

ÖVERSIKT



Sveriges nya nationella transportplan föreslår kraftigt ökade investeringar i järnvägar, motsvarande en CAGR om 7 % 2017-2029, till följd av en stark marknadsposition väntas NRC kunna kapitalisera på detta. Efter konsolidering av förvärv och marginalexpansion förväntas EBIT växa 48 % 2018E. Targetmultiplern om EV/EBIT 13,5x samt en direktavkastning om 3 % motiverar en totalavkastning om 23 % på 2018E.

NRC Group ASA ("NRC" eller "Bolaget") är en nordisk koncern verksamma inom underhåll och konstruktion av järnväg. NRC utgör en helhetsleverantör av samtlig infrastruktur kopplad till järnväg, där exempelvis grundarbete, säkerhet och telekommunikation ingår. Bolaget har ca 70 % av sin verksamhet i Sverige och 30 % i Norge. Ordervärden genereras primärt via offentliga upphandlingar med myndigheter.

Tillväxttakt på huvudmarknad väntas öka till 7 % från tidigare 1 %. Den svenska järnvägen har under en längre period varit underfinansierad och har idag stora upprustningsbehov. Trafikverket föreslår i den nya nationella transportplanen, 2018-2029, att öka budgeten för vidmakthållning med 47 %, motsvarande en CAGR om 7 % 2017-29.¹ Detta kan jämföras med den historiska tillväxten om drygt 1 %. Den norska motsvarigheten har föreslagit att öka budgeten för nyinvesteringar med 50 % 2018-2029. Vidare pågår det i Norge diskussioner om att privatisera underhållet av järnväg. Vid en privatisering skulle den adresserbara markanden i Norge öka avsevärt, vilket kan betraktas som en tillväxtoption i Bolaget.

Brett tjänsteutbud väntas utgöra en konkurrensfördel. Under 2018 inleds processen med att EU-standardisera signalsystemen i Sverige och Norge, vilket innebär att alla signalsystem ska bytas ut. Således väntas signalsystem vara den marknadsnisch med högst tillväxt kommande år. 2017 förvärvades Norges marknadsledande leverantör av ellösningar till järnvägar, NRC bedöms därför vara positionerade för att ta del av den stigande tillväxten. Vidare är NRC den enda aktören på markanden som tillhandahåller alla tjänster vid järnvägsarbeten. Detta bedöms utgöra en konkurrensfördel för att bli huvudentreprenör vid upphandlingar.

Låg nettoskuld ger fortsatta förvärvsmöjligheter. Under 2017 genomfördes fyra förvärv, dessa uppskattas ha bidragit med en omsättningstillväxt om 20 % 2017. Fortsatt konsolidering av dessa väntas bidra 13 % 2018E. Förvärven har skett till en genomsnittlig EV/EBIT om ca 7,0x, att jämföra med NRC:s värdering om 16,6x. Nettoskuld/EBITDA uppgår 2017A till 0,1x och förväntas sjunka till -0,5x 2019E. Givet en målsättning om nettoskuld/EBITDA om 2,0x kan Bolaget förvärva för 428 MSEK. Med en antagen genomsnittlig förvärvsmultipl om 7,5x innebär en maximal förvärvad EBIT-tillväxt om 38 %.

Visibilitet och ocyklisk marknad sänker riskprofilen. Den underliggande framtida marknadstillväxten är i stor utsträckning redan specificerad genom den nya nationella transportplanen. Vidare är NRC:s kunder primärt offentliga aktörer. Då stater och myndigheter i liten utsträckning tar hänsyn till konjunkturen vid budgetering bedöms marknaden som mer ocyklisk. Dessa två faktorer bedöms sänka risken i Bolaget.

NUVARANDE KURS

58,2 kr



Ökad konkurrens och förlorade upphandlingar utgör största riskerna. De ökade investeringarna i järnvägar har medfört ett ökat intresse från flera håll. Bland annat så har större aktörer från Danmark och norra Tyskland börjat konkurrera om upphandlingar i södra Sverige. Fler etablerade aktörer skulle göra det svårare att vinna upphandlingar och även pressa marginalerna. Vidare är NRC mycket beroende av att vinna större upphandlingar som vanligtvis sträcker sig över flera år. Detta medför att Bolagets omsättning skulle kunna drabbas kraftigt negativt om upphandlingar bortfaller.

I ett Base scenario estimeras NRC växa 8 % organiskt. Kombinerat med konsolidering av förvärv estimeras en total omsättningstillväxt om 21 %. EBIT-marginalen förväntas öka från 6,3 % 2017A till 7,6 % 2018A. Detta hänförs till kostnads synergier från förvärv samt skalfördelar genom högre aktivitet.

Finansiell prognos	2017A	2018E	2019E
Omsättning, MSEK	2373	2882	3083
Tillväxt	20 %	21 %	7 %
EBIT, MSEK	149	220	241
EBIT-marginal	6,3 %	7,6 %	7,8 %
EV/EBIT	16,6x	11,2x	10,3x
Nettoskuld/EBITDA	0,1x	-0,2x	-0,5x

Det finns två renodlade noterade peers i form av danska Per Aarsleff Holding och Railcare Group. Dessa handlas till en EV/EBIT om 12,3x respektive 33,0x. Givet de mer gynnsamma marknadsförutsättningarna för NRC motiveras en EV/EBIT om 13,5x, vilket innebär en premie mot Per Aarsleff Holding.

I ett Bull scenario väntas NRC genom större framgång vid upphandlingar kunna växa organiskt med 10 %. EBIT-marginalen estimeras 2018E uppgå till 8 % till följd av ytterligare synergier.

I ett Bear scenario estimeras en organiskt tillväxt om 5 % hänfört till ökad konkurrens. Detta väntas även påverka marginalerna för kommande upphandlingar. EBIT-marginalen estimeras 2018E uppgå till 6 %. Då stora delar av 2018 års intjänning redan är upphandlade väntas ökad konkurrensen påverka nästkommande år än mer negativt, därav motiveras en lägre targetmultipl.

Scenario	EBIT 18E	Target-multipl	Motiverat aktiepris	Direkt-avkastning	Total-avkastning
Base	220 MSEK	13,5x	69,6	3 %	23 %
Bull	234 MSEK	14,5x	79,6	3 %	40 %
Bear	196 MSEK	12,0x	47,1	3 %	-16 %

Värderingen tar inte hänsyn till eventuella förvärv som skulle kunna utgöra en ytterligare uppsida.

1. Trafikverket, 2017, Förslag till nationell plan för transportsystemet 2018-2029. [länk](#)

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Analyst Group äger aktier i: Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdipotech, TalkPool, Stillfront Group, Noridc Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterproofing.

Jakob Lembke äger aktier i: Aspire Global, Sdipotech, Stillfront Group, Nordic Waterproofing Holding, DDM Holding, Alcadon Group.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.