

# Railcare Group

Sektor: Industrial Goods &amp; Services

## Växlat upp lönsamheten

Redeye har en fortsatt positiv syn på Railcare efter bokslutsrapporten som var lite starkare än väntat. Helåret 2020 var bolagets bästa hittills, avseende både intäkter, resultat och marginaler. Fortsatt goda marknadsutsikter, med möjligheter att ytterligare öka tempot inom Maskinförsäljning. Vi höjer nu prognoserna, främst avseende den långsiktiga lönsamheten. Motiverat värde för vårt Base case scenario ökar till 33 SEK per aktie (30 SEK).

### Rejält resultatlyft under 2020

Railcare redovisar ett starkt Q4-resultat och har för helåret 2020 lyft lönsamheten rejält. EBIT-marginal: 15% är långt högre än bolaget har visat de senaste åren, och dessutom en bra bit över Railcares eget mål om 10%. Transport Skandinavien utmärker sig återigen på den positiva sidan, men samtliga affärssegment förbättrade sitt resultat i Q4 vs Q4'19. Entreprenad Utland når dock inte riktigt svarta siffror. Föreslagen utdelning: 0,6 kronor per aktie är en dubbling mot fjolåret och i linje med företagets utdelningspolicy (30-40% av nettovinsten)

### Ljusa marknadsutsikter

I den svenska verksamheten, både entreprenad och transport, är utsikterna fortsatt stabila, på en bra nivå. Entreprenad Utland (UK) har haltat lite, delvis påverkade av pandemin. Troligtvis kommer aktiviteten öka under året. Network Rail har åtminstone en välfylld budget för järnvägsunderhåll. Brexit ser inte ut att påverka Railcares verksamhet i UK.

Railcare färdigställde den batteridrivna MPV'n i höstas och maskinen kommer användas i fält under 2021. Railcare ser nu Maskinförsäljning som deras främsta tillväxtsegment. Och den nya MPV'n blir onekligen ett spännande nytilskott till portföljen. Railcare har kunnat hantera effekterna av pandemin väl. Exportförsäljningen av maskiner och möjligheterna att träffa internationella kunder har däremot påverkats av reserestriktioner.

### Höjda prognoser och värdering

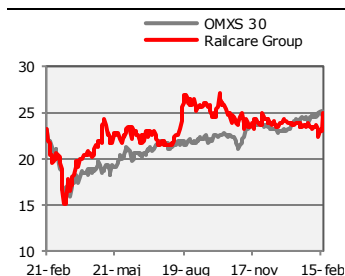
Årets resultat är ett styrkebesked och Railcare har alla möjligheter att fortsätta växa med god lönsamhet. Vi höjer våra antaganden för bolagets långsiktiga lönsamhet. Dock så in-tecknar vi inte att 15% EBIT-marginaler står sig i evighet. Vårt Base case scenario ger nu ett **motiverat värde omkring 33 SEK per aktie** (tidigare 30 SEK).

NYKELTAL (MSEK)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Net sales	371	401	410	462	513	565
EBITDA	82	114	112	116	123	126
EBIT	32	61	59	62	69	68
EPS (adj.)	0,9	1,7	1,7	1,7	2,0	2,0
EV/Sales	2,0	1,8	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	9,2	6,2	6,5	6,1	5,5	5,1
EV/EBIT	23,3	11,6	12,4	11,3	9,8	9,4
P/E	29,4	12,9	14,5	13,9	12,0	12,1

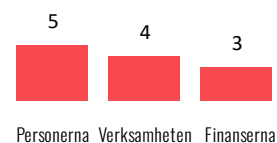
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
22,0	33,0	43,0

### RAIL.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

Ticker	RAIL.ST
Lista	Nasdaq
Aktiekurs (SEK)	25,2
Börsvärde (MSEK)	608
Nettoskuld 21E (MSEK)	120
Free Float	48 %
Dagl oms. ('000)	50

### ANALYTIKER

Henrik Alveskog  
henrik.alveskog@redeye.se

Fredrik Nilsson  
fredrik.nilsson@redeye.se

## Växlat upp lönsamheten

Railcare överträffar återigen vår resultatprognos. Samtliga segment utom Entreprenad Utland var lite bättre än väntat. Då vi summerar helåret 2020 ser vi att nettoomsättningen ökade 8% medan resultat före skatt har fördubblats. Tillväxt och marginaltrend framgår av den nedre tabellen på sidan, röd markering. Transport Skandinavien står för huvuddelen av resultatlyftet, följt av segmentet Maskinförsäljning.

### Railcare: Utfall vs. förväntningar

MSEK	Q4'19	Q4'20 Utfall	Q4'20P	Diff
Nettoomsättning	93,5	95,6	99,0	-3%
EBIT	1,5	14,3	11,2	28%
Resultat före skatt	0,2	13,2	10,0	32%
Tillväxt Y/Y	19%	2%	6%	
EBIT marginal	2%	15%	11%	

Källa: Railcare, Redeye Research

**Entreprenad Sverige** hade normal beläggning under kvartalet. Bra resultat, men resultatförbättringen Y/Y berodde främst på en koncernintern kostnadsallokering.

**Entreprenad Utland** drabbades återigen av framskjutna projekt och minskade intäkter Y/Y. Railcare har nu anpassat kostnaderna och resultatet var, efter omständigheterna, helt ok.

**Transport Skandinavien** fortsätter att gå som tåget. Samtliga delar inom segmentet har ökat omsättning och resultat. Jämfört med 2019 var också reparations- och underhållskostnader lägre vilket bidrog till resultatförbättringen.

**Maskinförsäljning** sålde under Q4 över MPV'n till Entreprenad Sverige, vilket förklarar den höga omsättningen. Övrig verksamhet genererade ett bra resultat. Loram, en amerikansk kund som tidigare har köpt Railvacs, la en order på reservdelar om 10 MSEK för leverans i Q2.

### Segmenten per kvartal

MSEK	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20
<b>Entreprenad Sverige</b>								
Nettoomsättning	40,3	41,5	47,7	41,6	42,0	46,9	29,9	40,3
Resultat före skatt	6,0	2,7	9,1	4,0	8,5	2,7	-0,1	6,5
Marginal	15%	7%	19%	10%	20%	6%	0%	16%
<b>Entreprenad Utland</b>								
Nettoomsättning	16,8	18,0	15,5	17,6	17,4	18,3	10,6	13,6
Resultat före skatt	0,8	0,5	0,5	-2,9	0,8	1,7	-0,4	-0,3
Marginal	5%	3%	3%	-16%	5%	9%	-4%	-2%
<b>Transport Skandinavien</b>								
Nettoomsättning	39,0	39,3	45,1	34,6	34,5	45,8	56,7	47,0
Resultat före skatt	2,4	0,0	4,6	-1,7	1,2	5,8	11,8	5,4
Marginal	6%	0%	10%	-5%	4%	13%	21%	11%
<b>Maskinförsäljning</b>								
Nettoomsättning	1,2	1,1	0,8	15,8	26,5	8,5	7,1	40,6
Resultat före skatt	-0,3	-0,4	-0,2	1,6	5,0	3,0	1,4	1,9
Marginal	-27%	-35%	-23%	10%	19%	35%	20%	5%
<b>Summa nettoomsättning</b>	<b>84,9</b>	<b>91,2</b>	<b>101,0</b>	<b>93,5</b>	<b>106,0</b>	<b>105,3</b>	<b>94,5</b>	<b>95,5</b>
Tillväxt Y/Y	28%	45%	62%	19%	25%	15%	-6%	2%
<b>EBIT</b>	<b>10,4</b>	<b>3,4</b>	<b>16,8</b>	<b>1,5</b>	<b>17,4</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>14,4</b>
EBIT-marginal	12%	4%	17%	2%	16%	14%	15%	15%
EBIT-marginal TTM	2%	4%	9%	9%	10%	12%	12%	15%

Källa: Railcare, Redeye Research

## Prognoser

Då vi summerar 2020 så blev försäljningen varit lite lägre, medan resultatet klart bättre än vi räknade med för ett år sedan. Och med tanke på pandemin, ett väl godkänt utfall. En slutsats vi drar är att Railcare borde kunna ha en mer uthålligt hög lönsamhet än vi tidigare antagit, se vidare nästa sida. Överlag är marknadsläge och förutsättningar för de närmaste åren oförändrat ljusa. Förhoppningsvis med bättre fart på marknaden i Storbritannien. Våra prognosförändringar är ganska små, då vi redan har ett positivt grundscenari. Vi har dock höjt våra förväntningar på Maskinförsäljning som borde kunna öka sin exportförsäljning under de kommande åren.

**Entreprenad Sverige** har ett bra bokningsläge inför säsongen 2021 och de närmaste åren planeras det för omfattande underhållsarbeten på den svenska järnvägen. Vi räknar med fortsatt tillväxt kommande år och en bibehållen hög lönsamhet.

**Entreprenad Utland.** Fjölåret innebar en liten svacka och rimligen borde detta segment nu återigen kunna visa tillväxt. Vi räknar med högre aktivitet i UK där behovet för järnvägsunderhåll är stort och budgetpengarna finns. Vi räknar med successiv tillväxt och förbättrad lönsamhet 2021-23.

**Transport Skandinavien** hade ett kanonår 2020 och utsikterna är fortsatt goda med en bra grundbeläggning och flera uppdrag i samband med underhållsprojekt i Sverige. Vi räknar med en måttlig tillväxt framöver och tar höjd för lite lägre marginaler jämfört med 2020.

**Maskinförsäljning** är svårtippat. Mot bakgrund av produktportföljen, som nu även innefattar den batteridrivna MPV'n, finns nu goda affärsmöjligheter. Railcare har också en uttalad ambition att satsa på försäljningen inom detta segment, som de betraktar som deras primära tillväxtområde. Vi räknar med fler affärer framöver, men ledtiderna är relativt långa. Eftersom bolaget inte har några stora beställningar i orderboken är våra prognoser högst osäkra.

### Prognoser per segment

MSEK	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Entreprenad Sverige</b>						
Nettoomsättning	144	171	159	172	182	193
Resultat före skatt	22	22	18	22	24	25
Marginal	15%	13%	11%	13%	13%	13%
<b>Entreprenad Utland</b>						
Nettoomsättning	50	68	60	66	72	83
Resultat före skatt	-13	-1	2	2	4	7
Marginal	-26%	-2%	3%	3%	5%	8%
<b>Transport Skandinavien</b>						
Nettoomsättning	114	158	184	188	197	207
Resultat före skatt	-4	5	24	23	20	19
Marginal	-4%	3%	13%	12%	10%	9%
<b>Maskinförsäljning</b>						
Nettoomsättning	7	19	83	35	60	80
Resultat före skatt	-1	1	11	6	11	14
Marginal	-13%	4%	14%	18%	18%	18%
<b>Summa nettoomsättning</b>	<b>270</b>	<b>371</b>	<b>401</b>	<b>410</b>	<b>462</b>	<b>513</b>
<b>EBIT</b>	<b>2</b>	<b>32</b>	<b>61</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>69</b>
Finansnetto	-5	-6	-5	-5	-5	-5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4</b>	<b>27</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>65</b>
Tillväxt nettoomsättning, Y/Y	-8%	37%	8%	2%	12%	11%
EBIT-marginal	1%	9%	15%	14%	14%	14%

Källa: Railcare, Redeye Research

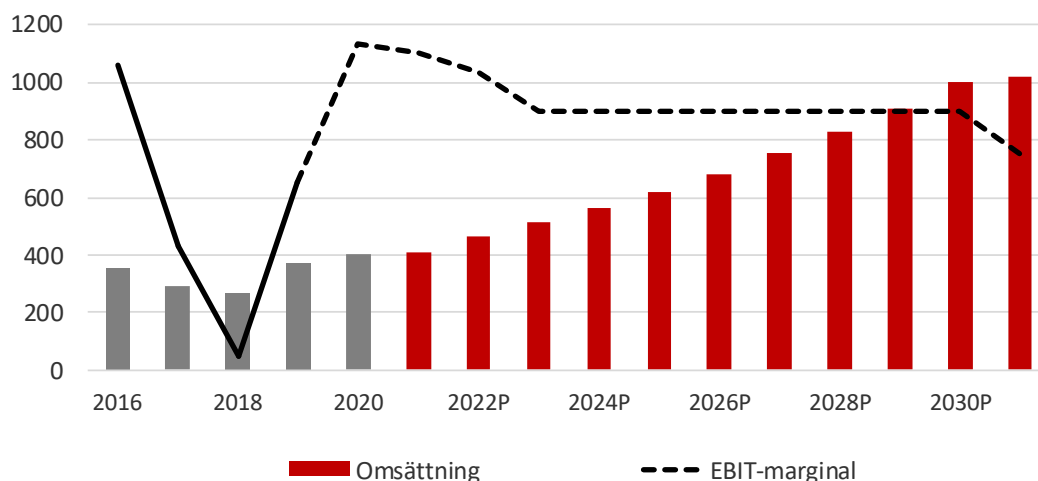
### Antaganden för perioden 2024-30:

- 10% omsättningstillväxt per år
- 12% EBIT-marginal
- Efter år 2030: 10% EBIT-marginal och 2% årlig tillväxt

Skillnaden i våra långsiktiga antaganden är att vi nu räknar med en längre period med högre tillväxt och marginaler, innan de hamnar på en riktigt långsiktigt stabil nivå, så kallat "terminal value" år 2031 och framåt.

Under perioden fram till 2030 ser vi det som högst troligt att Railcare expanderar till fler marknader. Troligen i närområdet, Norge, Finland och Danmark, där de redan har en viss verksamhet. Utvecklingen kommer givetvis inte vara linjär så som i vår modell. Men en genomsnittlig tillväxttakt på 10 procent borde vara fullt rimlig, mot bakgrund av de möjligheter som finns. I så fall kommer omsättningen hamna omkring 1 mdr SEK år 2030.

#### Omsättning och EBIT-marginaler



Källa: Railcare, Redeye Research

## Värdering

Motiverat värde:  
~33 SEK per aktie

Vår kassaflödesmodell värderar hela rörelsen (Enterprise Value) till cirka 940 MSEK. Med avdrag för nettolåneskuld ger det ett motiverat börsvärde omkring 800 MSEK eller **33 SEK per aktie** (tidigare 30 SEK).

Railcare: Base case			
Antaganden	2024-30	DCF-värde	
CAGR	10%	WACC	9,0%
EBIT-marginal	12%	Nuvärde FCF 2021-27	225
ROIC (avg)	16%	Nuvärde FCF Terminal	718
		Summa (EV)	943
<b>Terminal (fr o m 2031)</b>		Nettoskuld	142
Tillväxt FCF	2%		
EBIT-marginal	10%	Motiverat börsvärde	801
		Motiverat värde per aktie	33,2
		Börskurs	25,0
		<b>Potential</b>	<b>33%</b>

Källa: Redeye Research

### Multiplarna på fortsatt attraktiva nivåer

Aktien har visserligen återhämtat en del av tappet från vårens börsnedgång, men har därefter inte haft någon stark utveckling. Bolagets resultatutveckling under 2020 har däremot varit klart positiv och vi har kunnat höja prognoserna successivt. Värderingsmultiplarna ligger nu på skapligt attraktiva nivåer och stödjer oss i uppfattningen att aktien är undervärderad.

Jämförelseåren 2017-19 är dock inte helt relevanta då detta var en resultatmässigt svag period för Railcare. EV/EBIT är den mest relevanta då den även beaktar bolagets skuldsättning. I denna inkluderar vi dock inte leasingskulden. Det har vi däremot gjort i EV/EBITDA multipeln.

Värderingsmultiplar						
	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	neg	29,4	12,9	15,7	13,9	13,9
EV/EBIT	>100	25,0	12,6	14,2	11,6	11,5
EV/EBITDA	18,1	9,8	6,7	7,5	6,9	7,1
P/S	1,2	1,6	1,4	1,5	1,3	1,2
Börskurs *	13,5	26,6	25,0	25,0	25,0	25,0

\* Justerad för aktiesplit. Dagskurs för prognosåren

Källa: Railcare, Redeye Research

## Scenarios

För ett bolag som Railcare finns givetvis en mängd möjliga scenarion. Vi ser inga direkt avgörande händelser av binär karaktär som ger en annan utveckling än den vi beskrivit i vårt huvudscenarion, Base-case. Verksamheten är i grunden stabil och balansen mellan de olika affärssegmenten ger en viss riskspridning. Nedan skissar vi dock på två andra möjliga utfall Bull respektive Bear-case. Båda är fullt möjliga men enligt vår uppfattning relativt optimistiskt respektive pessimistiskt.

### Bull-case

Railcare kan mycket väl växa snabbare än vi har räknat med under en längre period. Om de exempelvis etablerar sig i ett nytt land eller om exportförsäljningen av maskiner tar fart. Deras Railvac, Minevac, Tubevac och snösmältare är väl beprövade och det finns utan tvekan en stor potentiell marknad för dessa. Bruttomarginalerna på dessa maskiner kan sannolikt vara riktigt bra och med högre volymer kommer bolaget kunna effektivisera sin tillverkningsprocess. En tillväxt driven av maskinförsäljning borde kunna höja marginalerna. Fältet nere till höger i tabellen indikerar värderingen vid en årlig tillväxt om 15-20 procent under åren 2022-26 och uthålliga EBIT-marginaler omkring 12-13 procent. Motiverat värde kan då hamna omkring **43 SEK per aktie**.

### Bear-case

Även om de närmaste åren ser ljusa ut kan marknaden försämrans inom några år. Nya konkurrenter som vi inte ser idag kan komma och påverka lönsamheten. Det kan komma nedskärningar i de statliga underhållsbudgetarna, eller inträffa andra oförutsedda händelser. En ganska medioker tillväxt under åren 2024-30 (0-5 procent per år) och en uthållig EBIT-marginal om 9-10 procent markeras av fältet uppe till vänster. Det skulle kunna ge ett motiverat runt **22 SEK per aktie**.

		DCF-värde, SEK per aktie				
		EBIT-marginal 2024 =>				
		9%	10%	11%	12%	13%
<b>CAGR 2022-26</b>						
<b>0%</b>		19	22	25	27	29
<b>5%</b>		22	25	27	31	32
<b>10%</b>		24	28	31	34	35
<b>15%</b>		27	31	34	39	41
<b>20%</b>		30	34	38	43	49

Källa: Redeye Research

## Investment Case

- Railcare har ett unikt erbjudande som är väl inarbetat hos beställare och entreprenörer sedan lång tid. De arbetar inom ett smalt nischområde där de har överlägsen teknik som ger stora tidsvinster, vilket gör att de också kan ta bra betalt.
- Anslagen för järnvägsunderhåll på Railcares två hemmamarknader, Sverige och England, kommer av allt att döma ligga på riktigt bra nivåer under de närmaste åren. Railcare kommer kunna växa med bibehållen god lönsamhet under överskådlig framtid.
- Vår värdering indikerar en skaplig uppsida i aktien i dagsläget. Potentialen inom exportaffären är betydande och kan lyfta värdet på bolaget ytterligare. Men vi ser det fortfarande som klart osäkert då denna möjlighet har funnits en tid utan att generera särskilt många affärer.

### Stark marknadsposition

Railcare är en nischad aktör inom underhållstjänster och godstransporter för järnvägen. På underhållssidan har de en unik position baserad på vakuumenteknologin och systemen uppbyggda kring Railvac-maskinerna. Bolaget har utvecklat system för att hantera ballast vid underhållsarbeten vilket ger stora tidsvinster. Detta gör att arbetet kan genomföras till lägre kostnad och med mindre störning i järnvägstrafiken. Inom sin relativt smala nisch finns i dagsläget inga kända konkurrenter.

### Stark marknadstillväxt

I de båda hemmamarknaderna, Sverige och Storbritannien, har nya budgetar för järnvägen nyligen fastslagits. Jämfört med nivån under de senaste åren innebär det en väsentlig ökning under flera år framåt. I Storbritannien med dryga 20 procent åren 2019-24 och i Sverige ökar anslagen för underhåll och reinvesteringar med uppåt 50 procent 2018-29.

### Väl rustade för nästa fas

Vikande volymer ledde till försämrad lönsamhet under 2017-18. Delar av verksamheten gick på sparlåga, vilket varit ett medvetet val då bolaget har förberett sig för en kommande kraftig volymökning genom att behålla personal och rusta maskinparken. Organisationen är riggad för en omsättning omkring 450 MSEK. I Skandinavien och Storbritannien är Railcare en väletablerad aktör med gott renommé. Efterfrågan på bolagets tjänster på dessa marknader kommer av allt att döma växa kraftigt under de kommande åren.

## Potentiella hot & risker

- Bolagets verksamhet är i huvudsak beroende av uppdrag från de statliga förvaltarna av järnvägen, som i sin tur är avhängigt budgetanslag i respektive land. Även om det i dagsläget finns en bred uppslutning bakom nödvändigheten att höja anslagen för underhåll, finns det alltid risker förknippade med politiska beslut.
- Av punkten ovan följer även att Railcare har stor exponering mot ett fåtal kunder. De tre största: Trafikverket, Network Rail och Kaunis Iron står sammanlagt för över 50 procent av bolagets intäkter. Det är inte alls nödvändigtvis dåligt, men innebär en viss risk.

## Key catalysts

- Fortsatt starka delårsrapporter och möjligen om Railcare själva höjer sina egna finansiella mål.
- **Exportorders.** En uppvärdering mot vårt Bull-case skulle kunna ske om maskinförsäljningen tar ordentlig fart. Railcare har sålt ett 40-tal maskiner genom åren men på senare tid har dessa affärer varit få. Den potentiella marknaden är enormt stor och lönsamheten i dessa affärer kan bli riktigt god.



## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

#### Personerna: 5

Ledningen är mycket väl insatt i verksamheten och har lång branschfarenhet. Kommunikation och rapportering är relevant och transparent och Railcare tickar de flesta boxar inom kategorin People. Styrelsen är däremot relativt ny och därmed i viss utsträckning oprövad. Ledningen i form av VD och vice VD har relativt stora ägarandelar i bolaget. Några av de större ägarna finns också representerade i styrelsen vilket är klart positivt. Något vi skulle vilja se är större aktieinnehav hos fler styrelseledamöter och då i synnerhet ordföranden. För att få full pott krävs också någon ägare som är aktiv (eller representerad) i styrelsen med ett ännu mer dominerande ägande.

#### Verksamheten: 4

Intäkter och lönsamhet har svängt kraftigt de senaste åren till följd av variationer i efterfrågan. Erbjudandet baserat på de specialbyggda Railvac-maskinerna innebär en konkurrensfördel som bör kunna ge goda tillväxtmöjligheter och förbättrad lönsamhet. Ännu finns ingen direkt konkurrent inom detta område. Vissa andra tjänster som bolaget erbjuder är däremot mer konkurrensutsatt. Ledningen förefaller inriktad på att utveckla nya produkter och bolaget kommer på lite sikt sannolikt också expandera geografiskt.

#### Finanserna: 3

Lönsamheten har varit vikande de senaste två åren vilket i huvudsak beror på verksamheten i Storbritannien som har gått ner på sparlåga. Det har varit ett medvetet val från bolagets sida att behålla personal då marknaden väntas vända uppåt de kommande åren. Nyckeltalen kommer förbättras markant om Railcare kan nå sina finansiella mål, vilket vi finner fullt rimligt inom 2-3 år. Däremot finns det en begränsning i hur högt de kan nå i vår rating för Lönsamhet då huvuddelen av verksamheten inte har den utväxling som krävs i form av höga marginaler. Skuldsättningen är i dagsläget, 2019, hög i förhållande till nuvarande intjäning. Men resultatet kommer av allt att döma stärkas under de kommande åren vilket gör att nyckeltalen förbättras. Vi ser ingen större risk för finansiella problem som skulle störa den befintliga verksamheten. Däremot så är utrymmet för förvärv eller en större expansion till nya marknader sannolikt begränsat.

RESULTATRÄKNING	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning	371	401	410	462	513
Summa rörelsekostnader	-289	-287	-299	-346	-390
EBITDA	82	114	112	116	123
Avskrivningar materiella tillg.	-50	-53	-53	-53	-53
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	-1
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	32	61	59	62	69
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-6	-5	-5	-6	-5
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	27	56	54	56	65
Skatt	-6	-12	-12	-12	-14
Nettoreultat	21	44	42	44	51

BALANSRÄKNING	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	22	25	25	28	31
Kundfordringar	16	45	47	58	64
Lager	23	20	25	28	31
Andra fordringar	16	12	19	21	23
Summa omsättn.	77	101	116	134	148
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	370	404	405	408	410
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	1	1	1	1	1
Goodwill	4	7	7	7	7
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	3	3	5	6	8
Övr. anlägg. tillg.	5	5	5	5	5
Summa anlägg.	383	419	423	427	430
Uppsk. skatteford	0	1	1	1	1
Summa tillgångar	459	521	540	562	579
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	50	60	51	46	36
Kortfristiga skulder	28	31	33	37	41
Övriga kortfristiga skulder	63	57	68	74	80
Summa kort. skuld	141	147	153	156	157
Räntebr. skulder	107	108	93	82	65
L. icke ränteb. skulder	25	34	34	34	34
Konvertibler	5	0	0	0	0
Summa skulder	278	289	279	272	255
Uppskj. skatteskuld	28	38	38	38	38
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	154	195	222	251	287
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	154	195	222	251	287
Summa skulder och E. Kap.	459	522	540	562	579

FRITT KASSAFLÖDE	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning	371	401	410	462	513
Sum. Rörelsekostnader	-289	-287	-299	-346	-390
Avskrivningar	-50	-53	-53	-53	-54
EBIT	32	61	59	62	69
Skatt på EBIT	-7	-13	-13	-14	-15
NOPLAT	25	47	46	49	54
Avskrivningar	50	53	53	53	54
Bruttokassaflöde	75	101	99	102	108
Föränd. i rörelseskap	-3	-25	-1	-6	-1
Investeringar	-28	-54	-57	-57	-57
Fritt kassaflöde	44	22	41	39	50

KAPITALSTRUKTUR	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Soliditet	34%	37%	41%	45%	49%
Skuldsättningsgrad	105%	86%	65%	51%	35%
Nettoskuld	140	142	120	100	70
Syvvessl. kapital	294	337	342	351	356
Kapit. oms. hastighet	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9

TILLVÄXT	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Försäljnings-tillväxt	37%	8%	2%	13%	11%
VPA tillväxt (just)	-	101%	-4%	4%	16%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	9,0 %	NPV FCF (2021-2022)	110
		NPV FCF (2023-2028)	270
		NPV FCF (2029-)	567
		Rörelsefrämmande tillgångar	25
		Räntebärande skulder	-167
		Motiverat värde MSEK	804
Antaganden 2020-2026 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	10,6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	33,4
EBIT marginal	12,8 %	Aktiekurs, SEK	25,2

LÖNSAMHET	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	14%	25%	20%	18%	19%
ROCE	10%	18%	16%	17%	18%
ROIC	9%	16%	14%	14%	15%
EBITDA marginal	22%	28%	27%	25%	24%
EBIT marginal	9%	15%	14%	14%	14%
Nettomarginal	6%	11%	10%	9%	10%

DATA PER AKTIE	2019	2020	2021E	2022E	2023E
VPA	0,90	1,81	1,74	1,81	2,10
VPA just.	0,90	1,73	1,66	1,73	2,00
Utdelning	0,30	0,60	0,61	0,63	0,73
Nettoskuld	6,07	5,91	4,97	4,16	2,88
Antal aktier	23,01	24,11	24,11	24,11	24,11

VÄRDERING	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EV	751,9	704,2	727,4	707,9	677,2
P/E	29,4	12,9	14,5	13,9	12,0
P/E dilutad	29,4	13,4	15,1	14,6	12,6
P/Sales	1,7	1,4	1,5	1,3	1,2
EV/Sales	2,0	1,8	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	9,2	6,2	6,5	6,1	5,5
EV/EBIT	23,3	11,6	12,4	11,3	9,8
P/RV	4,0	2,9	2,7	2,4	2,1

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	72 %	Omsättning
3 mån	3,7 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	9,1 %	V/A, just
Årets början	4,6 %	EK

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Norra Västerbotten Fastighets AB	10,5 %	10,5 %
Familjen Marklund	10,1 %	10,1 %
TREAC AB	10,0 %	10,0 %
Otus Capital Management	10,0 %	10,0 %
Frejville Management Ltd. (Familjen Dahlqvist)	8,3 %	8,3 %
Ålandsbanken AB	4,9 %	4,9 %
Stiftelsen Norrlandsfonden	4,4 %	4,4 %
Avanza Pension	2,8 %	2,8 %
BNY Mellon NA (Former Mellon)	2,6 %	2,6 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	RAILST
Lista	Nasdaq Small Cap
Kurs	25,2
Antal aktier, milj.	24,1
Börsvärde, MSEK	607,6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Daniel Öholm
CFO	Mikael Forsfjäll
IR	Sofie Däversjö
Ordf	Catharina Elmsäter-Svärd

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q1 report	May 04, 2021
Q2 report	August 19, 2021

ANALYTIKER	
	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se	111 57 Stockholm

Fredrik Nilsson	
fredrik.nilsson@redeye.se	

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

### Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal. Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality-diagrammet.

### Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär.

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier:

- Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

### Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier:

- Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

### Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och till hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier:

Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet

## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**

bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**

hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Jonas Amnesten**

jonas.amnesten@redeye.se

**Henrik Alveskog**

henrik.alveskog@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Oskar Vilhelmsson**

oskar.vilhelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

**Forbes Goldman**

forbes.goldman@redeye.se

**Mark Siöstedt**

mark.siostedt@redeye.se

**Danesh Zare**

danesh.zare@redeye.se

**Mattias Ehrenborg**

mattias.ehrenborg@redeye.se

### Editorial

**Mark Siöstedt**

mark.siostedt@redeye.se

**Joel Karlsson**

joel.karlsson@redeye.se

### Life Science Team

**Gergana Almquist**

gergana.almquist@redeye.se

**Oscar Bergman**

oscar.bergman@redeye.se

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Ludvig Svensson**

ludvig.svensson@redeye.se

**Niklas Elmhammer**

niklas.elmhammer@redeye.se

**Mats Hyttinge**

mats.hyttinge@redeye.se

**Filip Einarsson**

filip.einarsson@redeye.se

**Fredrik Thor**

fredrik.thor@redeye.se

## Disclaimer

### Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal [redeye.se](http://redeye.se). Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

### Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

### Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance-verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

### Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

### Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

### Redeye Rating (2021-02-21)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	23	18	3
3p - 4p	105	87	41
0p - 2p	6	29	90
Antal bolag	134	134	134

### Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.

---

### Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej

Fredrik Nilsson äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

---