

Railcare går som tåget

Starkt kvartal för huvudverksamheterna

Omsättningen under Railcares tredje kvartal ökade till 146 mkr (126), eller med 16% från ett bra Q3 ifjol, främst tack vare Entreprenad Sverige, nu på normalnivåer både på omsättning och resultat, främst drivet av förarbeten inför kommande spårbyten såsom kabelsänkningar, provgröpar och miljöprover, samt liningsverksamheten som mer än dubblerats i omsättning jämfört med fjolårets Q3.

Det andra stora affärsområdet Transport Skandinavien bibehöll nästan den höga omsättningsnivån från Q3 ifjol trots lägre volymer på entreprenadtransporter som dock kompenseras med hög beläggning i lokverkstan och det nya uppdraget att tillhandahålla beredskapslok vilket når full effekt från årsskiftet.

Tillväxtsiffran för koncernen för de första 9 månaderna i år på drygt 20% smickras dock lite av ett svagare första halvår ifjol. Det höga kapacitetsutnyttjandet ifjol och i början på det här året har dock slitit på utrustningen så marginalerna i Q3 pressades av dubbla kostnader, dels av maskinunderhåll och dels av ökad maskinhyra för att kompensera bortfallet av kapacitet under underhållsperioden.

Sammantaget föll rörelsemarginalen för koncernen under tredje kvartalet tillbaka från fjolårets rekord på 20% till årets fortfarande starka 16%. Huvudorsaken är förutom underhållet, även högre kostnader för underentreprenörer och råvaror.

Omsättningen inom Maskin & Teknik ökade visserligen rejält såväl för kvartalet som för de första nio månaderna jämfört med ifjol, men består främst av internförsäljning. Entreprenad Utland når visserligen i princip ett nollresultat för Q3, men har mycket kvar att bevisa.

Kapitalstrukturen

Förutom att alla finansiella mål redan har överträffats, så sticker soliditeten ut – nästan 42% jämfört med målet om 25%. Det behöver ändras eller förklaras. Antingen anpassas kapitalstrukturen efter det existerande målet eller så förklarar styrelsen varför man under lång tid skjuter högt över målet. Bådadera vore bra för aktien men det mest kittlande vore om expansionsplaner lurar i vassen.

Prognoser och värdering

Railcare har nu lyckats växa med 18% i årlig takt sedan botten för 15 kvartal sedan och det med en allt stabilare marginal tack vare breddningen i verksamheten. Samtidigt är det svårt att lägga sig mycket över bolagets egna marginalmål, och då visar våra beräkningar en lite mer begränsad uppsida i aktien till ca 22-23 kr i kassaflödesanalysen, men man behöver inte gå längre än till P/E-talet för innevarande år för att ändå se en hygglig risk/reward i en så konjunkturokänslig verksamhet. Aktien är även ett bra ställe att gömma sig i en turbulent tid som det har visat sig i år och om bolaget bara kunde släppa på handbromsen i kapitalstrukturen så skulle ytterligare potential frigöras.

Railcare Group AB

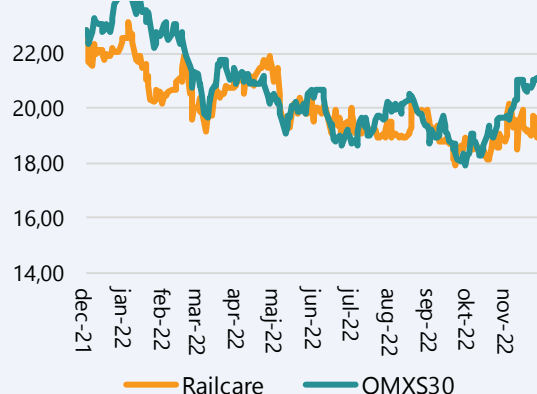
Rapportkommentar - Q3 2022

Datum 30 november 2022
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, 30/11/2022 19,52 kr
Antal aktier, milj. 24,1
Börsvärde, mkr 471
Nettoskuld, mkr 179
Företagsvärde (EV), mkr 650
Webbplats www.railcare.se

Aktien senaste året



Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	438	511	541	574
Bruttoresultat	249	254	267	282
Rörelseres. (EBIT)	56,2	64,1	63,9	66,1
Resultat f. skatt	51,7	58,9	58,4	60,3
Nettoresultat	40,5	46,8	46,4	47,9
Vinst per aktie	1,68 kr	1,94 kr	1,92 kr	1,98 kr
Utd. per aktie	0,60 kr	0,70 kr	0,80 kr	0,90 kr
Omsättningstillväxt	9,1%	16,6%	6,0%	6,0%
Bruttomarginal	56,8%	49,8%	49,4%	49,1%
Rörelsemarginal	12,8%	12,6%	11,8%	11,5%
Nettoskuld/eget kap.	0,8	0,7	0,6	0,6
Nettoskuld/ebitda	0,7	0,7	0,7	0,6
P/e-tal	11,6	10,1	10,2	9,8
EV/EBIT	11,6	10,1	10,2	9,8
EV/omsättning	1,5	1,3	1,2	1,1
Direktavkastning	3,1%	3,6%	4,1%	4,6%

Källa: Bolaget, Analysguiden (alla prognoser)

Investeringstes

Bra marknad generellt och lokalt

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

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

Låg konjunkturkänslighet

Samtidigt som transportsidan ser strukturell tillväxt, med främst privata företag som kunder, ser entreprenadsidan stora behov med staten som kund, vilka bådadera borgar för en låg känslighet för konjunktursvängningar. Den bilden förstärks av att kunden betalar bränslet och kostnaden för el vid tjänsteförsäljning och produktförsäljningen har ett högt förädlingsvärde och ett stigande hållbarhetsfokus. Höjningar av råvarupriser får därmed heller inte annat än marginell påverkan på resultatet och inte ens räntehöjningar förväntas få 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 hänförliga till såväl maskiner som personal. Det betyder att hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå är nyckeln till att kunna optimera kapitalstrukturen så användningen av dyrt eget kapital kan minskas.

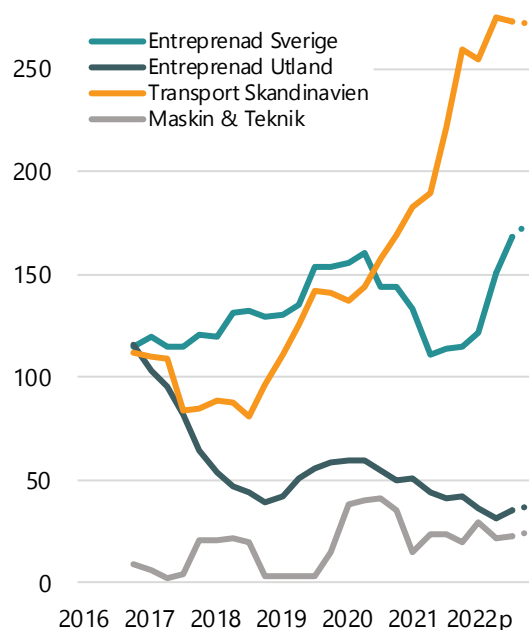
Prognostiserar stark tillväxt men viss osäkerhet

Även om vi håller igen på tillväxtantagandena trots gynnsamma utsikter, försiktighetsvis antar något lägre marginaler än de senaste ganska starka åren och utan att ta hänsyn till den förbättringspotential som finns i flera delar, så motiverar redan idag resultat- och kassaflödesutvecklingen en högre kurs på aktien.

Det som kan verka hämmande på kursen är dels ett lågt börsvärde med en låg free-float vilket ger en låg likviditet i aktien, dels vad som framstår som en ineffektiv kapitalstruktur givet vad vi vet om strategin framöver.

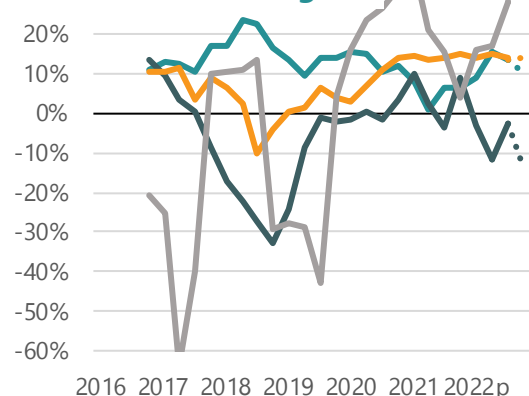
Trots detta är aktien klart intressant på dessa nivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat som nu, och till det kommer potentialen i att jämna ut beläggningen och få fart på produktförsäljningen och utlandsverksamheten.

Rullande 12m omsättning

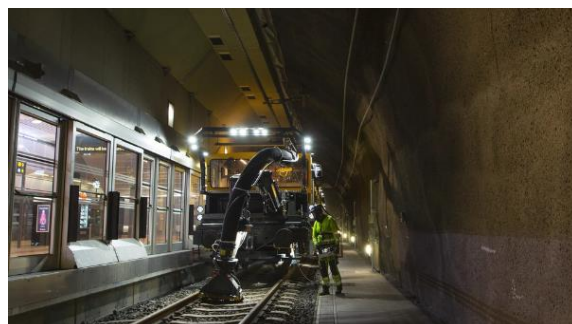


Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)



Spårarbeten i Citytunneln i Stockholm. Railcares specialitet är arbeten i trånga utrymmen känsliga för buller, damm och avgaser.

Resultat & Prognoser

Marknaden

Vi har hört klimatargumenten för järnväg under lång tid även om offentliga diskussioner mest har fokuserat på prestigeprojekt som höghastighetsbanan. Argumenten är dock minst lika giltiga för gods-transporter som passar mycket bra på järnväg, klimatbelastningen av underhåll av befintliga system är mångfalt lägre än byggandet av en höghastighetsjärnväg för passagerartrafik och där företagens klimatambitioner står för efterfrågetrycket, men godstrafiken och dess behov verkar ha gått lite under radarn i den allmänna debatten.

Det är därför glädjande att se att emedan godstransporter på järnväg historiskt har ökat med ca 2%/år, har de nu vuxit med 10% på bara ett halvår enligt Trafikverket. Det borgar för att den underliggande tillväxten för järnväg generellt är fortsatt mycket god, och att Trafikverket måste fortsätta att beta av den underhållsskuld som finns i det svenska järnvägsnätet. Till det kommer den kraftiga expansionen av tung industri i Norrland med satsningar för närmare 1000 miljarder, vilket accentuerar transportbehoven på järnväg i Norrland även jämfört med landet i övrigt. Detta förväntas gynna Railcare specifikt med sin lokala förankring, unika produkter och med den flexibilitet som är inbyggd i organisationen.

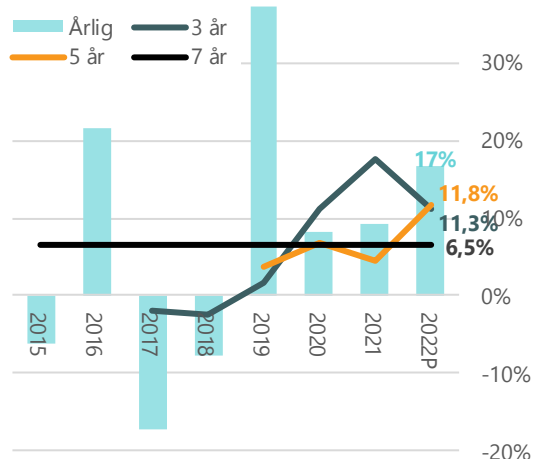
Omsättning

Smolken i den glädjebägaren är variationerna i efterfrågan. På entreprenadsidan är det beroende på planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket. På transportsidan är det tvärtom variationer i transportbehov som i många fall inte ens transportköparen råder över, som t ex mängden koncentratproduktion vilken i sin tur påverkas av exempelvis metallhalter i malmen. Det här var kännbart för Railcare när LKAB inte förnyade transportkontraktet för första kvartalet i år, utan först för andra kvartalet vilket resulterade i ett nollresultat för affärsområdet under Q1. Kontraktet löper ut nu vid kommande årsskifte, så det blir betydelsefullt om det kan förnyas utan glapp i tiden den här gången.

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

Det passar också bra i och med att lokverkstaden ingår i Transport Skandinavien, som i övrigt inte haft samma strålande utveckling under Q3 som tidigare, vilket delvis hänger samman med färre spårbyten. Samtidigt har affärsområdet vuxit med 35% per år på rullande 12 månadersbasis under de senaste fyra åren och maxar ut här någonstans med nuvarande kapacitet.

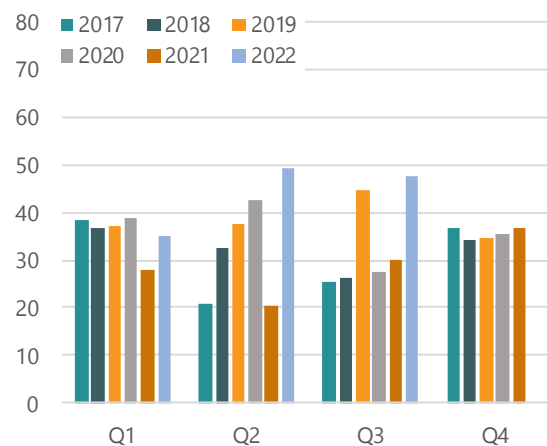
Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget

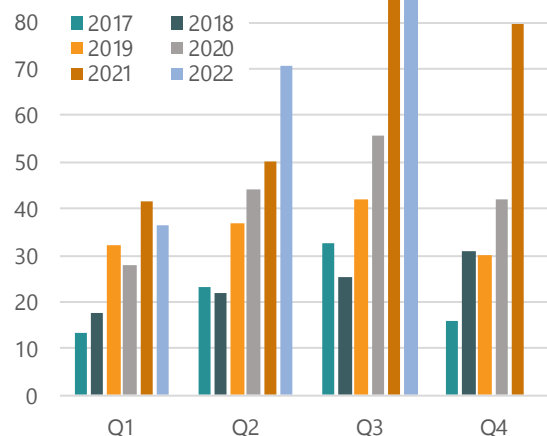
Säsongsvariationer

Entreprenad Sverige



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

Transport Skandinavien



Källor: Bolaget

Även för Entreprenad Sverige så har den ökade aktiviteten inneburit att personal och maskiner slits. Personal kan visserligen flyttas i och med att många har flera certifieringar och därmed kan ta olika roller, men långsiktigt behöver personalstyrkan rimligen utökas. För maskinerna har ett ökat underhållsbehov dels inneburit ökande kostnader för underhåll, dels kostnader för att hyra maskiner som ersätter de som är på service, vilket också syns på resultatet.

Att öka kapaciteten är inte helt enkelt. Det är ont om lok och utbildad personal går nästan inte att få tag på. Att öka kapaciteten innebär också att bolaget tar på sig ökade fasta kostnader. Bolaget investerar mycket i sina anställda men ställer i gengäld höga krav på hur de är som personer, med rätt inställning till service, flexibilitet och förmåga att lösa problem själva ute på fältet. När en rekrytering väl lyckas och investeringen i nödvändig utbildning tagits, så ska det mycket till innan man låter en sådan person gå från företaget, även om en svacka uppstår i verksamheten.

Svaret har blivit att Railcare arbetar mera med att hyra lok och med att se till att personalen har så bred utbildning som möjligt för att kunna hoppa in på flera olika ställen. Det finns också en långsiktig fördel med att öka kapaciteten för att därigenom stötta försäljningsutvecklingen, för då minskar rimligen också det kortsiktiga beroendet av enstaka uppdrag och en jämnare beläggning bör kunna nås.

På papperet borde Railcares kompetens inom bolagets entreprenadnischer kunna komma till sin rätt även utomlands. Det är dock svårt att spåra den potentialen – åtminstone på ett konsekvent och lönsamt sätt – i den historiska bilden. Entreprenadverksamhet på marknader utanför Skandinavien har gått trögt och lönsamheten har lyst med sin frånvaro även i Storbritannien där de största ansträngningarna gjorts. Företagsledningen fortsätter dock att hävda att potentialen finns och den asiatiska marknaden lockar, men det ligger förmodligen flera år framåt i tiden och inget vi räknar med i våra prognoser.

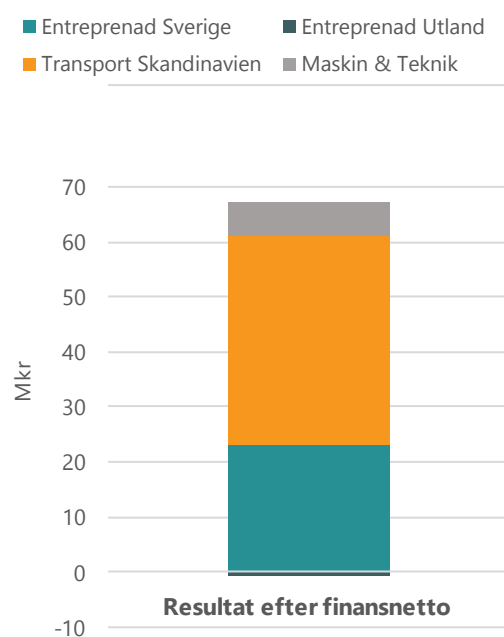
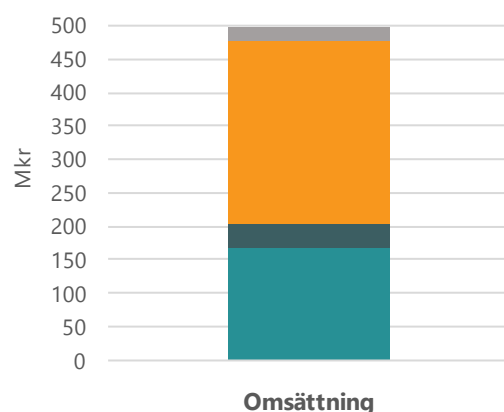
På samma sätt borde Railcares innovativa produkter vara intressanta utomlands. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom RailVac och MPV, och batterikonvertering av dieseldrivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd. Det borde borga gott för Maskin & Teknik, så länge som kommersialiseringen kan ta vid. För att undvika att hjälpa konkurrenter främst på entreprenadsidan, har Railcare beslutat att inte sälja dessa produkter i Sverige. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands, inte minst för MPVn, men marknaden är konservativ, prototyper i lokal produktion är nödvändiga och politik kan spela in, så det går knappast att förvänta sig några snabba segrar och vi tar heller inte ut några alls i våra prognoser.

Sammantaget räknar vi med att målet om en halv miljard i omsättning nås i år och för åren därefter förväntar vi oss i vårt försiktiga huvudscenario en omsättningstillväxt runt 6%, men vi gör också en känslighetsanalys på den prognosen ur värderingshänseende och är snarast beredda att revidera upp den vartefter.

Kostnader

Det finns inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen skulle ha förändrats nämnvärt från tidigare,

Affärsområdena senaste 12 mån



Transport Skandinavien har vuxit upp till att bli det dominerande affärsområdet, både i omsättning och i resultat (EBIT).

Källa: Bolaget

men i takt med att Railcare hyr en större andel lok så ökar Övriga externa kostnader, men avskrivningarna minskar. Kassaflödet från den löpande verksamheten sjunker också något som en effekt härav, men lättar samtidigt på balansräkningen. Höjda energipriser har mycket begränsad påverkan då Railcare dels har kontrakt där kunden betalar bränslet, dels har sådana jobb där denna post utgör en liten del av totalen. Höjningarna till trots, jobben måste göras ändå. I övriga delar är förädlingsvärdet högt, så eventuella höjda kostnader för övriga råvaror får endast marginellt genomslag på resultatet.

Personalkostnaderna förändras inte heller stort utan följer branschen, där Railcare ändå ligger lite ovanför genomsnittet. Löpande säkerhetsutbildningar, certifieringar, rekryteringskostnader, mm kan förväntas ligga på samma andel av försäljningen som historiskt.

Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög, men dels är räntorna ännu inte höga, dels är självfinansieringsgraden nära 200% för de tre senaste åren i genomsnitt. Bland annat av dessa skäl förväntas inte kostnadsmassan och därmed marginalerna påverkas meningsfullt framöver, även om det givetvis får en effekt på lönsamheten på eget kapital att soliditeten tillåtits stiga så högt över ledningens mål – nu hela 41,6% mot en medelfristig målsättning om 25%.

Sammantaget ser vi inga stora strukturella förändringar på kostnadssidan ligga i korten. En joker i leken är inflationen, men den förväntas bara till en mindre del påverka de nominella siffrorna avseende intäkter och kostnader, men egentligen inte alls på ett nämnvärt sätt marginalerna. Den riktigt stora frågan är därför beläggningen som ju varierar över tid, men är svår att prognosticera.

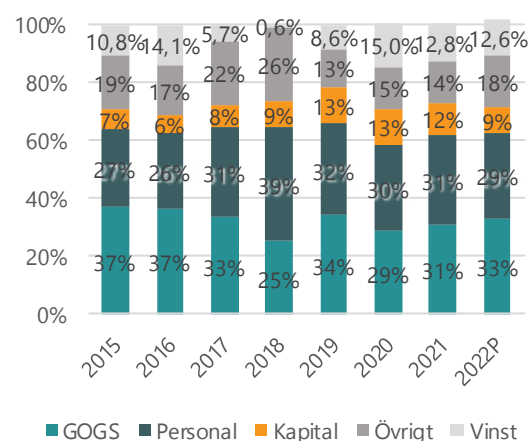
Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	353	293	270	371	401	438	511	541	574	608
Övrigt Intäkter	3	4	7	9	20	15	13	16	18	17
Kostnad sålda varor	-189	-161	-142	-177	-181	-204	-269	-290	-310	-325
Bruttoresultat	167	136	135	203	241	249	254	267	282	301
Personal	-92	-93	-108	-120	-125	-139	-145	-155	-165	-174
Övriga rörelsekostnader	-4	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3
Resultat före avskrivningar (ebitda)	71	40	26	82	114	108	107	110	114	124
Avskrivningar	-22	-23	-24	-50	-53	-52	-43	-46	-48	-51
Rörelseresultat (ebit)	50	17	2	32	60	56	64	64	66	73
Finansnetto	-5	-5	-5	-6	-5	-4	-5	-5	-6	-6
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	45	12	-4	27	56	52	59	58	60	66
Skatter	-10	-3	2	-6	-12	-11	-12	-12	-12	-14
Nettoresultat	35	9	-1	21	44	41	47	46	48	53

De finansiella målen...

Railcare har sedan länge nått över två av sina finansiella mål – en rörelsemarginal över 10% (Q3: 16,3%, helåret 2021: 12,8%) och en soliditet över 25% (Q3: 41,6%, 2021: 39,6%) – medan det tredje målet, en omsättning på 500 mkr slogs nu under Q3 på rullande 12 månaders basis och lär slås även på kalenderåret 2022. Att höja omsättningsmålet borde vara enkelt, medan marginalmålet dels är

Kostnadsfördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

politiskt känsligt, dels inte är något som på samma sätt trendar uppåt över åren som t ex omsättningen gör för de flesta bolag. På grund av främst fluktuationer i beläggningen så kommer också marginalen att variera över tid, men har sedan 2019 legat stabilt över målet. Som det är nu ligger med andra ord ribban för lågt och det behöver hanteras så att marknaden förstår.

...och kapitalstrukturen

Soliditetsmålet framstår som det mest märkliga: Målet om 25% har överträffats med råge många år bakåt i tiden och ligger nu alltså klart över 40% och stiger fortfarande. Ribban ligger med andra ord inte ens på ingångshöjd, utan snarare på marken. Det går inte att låta bli att fundera över skälen till det: Antingen anser styrelsen att verksamheten verkligen behöver så mycket reserver som dagens soliditet innebär, antagligen för att man har gjort bedömningen att verksamheten är så volatil över tid, med stora fasta kostnader för maskiner och personal samtidigt som utläggningen av arbeten främst från Trafikverket varierar kraftigt och med kort förvarning – en situation som ändå verkar ha förbättrats på sistone. Om den oron finns så bör målet höjas och utgöra en fast punkt att styra mot för ledningen, men då inställer sig frågan varför det inte har gjorts tidigare i så fall.

Om å andra sidan styrelsen är nöjd med målet, att de operativa riskerna inte har ökat sedan målet en gång lades fast, så måste styrelsen själv agera därefter. Även om räntebotten har missats så upplåningen nu är dyrare, så är fortfarande kostnaden för lånat kapital väsentligt lägre än för pengar från aktiemarknaden (eget kapital). Det finns 200 mkr i balanserade vinstmedel i balansräkningen. För att nå 25% soliditet skulle en engångsutdelning om 4 kr per aktie, kunna delas ut, alternativt att utdelningspolicyn höjs, eller en kombination. Ännu mer kittlande vore ju om resurserna har sparats för planer för expansion som ännu inte kommunicerats. Den kommande lågkonjunkturen borde kunna öppna upp för sådana möjligheter till en vettig kostnad för den som har resurser. En förbättrad kapitalstruktur skulle också förbättra lönsamheten på eget kapital och göra aktien mer attraktiv.

Oavsett vilket, så behöver styrelsen kommunicera hur man ser på saken och bekräfta eller uppdatera soliditetsmålet, vidta nödvändiga åtgärder i linje därmed och även meddela dessa till marknaden. Nuvarande situation lämnar externa bedömare med för många frågetecken och framstår som slarvigt eller i bästa fall försiktigt i överkant vilket är dyrt.

Värdering

Tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien ligger på en kassaflödesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och stämmer av denna mot andra värderingsindikationer.

Kassaflödesvärdering

För att beräkna värdet på aktien ett avkastningskrav för det egna kapitalet i bolaget där vi utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag ca 2%, och adderar en generella riskpremie för

Finansiella mål:

Railcare har som ambition att på medellång sikt nå följande finansiella mål:

Omsättning: 500 mkr (12m*: 501 mkr)

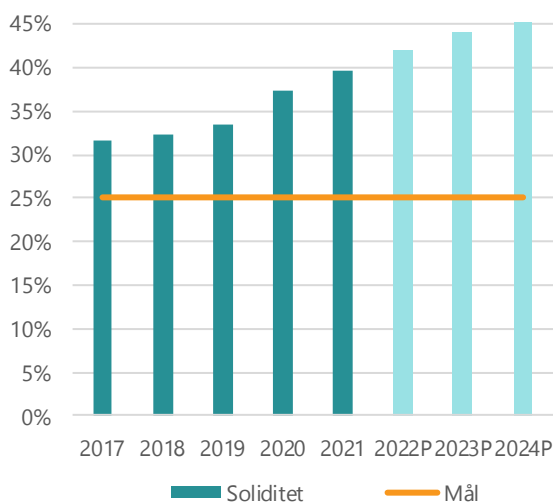
EBIT-marginal: 10% (12m*: 14,1%)

Soliditet: 25% (30 sept-22: 41,6%)

* 12m = senaste 12 månaderna, 1 okt-21 – 30 sept-22

Källa: Bolaget

För hög soliditet?



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

aktieinvesteringar om 6%. Till det kommer en småbolags- och illikviditetspremie som vi bedömer till 3%. Det är relativt högt för ett bolag i en så mogen bransch, men återspeglar både en operativ volatilitet baserad på höga fasta kostnader i kombination med fluktuerande beläggning, och en låg likviditet i aktien som beror både på bolagets litenhet och på en låg free-float.

Avkastningskravet används för att diskontera framtida pengaflöden för att bilda oss en uppfattning av aktiens värde idag. Det finns flera olika modeller för att göra detta och i Railcares fall finns det fria kassaflödet hänförligt till eget kapital (FCF to equity) som en lämplig bas. I den använda modellen, som på klassiskt sätt består av en prognosperiod följt av ett terminalvärde, har vi varierat prognosperiodens längd under vissa enkla antaganden om tillväxt i omsättning, en rörelsemarginal på sikt nära bolagets egna mål om 10% för densamma, kapitalanvändning, mm.

Beläggningen är en oerhört viktig faktor som direkt avspeglas i marginalen. Den har tidigare år svängt mycket upp och ner, men stabiliserats de senaste 3 åren. Det är dock minst lika omöjligt för en extern betraktare som det är för bolaget att prognosticera beläggningen för kommande år, mot bakgrund av marknadssituationen. Med ganska konservativa antaganden om 6% omsättningstillväxt och ett avkastningskrav på 11% landar vi på en uppsida för aktiekursen på ca 15-20%.

I tabellen intill framgår motiverad kurs för olika avkastningskrav (=diskonteringsränta) och antaganden om framtida försäljningstillväxt, givet våra antaganden i övrigt. Enkelt uttryckt ger en procenthets förändring på någon av parametrarna en förändring av motiverad kurs på ca 2 kr (\pm en femtioöring).

Multipelvärdering

Multipelmått är en periodsmått, vilket är en betydligt "fattigare" modell än en kassaflödesanalys. De fångar inte dynamiken i bolagsutvecklingen som en DCF-kalkyl kan göra. De är dock enkla och därför ofta använda och presenteras också för flera år framåt, varför vi inkluderar ett par av dem här:

- Innevarande års P/E-tal på 10 är lågt. Det motsvarar en så kallad earnings yield på 10%, alltså den direktavkastning en investerare skulle erhålla om bolaget delade ut hela nettovinsten. Det kommer vid en jämförelse med vårt avkastningskrav på eget kapital om 11% upp något kort, men vägs mer än väl upp av tillväxten i bolaget och övrig potential som finns och som inte reflekteras i måttet.
- Om vi tittar på EV/EBIT så ligger det på 10, om än inte ett kap, så är det inte utmanande.

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.

DCF-kalkyl

Motiverad kurs,	Oms.tillväxt	Avkastningskrav --->						
		8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
0%	0%	7	6	6	6	5	5	5
1%	1%	10	9	9	8	8	7	7
2%	2%	13	12	11	10	10	9	9
3%	3%	16	15	14	13	12	12	11
4%	4%	20	19	17	16	15	14	13
5%	5%	24	22	21	19	18	17	16
6%	6%	29	26	24	23	21	20	19
7%	7%	34	31	28	26	24	23	21
8%	8%	39	36	33	30	28	26	25
9%	9%	45	41	37	35	32	30	28
10%	10%	51	46	43	39	36	34	32
11%	11%	57	52	48	44	41	38	36
12%	12%	65	59	54	50	46	43	40

Känslighetsanalys på motiverad kurs, utifrån olika antaganden om omsättningstillväxt och använd diskonteringsränta.

Källa: Analysguiden

Andra värderingsmodeller

Gordon's formel utgår ju från vad som faktiskt tillkommer en aktieägare i form av reda pengar, det vill säga aktieutdelningen (inräknat eventuella engångsutdelningar och aktieåterköp). Med en variant av denna, med 6% antagen omsättningstillväxt och 10% rörelsemarginal (EBIT), där vi låter utdelningsandelen växa från dagens 1/3 av nettovinsten ända upp till 100% om 12 år, varefter "evig" tillväxt antas till 6%, ger ett värde om närmare 30 kr med samma diskonteringsränta som ovan.

En annan ansats är att titta på värderingen av det egna kapitalet och nivån på dess förräntning. Per sista september uppgick det egna kapitalet per aktie till 9,98 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på knappt två gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på knappt 20% för helåret 2021, drygt 23% för senaste 12 månadersperioden och knappt 15% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11%, och visar då egentligen ingen uppsida i aktien. Det kan finnas flera skäl till att den här metoden indikerar ett lägre värde, men två förefaller sannolika: 1/ Modellen är också en en-periodsmodell som inte tar hänsyn till tillväxten. 2/ Kapitalstrukturen – igen... En låg finansiell hävstång (hög soliditet) innebär en suboptimal kapitalanvändning med för mycket av det dyra egna kapitalet.

Slutsatser

Våra värderingsmetoder indikerar att aktien ännu inte är fullvärderad, utan en uppsida på ca 15% finns fortfarande med någorlunda konservativa antaganden, främst 6% årlig tillväxt och något sjunkande rörelsemarginal framöver. Branschen är visserligen konservativ och trögrörlig, men gynnas av ökade miljöhänsyn och stora satsningar på tung industri, inte minst i Norrland, så viss potential finns för fortsatt högre tillväxt än så.

Ytterligare potential finns i att

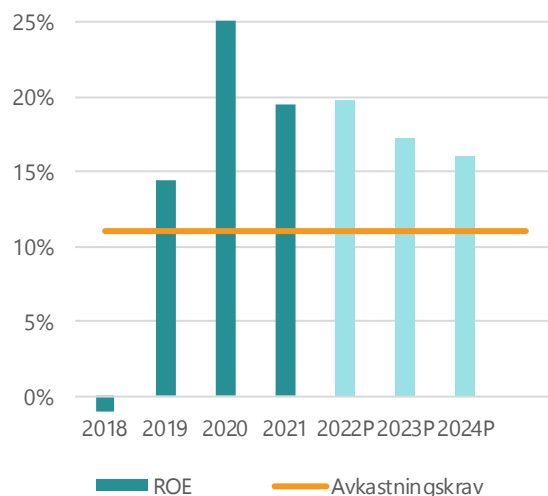
- hitta sätt att jämna ut beläggningen.
- få bolaget att gå på alla cylindrar:
 - få fart på utlandsverksamheten eller lägga ner.
 - skruva upp tempot i produktförsäljningen inom Maskin & Teknik
- arbeta med kapitalstrukturen för att få en bättre finansiell hävstång.
- få upp free-floaten och likviditeten i aktien.

Ytterligare indikationer på ett par av punkterna ovan borde komma med en uppdatering av bolagets medelfristiga finansiella mål, där såväl soliditetsmålet (25%) som EBIT-marginalmålet (10%) sedan länge är uppnådda och omsättningsmålet (500 mkr) har nåtts på 12 månadersbasis med senaste delårsrapporten.

Det går heller inte att helt bortse från möjligheten att Railcare skulle kunna bli föremål för ett uppköp, även om nuvarande ägarstruktur med stabila händer som storägare inte underlättar en sådan affär.

Även utan potentialen beskriven ovan finns alltså ändå en viss uppsida på ca 15% i aktien idag enligt vår bedömning. Med en i grunden

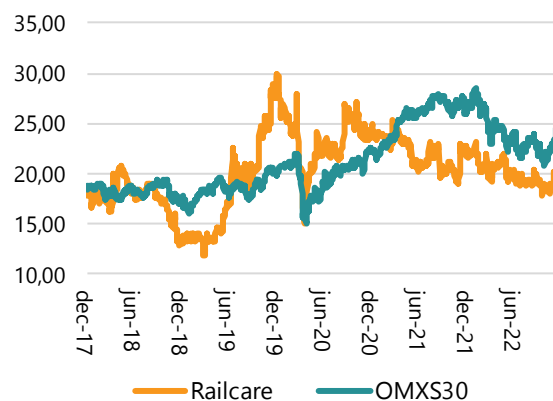
Lönsamhet på Eget Kapital



Om räntabiliteten på eget kapital väsentligt överstiger avkastningskravet över tid så ska aktiekursen reflektera det. Värderingsmodellen tenderar att underskatta värdet då tillväxten inte beaktas.

Källa: Analysguiden

Kursutveckling senaste åren



konjunkturokänslig och mogen bransch, mycket låg kostnadspåverkan från omvärldsfaktorer och en lönsam och relativt lågt värderad verksamhet i utgångsläget, så borde också aktien ha begränsad fallhöjd, vilket den har visat under årets besvärliga investeringsklimat. Även om en tillfällig svacka skulle uppstå i beläggningen, och därmed resultatet, så bör båda ha goda förutsättningar att återhämta sig snabbt, givet budgetcykeln hos offentliga entreprenadköpare och ett ökande transportbehov på järnvägen.

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 periodvis varit låg. Resultatet har därför varit ganska volatilt, och även om det varit lugnare under de senaste 2-3 åren så finns grundproblematiken kvar och kan dyka upp även i framtiden.

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

Det tillverkas för få lok ur ett marknadsperspektiv, och även om Railcare äger ett antal lok, så leasas också många. Om brist uppstår så kan det bli svårt eller dyrt att förnya leasor 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 tar lång tid att åtgärda.

Railcares utlandsäventyr har hittills inte burit frukt trots försök under många år. Konkurrensen är en helt annan på de större internationella marknaderna, och i en konservativ bransch med statliga köpare är sannolikheten stor att tjänstemännen väljer säkra alternativ, 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. Detta gäller såväl i Sverige som i Railcares största utlandsmarknad, Storbritannien. Även om marknaden är mogen, så har den sett bättre tillväxtförutsättningar på senare år, främst tack vare ökad klimathänsyn då tågtransporter är mycket energieffektiva. Någon enstaka högteknologisk nisch i marknaden visar också mycket god tillväxt.

Entreprenad Sverige & Utland

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

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

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

Transport

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

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 gruvan i 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

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

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

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

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

Maskin & Teknik

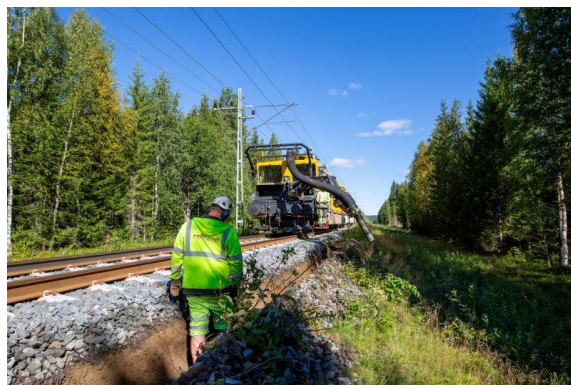
RailCares affärsområde Maskin & Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, dock inte lokverkstaden som ligger under Transport Skandinavien och som utför reparationer, underhåll och uppgraderingar såväl åt externa kunder som av den egna maskinparken. Inom Maskin & Teknik har flera innovationer sett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

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

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

Snöröjningsmaskiner: Railcare började också använda sin vacuumteknik för skonsam snöröjning på spåren och har nu senast utvecklat en snösmältare som eliminerar problemet med att behöva frakta bort snön på t ex en bangård. Trafikverket förlängde också i

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

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

höstas kontraktet med Railcare för snöröjning till 2025, värt ca 40 mkr per år.

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

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

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

Organisation

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

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta

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

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

betydligt större och mer trögrylliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport Skandinavien som både har vuxit snabbare och haft bättre marginaler än entreprenadverksamheterna, trots att de senare har gynnats av den interna produktutvecklingen.

Ledning och ägare

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

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

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

Största aktieägarna, %	aktier	andel
Norra Västerbotten Fastighets AB	7 121 395	29,5%
TREAC Aktiebolag	2 415 000	10,0%
Ålandsbanken AB	1 236 162	5,1%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	829 676	3,4%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
HSBC Bank PLC	600 000	2,5%
Mikael Gunnarsson	485 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	383 198	1,6%
Torsten Germund Dahlquist	268 506	1,1%
Harry Markku Sjöblom	268 000	1,1%
De tio största ägarna	14 357 924	59,5%
Övriga ägare	9 766 243	40,5%
Summa	24 124 167	100,0%

Källa: Bolaget.

Merparten av de aktier som sitter hos de 10 största ägarna får nog betraktas som långsiktiga positioner och säkerligen flera till som faller utanför topp-tio-listan, så free-floaten ligger med stor sannolikhet under 50%. I kombination med ett börsvärde under en halv miljard kronor, blir likviditeten i aktien hämmad. Medianvolymen för en börsdag är ca 16,5 tusen aktier, eller till dagens kurs ca 350 tkr. För den som har ett lite större kapital att placera innebär det att det tar tid att bygga en position och också att komma ur den, om inte en s.k "block trade" är möjlig. Det innebär att en småbolagspremie är klart motiverad vid värderingen av aktien.

Disclaimer

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

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

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

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

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader