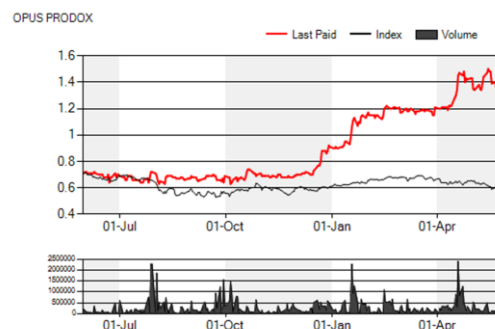
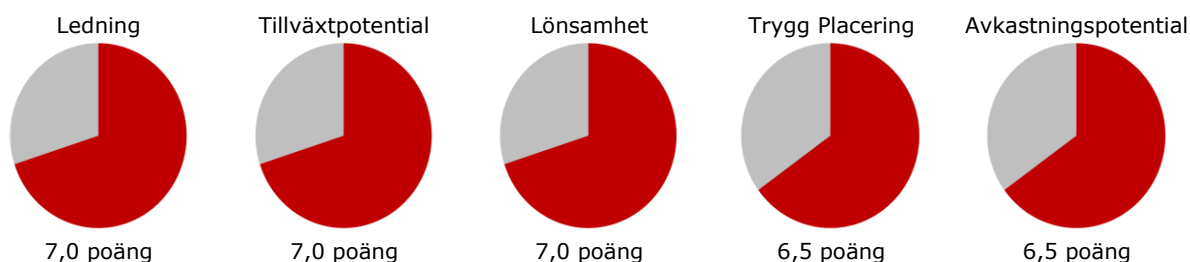


Sammanfattning
Opus Prodox (OPUS.ST)
Två steg fram och ett snett bak

- Q1-rapporten bjöd på ett par överraskningar både positivt och negativt. Vi hade räknat med bättre resultat men avvikelsen beror delvis på kostnader för uppstarten av nya affärer.
- Nyförvärvet ESP Inc. har inlett året bättre än planerat och affären framstår som riktigt lyckad. Marknadsläget i Europa har däremot försvagats väsentligt och återhämtningen ser osäker ut.
- Verksamheten i USA har på kort tid tagit ett par steg framåt som mer än väl kompenserar för ett svagare Europa. Rapporten föranleder bara små förändringar i våra prognoser och värderingen indikerar en klar potential i aktien.

Lista: First North
 Börsvärde: 270 MSEK
 Bransch: Industrivaror & tjänster
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2010	2011	2012e	2013e	2014e	Fakta	
Omsättning, MSEK	229	232	429	466	507	Aktiekurs (SEK)	1,4
Tillväxt	3%	1%	85%	9%	9%	Antal aktier (milj)	193,1
EBITDA	30	29	53	65	72	Börsvärde (MSEK)	270
EBITDA-marginal	13%	12%	12%	14%	14%	Nettoskuld (MSEK)	80
EBIT	-6	-3	22	48	62	Free float (%)	68,0
EBIT-marginal	-3%	-1%	5%	10%	12%	Dagl oms. ('000)	280
Resultat före skatt	-10	-5	17	45	59	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-10	-5	13	33	45		
Nettomarginal	-4%	-2%	3%	7%	9%		
Utdelning	0,0	0,02	0,03	0,04	0,06		
VPA	-0,05	-0,03	0,07	0,17	0,23		
VPA just	-0,05	-0,03	0,07	0,17	0,23		
P/E just	n.m.	n.m.	20,8	8,1	6,1		
P/S	1,2	1,2	0,6	0,6	0,5		
EV/S	1,4	1,2	0,8	0,8	0,7		
EV/EBITDA just	10,5	10,1	6,6	5,4	4,8		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) konjunktürkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunktürkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) oupptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, oupptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Bra i USA, svagare i Europa

Resultatmässigt blev årets första kvartal lite sämre än vi hade räknat med, se tabell nedan. Båda affärssegmenten, Europa respektive Nordamerika, visade lägre vinster än våra prognoser. En del av avvikelsen förklaras dock av tillfälliga faktorer. Det är främst uppstartskostnader i USA relaterade till den stora Wisconsinaffären där leverans och fakturering inleds i Q3 i år.

Avvikelserna förklaras av uppstartskostnader i USA och lägre försäljning i Europa

Förväntat vs. utfall				
(SEKm)	Q1'11	Q1'12P	Utfall	Diff
Försäljning	61,3	97,0	89,7	-8%
EBITDA	9,1	12,8	9,7	-24%
EBIT	0,9	4,8	2,1	-56%
PTP	0,5	3,7	1,3	-65%
VPA, SEK	0,00	0,01	-0,01	-171%
Försäljningstillväxt	133%	58%	46%	
EBITDA marginal	15%	13%	11%	
EBIT marginal	1%	5%	2%	
VPA tillväxt (YoY)	n.a	n.a	neg	

Källa: Opus Prodox, Redeye Research

Rapportens stora negativa överraskning återfinns i europamarknaden och försäljningen som för denna enhet var minus 18%, justerat för förvärv och valutaeffekter. På den positiva sidan skall dock noteras att de trots detta visar anständiga marginaler på 5%. Nyförvärvet, ESP Inc. hade klart högre försäljning än vi räknat med och Opus uppger att de har inlett året bättre än planerat. Deras marginaler är dock klart lägre än operatörsverksamheten i SysTech. Därav den utspädda marginalen jämfört med tiden innan.

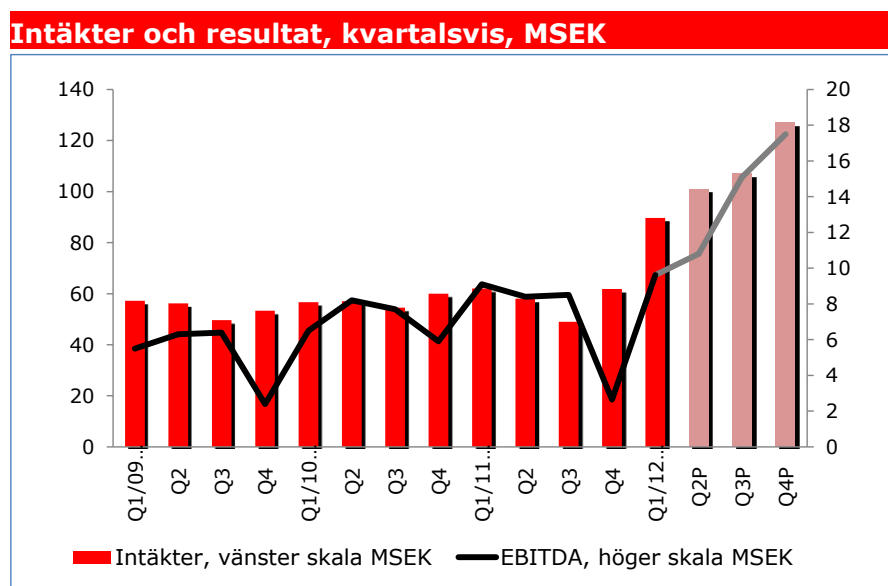
Kvartalsvis utveckling									
(SEKm)	Q1-10	Q2	Q3	Q4	Q1-11	Q2	Q3	Q4	Q1-12
Europa & Asien									
Omsättning	33,3	32,2	28,8	36,5	41	38	28	43	34
EBITDA	0,6	0,8	1,3	1,0	2,9	3,4	1,8	1,6	1,8
EBITDA-marginal	2%	2%	5%	3%	7%	9%	7%	4%	5%
Nordamerika									
Omsättning	22,9	24,6	25,7	22,9	20	20	22	19	56
EBITDA	7,3	8,0	6,4	5,1	6,1	5,1	6,7	3,4	7,9
EBITDA-marginal	32%	33%	25%	22%	30%	26%	31%	18%	14%
Koncernjusteringar mm									
EBITDA	-0,9	-0,1	0,5	-0,2	0,1	-0,1	0	-2,4	0
Sa: Intäkter	56,3	56,8	54,5	59,4	61,3	57,9	49,1	61,8	89,7
EBITDA	7,0	8,7	8,2	5,9	9,1	8,4	8,5	2,6	9,7
EBITDA-marginal	12%	15%	15%	10%	15%	15%	17%	4%	11%
Av- och nedskrivningar	-8,8	-9,3	-9,2	-8,7	-8,2	-7,9	-7,8	-8,2	-7,5
varav IP, kundrelationer	-7,6	-7,6	-7,5	-7,0	-6,1	-6,1	-6,5	-6,3	-5,5
EBIT	-1,8	-0,6	-1,0	-2,8	0,9	0,5	0,7	-5,6	2,1

Källa: Opus Prodox, Redeye Research

På väg mot fördubblad volym och resultat

Opus har tagit två nya bilprovningskontrakt i USA samt förvärvat ESP Inc. och är därmed på väg att fördubbla både intäkter och resultat jämfört med en nivå som har varit relativt stabil under åren 2009-2011. ESP Inc. ingår i siffrorna för Q1, men bara under februari-mars. Uppdragen i Wisconsin och North Carolina beräknas tillkomma från Q3. Diagrammet nedan visar hur dessa effekter väntas lyfta intäkter och EBITDA-resultat under året. Exakt hur det slår på enskilda kvartal kan vi inte förutspå. Vissa kostnader måste tas innan faktureringen sker, som nu även skedde i Q1 avseende uppstarten i Wisconsin. Men helt klart kommer volymer och intjäning att etablera sig på en ny nivå mot slutet av detta år.

De nya kontrakten i USA väntas lyfta intäkter och resultat rejält från Q3



Källa: Opus Prodox, Redeye Research

Resultatsvackan under Q4 2011 berodde främst på att förvärvskostnader om 2,5 MSEK relaterade till köpet av ESP Inc. bokades under kvartalet. Europaverksamheten hade också vissa utbetalningar av säljprovisioner som tyngde resultatet. Detta är också en säsongsmässigt svagare period för operatörsverksamheten i USA. Bilägare tenderar att undvika att åka till bilprovningen under vintermånader och vid stora helger.

Även Q2 kan komma att tyngas av tillfälliga kostnader

Årets första kvartal belastades också av vissa tillfälliga kostnader som beskrivits ovan. Vi räknar med att även Q2 kan bli liknande. Dels på grund av de nya affärerna i USA men också till följd av kostnader relaterade till Opus planerade omлистning från First North till huvudlistan på Nasdaq OMX. Årets resultat ser därför ut att bli relativt baktungt.

Europa ☹ men USA ☺

Enheten Europa & Asien hade en riktigt stark avslutning på fjolåret och vi blev därför klart överraskade över försäljningstappet under Q1. Den organiska tillväxten var plus 18% under Q4 och lika mycket minus i Q1. Bolaget blev själva förvånade över förändringen men har tvingats konstatera att kunderna avvaktar med alla typer av investeringsbeslut. Servicetjänster och förbrukningsvaror går väsentligt bättre och kompenserar delvis för den vikande nyförsäljningen av maskinutrustning. Opus har medvetet förändrat sin produktmix under senare år för att bli mindre sårbara, det vill säga mindre exponerade mot branschens investeringscykler. Beaktat det stora intäktsbortfallet är vi också lite förvånade över att de fortfarande visar ett positivt resultat. Uppenbarligen har de besparingsåtgärder som vidtogs under lågkonjunkturen 2009-10 givit bestående effekt.

Bra resultat givet det stora intäktsfallet

Den förra lågkonjunkturen berodde både på att bilbranschen gick på knäna och att de flesta kunderna hade problem att finansiera nya inköp på grund av bankkrisen. Nu är läget inte alls lika allvarligt och efterfrågan kan därför vända upp under året. Opus nämner också i rapporten att leveranserna för de nya långsiktiga kundavtalen som tecknades under 2011 ännu inte har påbörjats. Detta väntas ske under innevarande kvartal. Vi har ingen närmare information om vad detta kan innebära. Men vi vet att finska A-Katsastus Group tecknade ett avtal som innebär att Opus blir deras huvudleverantör av testutrustning. A-Katsastus omsätter cirka 1,5 miljarder kronor i sju länder och har en tydlig ambition att växa. I Sverige har de ett antal bilprovningsstationer under varumärket Carspect.

I Q2 startar leveranser på nya kundavtal som exvis A-Katsastus Group

Svensk Bilprovning är på väg att styckas upp i tre delar varav två skall säljas till privata intressen. Vår gissning är att Opus inte kommer vara med bland budgivarna. Däremot bör denna utförsäljning gynna marknaden på lite sikt. Investeringar i utrustning bör stiga avsevärt då nya ägare skall öka antalet anläggningar och modernisera systemen. Rimligtvis kommer investeringarna i Sverige öka väsentligt från och med nästa år.

Stark start för ESP Inc.

Opus delårsrapporter lämnar uppgifter om intäkter och resultat för Nordamerika i både lokal valuta och svenska kronor. Bolaget uppger också att den organiska tillväxten var minus 10% under kvartalet. Orsaken till detta är att SysTech tappade kontraktet i Salt Lake City förra våren. Det har också kommunicerats och är således ingen nyhet. En baklängesräkning säger oss att ESP Inc. hade intäkter om cirka 5,5 MUSD under perioden som för deras del bara innefattar två månader, februari-mars. I samband med att detta förvärv annonserades uppgav Opus att ESP Inc. förväntas omsätta omkring 25 MUSD under 2012. Utfallet i Q1 tyder på att de ligger väl över denna nivå. Enligt Opus har det gått över förväntan, men de har också haft lite extra medvind av en enskild stor leverans. Ledningen är dock uppenbart nöjda med förvärvet. Den förväntade lönsamhetsnivån om 12-13% EBITDA-marginal har hittills också infriats.

ESP levererade väl över plan under Q1

Nya kontrakt: Wisconsin och North Carolina

Under förra hösten vann Opus upphandlingen för emissionskontroll i delstaten **Wisconsin** med start första juli i år. Avtalet löper inledningsvis på fem år men kan senare förlängas med tre plus tre år. Detta blir deras hittills klart största kontrakt inom bilprovning. Idag driver de ett 10-tal mindre program och ett par lite större. Sammanlagda årliga intäkter är 12-13 MUSD. Wisconsin kommer ge intäkter på uppskattningsvis drygt 4 MUSD, det vill säga 30-35% tillväxt på årsbasis. Troligtvis blir lönsamheten minst lika god som SysTechs historiska marginaler omkring 30%. Således är detta en viktig affär både i pengar räknat och som ett genombrott för lite större uppdrag.

I april meddelade Opus att de tecknat bilprovningsskontrakt med staten **North Carolina**. Affären är stor och bedöms ge över 6 miljoner dollar i intäkter under 2012 och 2013. Lönsamheten är troligen också riktigt bra då leveransen till stor del består av mjukvarusystem. Till skillnad mot Opus andra bilprovningsskontrakt, som ofta löper under minst fem år, så kommer denna inte ge intäkter under lika lång tid. Lika fullt är det en stor och lönsam affär och en riktig fjäder i hatten. North Carolinas bilprovningssprogram är det tredje största i USA. Efter implementeringen kan Opus troligen också få underhållskontrakt, men där finns ännu inget avtalat. Affären är inte direkt oväntad då Opus har ett vasst erbjudande på systemsidan. Dessutom är North Carolinas nuvarande leverantör, konkurrenten Verizon, på väg att lämna branschen helt. Helt klart är det dock ännu en bekräftelse på att Opus har ett attraktivt erbjudande och att de nu även kan tävla om de större kontrakten på marknaden.

Viktig affär både resultatmässigt och som referens

Opus har kapacitet och goda möjligheter till nya kontrakt

*Nya upphandlingar under 2012 väntas i:
New York
New Jersey
Georgia
Virginia*

Kommande affärsmöjligheter

Efter de senaste affärerna borde frågetecknet, som storleksskillnaden mot vissa av konkurrenterna tidigare utgjorde, ha rätats ut. Senare i år kommer ytterligare upphandlingar där Opus nu bör ha goda chanser. I vissa fall förbättras oddsen av att myndigheterna vill ha decentraliserade bilprovsningsprogram, vilket passar deras erbjudande. Kapacitetsmässigt är det inga problem att ta nya affärer eftersom både Wisconsin och North Carolina skall implementeras under detta år. Leveranser av de nya affärer som kan bli aktuella skall i så fall ske först 2013.

Den som ligger närmast i tiden är delstaten **New York**, vilket är ett av de största kontrakten på USA marknaden. Flera konkurrenter kommer säkert tävla om detta bilprovsningsprogram som idag drivs av SGS Testcom. Det bolag som redan har ett kontrakt har som regel fördelar inför nya upphandlingar, under förutsättning att de har skött sig tillfredställande. Beskedet kring utfallet i denna upphandling väntas i augusti-september.

Andra kontrakt som troligen kommer ut till upphandling är **New Jersey**, **Georgia** och **Virginia**. New Jersey och Georgia är mindre uppdrag än New York men fortfarande väsentligt större än det i Wisconsin. En fördel i Georgia är att nuvarande operatör, Verizon, meddelat att de helt kommer att lämna branschen. I New Jersey sitter Parsons på nuvarande kontrakt. En viss fördel för Opus är att myndigheten har uttalat en vilja att övergå från dagens centraliserade system till ett decentraliserat, vilket passar Opus erbjudande bättre. Parsons har dock själva också några decentraliserade program och är sannolikt en svår konkurrent.

Opus tittar även på expansionsmöjligheter utanför USA. De har dotterbolag i Chile, Peru och genom förvärvet av ESP Inc. nu även i Mexico. I Peru går verksamheten lite på sparlåga och i Chile har myndigheterna åtminstone haft någon form av ambition att införa större bilprovsningsprogram. Det gäller även för Mexico som tittar på den modell som används i USA.

Nya mål är lite väl försiktiga för att ange bolagets ambitionsnivå

Satte nya finansiella mål och börjar ge utdelning

De nya finansiella mål som presenterades tidigare i år är bland annat 10% årlig tillväxt och 10%EBITDA-marginal över en konjunkturcykel. De närmaste åren ser bolaget ut att överträffa dessa med bred marginal och målsättningen blir därför tyvärr inget riktmärke för vad de egentligen siktar på. Antagligen är det medvetet lågt satt för att slippa komma med besvikelser, i synnerhet med hänsyn till det planerade listbytet.

Opus införde även en utdelningspolicy där riktmärket är att 10-20 procent av EBITDA-resultatet skall delas ut. För 2011 gavs en utdelning om 0,02 kronor per aktie vilket motsvarar 13 procent av EBITDA. För nästa år kan det mycket väl innebära en fördubblad utdelning.

Prognos & Värdering

Något högre prognoser
än tidigare

De prognoser som ligger till grund för värderingen återges i tabellen nedan samt på sid 13. Jämfört med i vår senaste analysuppdatering, per 15 februari 2012, har vi sammantaget höjt prognoserna något. Detaljerna kring detta förklaras i kommentarerna nedan. Opus har onekligen många och stora nya affärsmöjligheter. Dessa är dock svåra att förutsäga och utfallen är i många fall binärt. Vi väljer därför att inte ta ut svängarna alltför mycket i våra prognoser. Vi har utgått ifrån att de vinner en upphandling som storleksmässigt motsvarar Wisconsinaffären. Prognosförändringar i denna analys omfattar främst:

- **Europa & Asien.** Det svaga marknadsläget består under 2012 och återhämtningen kommer successivt under nästa år. Resultatmässigt är skillnaden liten då de kunde visa lönsamhet trots volymtappet i Q1.
- **SysTech** vann det stora kontraktet i North Carolina där leverans påbörjas redan detta år. Därtill räknar vi med ett nytt stort kontrakt med start år 2014. Resultatnivån från 2014 blir därför högre än i tidigare prognos.
- **ESP Inc.** hade en stark start på året och vi höjer därför förväntningarna något.

Redeyes prognoser						
(MSEK)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<u>Europa & Asien</u>						
Omsättning	114	131	150	142	156	171
tillväxt		15%	14%	-5%	10%	10%
EBITDA	-4	4	10	8	9	12
EBITDA-marginal	-4%	3%	7%	5%	6%	7%
<u>Nordamerika-operatör (SysTech)</u>						
Omsättning	101	96	81	115	135	155
tillväxt		-4%	-16%	43%	17%	15%
EBITDA	32	27	21	29	41	47
EBITDA-marginal	32%	28%	26%	25%	30%	30%
<u>Nordamerika-ESP</u>						
Omsättning				172	175	180
EBITDA				21	21	22
EBITDA-marginal				12%	12%	12%
<u>Koncernjusteringar mm</u>						
Omsättning	9	2	0	0	0	0
EBITDA *	-1,6	-0,7	-2,4	-3,6	-5,7	-7,8
Sa: Intäkter	223	229	230	429	466	507
EBITDA	26	30	29	54	65	72
EBITDA-marginal	12%	13%	12%	13%	14%	14%
Av- och nedskrivningar	-36	-36	-32	-31	-17	-10
varav IP, kundrelationer	-34	-30	-28	-23	-9	-3
EBIT	-9	-6	-4	23	48	62
EBIT-marginal	-4%	-3%	-2%	5%	10%	12%

Källa: Opus Prodox, Redeye Research

*Koncernjusteringen för EBITDA år 2011 avser kostnader relaterade till förvärvet av ESP Inc.

För åren 2012-2014 avser posten förväntad tilläggsköpeskilling till säljarna av SysTech.

Kommentarer till prognoserna ovan

I tabellen ovan har vi separerat ESP och SysTech för att tydliggöra skillnaderna i våra antaganden. I Opus segmentsrapportering utgör dessa tillsammans affärsenheten Nordamerika och särredovisas inte. En fördel med detta är att de inte behöver visa de höga marginalerna i SysTech. Marginaler kring 30% kan sticka i ögonen på kunderna oavsett om andra konkurrenter kan matcha deras pris eller ej.

Accelererade avskrivningar på immateriella tillgångar

Opus avser att flytta från First North till OMX huvudlista under 2012. I samband med detta gjordes en översyn av tidigare förvärv och en omklassificering av vissa immateriella tillgångar som uppstod vid förvärvet av SysTech 2008. Cirka 80 MSEK av goodwillposten omklassificerades till kundkontrakt och relationer. Till skillnad mot goodwill så skall dessa skrivas av, vilket innebär att avskrivningsnivån har ökat. Vi har även korrigerat för detta avseende år 2009.

*Väsentligt lägre
avskrivningsnivå 2013*

Det vi inte vet idag är hur förvärvet av ESP Inc. kommer att påverka av- och nedskrivningsnivåerna framgent. Förvärvsanalysen är ännu inte publicerad. Helt klart är dock att koncernens nedskrivningar totalt sett blir väsentligt lägre efter april 2013 då en stor andel av de koncernmässiga övervärdena från SysTech-förvärvet är helt nedskrivna. På årsbasis uppgår dessa till cirka 16 MSEK som i dagsläget belastar det redovisade resultatet. Även därefter kommer dock resultatet att belastas av de nedskrivningar som relateras till immateriella tillgångar klassade som "kundkontrakt och relationer". Dessa uppgår till omkring 10 MSEK per år. Möjligen blir det något högre med hänsyn till ESP-förvärvet.

Tilläggsköpeskilling SysTech

Opus förvärv av SysTech innehöll avtal om tilläggsköpeskilling om bolaget får vissa typer av affärer. Kontrakten i Wisconsin och North Carolina kommer att utlösa en del av denna. Beloppet är bestämt som 35% av resultatet före skatt som genereras av de nya affärerna. Vi har uppskattat beloppen till 3,6 MSEK för 2012 och 5,7 MSEK för 2013 då Wisconsinaffären får full årseffekt. Kalkylen baseras på en vinstmarginal om 30%. Då våra prognoser innehåller ännu ett nytt kontrakt liknande Wisconsin, från år 2014, görs motsvarande justering för den väntade tilläggsköpeskillingen.

Beloppen har vi beaktat genom att lägga in dem under koncernjusteringar. Antagligen kommer redovisningen se annorlunda ut men effekterna på kassaflödena är desamma.

Värdering

*Motiverat värde: 1,85
kronor per aktie*

Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat börsvärde omkring 355 MSEK, eller 1,85 kronor per aktie. I vår senaste analysuppdatering, per 15 februari 2012 var motsvarande värde 1,67 kronor per aktie.

*Höjda prognoser och
något lägre WACC*

Skillnaden förklaras av de prognosförändringar som beskrivit ovan samt av ett något lägre avkastningskrav (WACC). Orsaken till att vi använder en något lägre WACC: 11,0% (tidigare 11,5%) är den utveckling vi sett i bolaget. Främst är det ESP-förvärvet som så här långt ser ut att bli en lyckad affär. Beskedet om kontraktet i North Carolina är också ett kvitto på bolagets förmåga. Därutöver visar den europeiska enheten lönsamhet trots intäktsfallet, vilket tyder på lägre volymkänslighet.

Känslighetsanalys

Eftersom avkastningskravet inte räknas ut med några vetenskapliga metoder bifogar vi en känslighetsanalys i tabellen nedan. Vi har även varierat lönsamheten i form av EBIT-marginal. Våra antaganden markeras i boxen.

DCF-värde, SEK per aktie			
EBIT-marginal från år 2015	11,0%	13,0%	15,0%
WACC			
10,0%	1,76	2,1	2,45
11,0%	1,54	1,85	2,16
12,0%	1,37	1,64	1,92

Källa: Redeye Research

*Tillkommande affärer
står för cirka 8% av
motiverat värde*

Som ytterligare kommentar till känslighetsanalysen bör följande noteras. Prognoserna baseras i princip enbart på: nuvarande verksamhet och de nya kontrakt som redan har tagits. Därutöver har vi antagit ytterligare ett kontrakt för SysTech som kommer addera cirka 8% till resultat och kassaflöden. Grovt räknar innebär det också att 8% av bolagets värde, kan betraktas som ett mer osäkert "optionsvärde". Samtidigt finns naturligtvis flera andra affärsmöjligheter som inte avspeglas i våra prognoser idag.

Fortsatt attraktiva vinstmultiplar

Trots en stark kursutveckling sedan i höstas handlas aktien fortsatt till klart attraktiva multiplar. I tabellen nedan har vi även P/E-talen för vinsten med återlagda avskrivningar på immateriella tillgångar samt EV/EBITDA. Dessa återspeglar de underliggande vinsterna under åren 2012-13 bättre. Därefter minskar avskrivningarna och därmed skillnaderna mellan nyckeltalen.

2012 är ett tillväxtår medan 2013 sannolikt bättre återspeglar bolagets nya intjäningsnivå. Aktien handlas till ett P/E tal som motsvarar 7-8x denna nettovinst. Det är inte helt unikt på börsen i dagsläget då många mindre bolag värderas lågt. Men med tanke på både stabiliteten i koncernens intäkter och ytterligare stora tillväxtmöjligheter framstår det som alltför lågt.

EV/EBITDA: 5-6x

Värderingsmultiplar				
Kurs: 1,40 SEK	2011	2012P	2013P	2014P
P/E	neg	21,4	8,1	6,1
P/E *	10,6	9,6	7,2	6,5
EV/EBIT	neg	15,9	7,3	5,6
EV/EBITDA	7,0	6,6	5,4	4,8

* Justerat för avskrivningar på immateriella tillgångar.

Källa: Redeye Research

Ägarförändringar och kursutveckling

Aktiekursen har nu näst intill dubblerats under det senaste halvåret. Det senaste lyftet kom i april då Opus kunde meddela att de vunnit upphandlingen i North Carolina. Kursuppgången har också skett under goda volymer.

Fonder har tankat

Och en ledande
befattningshavare har
ökat upp något

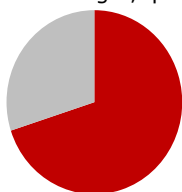
Ett par intressanta ägarförändringar kan noteras. Både AMF och Länsförsäkringar fonder har legat på köpsidan och ökat upp sina innehav rejält. AMF från 1,4 till 3,7% och Länsförsäkringar från 1,4 till 2,9%. Dessutom har Henrik Wagner Jörgensen, som ansvarar för Europa, ökat upp sitt innehav något. Han är sedan lång tid tillbaka storägare med drygt 9 miljoner aktier och förändringen var marginell.

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

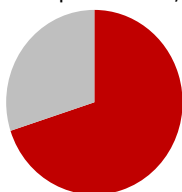
Ratingförändringar i denna rapport: Avkastningspotential har justerats ned från 8,0p till 6,5p, främst till följd av en stark kursutveckling där avståndet till vårt motiverade värde har minskat.

Ledning 7,0p



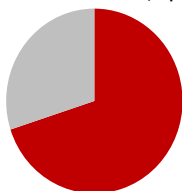
Kommentar: Historiskt har Opus lyckats väl både i sin ursprungliga verksamhet som visat kraftig tillväxt och i nyförvärvade SysTech som haft hög och stabil lönsamhet. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 7,0p



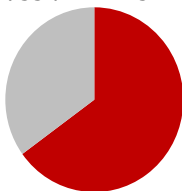
Kommentar: Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position.

Lönsamhet 7,0p



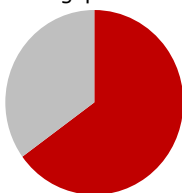
Kommentar: Sammantaget har koncernen en hög och stabil underliggande lönsamhet. Resultatet belastas dock av förvärvsrelaterade avskrivningar efter SysTech-förvärvet. Redovisat resultat och ROE blir därför medioker.

Trygg placering 6,5p



Kommentar: Ägarsituation och balansräkning får toppbetyg. En viss konjunkturkänslighet samt beroende av nya affärer som är svåra att förutsäga. Omsättningen i aktien är låg och en placering bör därför vara långsiktig.

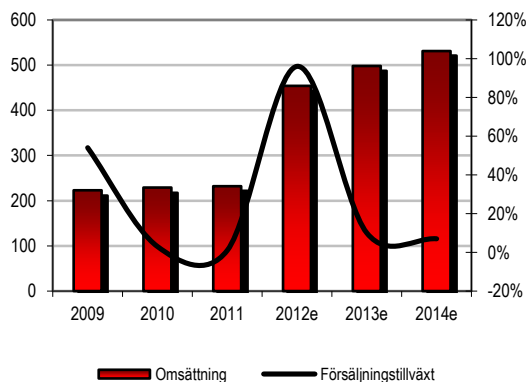
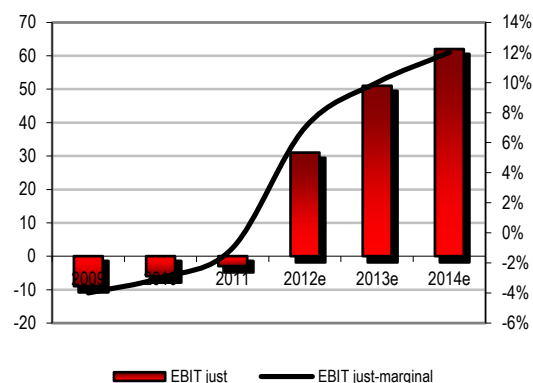
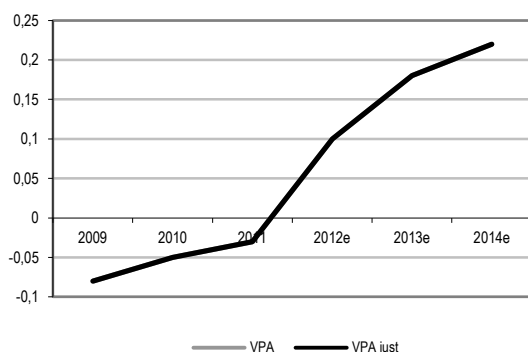
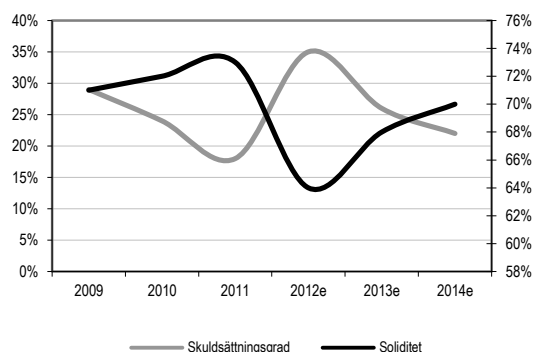
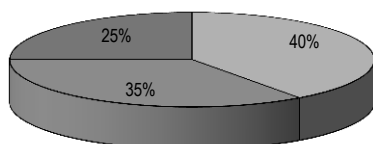
Avkastningspotential 6,5p



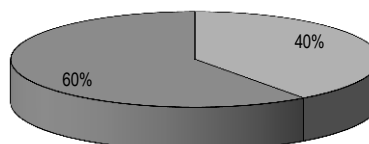
Kommentar: Aktien framstår fortfarande som undervärderad, både i relativa termer och i en kassaflödesmodell. Kursdrivande nyheter är alltjämt nya kontrakt samt bekräftelser på lönsamheten i de nya affärer som tagits.

Resultaträkning, MSEK					
Omsättning	229	232	429	466	507
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-376	-401	-434
EBITDA	30	29	53	65	72
Avskrivningar	-36	-32	-31	-17	-10
EBIT	-6	-3	22	48	62
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansiella intäkter	4	3	0	0	0
Finansiella kostnader	-7	-4	-5	-4	-3
Resultat före skatt	-10	-5	17	45	59
Skatt	0	-1	-4	-11	-15
Nettoresultat	-10	-5	13	33	45
Resultaträkning just, MSEK					
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	30	29	53	65	72
EBIT just	-6	-3	22	48	62
PTP just	-10	-5	17	45	59
Nettoresultat just	-10	-5	13	33	45
Balansräkning, MSEK					
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	15	23	28	41	62
Kundfordringar	24	32	47	47	51
Lager	38	45	77	79	81
Andra fordringar	11	9	15	19	18
Summa omsättningstillg.	88	108	167	186	211
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	45	43	75	77	80
Finansiella anl.tillg.	7	6	6	6	6
Goodwill	100	102	132	132	132
Balans. utv. kostn.	94	68	50	45	46
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	246	218	262	259	263
Summa tillgångar	333	326	430	445	475
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	12	15	26	28	30
Övriga icke ränteb. skulder	19	29	60	61	61
Summa kortfristiga skulder	31	44	86	89	91
Långa icke ränteb. skulder	3	0	0	0	0
Räntebärande skulder	57	42	95	80	70
Summa skulder	91	87	181	169	161
Avsättningar	0	0	1	1	1
Eget kapital	242	239	249	276	313
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & Eget Kapital	242	239	249	276	313
Summa skulder och eget kapital	333	326	430	445	475
Fritt kassaflöde, MSEK					
Omsättning	229	232	429	466	507
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-376	-401	-434
Avskrivningar	-36	-32	-31	-17	-10
EBIT	-6	-3	22	48	62
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	-1	-4	-11	-15
NOPLAT	-6	-4	18	37	47
Avskrivningar	36	32	31	17	10
Bruttokassaflöde	30	28	49	54	57
Förändring i rörelsekapital	-3	0	-13	-2	-2
Investeringar	-9	-4	-75	-14	-14
Fritt kassaflöde	18	25	-39	38	41
Kapitalstruktur					
Soliditet	72%	73%	58%	62%	66%
Skuldsättningsgrad	24%	18%	38%	29%	22%
Nettoskuld	42	19	67	39	8
Sysselsatt kapital	299	282	344	356	383
Kapitalets oms. hastighet	0,7	0,8	1,4	1,3	1,4
Tillväxt					
Försäljningstillväxt	3%	1%	85%	9%	9%
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	n.m.%	158%	33%
Tillväxt eget kapital	-8%	-1%	4%	11%	13%
DCF värdering					
Riskpremie (%)	8,2				
Betavärde	1,2				
Riskfri ränta (%)	2,3				
Räntepremie (%)	2,0				
WACC (%)	11,0				
Antaganden 2015-21 (%)					
Genomsn. förs. tillv.	3,0				
EBIT-marginal	13,0				
Kassaflöden, MSEK					
NV FCF (2012-14)					26,7
NV FCF (2015-21)					156,9
NV FCF (2022-)					194,7
Rörelsefrämjade tillgångar					22,9
Räntebärande skulder					42,3
Motiverat värde					358,8
Motiverat värde per aktie, SEK					1,9
Börskurs, SEK					1,4
Lönsamhet					
Avk. på eget kapital (ROE)	-4%	-2%	5%	13%	15%
ROCE	-2%	-1%	7%	14%	17%
ROIC	-2%	-1%	6%	11%	13%
EBITDA-marginal (just)	13%	12%	12%	14%	14%
EBIT just-marginal	-3%	-1%	5%	10%	12%
Netto just-marginal	-4%	-2%	3%	7%	9%
Data per aktie, SEK					
VPA	-0,05	-0,03	0,07	0,17	0,23
VPA just	-0,05	-0,03	0,07	0,17	0,23
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Nettoskuld	0,2	0,1	0,3	0,2	0,0
Antal aktier	193,1	193,1	193,1	193,1	193,1
Värdering					
Enterprise value	312	290	350	350	350
P/E	n.m.	n.m.	20,8	8,1	6,1
P/E just	n.m.	n.m.	20,8	8,1	6,1
P/S	1,2	1,2	0,6	0,6	0,5
EV/S	1,4	1,2	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA just	10,5	10,1	6,6	5,4	4,8
EV/EBIT just	n.m.	n.m.	15,9	7,3	5,6
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9
Aktiens utveckling					
1 mån	0%		Omsättning		37%
3 mån	17%		Rörelseresultat, just		n.m.%
12 mån	79%		V/A, just		n.m.%
Årets Början	56%		EK		1%
Aktiestruktur %					
AB Kommandoran			Röster		Kapital
Lothar Geilen			15,2		15,2
Pradeep Tripathi			8,9		8,9
Jørgensen Henrik Wagner			6,3		6,3
Andra AP-fonden			4,8		4,8
Nordea fonder			4,7		4,7
AMF Försäkring och Fonder			4,4		4,4
Länsförsäkringar			3,7		3,7
Lubea Förvaltnings AB			2,9		2,9
Force C Investments AB			2,4		2,4
			2,2		2,2
Aktion					
Reuterskod					OPUS.ST
Lista					First North
Kurs, SEK					1,4
Antal aktier, milj					193,1
Börsvärde, MSEK					270
Börspost					1
Bolagsledning & styrelse					
VD			Magnus Greko		
CFO			Bernice Wellsted		
IR			Peter Stenström		
Ordf			Göran Nordlund		
Nästkommende rapportdatum					
Kvartal 2			2012-08-23		
Analytiker					
Henrik Alveskog					Redeye AB
henrik.alveskog@redeye.se					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr 114 35 Stockholm

Fel! Hittar inte referenskälla.

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produktområden


□ Automotiv Test Equipment (Opus) □ Automotiv Test Equipment (ESP) ■ Bilprovningsavgifter

Geografiska områden


□ Europa och Asien □ Nordamerika

Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget Opus Prodox: Ja

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

Opus är en industrikoncern inom miljö- och säkerhetskontroll av fordon. Bolaget driver egna bilprovningsprogram samt tillverkar och säljer produkter och tjänster för bilprovningar och verkstäder.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal 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 kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, 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 gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- 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 uttryckningen 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 objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2012-05-04)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	25	20	18	17	25
3,5p - 7,0p	53	60	33	50	51
0,0p - 3,0p	2	0	29	13	4
Antal bolag	80	80	80	80	80

*För investmentbolag byts Tillväxtpotential och Lönsamhet ut mot Portföljförvaltning och Direktavkastning.

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.