyra in maskiner som ersatte de som var på service. Även om bolaget passade på att vidta dessa åtgärder under en lite mindre hektisk period så är det här något som vi får räkna med att det återkommer då och då, kanske framför allt efter en period med hög aktivitet.

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

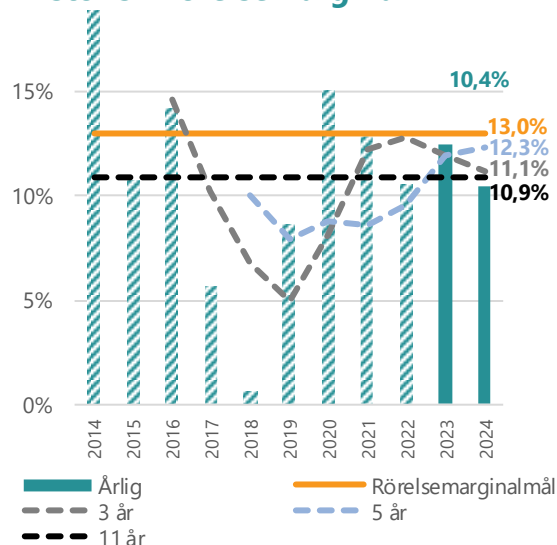
Svaret har blivit att Railcare arbetat mera med att hyra lok och med att se till att personalen har så bred utbildning som möjligt för att kunna hoppa in på flera olika ställen. Det minskar kostnaderna och ökar flexibiliteten då personal lättare kan röra sig mellan olika arbetsplatser, även om det samtidigt kan kräva fler certifieringar och tillstånd.

De långa kontrakt som bolaget har tecknat och kan komma att teckna framöver blir i det här sammanhanget extra mycket värda, eftersom de innebär både en jämn beläggning och en förutsägbarhet vilket underlättar effektiv planering. Ett exempel är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet från omlastningsstationen i Pitkajärvi till hamnen i Narvik. Två andra är kontraktet för beredskapslok från 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 rimlig chans för bolaget att nå sitt marginalmål om 13% för rörelseresultatet i slutet av 2027 och förändringen av redovisningsprinciperna hjälper till – räknat på 2023 års siffror med ca en halv procentenhet, men den siffran har rimligen ökat betydligt med ett allt större antal inhyrda lok. Andra faktorer som pekar mot att marginalmålet skulle kunna nås är:

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)

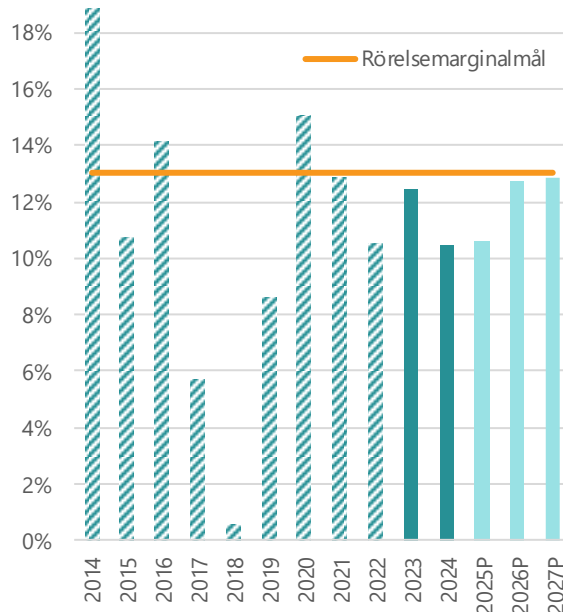
- Railcare konstaterar att Trafikverket redan betalar lite mer för arbeten där Railcare som en av få aktörer kan arbeta hållbart. Det gäller inte minst för känsliga arbeten som nästan bara kan utföras med MPVn – och alltså därmed uppfyller nollutsläppskraven – som t ex arbeten i citykärnor, tunnlar som Citybanan, etc, något som förhoppningsvis kan öka framgent och som bolaget förbereder sig för med ytterligare en MPV på väg ut.
- 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.
- Även om de varierar mellan kvartalen beroende på projektens natur, bör Teknik rimligen också kunna öka sina marginaler över tid, med en ökande andel externa kunder och den stora efterfrågan på deras tjänster som beskrivet ovan.
- Till det ska också läggas en jämnare beläggning på entreprenadsidan, inte minst med allt fler långa kontrakt, vilket bör gynna genomsnittsmarginalen framöver. Nya ”depåstopp” lär visserligen dra ner själva marginalen trots att resultatet stiger, som i Q2-24, eftersom Railcare då tar in en hel del underentreprenörer och i och med det får behålla en lägre andel av förädlingsvärdet.
- Om blodflödet slutligen kan stoppas i utlandsdelen av entreprenadverksamheten så är ju det givetvis också en stor hjälp.

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

Prognossammanfattning

Sammanfattningsvis bedömer vi omsättningsmålet som svårare att nå jämfört med marginalmålet, men ledningen säger sig inte vara mindre trygg med målen idag jämfört med när de sattes, så vi ser fram emot att bli positivt överraskade. Bolaget har till och med angivit hur det ska gå till; med fler stora transportuppdrag. Investeringarna för att möjliggöra detta har nu tagits under senaste året, så nu behöver

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)

Resultaträkning (Mkr)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Nettoomsättning	270	371	401	438	497	564	635	680	820	988
Övrigt Intäkter	7	9	20	15	15	18	25	38	44	44
Kostnad sålda varor	-142	-177	-181	-204	-269	-262	-289	-285	-346	-415
Bruttoresultat	135	203	241	249	243	321	372	433	518	617
Personal	-108	-120	-125	-139	-146	-170	-197	-220	-244	-290
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-2	-5	-8	-8
Resultat före avskrivningar (ebitda)	26	82	114	108	95	147	173	208	266	319
Avskrivningar	-24	-50	-53	-52	-43	-77	-106	-136	-162	-192
Rörelseresultat (ebit)	2	32	60	56	52	70	66	72	104	127
Finansnetto	-5	-6	-5	-4	-5	-12	-26	-16	-20	-24
Resultat före skatt	-4	27	56	52	47	58	41	57	85	104
Skatter	2	-6	-12	-11	-10	-14	-10	-14	-21	-25
Nettoresultat	-1	21	44	41	37	44	30	43	64	79

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

man växa i sin nya, större kostym för att fullt ut skörda frukterna av satsningarna.

Vårt huvudscenario är att detta uppnås med två uppdrag i ”Kaunistorlek”, dvs 75 mkr per år, och att dessa rullar igång före 2026 års utgång. Då landar vi på en omsättning för 2027 på nästan en miljard. Det skulle också bidra till att marginalmålet blir lättare att nå. Emellertid är ju dessa uppdrag ännu inte säkrade, så utan dem landar vi 165 mkr lägre i omsättning 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.

För åren efter 2027 skissar vi på en tillväxttakt om 10-11%, om än lägre 2031 och 2032 när beredskapsloksavtalen löper ut, och en rörelsemarginal om 12-13%. Skulle verksamheten växa snabbare så kan det kosta lite på marginalen under investeringsperioderna, men vägas upp av förbättringarna på sista raden på längre sikt.

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

Värdering

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

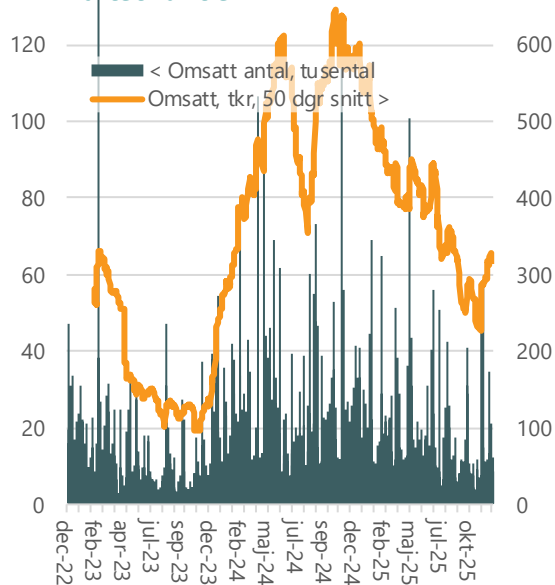
Kassaflödesvärdering

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.

Hittills har vi använt oss 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 hemtam för aktieinvestorare.

Med införandet av IFRS 16 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

Likviditet i aktien



Likviditeten i aktien har sjunkit under senaste halvåret. Med förbättringar i såväl tillväxt som marginaler borde intresset återvända.

Källa: Refinitiv

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.

Antaganden

Vårt avkastningskrav på det egna kapitalet i bolaget utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan som ligger på 2,7%, till vilken vi adderar en generell riskpremie för aktieinvesteringar om 6%. Dessutom tillkommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi med hänsyn till bolagets allt större andel längre kontrakt och allt bättre bredd i produktutbudet sänkte till 2,5% i slutet av förra året, men som vi med hänsyn till redovisningsförändringarna höjde tillbaka till 3%. Totalt summerar detta till 11,7%. Det är fortfarande relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar både en viss operativ volatilitet baserad på höga fasta kostnader, och en låg likviditet i aktien som beror både på bolagets litenhet och en låg free-float.

Kort sikt

Vi fortsätter att utgå från vårt scenario där bolaget i princip når sina finansiella mål för 2027. Med två nya transportuppdrag i "Kaunklass" (eller ett stort och två mindre uppdrag) nås omsättningsmålet med våra prognoser och nås det så är marginalmålet precis runt hörnet.

Med nya metoden, FCFF, så hamnar diskussionen snabbt i frågan om rimlig EV/EBIT-multipel som det är rimligt att anta att marknaden kommer att prissätta aktien till vid sista prognosårets slut, alltså slutet 2027. Vid utgången av 2024 var multipeln 17,2 (P/E 20,0), med en lägre skuldsättningsgrad än nu och ett resultat som tyngdes en del av satsningarna framåt. För innevarande år, med bl a högre skuldsättning men utan full helårseffekt av beredskapsloksavtalet, ser vi ut att landa på 16,2 (P/E 15,7). 2026 ser det nu ut att kunna hamna i närheten av 11,2 (P/E 10,6). Förhållandet mellan EV/EBIT och P/E-talet förändras till stor del av skuldsättningsgraden (inklusive leasingskulder) och därmed sammanhängande räntor. I vår kalkyl är det därför inte orimligt med en något högre EV/EBIT-multipel än P/E-multipel i beräkningarna av resp. terminalvärde. Vi väljer nu att ha 12 för EV/EBIT och 11 för P/E-talet, för de nivåer vi bedömer att marknaden minst kommer att handla aktien till i slutet av 2027. I vår FCFF-beräkning under ovan angivna förutsättningar landar vi då på en motiverad kurs om knappt 40:-

Med gamla metoden, FCFE, så mot bakgrund av redovisningsförändringarna noterade i ingressen till värderingsavsnittet ovan, sänkte vi försiktigtvis P/E-multipeln i terminalvärdesberäkningen från 12 till 11 efter förändringen. Det är i sammanhanget värt att notera att om bolaget hade nått sitt marginalmål i år, så hade P/E-talet blivit drygt 12 med nuvarande kurs och utan full effekt på omsättning. I takt med

Motiverad kurs
Känslighetsanalys till 2027

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
<--- P/E 2027	6	28	28	27	27	27	26	26
	7	31	31	30	30	29	29	28
	8	34	33	33	32	32	31	31
	9	37	36	35	35	34	34	33
	10	39	39	38	37	37	36	36
	11	42	41	41	40	39	39	38
	12	45	44	43	43	42	41	40
	13	48	47	46	45	44	44	43
	14	50	49	49	48	47	46	45
	15	53	52	51	50	50	49	48
	16	56	55	54	53	52	51	50
	17	59	58	57	56	55	54	53
	18	61	60	59	58	57	56	55

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt fram till och med 2027, så framgår motiverad kurs idag ur tabellen, givet det avkastningskrav man har på investeringen och den multipel man tror att aktien kommer att handlas till mot slutet av 2027. Notera hur lite påverkan avkastningskravet har på den motiverade kursen, pga att diskontering bara sker från 2027 som längst.

Källa: Analysguiden

att slutet av prognosåren, dvs 2027, närmar sig allt snabbare, och att återhämtningen från förra vinterns svacka gått fortare än beräknat, så har den motiverade kursen kommit upp några kronor till ca 40:-. Det betyder att om antagandena ovan infrias så får en investerare idag knappt 40% i årsavkastning (inklusive utdelningar) fram till slutet av 2027.

Om däremot förväntan om de nya transportuppdragen inte infrias, eller försenas kraftigt, så sjunker omsättningstillväxten för 2026 och 2027 från drygt 20% till 10% per år. Med hyggligt konservativa antaganden om kostnadskontroll, begränsade ökningar i investeringarna och reducerade höjningar av rörelsekapitalbehovet, så landar vi i en motiverad kurs på drygt 27:-. Då håller vi fast vid att marknaden handlar aktien till P/E 11 i slutet av 2027 vilket är försiktigt, framför allt om det handlar om en försening av de nya affärerna.

Sammantaget ser alltså risk/reward bra ut på kort sikt, med en begränsad nedsida och en bra potential uppåt. Dock utgör terminalvärdet tre fjärdedelar (65% med det pessimistiska scenariot) av det beräknade värdet, på grund av att 2027 ligger så nära i tiden nu, vilket leder till lite av ett cirkelresonemang: "Om marknaden betalar en multipel på 11 om två år, så borde marknaden betala multipel X nu."

Längre sikt

För att minska den stora påverkan antagandet om terminalvärdet får på värderingen, så skissar vi på en förlängning av prognosperioden till 2035. Det kan låta långt bort, men med så långsiktigt stabila förutsättningar som råder inom nästan samtliga verksamhetsområden, så behöver en längre prognosperiod inte bara handla om en gissningslek.

Under konservativa förutsättningar, bl a att beredskapslokskontraktet löper ut efter ett av två optionsår utan att ersättas med någon annan intäkt och resten av verksamheten växer med 10% per år ger det en omsättning om ca 2 mdr 2035. 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 ytterligare en dubbling av den kortsiktigt motiverade kursen, med samma avkastningskrav och givet att aktien handlas till EV/EBIT på 12, eller P/E 11 år 2035. Omvänt så skulle en investerare idag få ca 20% i årsavkastning (inklusive direktavkastningen) fram till slutet av 2035.

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

Beräkningen är också gjord på ganska konservativa antaganden avseende omsättningstillväxten och vi ska heller inte glömma att detta är för en verksamhet som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

Med ett riktigt pessimistiskt scenario; inget ytterligare transportuppdrag t o m 2027, därefter fram till 2035 noll volymtillväxt (= +3%/år nominellt) och en rörelsemarginal på bara 7%, så kan vi ändå moti-

På längre sikt

Motiverad kurs,		Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
< --- P/E 2035	6	69	65	62	58	55	52	49
	7	72	68	64	60	57	54	51
	8	75	70	66	62	59	56	53
	9	78	73	69	65	61	58	54
	10	81	76	71	67	63	59	56
	11	83	78	73	69	65	61	58
	12	86	81	76	71	67	63	59
	13	89	83	78	73	69	65	61
	14	92	86	80	75	71	67	63
	15	95	89	83	78	73	68	64
	16	98	91	85	80	75	70	66
	17	100	94	88	82	77	72	68
	18	103	96	90	84	79	74	69

Om beredskapslokskontraktet löper ut utan att ersättas och övrig verksamhet växer bara 10%/år under de efterkommande åtta åren (efter 2027), samtidigt som bolaget fortsätter nå en rörelsemarginal på 12-13%, så blir motiverad kurs idag betydligt högre med samma antagande om P/E-tal i slutet av den perioden.

Källa: Analysguiden

Med andra prognoser

Pessimist kurs,		Rörelsemarginal --->						
		7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
< --- Tillväxttakt t o m 2035	3%	30	33	36	38	41	44	47
	4%	31	34	37	40	43	46	49
	5%	33	36	39	42	45	48	51
	6%	34	37	40	44	47	50	54
	7%	35	39	42	46	49	53	56
	8%	37	41	44	48	52	55	59
	9%	39	43	46	50	54	58	62
	10%	40	45	49	53	57	61	65
	11%	42	47	51	55	60	64	69
	12%	44	49	54	58	63	68	72
	13%	47	51	56	61	66	71	76
	14%	49	54	59	64	70	75	80
	15%	51	57	62	68	73	79	84

Riktigt pessimistiska antaganden om tillväxttakt och rörelsemarginal krävs för att komma ner mot aktuell kurs, och då får investeraren ändå avkastningskravet (11,7%) på sin investering varje år till 2035.

Källa: Analysguiden

vera dagens kurs, dvs en investerare får avkastningskravet 11,7% per år till 2035.

Sammanfattningsvis framstår det som ett attraktivt förhållande mellan risk och potential även på längre sikt i Railcare-aktien.

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:

- Innevarande års P/E-tal hamnar som sagt på knappt 15,7 och nästa år på ca 10,6, för att för 2027 komma ner till 8,6 med våra prognoser. Det framstår inte som dyrt med den tillväxt, de kvaliteter och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också EV/EBIT som ligger på 16,2 för 2025, 11,2 för 2026 och 9,2 för 2027, vilket med hänsyn till den stora kapitalbindningen inte kan anses som dyrt.
- EV/Sales på 1,7 för 2025, 1,4 för 2026 och 1,2 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.

Värdering av det egna kapitalet

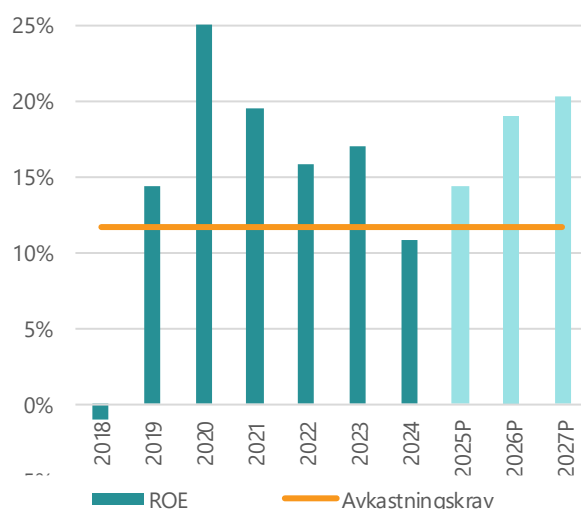
En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista juni uppgick det egna kapitalet per aktie till 12,59 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,2 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ser avkastningen på det egna kapitalet (ROE) ut att hamna på knappt 14,4% för 2025 och drygt 18% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11,7%, och visar då ett värde från 16 till 19 kronor per aktie.

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

Slutsatser

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

Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Nu värderas det egna kapitalet till 2,3 gånger. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

Det är därför utgångspunkten i våra prognoser, vilka leder till en kurspotential på ca 40% idag, baserat på en försiktig värdering – antagen EV/EBIT 12 och P/E 11 – i slutet av 2027. Det är nu bara 2 år bort, så med ett längre perspektiv och försiktiga antaganden så är potentialen betydligt större. Antaganden på längre sikt är möjliga att göra mot bakgrund av stabiliteten i affären och marknaden, och vår konservativa skiss fram till mitten av 30-talet motiverar en ytterligare fördubbling av kursen.

Skulle det emellertid inte bli några fler stora uppdrag fram till 2027, så sjunker givetvis både omsättning och marginal, men den långsiktiga värderingen påverkas inte så mycket som man kan tro, givet att vi fortfarande arbetar med samma tillväxt- och marginalsiffror för efterkommande år.

Det finns dock ytterligare skäl att överväga en investering:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden, vare sig det gäller slutmultipel för 2027, eller tillväxt- och marginalantaganden för åren därefter.
- Det finns potential både i ytterligare ”depåstoppsuppdrag”, den externa maskinförsäljningen, i verkstadsaffären såväl i Skellefteå 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 i år, inflationskrisen 2022 och pandemiåret 2020.
- Dess karaktär gör också att en investering i aktien ger goda portföljgenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

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

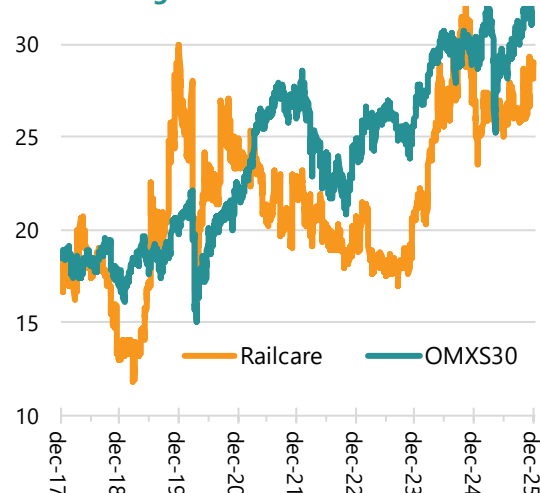
Det går heller inte att helt bortse från möjligheten att Railcare, med sina innovativa produkter, skulle kunna bli föremål för ett uppköp, även om nuvarande ägarstruktur kanske inte underlättar en sådan affär.

Risker

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

En påtaglig risk, om än kanske i första hand på det personliga planet, är säkerheten på järnvägen. Railcares motto är ”Vi gör det säkert – eller inte alls”. Trots det kan naturligtvis olyckor ske i en så farlig teknisk miljö, vilket förutom personliga tragedier kan innebära skade-

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

stånd, ryktesrisker, intäktsbortfall, etc för bolaget som försäkringar inte täcker.

Det tillverkas för få lok ur ett marknadsperspektiv, och även om Railcare äger ett antal lok och i somras säkrade tillgången till växellok genom affären med AC Finance AB, så leasas också lok från andra håll, t ex linjelok för långa transportuppdrag. Om brist uppstår så kan det bli svårt eller dyrt att förnya leasar för att ha maskiner tillräckligt för att leverera mot kundåtaganden, eller så kan Railcares tillväxt hämmas av bristen på lok. Det är en brist som inte är lätt att åtgärda.

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

Marknad, produkter & tjänster

Järnvägsmarknaden, såväl för infrastruktur som för tjänster, är en konservativ bransch med tung statlig dominans. Även om marknaden är mogen, så har den sett förbättrade tillväxtförutsättningar på senare år, främst tack vare ökad klimathänsyn då tågtransporter är mycket energieffektiva, men också utbyggnad av tung industri i norr, ett gravt eftersatt underhåll och ett ökat intresse från Försvarsmakten. Någon enstaka högteknologisk nisch i marknaden visar också mycket god tillväxt.

Entreprenad

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

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

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

Den svenska delen av entreprenadverksamheten har lite i det tysta vuxit bättre och nått en jämnare beläggning de senaste 2-3 åren, vilket också kommit till uttryck i en jämnare marginalutveckling, 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 alltihip ger flexibilitet. På sistone har också Trafikverkets bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten bidragit till jämnheten och det nya långsiktiga snö-

Relining



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

Källa: Bolaget

Malmtransport



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

Källa: Bolaget

röjningsavtalet kommer också ge en jämnare beläggning och bättre förutsägbarhet.

Affärsområdet har dock med sina specialmaskiner en betydligt högre operativ hävstång än exempelvis transportverksamheten – finns det inga jobb för maskinerna så står de stilla och kan inte användas på andra håll. Beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. ”Depåstoppet” under Q2 ifjol som fick en kraftigt positiv påverkan på såväl omsättning som resultat, ger en föraning om hur entreprenadverksamheten kan komma att förändras i takt med att Trafikverkets nya arbetssätt får genomslag framöver. I kombination med ett ökat fokus på järnvägsunderhåll i allmänhet och Railcares maskiner och kompetens i synnerhet så kan de kommande åren bli riktigt bra.

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 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.

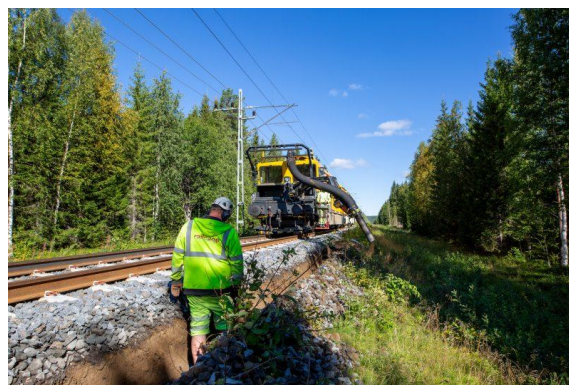
Transport

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 sätt att arbeta.

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

Exemplet LKAB visar dock på problemet med beläggningen. Under första kvartalet 2022 hade man inget uppdrag från LKAB och ingen annan heller som tog dessa resurser i anspråk. Man kunde visserligen i någon mån sysselsätta sig med annat, men risken är att man står med dyra maskiner och personal man investerat mycket i som man inte vill friställa för en kortare period. Personalen är attraktiv och det tar tid och pengar att nyrekrytera och utbilda när efterfrågan kommer tillbaka. Att omdirigera resurser innebär ställkostnader och är heller

RailVac



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

Källa: Bolaget

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

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

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

Snöröjningsmaskiner: Railcare började också använda sin vacuumteknik för skonsam snöröjning på spåren och har nu senast utvecklat en snösmältare som eliminerar problemet med att behöva frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde i januari kontraktet med Railcare för snöröjning ytterligare 4+1+1 år, värt 59 mkr per år.

MPVn: Det senaste stora tillskottet i produktfloran är MPVn, Multi Purpose Vehicle, som är som en gigantisk powerbank på räls. Den har hittills kopplats ihop med RailVacen, men kan också användas i andra sammanhang. Den gör det möjligt att arbeta avgasfritt och mycket tystare i miljöer där strömmen i kontaktledningen – om en sådan ens finns på platsen – inte kan vara påslagen av säkerhetsskäl. I mars 2023 användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. Uppföljaren, MPVe, med strömavtagare så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen eller i närheten, har precis lanserats.

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 rörliga 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 Norman Invest AB, som tillsammans med Treac AB är en lokalt förankrad företagsutvecklare med stiftelsegrund.

Största aktieägarna, %	aktier	andel
Norman Invest AB	7 121 395	29,5%
Swedia Capital AB (Staffan Persson)	2 556 304	10,6%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Avanza Pension	723 424	3,0%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	507 000	2,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	323 640	1,3%
Torsten Germund Dahlqvist	307 780	1,3%
Per-Ake Nilsson	307 000	1,3%
Christer Lundholm	287 000	1,2%
De tio största ägarna	13 484 436	55,9%
Övriga ägare	10 639 731	44,1%
Summa	24 124 167	100,0%

Totalt antal ägare 5 013

Källa: Bolaget.

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger sannolikt en bit under 50%. I kombination med ett börsvärde på drygt 600 mkr blir likviditeten i aktien hämmad, om än att omsättningen har ökat 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