

Snart över krönet

Förberedelsekostnaderna tyngde i Q4

Under fjärde kvartalet ökade omsättningen med +5,1% till 157,0 mkr (Q4-23 149,3) vilket var i linje med vår prognos, där Entreprenad Sverige stod för mer än hela lyftet med en ökning av försäljningen till externa kunder med +20,6% till 66,9 mkr (52,0), medan Transport Skandinavien minskade -3,4% till 82,7 mkr (85,6). Rörelseresultatet var oförändrat från ifjol på 13,7 mkr, men resultatet efter finansnetto sjönk till 5,8 mkr (12,5), där merparten av försämringen berodde på valutakurseffekter, hänförliga främst till lokhyror i EUR.

En mild inledning på vintern hjälpte Entreprenad Sverige att överträffa våra förväntningar, medan Transport Skandinavien tyngdes, förutom av förberedelser för de nya beredskapsloksuppdragen, också av en lägre volym entreprenadtransporter, samt kronans försvagning mot euron då flera hyreskontrakt för lok är skrivna i euro. Det senare kommer dock att påverka positivt under Q1 med den senaste tidens kronförstärkning, och efter våren lär resultatbidragen från beredskapsloksaffären börja rulla in i snabb takt samtidigt som uppstarts-kostnaderna börjar falla bort. Vi förväntar oss därför ett starkare H2 än H1 i år, och sedan full effekt av affären under 2026.

Nya långa kontrakt

Med stora fasta kostnader och även ställkostnader är beläggning och förutsägbarhet centralt för att nå god lönsamhet. Därför är de ytterligare långtidskontrakt som Railcare har lyckats säkra under vintern mycket glädjande:

- Ett femårskontrakt med LKAB som ersätter och utvidgar de kortare uppdrag bolaget haft åt kunden tidigare, och
- En utökning och förlängning till 4+1+1 år av de kortare snöröjningsuppdrag som Railcare tidigare har haft.

Till dessa ska läggas försäljningen av en Railvac till Norge nyss, ytterligare steg mot utbyggnaden av lokverkstaden och ökade möjligheter till nya entreprenaduppdrag enligt ”[depåstoppsmodellen](#)” (där delmoment utförs parallellt istället för sekventiellt).

Aktien har tydlig potential kvar

Upprampningen av organisationen inför 2025 har varit lite svårprognosticerad, men ligger snart bakom oss när vi efter våren går in i mer av en skördetid. Strukturellt är caset oförändrat positivt och vi gör bara smärre justeringar på våra prognoser. Vår omsättningsprognos ligger kvar i linje med bolagets finansiella mål om 1 mdr 2027 men något under bolagets mål om 13% rörelsemarginal, trots en viss hjälp av förändrade redovisningsprinciper (IFRS 16). De små prognosförändringar vi gör kostar två kronor på motiverad kurs till 2027 som landar på 35:-/aktie, men på längre sikt finns betydligt mer potential. Till det ska läggas en konjunkturokänslighet i verksamheten och diversifierande portföljegenskaper som gör en investering extra intressant.

Railcare Group AB

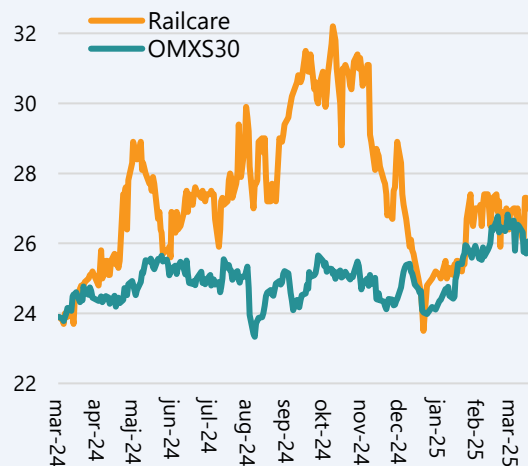
Rapportkommentar - Q4 2024

Datum 26 mars 2025
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch Jämväg, underhåll & transporter
Styrelseordförande Anders Westermark
Vd Mattias Remahl
Noteringsår Nasdaq 2018 (Spotlight 2007)
Listning Nasdaq Stockholm Small Cap
Ticker RAIL
Aktiekurs, 26/3 2025 26,90
Antal aktier, milj. 24,1
Börsvärde, mkr 649
Nettoskuld, mkr 531
Företagsvärde (EV), mkr 1180
Webbplats www.railcare.se
Motiverad kurs 35,00
Nästa rapport 7 maj 2025

Aktien senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2024	2025p	2026p	2027p
Omsättning	635	745	880	1000
Bruttoresultat	372	445	520	610
Rörelseres. (EBIT)	66,3	70	100	125
Resultat f. skatt	40,8	38	60	83
Nettoresultat	30,4	28	45	62
Vinst per aktie	1,26 kr	1,18 kr	1,87 kr	2,59 kr
Utd. per aktie	0,70 kr	0,70 kr	0,70 kr	0,90 kr
Omsättningsstillväxt	27,8%	32,0%	38,5%	34,2%
Bruttomarginal	58,5%	60%	59%	61%
Rörelsemarginal	10,4%	9,4%	11,4%	12,5%
Nettoskuld/eget kap.	1,8	1,8	1,6	1,4
Nettoskuld/ebitda	1,4	1,2	1,0	0,9
P/e-tal*	20,0	22,8	14,4	10,4
EV/EBIT*	17,2	16,9	11,8	9,4
EV/omsättning*	1,8	1,6	1,3	1,2
Direktavkastning*	2,8%	2,6%	2,6%	3,3%

* 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 är rekordstor, vilket borgar för en god marknad för Railcares produkter och tjänster under många år framöver. Till det ska läggas ett kraftigt ökat transportbehov lokalt i Norrland för den tunga industri som nu etablerar sig där.

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

Låg konjunkturkänslighet

Samtidigt som transportsidan ser strukturell tillväxt, med främst privata företag som kunder, ser entreprenadsidan stora behov med staten som kund, vilka bådadera 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. Höjningar 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 att kunna optimera kapitalstrukturen, så att användningen av dyrt eget kapital kan minskas, ligger i att hitta sätt att reducera svängningar i beläggningen på koncernnivå, till exempel med långa kontrakt som nu tas i allt större omfattning.

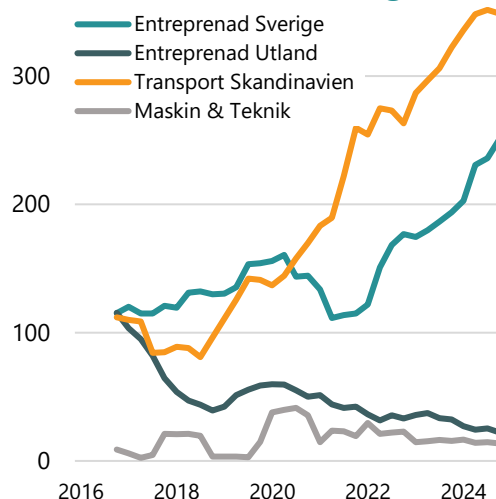
Aktien har fortfarande klar potential

Med våra prognoser som över tid nästan kommer upp i linje med bolagets finansiella mål, så ser vi en potential till 2027 på 30% i kursen plus avkastningskrav. Då tar vi ändå inte ut svängarna, så utrymme för överraskningar på uppsidan finns ändå. Utöver en alltmer 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 är dels ett lågt börsvärde med en låg free-float vilket ger en låg likviditet i aktien och ”småbolagssmitta”, dels fortfarande en viss risk för svängighet i beläggningen med åtföljande tillfälliga luftgropar i resultatet.

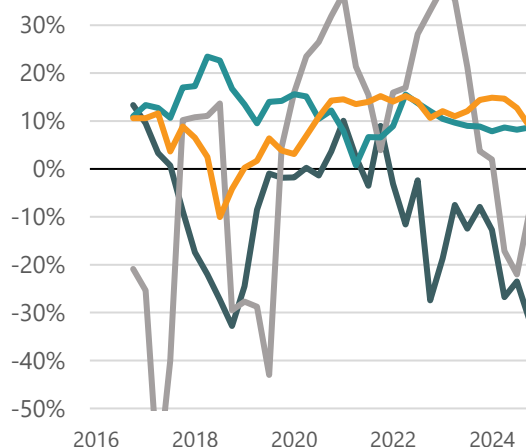
Aktien är ändå fortsatt klart intressant på dessa kursnivåer, inte minst i ett lite mer utmanande börsklimat och med tanke på den gynnsamma diversifieringseffekt ett innehav har på de flesta portföljer.

Rullande 12m omsättning

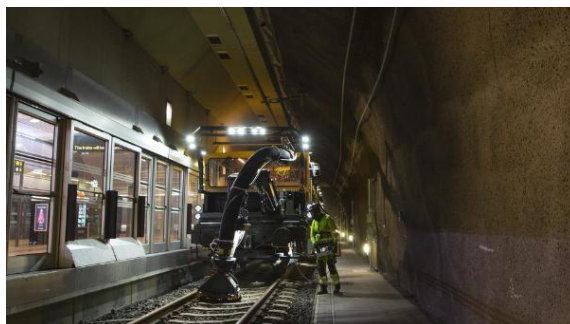


Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Rullande 12m marginal



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden



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

Marknadsutvecklingen

Trycket ökar och förändringar börjar märkas

Järnvägsmarknaden uppfattas med viss rätt som konservativ men det innebär inte att den är statisk. Olika politiska prioriteringar investerar å ena sidan prestige och pengar i planer för orealistiska höghastighetsbanor, för att å andra sidan se hur i praktiken vägtrafiken tar över alltmer av trafikarbetet.

Det som dock har varit beständigt är de eviga underinvesteringarna i den existerande järnvägsanläggningen. Det är lätt att skylla på Trafikverket, men det är bara en mindre del av sanningen. De större syndarna sitter i riksdagen som inte allokerar de nödvändiga finansiella resurserna för att åtgärda problemen. Att lägga skattepengar på järnvägsunderhåll är dock ingen valvinnare, och det har lett till dagens situation med fortsatt *ökande* underhållsskuld som nu sägs vara uppe i 91 miljarder. Underhållet som nu görs räcker alltså inte ens till för att hålla kvar järnvägen i dess nuvarande ganska usla skick, utan den fortsätter att förfalla härifrån! Som alla som har hus vet om, att åtgärda man inte problemen när de är små, så blir det betydligt dyrare att åtgärda dem när de har vuxit sig större.

Det här leder inte bara till att passagerare väljer bort tåget till förmån för pålitligare transportalternativ, utan viktigare är att problemen innebär ökad administration och kostnader för många företag på grund av förseningar och inställda transporter, och kapacitetsbristen på järnvägen riskerar allt oftare att strypa deras tillväxtpotentialer. Allmänhetens och framför allt företagens krav på förbättringar av järnvägens undermåliga skick och eftersatta underhåll har emellertid hittills fallit på politikernas döva öron.

Här har dock börjat komma tecken på en förändring under det senaste året, och i oktober kom en regeringsproposition som fokuserar på effektivitet i Trafikverkets underhållsansvar – något som passar som hand i handsken med Railcares VDs depåstoppmodell för utförande av projekt som bolaget fick testa i somras för första gången. Enligt den modellen utförs alla arbeten på sträckan parallellt med avsevärt kortare spåravstängning och höjd effektivitet som följd. Bolaget konstaterar också att den nya inriktningen redan har börjat påverka Trafikverket. Exempelvis involveras leverantörerna tidigare i projekten och att mer av helhetsansvar istället för ”arbetsordrar” läggs ut.

Även NATO-inträdet påverkar marknaden på flera sätt:

- NATO-medlemskapet 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. Inte minst är väst-östliga transportleder prioriterade 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, Ofotbanan. Den utgör bara en procent av norska järnvägsnätet men står för 60% av deras godsmängd i ton räknat.

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

Utöver malm så fraktas exempelvis fisk för 25 miljarder årligen, hälften av alla dagligvaror till Nordnorge samt post, och den ersätter 20 000 långtradare per år. Den är på många sätt vägen till och från Arktis. Upprustningen, med bl a längre och fler mötesspår, kan inte vänta längre, och det är 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 i höstas 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 växelström, 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 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, samtidigt som den stora underhållsskulden som finns i det svenska järnvägsnätet måste börja betas av, eller åtminstone stabiliseras. Förutom att det gynnar entreprenadverksamhet generellt, 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.se/a/analysguiden/kommentar-railcare-framtidsinvestering>).

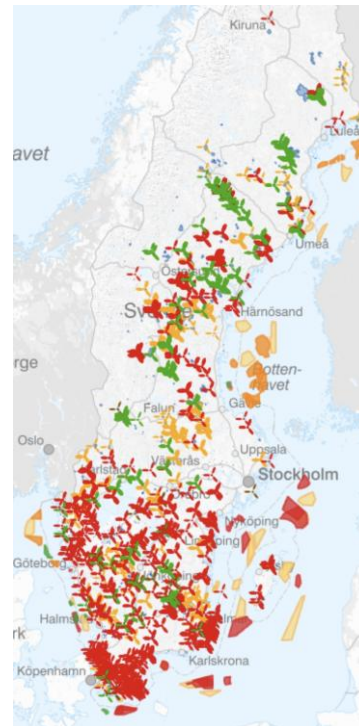
Även om det börjar utkristallisera sig att inte alla stora industriprojekt som planerats i Norrland de senaste åren kommer att bli av, så kommer de kvarvarande ändå innebära en kraftig expansion specifikt i Norrland av tung industri. Det accentuerar transportbehoven på järnväg i Norrland även jämfört 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 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

Vindkraftsutbyggnad

3. Grön el

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



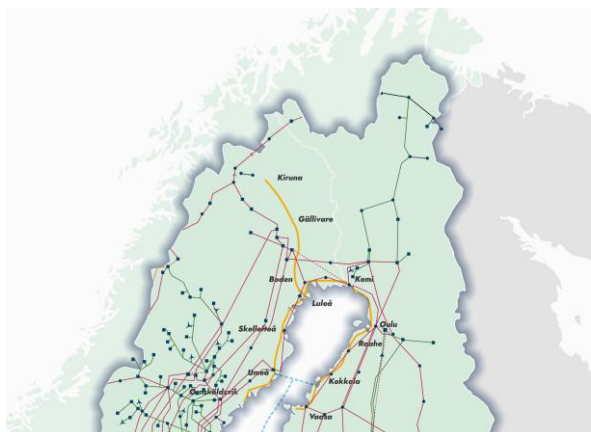
Grönt = Beviljat
Gult = Handläggs
Rött = Avslag

Källa: Vindbrukskollen

Nordic Hydrogen Route

4. Vätgas, till industriprocesser och bränsle

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



Källa: Nordic Hydrogen Route – Bothnia Bay

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

Det finns nu därför två starka, för att inte säga tvingande, skäl till ombyggnad av stora mängder lok i den existerande flottan; hållbarhet och tekniska krav. Lok som inte är alltför gamla lönar det sig att bygga om, bli 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. Det kan dock 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 alltmer sannolikt ut då flera förberedelser redan har påbörjats, bli 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/leveranstider till gagn för kunderna och därmed lokverkstadens marginaler.

Resultatutveckling

Med tanke på att Railcare befinner sig i en uppbyggnadsfas och dessutom tar kostnader för att leverera på det stora beredskapsloksavtalet

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.

som implementeras under 2025, så lade vi i höstas en försiktig prognos för Q4-24, med en omsättning om 156 mkr och ett rörelseresultat om 12,8 mkr. När fjärde kvartalet nu har summerats ökade omsättningen med +5,1% till 157,0 mkr (Q4-23 149,3), där Entreprenad Sverige stod för mer än hela lyftet med en ökning av försäljningen till externa kunder med +20,6% till 66,9 mkr (52,0), medan Transport Skandinavien minskade med -3,4% till 82,7 mkr (85,6). Rörelseresultatet var oförändrat från ifjol på 13,7 mkr, men resultatet efter finansnetto sjönk till 5,8 mkr (12,5), där merparten av försämringen berodde på valutakurseffekter, hänförliga främst till lokhyror i EUR.

På pluskontot hamnar tre nyheter där två rapporterades under kvartalet vilka vi nämnt vår förra analys och en ny som kom efter kvartalets utgång:

- Ett tydligt steg mot en utbyggnad av lokverkstaden togs i och med förvärvet av marken intill.
- Femårsavtalet med LKAB om malmtransporter som visserligen är en fortsättning på dagens korttidskontrakt, men som nu ger säkerhet för fem år framåt.
- Ett snöröjningskontrakt med Trafikverket om 4+1+1 år till ett värde om drygt 350 mkr. Det ersätter visserligen tidigare återkommande uppdrag, men är fördelaktigare dels tack vare den långa avtalsperioden som ger förutsägbarhet och trygghet i intäkterna, dels innebär en liten säsongsförlängning jämfört med tidigare avtal. Visst utrymme för marginalförbättring borde också kunna finnas med det nya upplägget.

Entreprenad Sverige

Vädret, och inte minst en mild inledning på vintern, hjälpte Entreprenad Sverige att överträffa våra förväntningar för Q4 såväl omsättningsmässigt som avseende resultatet. Detta trots att den höglönssamma liningverksamheten hade lägre volymer till följd av ojämnheter i arbetsutläggningen hos kund. Det mer än kompenseras dock av att fler underhållsarbeten hanns med, vilket också visar på vikten av en hög beläggning.

Det nya snöröjningskontraktet som togs i januari och som nämndes ovan, är intressant inte bara utifrån totala ordervärdet om 355 mkr för de sex kontrakterade enheterna – snöplogar och snösmältare – utan också de hårda miljökraven i kontraktet, där uteslutande HVO100 ska användas som bränsle och loken måste ha Steg V-motorer installerade. Dessutom ska också det nya pan-Europeiska signal-systemet 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 uppraderas till just dessa standarder.

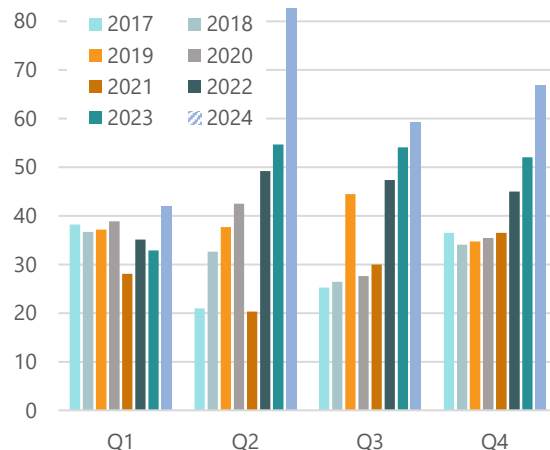
Transport Skandinavien

Omsättningen i Transport Skandinavien nådde nästan våra förväntningar emedan resultatet efter finansnetto var väsentligt sämre och det sämsta kvartalsresultatet sedan Q4 2019. Förutom ökade kostnader för en större kostym inför framtida uppdrag som vi hade räknat med, så bidrog också en lägre volym entreprenadtransporter negativt och kronans försvagning mot euron tyngde finansnettot då flera

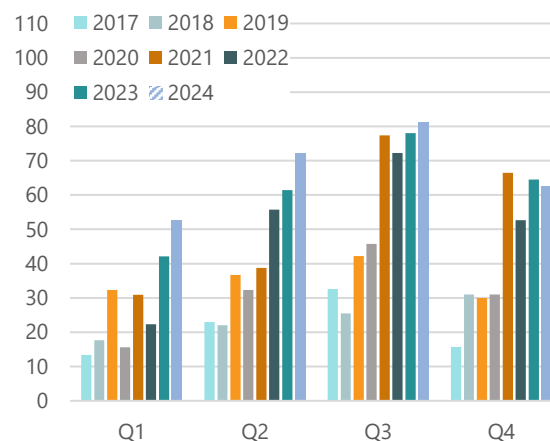
Säsongsvariationer

Graferna nedan visar intäkter från externa kunder. Entreprenadverksamheten tenderar att ha en svacka under sommarhalvåret, samtidigt som Transport Skandinavien då är starkare.

Entreprenad Sverige



Transport Skandinavien



Källa: Bolaget

hyreskontrakt för lok är skrivna i euro. Den sista punkten är något som kommer att slå åt andra hållet under Q1 med den senaste tidens kronförstärkning.

Ett tiotal lokförare anställdes under Q4 och är under utbildning och certifiering för att kunna bemanna de beredskapslok som Railcare vann kontrakt på ifjol höstas, där de två första gick i tjänst efter årsskiftet. Resterande lok följer med två stycken 1a maj, ett 27e oktober (förlängning av existerande kontrakt) och ett 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. Resultatmässigt förväntar vi oss att första halvåret 2025 kommer att fortsatt tyngas av upprampningen, men att de positiva effekterna av kontraktet börjar synas därefter, med full effekt från och med 2026. Det går inte heller att utesluta att kontrakt på ytterligare beredskapslok kan komma att tas, inte minst då Railcare har tillgång till ytterligare splitter nya lok från närstående AC Finance som uppfyller alla Trafikverkets krav.

Den tidigare antydda utbyggnaden av lokverkstaden, börjar konkretiseras alltmer. I höstas förvärvades marken som den står på som ett första steg i att utveckla verksamheten. Inget definitivt beslut kan dock fattas innan detaljplanen för området fastställts, vilket rimligen tar resten av innevarande år. Vi förväntar oss därför inga större nyheter förrän till hösten och att investeringar börjar tas under nästa år. Det här utgör dock en bra potential för Railcare inom ett lönsamt segment med stor efterfrågan under lång tid, som dock framöver kommer att redovisas under affärsområdet Maskin & Teknik.

Övriga affärsområden

Maskin & Teknik har under några kvartal haft fullt fokus på att få den nya MPVe klar, som med strömvtagare kan driva verktygen, t ex Railvac, och samtidigt ladda batterierna när det finns ström tillgänglig i kontaktledningen. Den fick tillfälligt godkännande från Transportstyrelsen och testades skarpt med kabelsänkning under oktober med mycket gott resultat och har nu börjat tas i produktion. I verkstaden byggs nu en tredje MPVe. Intäkterna, som i huvudsak är interna, minskade till 14,5 mkr (20,8) som en följd av minskad koncernintern uthyrning av lok och maskiner, och resultat efter finansnetto uppgick till -0,1 mkr (-2,0), men bådadera svänger betydligt mellan enskilda kvartal.

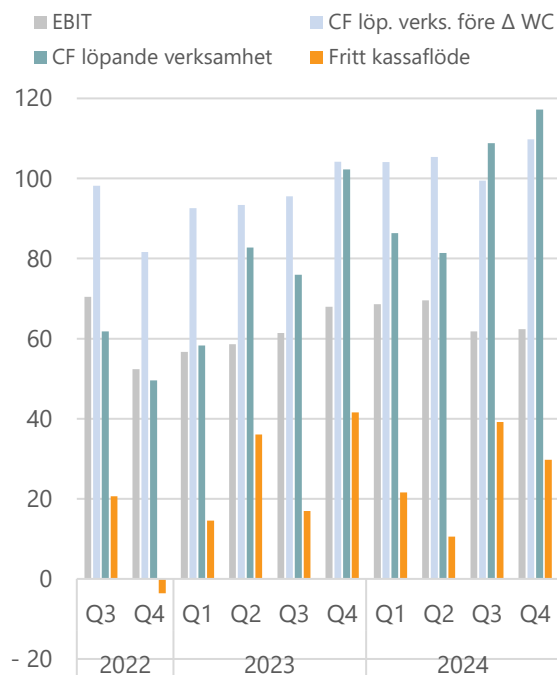
Entreprenad Utland minskade omsättningen till 5,1 mkr (8,4) men förlusten ökade till -2,7 mkr (-1,8).

Kassaflöde och kapitalstruktur

Strukturen på kassaflödet från den löpande verksamheten har förändrats på grund av de ändrade redovisningsprinciperna (en omtolkning av IFRS 16), så att både rörelseresultatet och återläggning av avskrivningarna ökar kassaflödet påtagligt, emedan räntan på leasingkulden ökar räntekostnaderna en del. Sammantaget blir det en tydlig ökning av kassaflödet från den löpande verksamheten, då rörelsekapitalförändringarna inte påverkats nämnvärt. Längre ned i kassaflödesanalysen tyngs i stället finansieringen i motsvarande mån av leasingkulden.

För fjärde kvartalet ökade kassaflödet före rörelsekapitalförändringar, men både ökade rörelsefordringar och minskade rörelseskul-

Kassaflödet, 12m rullande



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

der gjorde att kassaflödet från den löpande verksamheten minskade något till 34,0 mkr (36,0). Sett över flera års sikt är det dock intressant att konstatera att förändringen i rörelsekapital är ganska liten, trots att bolaget ändå har vuxit ordentligt under dessa år – ett gott betyg åt cash management. För helåret ökade kassaflödet från den löpande verksamheten till 151,7 mkr (136,0) med de nya redovisningsprinciperna. Investeringarna har ökat såväl under Q4 som under hela 2024, inte minst med köpet av aktier i AC Finance, så det fria kassaflödet har sjunkit något.

Upplåningen har i linje med tidigare kommunicerade intentioner ökat för att kompensera för att investeringar varit självfinansierade under tiden för en översyn av finansieringsstrukturen som avslutades i höstas, och under året ökade också upplåningen med 68,1 mkr (20,5). Den omräknade soliditeten – efter att balansomslutningen ökar pga IFRS 16 – sjönk också något till fortfarande goda 27,4% (30,5%) vid utgången av året.

Prognoser

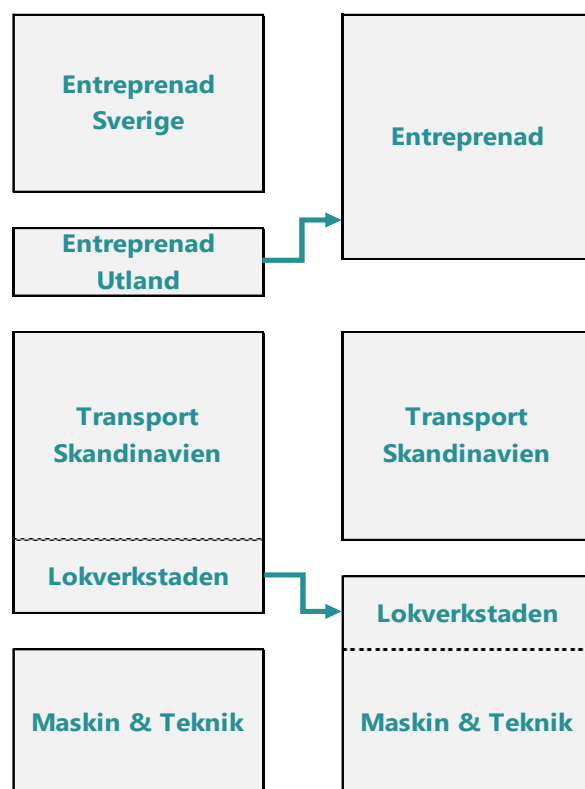
Prognosarbetet försvåras denna gång av två förändringar:

- **Ändrade redovisningsprinciper:**
Railcare har som nämnts ovan anpassat sig till ett förtydligande om IFRS 16 under Q4, som innebär en omklassificering av lokhyror till leasing, vilket gör att dessa kostnader flyttas från ”Råvaror och förnödenheter” till avskrivningar och räntekostnader. Effekten av detta blir förbättringar av framför allt bruttoreultat och EBITDA, men även rörelseresultat (EBIT). Förändringarna efter ett försämrat finansnetto – på grund av räntekostnader för leasingskuld – kommer däremot att vara mindre. Eftersom fler kontrakt för lokhyra är skrivna i EUR så kommer vi också att se en större valutapåverkan än tidigare. Även i kassaflödesanalysen kommer vi att se förbättringar högre upp, som på kassaflödet från den löpande verksamheten och ner till det fria kassaflödet, men det kompenseras av försämringar i finansieringsverksamheten.
- **Omstöpning av affärsområdena:**
De stora annonserade förändringarna är att
 - Entreprenad Utland försvinner som separat enhet och går upp i Entreprenad Sverige, och
 - Lokverkstaden byter ”hemvist” till Maskin & Teknik från Transport Skandinavien.

Båda förändringarna anser vi är av godo för förståelse av koncernstrukturen.

De här förändringarna försvårar dock jämförbarheten med historiska siffror och leder till en lite större osäkerhet i prognoserna, framför allt på affärsområdesnivå. På koncernnivå är största förändringen att rörelseresultatet och resultatmåttan ovanför det framstår som bättre jämfört med tidigare och att kassaflödena ser starkare ut. Det påverkar dock inte värderingen ens i en kassaflödesmodell i någon nämnvärd omfattning, då förbättringarna av det fria kassaflödet över lång tid tas ut av ökade investeringar.

Ändrad affärsområdesindelning



Från årsskiftet 2024/25 ändrar Railcare sin affärsområdesindelning på så sätt att Entreprenad Utland försvinner som separat enhet och verksamheten går upp i affärsområdet Entreprenad Sverige, och lokverkstaden som hittills sorterat in under Transport Skandinavien, rapporteras framöver under Maskin & Teknik.

Kort sikt

Vi har relativt lågt ställda förväntningar på första kvartalet i år, främst beroende på förberedelserna inför de nya beredskapsloken. Även om två av dem rullade igång redan i januari och därmed skapar intäkter nu, så finns ännu ingen täckning för extrakostnaderna för de kommande loken. Hyreskostnaden för loken börjar visserligen löpa först när de tas i bruk, men kostnaderna för den personal som ska bemanna dessa tynger redan resultatet, dels då rekryteringar tar tid och väl en lokförare har börjat så måste denne lära sig organisationen och eventuellt utbildas och certifieras. Det här bedömer vi kommer att tynga såväl Q1 som Q2 i år i avtagande omfattning, men kommer däremot att betala sig ordentligt i tilltagande grad under andra halvåret och under åren därefter.

På positiva sidan noterar vi dock att kronans tidigare försvagning mot euron tyngde finansnettot i Q4, då flera hyreskontrakt för lok är skrivna i euro, men att det här är något som kommer att slå åt andra hållet under Q1 med den senaste tidens kronförstärkning.

För entreprenadverksamheten har vi inga höga förväntningar på Q1, som är ett vinterkvarter, då entreprenader bokstavligt talat ligger på is. Här är snöröjningsuppdragen självklart väsentliga för att hålla omsättningen uppe någorlunda. Blir det en mild avslutning på vintern så finns också möjligheten att smyga igång med entreprenadjobb i slutet av kvartalet. Vi hoppas att utlandsverksamheten kan undvika fortsatta förluster.

Förberedelsearbeten inför ett beslut om utvidgning av lokverkstaden kommer vid någon tidpunkt också börja dra kostnader, även om de stora investeringarna som kommer när utbyggnadsbeslutet väl har fattats förstås kommer att aktiveras till del. De signifikanta delarna av dessa kostnader bedömer vi dock ligger bortom de närmaste kvarterna.

Sammantaget landar vi i vår prognos på en omsättning för första kvartalet om 142 mkr (129,4), en ökning om knappt 10%. Det kan visa sig för blygsamt med tanke på att två beredskapslok gick igång i januari, men samtidigt var Q1 ifjol osedvanligt starkt med hänsyn till säsongvariationerna. Rörelseresultatet tror vi dock hamnar under fjolårets nivå, på 12,2 mkr (13,8) med tanke på de extraordinära kostnaderna för beredskapsloken.

Längre sikt: Omsättningsprognoser

Bolagets finansiella mål är att nå 1000 mkr i omsättning för 2027 och en rörelsemarginal på 13%. Omsättningsmålet kan se rätt aggressivt ut med drygt 16% tillväxt per år de kommande tre åren, men vid en närmare titt så är det inte fullt så krävande som det i förstone kan tyckas. Kontraktet på beredskapsloken från ifjol höstas ger Railcare ca 45 mkr i extra intäkter för 2025 och 2030, samt 80 mkr per år 2026-2029, och räknar vi det separat, med en förväntad indexuppräkning om 2% per år, så behöver resterande affär växa med ca 12½% per år. Det är absolut möjligt att nå, och i linje med de senaste årens tillväxtsiffror, även om det inte är givet på något sätt.

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

Entreprenadverksamheten

Från och med denna analys utgår vi i prognosarbetet från den nya affärsområdesindelning som innebär att de gamla Entreprenad Sverige och Entreprenad Utland slås ihop till en enhet.

En god hjälp för att nå omsättningsmålet vore om Trafikverket väljer att gå vidare med upphandlingar enligt ”depåstoppsmodellen”, som vi beskrev i somras i samband med ett sådant uppdrag. Det finns signaler som pekar åt att flera sådana uppdrag kan komma att läggas ut, inte minst regeringens proposition om transportinfrastrukturen från i höstas som tydligt pekar på behovet av ökad effektivitet hos myndigheten.

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. Det förklaras delvis av att bolaget hittat och fokuserat på nischer där man har fördelar med sin finurliga teknik – som t ex inom snöröjning och lining-verksamheten – men också av att man kunnat dra större fördel av sin organisatoriska struktur med brett utbildad personal, en lösningsorienterad kultur och bolagets relativa litenhet som alltihop ger flexibilitet. På sistone har också Trafikverkets bättre framförhållning i sin utläggning av arbeten bidragit till jämnheten och det nya långsiktiga snöröjningsavtalet kommer också ge en jämnare beläggning och bättre förutsägbarhet.

Affärsområdet har dock med sina specialmaskiner en betydligt högre operativ hävstång än exempelvis transportverksamheten – finns det inga jobb för maskinerna så står de stilla och kan inte användas på andra håll. Beroendet är stort av den i princip enda köparen av tjänsterna. ”Depåstoppet” under Q2 som fick en kraftigt positiv påverkan på såväl omsättning som resultat, ger en föräning 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.

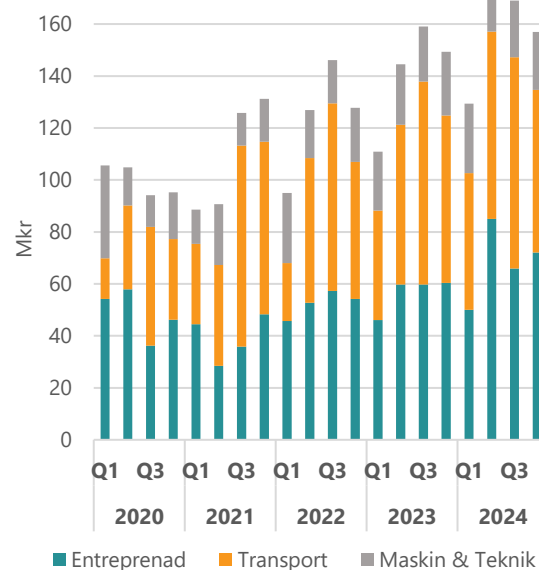
Sammanläggningen av utlandsdelen av entreprenadverksamheten med den svenska kan möjligen tolkas så att nedläggningen av verksamheten i Storbritannien inte är omedelbart förestående, för då hade man rimligen gjort det med en gång. Sammanläggningen åtgärdar självklart heller inte förlusterna i Storbritannien, men de kommer inte att synas framöver. Å andra sidan, dessa förluster kommer att sänka de marginaler som framöver redovisas för hela det nya affärsområdet och därmed heller inte sticka lika mycket i ögonen på den svenska kunden.

Omvänt skulle ett genombrott i UK inte bara vara en seger i sig själv, utan skulle också ge ett skyltfönster utomlands för Railcares ambitioner med export av sina unika maskiner, så det är lätt att förstå bolagets önskan om att lyckas där. Emellertid har vi nu åtta år av kumulativa förluster där, uppgående till sammanlagt över -29 mkr efter finansnetto, och för den nya planperioden, CP7, så har Network Rails anslag minskat i reala termer. Även om utträdeshindren är höga med mycket ”sunk costs” i materiel, kontakter, goodwill, utbildningar, certifieringar, mm, så kan inte åderlåtningen fortsätta i det oändliga. En nedstängning i Storbritannien skulle inte bara få bort de därmed sammanhängande förlusterna, utan också frigöra resurser, såväl per-

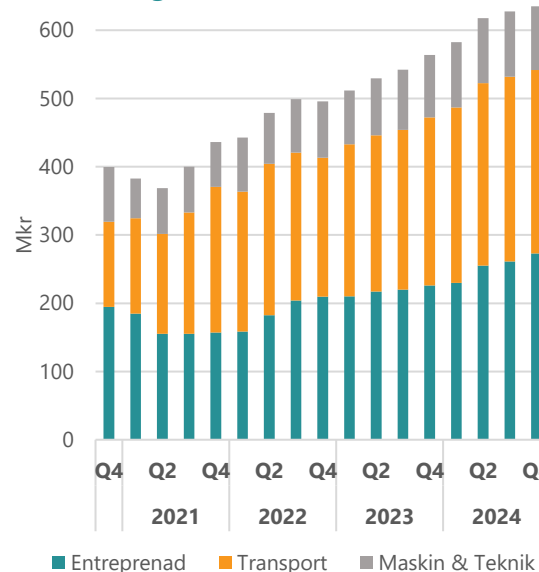
Omsättningsutveckling

Uppdelningen i de nya affärsområdena enligt Aktieguidens beräkningar.

Omsättning per kvartal



Omsättning, rullande 4 kvartal



Källa: Bolaget, allabolag.se, Aktieguidens beräkningar

sonella och maskinella som från företagsledningen. Det skulle dock kunna vara en fråga om timing, inte minst efter de uppmuntrande kontakterna med privata järnvägsägare – främst gruvbolag – i Australien som knöts i samband med mässan där ifjol höstas. Får vi se ett fartyg med Railvacs, MPVs och annat gå från en brittisk hamn till en australisk? Vi räknar med åtgärder i närtid och åsätter därför inte verksamheten ett negativt värde i dagsläget, trots de förväntade fortsatta förlusterna. Nedstängningskostnaderna bör också kunna balanseras av mot frigörandet av produktiva resurser i vår kalkyl.

Transport Skandinavien

Från och med denna analys utgår vi i prognosarbetet från den nya affärsområdesindelning som innebär att lokverkstaden flyttar från Transport Skandinavien till Maskin & Teknik.

Från årsskiftet och successivt under 2025 så kommer det stora beredskapsloksprojektet som togs förra hösten och för vilket lok säkrades med sommarens affär via AC Finance att dra igång. Det är alltså 6 lok, vara ett är förnyelse av ett existerande kontrakt, där avtalet löper ut successivt under 2030, men där en option på 1+1 år finns med i kontraktet. Den kommer att addera ca 45 mkr till omsättningen för 2025 och åren därefter ytterligare 35 mkr oräknat inflationsuppräknig. 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 miljökrav där ju Railcare ligger bra till.

Transportverksamheten exklusive lokverkstaden har vuxit fantastisk med över 20% per år de senaste 4 åren enligt våra beräkningar då beredskapsloken varit en mindre, om än växande affär. Det kan kanske visserligen bli svårt att bibehålla den takten framöver, men utvecklingen är fortsatt bra överlag, och femårskontraktet med LKAB som säkrades i Q4 och snöröjningskontraktet på 4+1+1 år som säkrades i januari bidrar ytterligare till att stabilisera intäkterna för flera år framöver. I takt med att nödvändiga entreprenader på järnvägen faktiskt genomförs, så lär det rimligen också ha en positiv påverkan på entreprenadtransporterna.

Det finns dock ytterligare potential för positiva överraskningar om exempelvis ett betydande transportavtal kan tecknas med en större industriell aktör i spåren av den nya industrialiseringen av Norrland, men det är självklart heller ingenting vi vågar ha med i våra prognoser ännu.

Maskin & Teknik

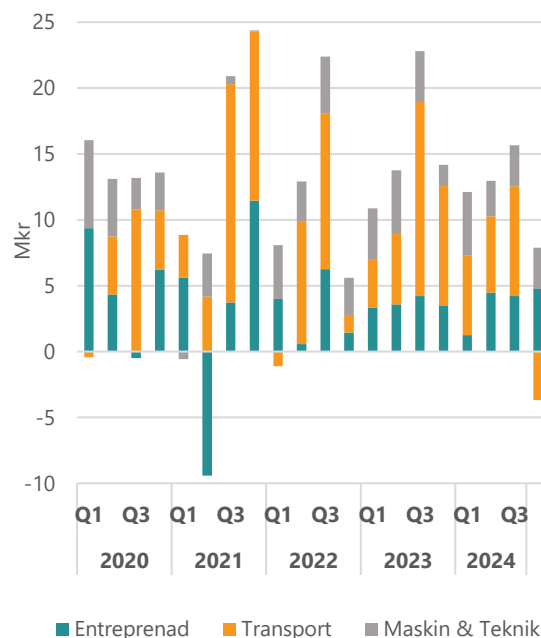
Från och med denna analys utgår vi i prognosarbetet från den nya affärsområdesindelning som innebär att lokverkstaden flyttar till Maskin & Teknik från Transport Skandinavien.

MPVn med strömavtagare är nu helt klar och går in i produktion i Railcares egna uppdrag. Inte minst med den ligger Railcare i framkant av utvecklingen av utsläppsfria maskiner, även internationellt, och efterfrågan överstiger vida utbudet. Det är därför möjligt att se framtiden an med tillförsikt, även om resultatet för stunden inte imponerar. Under 2025 hoppas vi dock att ansträngningar för extern försäljning kan öka och vi har redan fått ett första resultat med norska

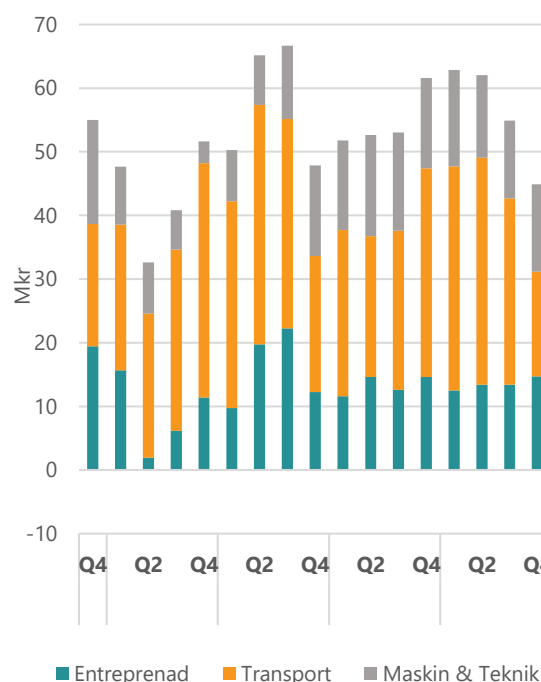
Resultatutveckling

Uppdelningen i de nya affärsområdena enligt Aktieguidens beräkningar.

Resultat e finansnetto / kvartal



Resultat e finansnetto, rull. 4 kv.



Källa: Bolaget, allabolag.se, Aktieguidens beräkningar

Baneservice order förra månaden på en ny Railvac med beräknad leverans i början av 2026.

Förhoppningar finns helt klart om att också MPVe ska få ett genombrott utomlands. Railcare har historiskt lyckats ta fram unika produkter såsom [RailVac](#) och den vanliga [MPV](#), och batterikonvertering av dieseldrivna maskiner är under utveckling så bolagets innovativa förmåga är väl belagd och i samklang med viktiga samhällstrender. Det borde lova gott för ”gamla” Maskin & Teknik, så länge som kommersialiseringen lyckas internationellt. Produkterna kommer dock inte att säljas i Sverige, för att undvika att hjälpa konkurrenter, främst på entreprenadsidan. Däremot borde det kunna finnas en betydande marknad utomlands för både MPVn och RailVacen. Marknaden är dock 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 sådana i våra prognoser.

När det gäller lokverkstaden är den svår att prognosticera av många skäl, utöver det uppenbara att verksamheten aldrig särredovisats:

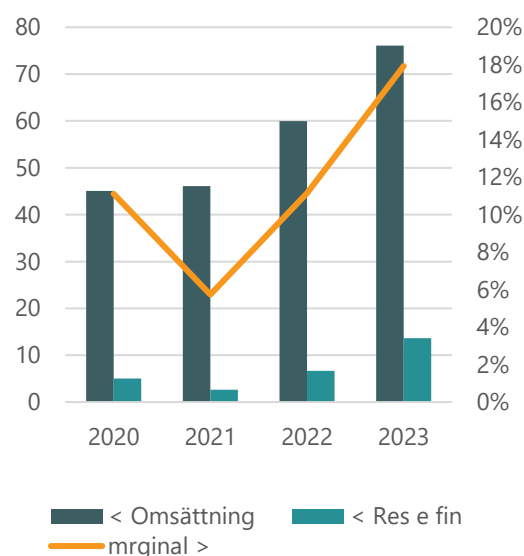
- Det är projektorienterad verksamhet där varje projekt är unikt på olika sätt och ofta löper över flera kvartal, inte sällan till fast pris.
- Det kan då vara lägre eller högre avräkning av pågående projekt för ett visst kvartal.
- Även om viss resultatavräkning sker för varje kvartal, så är det på slutet det står tydligt 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, 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, men är ingenting en aktieinvestor bör oroa sig för. Tvärtom framstår det sammantaget som att lokverkstaden över tid har mycket god tillväxt och förmodligen tvåsiffriga marginaler, och att efterfrågan på lokverkstadens tjänster är fortsatt mycket hög och väntas så förbli, inte minst med tanke på marknadsutsikterna beskrivna ovan. En utbyggnad av lokverkstaden skulle 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.

Till detta ska läggas infrastrukturministerns positiva uttalanden om nödvändigheten av att rusta upp järnvägen, vilket gör att han kanske kan låna sitt öra till branschens rop på stöd till installation av ombordutrustningen för det nya signalsystemet ERTMS som är en mycket stor kostnad för de flesta aktörer på järnvägen. Vi ser

Lokverkstaden



Källa: Allabolag.se, Analysguiden (beräkningar)

sammantaget mycket positivt på ett troligt formellt beslut mot slutet av året eller i början av nästa om att bygga ut lokverkstaden.

Kostnader

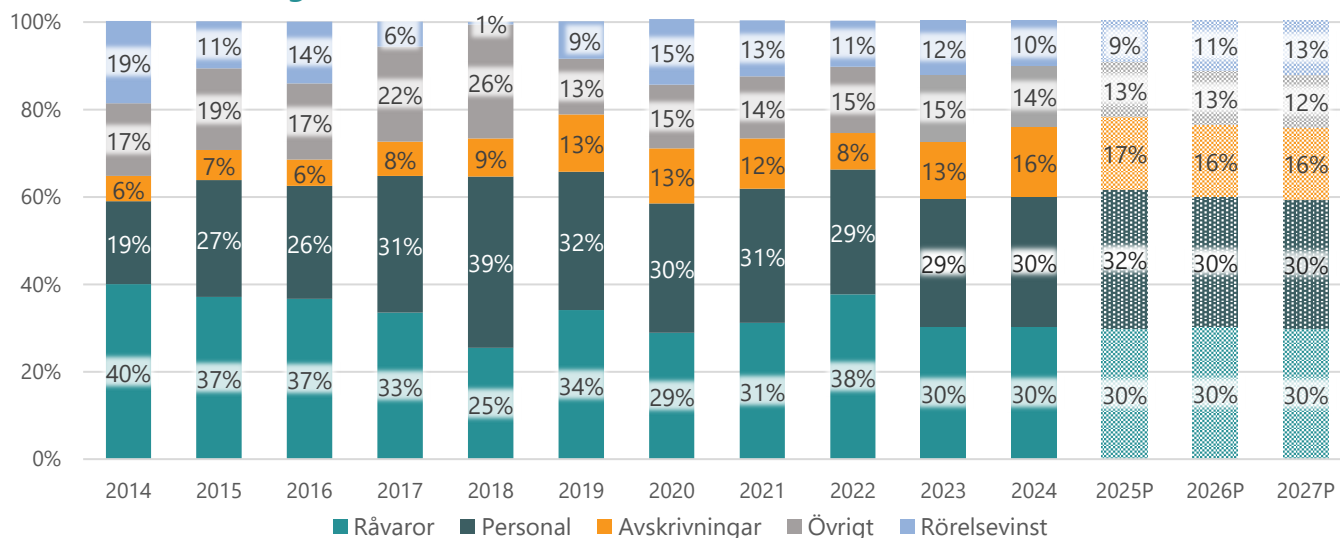
Förutom en tillfällig ökning på grund av förberedelser inför starten av beredskapslokskontraktet och att växla upp organisatoriskt, så finns det inga indikationer på att den totala kostnadsbilden som andel av omsättningen har förändrats nämnvärt från tidigare, i vare sig positiv eller negativ riktning, utöver effekterna av de från Q4-24 ändrade redovisningsprinciperna. 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, allt annat lika.

Omtolkningen av IFRS16 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.

Vi räknar också med att de investeringar som bolaget förbereder sig på – t ex utbyggnad av lokverkstaden – kommer att göra visst avtryck både i resultaträkningen och långt ner i kassaflödesanalysen, men med positiva resultat effekter längre fram.

Personalkostnaderna förändras knappast stort utöver beredskapsloken. Som beskrivet ovan innebär däremot en ökad takt i rekryteringarna – hittills främst av lokförare och maskinoperatörer som en följd av beredskapslokkaffären – ökade personalkostnader som inte

Kostnadsfördelning



Historiska siffror fram t o m 2023 är ej omräknade för förändrade redovisningsprinciper (IFRS 16).

Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar och prognoser)

omedelbart motsvaras av ökade intäkter, men som givetvis betalar sig på sikt. Det handlar bl a om rekryteringskostnader, att nyanställda behöver genomgå utbildningar, certifieringar, etc. Det tynger förstas marginalerna lite just nu, men bör successivt redan under 2025 dels täckas av intäkterna från affären, dels börja falla tillbaka när de anställda väl är i arbete.

Då detta är tung industri är kapitalbindningen hög. Självfinansieringsgraden har visserligen legat nära 200% för de senaste åren, men den borde sjunka med ökade investeringar under kommande år och med en ökande extern finansiering, inte minst leasingskulden som en effekt av IFRS 16, vilket också skulle vara gynnsamt för kapitalstrukturen och avkastningen på eget kapital. Ändå siktar bolaget alltså mot höjda marginaler, vilket är positivt.

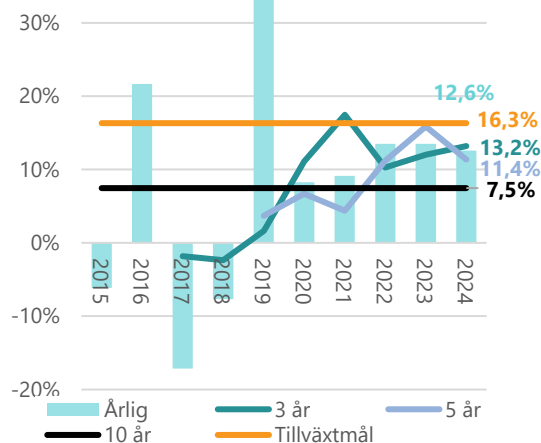
En hög andel fasta kostnader gör emellertid resultatet känsligt för beläggningen. Det är med andra ord en fortsatt hög operativ hävstång i bolaget även om den minskat över åren med en breddning av tjänsteutbudet, fler kunder och en förändrad produktmix. Svackor kommer dock att komma framöver, både på grund av dippar i efterfrågan och underhåll av utrustning. Situationen med Malmbanan under förra vintern och Railcare som då passade på att göra underhåll på loken är ett exempel. Andra halvåret 2022 är ett annat, då den ökade aktiviteten hade börjat tära på personal och maskiner. Det innebar att slutet av 2022 präglades av rekryteringar och ett ökat underhållsbehov för maskinerna. Resultatet blev ökande kostnader för underhåll, men också ökade kostnader för att hyra in maskiner som ersatte de som var på service. Även om bolaget passade på att vidta dessa åtgärder under en lite mindre hektisk period så är det här något som vi får räkna med att det återkommer då och då, kanske framför allt efter en period med hög aktivitet.

Beläggningen, som alltså är avgörande för marginalerna på kort sikt, varierar ju över tid, men är svår att prognosticera. På entreprenadsidan är beläggningen beroende av planläggningen av jobben hos anläggningsägaren, som i Sverige oftast är Trafikverket, och som alltså ändå har förbättrats på sistone. Med en 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

Historisk Försäljningstillväxt



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

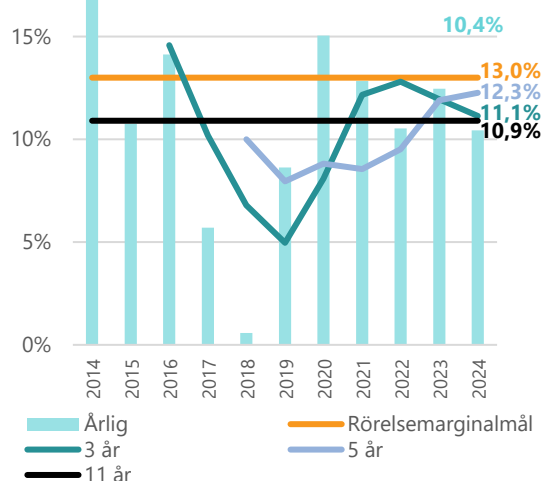
underlättar effektiv planering. Ett exempel är Railcares genombrottskontrakt med Kaunis Iron, värt totalt 740 mkr på 10 år, för att frakta malmkoncentratet från omlastningsstationen i Pitkäljärvi till hamnen i Narvik. Två andra är kontraktet för beredskapslok från ifjol höstas, och LKAB-kontraktet i Q4. Även Trafikverkets förnyelse och förlängning i januari 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

Av bolagets finansiella mål framstår marginalmålet på 13% i rörelsemarginal år 2027 som det som blir svårast att nå, om än att förändringen av redovisningsprinciperna hjälper till – för 2023 med ca en halv procentenhet. Det finns dock fler faktorer som pekar mot att det ändå skulle kunna nås:

- 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.
- 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 lokverkstaden har rimligen marginaler som över tid återspeglar den stora efterfrågan på deras tjänster, även om de varierar mellan kvartalen beroende på projektens natur som vi sett ifjol. Över tid borde också lokverkstadens tillväxt rimligen göra att andelen av omsättningen stiger och därmed hjälper upp snittmarginalen.
- Till det ska också läggas en jämnare beläggning på entreprenadsidan, inte minst med allt fler långa kontrakt, vilket bör gynna

Historisk Rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden (beräkningar)

Resultaträkning (Mkr)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Nettoomsättning	270	371	401	438	497	564	635	745	880	1 000
Övrigt Intäkter	7	9	20	15	15	18	25	25	30	35
Kostnad sålda varor	-142	-177	-181	-204	-269	-262	-289	-325	-386	-430
Bruttoresultat	135	203	241	249	243	321	372	445	524	605
Personal	-108	-120	-125	-139	-146	-170	-197	-245	-270	-306
Övriga rörelsekostnader	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-4	-4
Resultat före avskrivningar (ebitda)	26	82	114	108	95	147	173	198	250	295
Avskrivningar	-24	-50	-53	-52	-43	-77	-106	-128	-150	-170
Rörelseresultat (ebit)	2	32	60	56	52	70	66	70	100	125
Finansnetto	-5	-6	-5	-4	-5	-12	-26	-32	-40	-42
Intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-4	27	56	52	47	58	41	38	60	83
Skatter	2	-6	-12	-11	-10	-14	-10	-10	-15	-21
Nettoresultat	-1	21	44	41	37	44	30	28	45	62

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

genomsnittsmarginalen framöver, även om fler ”depåstopp” drar 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 kan bli tufft att nå, framför allt initialt, så efter en lägre marginal för i år, bedömer vi att den sedan segar sig närmare målet först mot slutet av perioden.

Prognossammanfattning

Sammanfattningsvis ser vi de finansiella målen som möjliga att nå, om än att med en snabbare tillväxt så ser vi att kostnaderna ökar lite innan intäkterna kommer, t ex för att bemanna upp, utbilda och certifiera nya anställda till beredskapsloken, för marknadsföringskostnader för maskinförsäljning och senare för utbyggnaden av loverkstaden. Det innebär att vi för 2025 ser framför oss en rörelsemarginal som inte når upp till 2027-målet men en omsättningstillväxt i år som blir betydligt högre än de senaste åren som ändå legat på 12-14% tillväxttakt. För 2025 och 2026 räknar vi med 17% resp 18% när intäkterna från den nya beredskapsloksaffären tillkommer, för att därefter sjunker tillbaka lite, men ändå nå målet för 2027 om en miljard i omsättning. Rörelsemarginalen bedömer vi kommer att ligga strax under 10% i år för att 2026 öka med två procentenheter och nå 12,5% för 2027.

Åren därefter skissar vi försiktigtvis på en tillväxttakt om 10-11%, om än lägre 2031 och 2032 när beredskapsloksavtalen löper ut, och en rörelsemarginal om 12-12,5%.

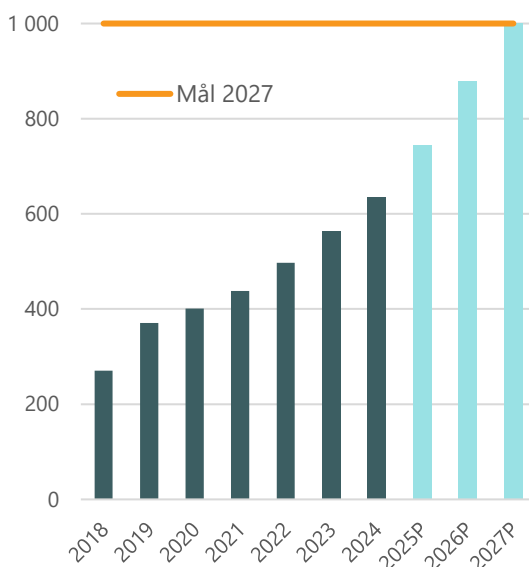
Kassafloedsmässigt ser det tack vare starka rörelseresultat fortfarande bra ut, trots att tillväxt kostar med ökat rörelsekapital och nödvändiga investeringar, där en investering i lokverkstaden blir allt sannolikare. Mot slutet av 2027, efter Railcares troliga investeringspuckel, kan nog frågan om att höja den 30-40%-iga utdelningsandelen bli aktuell igen, med mindre än att nya intressanta investeringar blir aktuella.

Värdering

Sättningen i aktiekursen efter tredjekvartalsrapporten har delvis hämtats igen efter att bokslutskommunikén publicerades, men det finns betydande uppvärderingspotential kvar enligt våra prognoser. P/E-talet har visserligen dragit iväg med kostnadsökningarna inför kommande tillväxtpuckel, men räknat på nästa år sjunker det till drygt 14 och till drygt 10 för 2027. Det är att betrakta som lågt mot bakgrund av ett mycket solitt, kassafloedespositivt och utdelande bolag som beräknas fortsätta växa med tvåsiffriga tal under många år därefter.

Ett attraktivt P/E-tal är bra, men tyngdpunkten i vår värdering av Railcare-aktien är ändå i en kassafloedesvärdering (DCF), då vi dels har ett bra underlag för prognoser, dels kan fånga dynamiken i bolagets utveckling i en DCF och sedan stämna av denna mot andra värderingsindikationer.

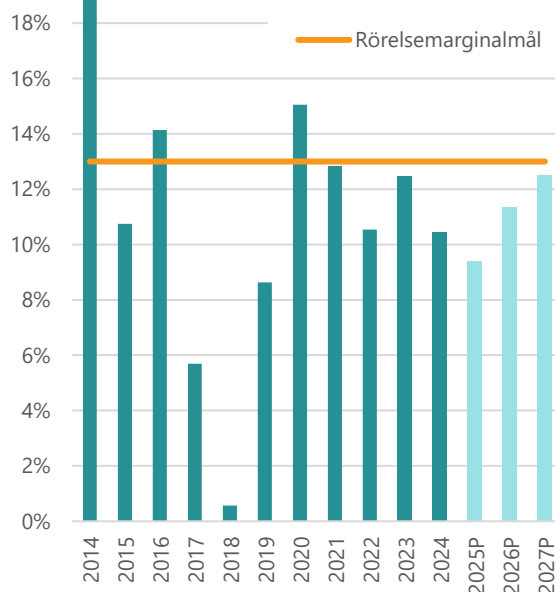
Omsättningsprognos



Det nya kontraktet på beredskapslok syns tydligt på nivåskiftena 2025 och 2026.

Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Rörelsemarginalprognos



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

Kassaflödesvärdering

Vårt avkastningskrav på det egna kapitalet i bolaget utgår från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag ca 2,6%, 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 sänker från tidigare 3% till 2,5%. Totalt summerar detta till drygt 11%. 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. Det ska ändå noteras att likviditeten i aktien har ökat betydligt under senaste året jämfört med dessförinnan, men dels är den ändå låg i absoluta tal, dels så vill vi se att förbättringen kvarstår även under ett tuffare marknadsklimat.

Avkastningskravet används för att diskontera framtida kassaflöden för att bilda oss en uppfattning om aktiens värde idag. Det finns flera olika modeller för att göra detta och i Railcares fall tycker vi att det fria kassaflödet hänförligt till eget kapital (FCF to equity) är en lämplig metod. Med prognoserna enligt tidigare avsnitt och om vi vid prognosperiodens slut, år 2027, försiktigtvis antar att marknaden handlar aktien till P/E 12, så får vi en motiverad kurs på 35:- idag. Skulle vi skissa på en förlängning av prognosperioden till 2035, under förutsättning att beredskapslokskontraktet löper ut efter ett av två optionsår utan att ersättas med någon annan intäkt och resten av verksamheten växer med 10%, samtidigt som rörelsemarginalen ligger kring 12-12,5% så motiverar det en dubbling av dagens kurs med samma avkastningskrav och givet att aktien handlas till P/E 12 år 2035.

Vi ska inte glömma att detta är för en aktie som är mycket lite påverkad av konjunkturen och därmed också tillför andra kvalitéer i en diversifierad aktieportfölj.

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 på 22,8 och nästa år på 14,3, för att för 2027 ramla ner på drygt 10 med våra prognoser. Det framstår inte som dyrt med den tillväxt, de kvalitéer och den potential som bolaget besitter och som vi beskrivit ovan.
- Samma resonemang gäller också i viss mån EV/EBIT som ligger på 16,9 för 2025 och 11,8 för 2026, men är inte lika tydligt billigt.
- EV/Sales på 1,6 för 2025 och 1,3 för 2026, störs inte på samma sätt av nuvarande kostnadspuckel eller investeringspuckeln, men fångar å andra sidan inte tillväxten i bolaget på ett bra sätt 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

Motiverad kurs

Känslighetsanalys till 2027

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6	24	23	23	22	22	21	21
7	26	25	25	24	23	23	22
8	28	27	27	26	25	25	24
9	30	29	28	28	27	27	26
10	32	31	30	30	29	28	28
11	34	33	32	32	31	30	30
12	36	35	34	34	33	32	31
13	38	37	36	36	35	34	33
14	40	39	38	37	37	36	35
15	42	41	40	39	38	38	37
16	45	43	42	41	40	39	38
17	47	45	44	43	42	41	40
18	49	48	46	45	44	43	42

Om bolaget når våra prognoser avseende rörelsemarginal och omsättningstillväxt under de kommande fyra åren, 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 efter de fyra åren.

Källa: Analysguiden

På längre sikt

Motiverad kurs,	Avkastningskrav --->						
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
7	56	52	49	46	44	41	39
8	58	54	51	48	45	42	40
9	60	56	53	49	46	44	41
10	62	58	54	51	48	45	42
11	64	60	56	52	49	46	43
12	66	62	58	54	50	47	44
13	68	63	59	55	52	49	46
14	70	65	61	57	53	50	47
15	72	67	62	58	55	51	48
16	74	69	64	60	56	52	49
17	76	71	66	61	57	54	50
18	78	73	67	63	59	55	51
19	80	74	69	64	60	56	52

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 enligt bolagets 13%-mål, så blir motiverad kurs idag ytterligare högre med samma antagande om P/E-tal i slutet av den perioden.

Källa: Analysguiden

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 december uppgick det egna kapitalet per aktie till 11,9 kr. Dagens aktiekurs pekar därmed på en värdering på 2,2 gånger det egna kapitalet. Samtidigt ligger avkastningen på det egna kapitalet (ROE) på 11% för de senaste 12 månaderna och drygt 18% i genomsnitt för de senaste fyra räkenskapsåren. De siffrorna ska sättas i relation till vårt avkastningskrav om 11%, och visar då ett värde från 12 till 19,5 kronor per aktie.

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

Slutsatser

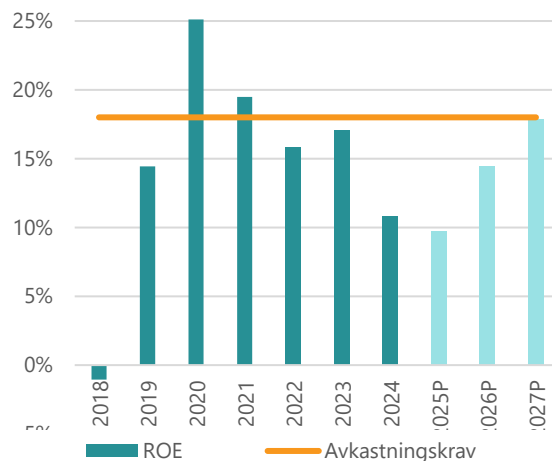
Ännu ett långtidskontrakt, denna gång för snöröjning, efter avtalet med LKAB i höstas, jätteordern på beredskapslok förra hösten, Kainis-affären i botten, en bättre stabilitet och tillväxt i entreprenadaffären, framgångar som fortsätter med lokverkstaden och tydligare potential till extern försäljning av de egenutvecklade maskinerna är allsammans onekligen kittlande och har uppmärksammat aktiemarknaden på Railcares potential under senaste året.

Med mer tyngd åt den dynamiska kassaflödesvärderingen, så pekar våra värderingsmetoder på en uppsida på drygt 30%, eller drygt 8 kronor, på tre års sikt. På längre sikt är potentialen betydligt större, och det finns ytterligare skäl att överväga en investering:

- Vi har inte varit särskilt aggressiva i våra antaganden: Exklusive beredskapslokkaffären så har vi ungefär samma marginaler och något lägre antaganden om tillväxt framöver, jämfört med vad bolaget presterat de senaste åren.
- Det finns potential både i ytterligare ”depåstoppsuppdrag”, den externa maskinförsäljningen som det nu börjar avsättas resurser till och med en affär just bokad, på medellång sikt i lokverkstaden där ett beslut om utbyggnad närmar sig och ytterligare något stort kontrakt t ex från någon av de nya Norrlandsetableringarna. Kanske till och med utlandsverksamheten kan börja bidra så småningom. Inget av detta har vi tagit hänsyn till i våra prognoser.
- Det är en konjunkturokänslig verksamhet som går lika bra i en sämre konjunktur.
- Dess karaktär gör också att en investering i aktien ger goda portföljegenskaper i en diversifierad aktieportfölj.

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

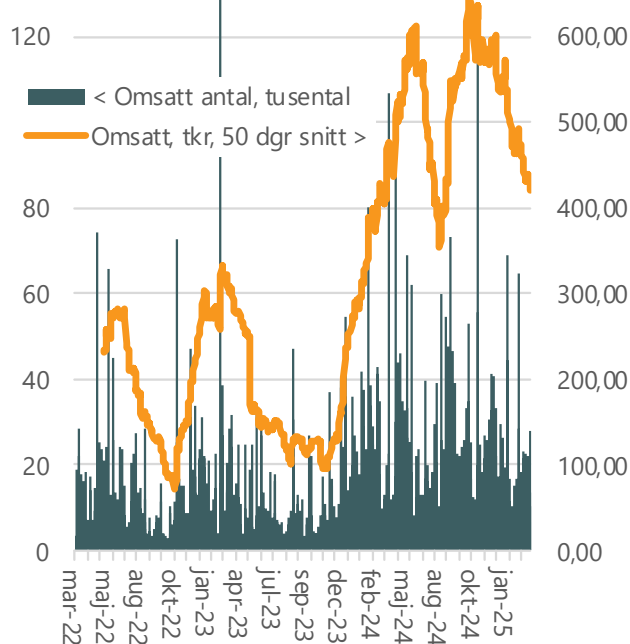
Lönsamhet på Eget Kapital



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

Likviditet i aktien



Omvärderingen av aktien ser ut att ha påbörjats strax före årsskiftet vilket innebar en ökning inte bara av kursen utan också av antalet omsatta aktier.

Källa: Refinitiv

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

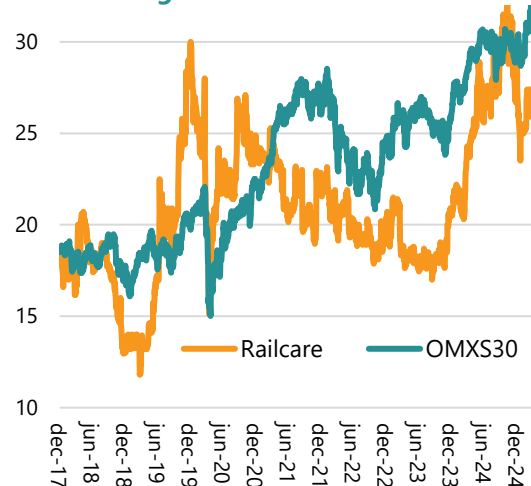
Railcare arbetar i en mycket kapitalintensiv bransch med höga fasta kostnader inte bara för anläggningstillgångar, utan också för svårrekruterad personal med lång arbetsintroduktion som man ogärna gör sig av med. Den operativa hävstången är med andra ord relativt stor. Efterfrågan på bolagets tjänster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

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

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

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

Kursutveckling sedan börsintroduktionen



Källa: Refinitiv

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 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 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 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.

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 avseende sådana saker som problem i gruvan, variationer i malmhalt, dockningstider för skeppen, mm – och snabba detaljbeslut ute på fältet för

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

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 första kvartalet 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 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 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 Skandinavien, 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.

Maskin & Teknik

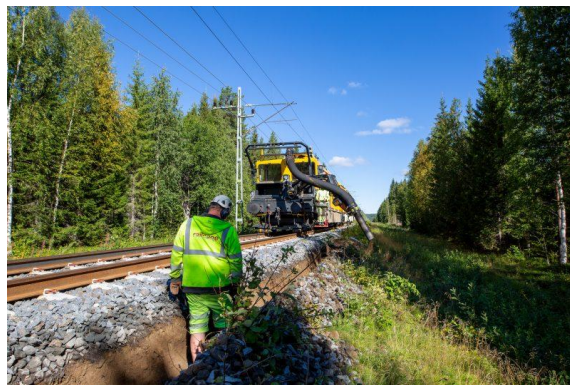
RailCares affärsområde Maskin & Teknik innefattar Railcares maskinutveckling, och från årsskiftet också lokverkstaden som tidigare låg under Transport Skandinavien och som utför reparationer, underhåll och uppgraderingar såväl åt externa kunder som av den egna maskinparken. Inom Maskin & Teknik har flera 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

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

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 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 2023 användes den exempelvis för arbeten i Citytunneln i Stockholm, där den passar perfekt. Uppföljaren, MPVe, med strömvtagare så batterierna kan laddas om det finns ström i luftledningen på platsen eller i närheten har precis lanserats.

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.

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 och utbilda.

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

Sammantaget framstår Railcares sätt att organisera sig som en av de viktigaste framgångsfaktorerna för bolaget i konkurrensen med ofta betydligt större och mer trögrörliga bolag. Det kanske framgår tydligast i affärsområde Transport 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

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

Största aktieägarna, %	aktier	andel
Norman Invest AB	7 121 395	29,5%
TREAC Aktiebolag	2 390 000	9,9%
Försäkringsbolaget Avanza Pension	820 783	3,4%
Bernt Larsson	750 987	3,1%
Canaccord Genuity Wealth Management	599 906	2,5%
Mikael Gunnarsson	493 000	2,0%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	384 113	1,6%
Torsten Germund Dahlqvist	278 400	1,2%
Harry Markku Sjöblom	259 643	1,1%
Mare Invest AB	235 010	1,0%
De tio största ägarna	13 333 237	55,3%
Övriga ägare	10 790 930	44,7%
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 sannolikt en bit under 50%. I kombination med ett börsvärde på knappt 700 mkr blir likviditeten i aktien hämmad, om än att omsättningen har ökat markant under senaste året. Medianomsättningen för en börsdag är senaste året ca 500 000 kronor, att jämföra med ca 200 tkr tidigare. 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 att en viss småbolagspremie fortfarande är 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