

Opus Group

Nyttäckning ☒
Rapport ☐
Viktig händelse ☐

Förvärv av svensk bilprovning lyfter resultatet 2013

Risk och avkastningspotential

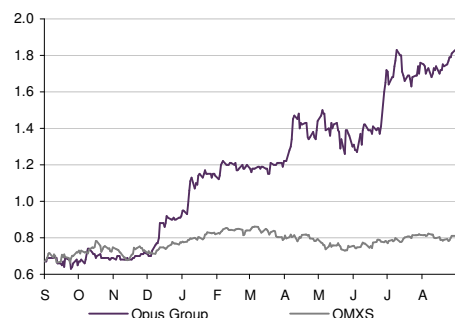
Kurspotential	Hög
Riskenivå	Hög
Kurs	1.83
Högsta/Lägsta (12M)	1.83/0.63
Antal aktier (m)	193.1
Börsvärde (SEKm)	353
Nettoskuld (SEKm)	84
Enterprise Value (SEKm)	772
Reuters/Bloomberg	OPUS.ST/OPUS SS
Listning	First North Premiere

Estimat och värdering (SEK)

	2011	2012E	2013E	2014E
Försäljning	230	459	1,043	1,116
EBITDA	29	39	141	154
EBIT	-4	5	106	124
Vinst f. skatt	-5	-1	86	106
EPS, just.	-0.03	0.03	0.28	0.35
EK/A	1.24	1.52	1.56	1.81
Utdelning	0.02	0.03	0.10	0.12
V/A Tillv.	NM	NM	783.5	22.8
EBIT Marg.	-1.6	1.2	10.2	11.2
ROE	-2.1	2.3	19.7	20.5
ROCE	-1.3	1.1	15.1	17.9
Nettoskuld/EK	0.08	1.42	0.99	0.71
EV/Fsg.	0.87	1.68	0.80	0.74
EV/EBITDA	7.0	20.0	5.9	5.4
EV/EBIT	NM	143.9	7.8	6.7
P/E, just.	NM	57.3	6.5	5.3
P/EK	0.73	1.20	1.17	1.01
Direktavk.	2.2	1.6	5.5	6.6

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
23/11/2012	Q3-rapport	
21/02/2013	Q4-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

Ett tillväxtbolag inom bilprovning

Opus utvecklar, producerar och säljer produkter och tjänster inom emissions- och säkerhetskontroll. Produktområdena inkluderar avgasmätare, diagnosutrustning och automatiska testlinjer och tjänsterna består av drift av obligatoriska bilprovningssystem. Verksamheten spänner över 50 länder. Genom förvärv och organisk tillväxt har företaget expanderat kraftigt sedan 2006 och förväntas 2013 omsätta ungefär SEK 1bn med god vinstmarginal.

Opus förvärvar 70 stationer från Bilprovningen

Opus verksamhet och omsättning växer kraftigt 2012 och 2013 främst genom två förvärv under 2012. I juli meddelade bolaget att de förvärvar Besiktningsskluster 1 AB, 70 st besiktningstationer, från Bilprovningen. Klustret inkluderar bla Stockholm, Mälardalen och Norrland och omsätter ca 1/3 av Bilprovningens totala omsättning. Affären, med en köpeskilling på ca SEK 320m (ex kassa), framstår som attraktiv på ca 4x EBITDA och finansieras med bankkrediter (SEK ~175m), en företrädesemission (SEK ~50m) samt säljrevers (SEK ~170m). Sedan avregleringen 2009 har det dykt upp privata aktörer på marknaden för bilprovning men Opus blir med förvärvet den största operatören. I januari 2012 förvärvades ESP (USA) i syfte att förstärka dotterbolaget Systech på den nordamerikanska marknaden. ESP är stora på försäljning av utrustning för emissionskontroll och kompletterar Systechs utrustnings- och databasteknik som används vid bilprovningsskontrakt.

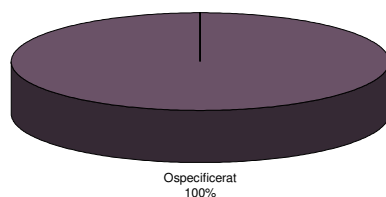
Flera kontrakt tecknade på den amerikanska marknaden

Utöver förvärvet av verksamhet från Bilprovningen har Opus under första halvåret tecknat två stora bilprovningsskontrakt på den amerikanska marknaden, Wisconsin och North Carolina. Uppstarten av dessa samt förvärvet av Bilprovningen i Sverige har belastat resultatet 2012 men förväntas stödja intjänningen redan under andra halvåret 2012.

Kraftig vinstutveckling i prognoserna, låg värdering 2013E

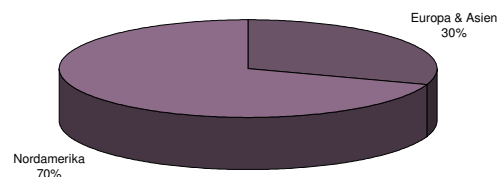
ESP, som förvärvades i januari 2012, har bidragit till tillväxten under H1 och fortsätter att göra så under andra halvåret. Med de två tecknande avtalen i USA samt med Kluster 1 konsoliderad under Q4 räknar vi med 142% tillväxt under H2 2012 och 127% under 2013. Värderingen, P/E 6.5x 2013E, framstår som mycket attraktiv. Trigger för kursen är fler potentiella kontrakt i USA (bla New York) samt ökad lönsamhet i koncernen.

Opus Group – Försäljning per segment



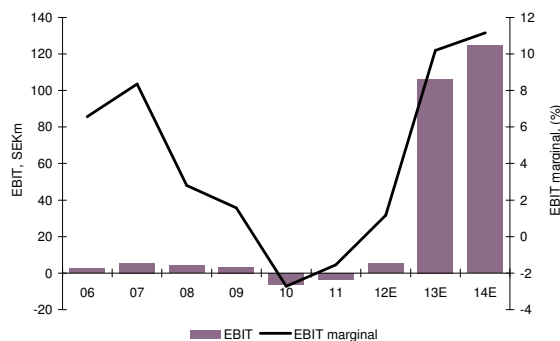
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Försäljning per marknad



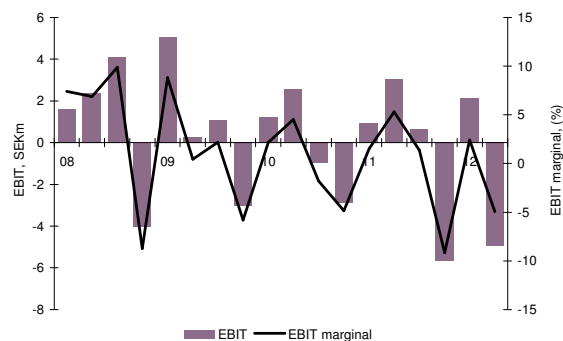
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultatutveckling, helår



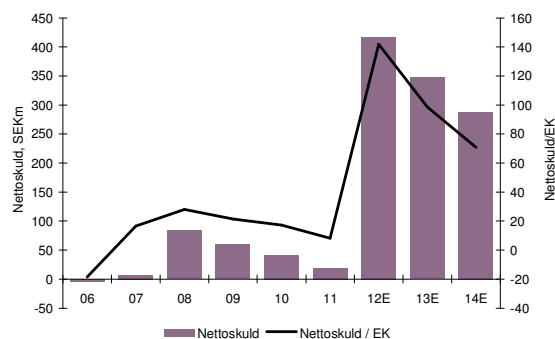
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	412	
Antal utestående aktier (m)	193.1	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	275	
Fritt handlade aktier	84.8%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
Kommadoran	15.2%	15.2%
Geilien Lothar	8.9%	8.9%
Andra AP-fonden	4.7%	4.7%
Nordea fonder	4.3%	4.3%
Övriga	66.9%	66.9%
Ordförande	Göran Nordlund	
Verkställande direktör	Magnus Greko	
Finansdirektör	Bernice Wellsted	
Investerarkontakt	Peter Stenström	
Telefon / Internet	+46 31 748 34 00 / www.opus.se	
Nästa rapport	23 November 2009	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Avreglerad marknad i Sverige

Eftermarkanden – en konjunkturoberoende miljö

Opus agerar på eftermarknaden inom fordonsindustrin och efterfrågan på koncernens produkter och tjänster drivs primärt av storleken och åldern på vagnparken i världen. Miljö- och säkerhetskontroll av fordon är i de flesta länder lagstiftat och något som myndigheter kräver att alla fordonsägare genomgår oavsett ekonomiskt klimat. Affären, själva kontrollen av det aktuella fordonet, är därmed att betrakta som ickecyklisk till sin natur. Denna del har tidigare stått för en mindre del av Opus intäkter (enbart på marknader utanför Sverige och merparten i USA) men ökar nu med förvärvet av Bilprovningen och kommer att utgöra ca 2/3 av koncernens totala intäkter, vilket ökar visibiliteten och stabiliteten, minskar den konjunkturrelaterade risken och borde således uppskattas av aktiemarkanden.

Långa kontrakt skapar visibilitet

Koncernen levererar i dagsläget utrustning inklusive tilläggstjänster till över 50 länder globalt. Vidare har koncernen tio bilprovningsskontrakt på den amerikanska marknaden och deltar löpande i nya upphandlingar. Under 2012 har Opus tecknat två för bolaget stora kontrakt på den nordamerikanska marknaden; ett i Wisconsin och ett i North Carolina. Kontraktet i North Carolina tecknades i april och inkluderar design, utveckling, implementering och underhåll av ett datahanteringssystem för hela delstaten och ge realtidsuppkoppling till över 6 000 privata kontrollstationer som i sin tur utför ~7.7m besiktningar per år. Intäkter från kontrakten väntar vara ca USD 6m under 2012-2013 med möjlighet till löpande underhållskontrakt efter genomförandet.

Wisconsin-kontraktet, som tecknades precis vid årsskiftet, löper på fem år med två möjliga förlängningar om vardera två år och startades 1 juli 2012. Kontraktet omfattar 7 sydliga "counties" i delstaten och Systech kommer att engagera 200 bilverkstäder som underleverantörer till inspektionsprogrammet för att testa ca 800 000 fordon per år.

De kontrakt som koncernen tecknar med delstatliga myndigheter i USA är i huvudsak långsiktiga. De sträcker sig inte sällan över 5-7 år med möjlighet till förlängning och vid förlängning löper kontrakten utan nya upphandlingar under 2-5 år. Förlängning sker normalt så länge aktörerna följer de avtalade åtagandena. Detta skapar långa och tämligen lättprognostiserade intäkter inom de närmaste åren efter det att ett avtal har slutits. Även om strukturen på den svenska marknaden för bilprovning inte styrs av kontrakt så är intäkterna att betrakta som tämligen överskådliga på kort- och medellång sikt givet lagstiftningen som kräver regelbundna kontroller. I synen på längre sikt ska antaganden om ändrad konkurrens och prisförändringar tas i beaktning. Även om en nyligen avreglerad marknad bör leda till mer konkurrens, vilket vi delvis räknar med, så konstaterar vi samtidigt att inträdesbarriärerna är tämligen höga och Opus har en fördel i sin storlek samt med teknik, IT och infrastruktur som av allt att döma ligger i framkant. I prisfrågan räknar vi med att kostanden för bilbesiktning kommer att öka på den svenska marknaden, på några år det rimligt med en fördubblad kostnad för konsumenten. Priset har varit oförändrat de senaste tio åren (SEK 300 inkl moms för personbil). Nya aktörer (bla Carspect) tar närmare 400 kronor för en besiktning. I gengäld erbjuder "uppstickarna" en högre servicegrad vilket inte per automatik garanterar högre marginaler i affären.

Ökad service i form av flexiblere öppettider, bättre tillgänglighet och kringtjänster ser vi som en naturlig utveckling i transformeringen från monopol till fri marknad.

Miljöaspekten och säkerhet driver global efterfrågan

Marknaden för Opus produkter och tjänster är främst driven av nya och hårdare miljölagstiftningar. Emissionskontroller har visat sig vara ett effektivt verktyg för att sänka utsläppshalterna. Vetskapen om den inverkan som avgasutsläpp har på växthuseffekten har skapat ett medvetande om behovet för emissionsreduktion vilket leder till en ökad marknad för emissionskontroller och tillhörande utrustning och tjänster. Strängare lagstiftning avseende miljökontroll är av allt att döma en drivkraft som gör att investeringstakten för Opus produkter, allt annat lika, ökar.

Tillväxt även på mogna marknader

Det ökande antalet fordon är en annan drivkraft vilken i dagsläget är speciellt framträdande i utvecklingsländer, tex i Kina och Indien. Förutsättningar för marknadstillväxt finns främst på utvecklingsmarknader där emissionskontroll ännu inte införts eller är undermålig. Inom den närmaste femårsperioden är det främst i Asien, Mellanöstern och Sydamerika Opus förväntar sig stark marknadstillväxt. Under de senaste åren har Opus startat flera projekt på dessa tillväxtmarknader såsom Mongoliet, Filippinerna och Vietnam. På de mogna marknaderna i Europa och Nordamerika drivs tillväxten främst av ersättningsinvesteringar, en följd av att utrustningen antingen närmar sig slutet av livscykeln eller att nyare teknologi efterfrågas. Viss tillväxt drivs även av att nya länder eller delstater inför bilprovningsprogram.

Vår uppfattning är att utvecklingen i de mer mogna marknaderna rör sig mot att gynna leverantörer med kompletta produktutbud. Bilprovning läggs i allt högre utsträckning ut på entreprenad, en affärsmodell som i dagsläget tillämpas i USA, där leverantören sköter den fullständiga driften av bilprovningen och får betalt per utfört test. Denna affärsmodell ger mer stabila och långsiktiga intäktströmmar samt även högre marginal till leverantören genom ett större och mer komplett kundåtagande än vid endast produktleveranser. Utvecklingen rör sig även mot ny och mer användarvänlig teknologi där bilisten tar en mer aktiv roll i utbyte mot ökad flexibilitet i bilprovningen. Här har Opus produkter som ligger långt framme i utvecklingen, såsom obemannade bilprovningsautomater och trådlös bilprovning ("Remote OBD").

Opus – Ledande aktör i Sverige och växer i Nordamerika

Både tjänster och produkter

Opus-koncernen verkar inom miljö- och säkerhetskontroll av fordon. Koncernen utvecklar, producerar och säljer produkter och tjänster till fordonsindustri, bilprovningar och fordonsverkstäder på den globala marknaden. Verksamhet finns idag i över 50 länder på samtliga kontinenter. Bland Opus produkter finns avgasmätare, diagnosutrustning, bromsprovare, automatiska testlinjer, elektroniska körjournaler, alkoholås, fleet management-system samt system för trådlös bilprovning. Inom tjänsteområdet driver koncernen bilprovningsprogram åt myndigheter som valt att lägga ut detta på tredje part, primärt i USA, samt tillhandahåller service och supporttjänster till kunder inom utrustningssidan. Från och med årsskiftet 2012/2013 kommer Opus även att agera som operatör på den svenska marknaden i och med förvärvet av ca 70 bilprovningsstationer ("Kluster 1") från Svensk Bilprovning. Med det steget kommer Opus att konkurrera med sina kunder på produktsidan och effekten av det är svåröverskådlig. Initialt räknar vi dock inte med några större störningar och i det fall bolaget tappar något kontrakt på produktsidan ser vi det som ett pris värt att betala för den nya positioneringen som en ledande operatör i Sverige och de fördelar som den affärsmodellen för med sig till bolaget.

Opus verksamhet är för övrigt uppdelad i två geografiska affärsenheter vilket även är den redovisning som bolaget använder sig av i kommunikationen till aktiemarknaden och övriga externa intressenter. De två affärsenheterna är Europa & Asien och Nordamerika.

Affärsenhet Europa & Asien

Verksamhetsområdet Europa & Asien utvecklar, producerar och säljer utrustning för miljö- och säkerhetskontroll av fordon inklusive efterföljande service och support samt tillhandahåller fordonsverkstäder med utrustning via återförsäljaravtal med tredje part. Målsättningen är att erbjuda helhetslösningar för teststationer eller bilverkstäder. Verksamheten i Europa & Asien bedrivs främst genom dotterbolagen Opus Equipment, J&B Maskinteknik och Opus Bima. Opus Equipment, med huvudkontor i Göteborg, egenutvecklar, producerar och säljer testutrustning med fokus på bilprovning utrustning i 50 länder. De egenutvecklade och egenproducerade produkterna består bland annat av elektroniska testutrustningar som avgasmätare, bromsprovare och testlinjer. Opus Equipment använder sig även av tillverkande underleverantörer som levererar delkomponenter och produkter. Sortimentet består dessutom av utrustning från andra producenter. Bolaget har monteringsfabriker i Göteborg, Sverige och i Foushan, Kina via eget dotterbolag.

J&B Maskinteknik, med huvudkontor i Göteborg, installerar och utför service på utrustning till bilprovning anläggningar och bilverkstäder i Sverige. Genom J&B Maskinteknik har Opus byggt upp en rikstäckande serviceorganisation som även utför ackrediterad kalibrering till bilprovningar och verkstäder.

Opus Bima säljer och levererar verkstadsutrustning och förbrukningsartiklar till den nordiska fordonsmarknaden där bolaget är en leverantör till bland andra Svensk Volvohandel, VW, BMW och Toyota. Helhetslösningar erbjuds med strategiska samarbeten och service och installationer erbjuds genom systerbolaget J&B Maskinteknik.

I Europa & Asien sker försäljningen i huvudsak via distributörer. Produkterna presenteras på mässor, vid kundbesök, via internetsidor samt i kataloger samt att kunderna bearbetas av Area Sales Managers och Key Accounts Managers. Opus Group har drygt 50 distributörer som säljer produkterna såväl under eget namn som via franchiseavtal agerar under Opus Groups varumärke.

Affärsenhet Nordamerika

Affärsenhet Nordamerika består av koncernens amerikanska verksamhet som i sin tur drivs under namnet Systech International. Affärsenheten har sitt huvudkontor i Salt Lake City (Murray), Utah, och kontor i Tucson, Nashville, Rhode Island, Missouri, Idaho, Alaska och i New York City. Affärsenheten erbjuder system och tjänster för miljö- och säkerhetskontroller av fordon till olika delstater och 'counties' (län) i USA och länder globalt. I praktiken innebär det att Systech levererar testutrustning, system och databaser för bilprovning samt tjänster i form av antingen full drift alternativt assistans med programhantering, underhåll och utbildning. Systech har även internationella etableringar då de bedriver bilprovningsprogram på Bermuda och i Peru.

Opus Group har för tillfället 15 kontrakterade bilprovningsprogram i Nordamerika genom dotterbolaget Systech. Tio av dessa program omfattar bilprovningsprogram där Systech ansvarar för den operativa driften, varav ett kontrakt är centraliserat och nio är decentraliserade. Fem program avser installation av mjukvarusystem (VID). Systech ansvarar totalt för drygt 13 miljoner besiktningar årligen inom de bilprovningsprogram som de bedriver. Det centraliserade kontraktet i Nashville innebär ansvar för sex stationer och cirka 600 000 besiktningar per år. Inom Systechs decentraliserade bilprovningskontrakt ingår ansvar för drygt 5 000 stationer och cirka 12,4 miljoner besiktningar per år.

Opus Group – Försäljning och EBITDA, Q2 2012						
	Europa & Asien		Nordamerika		Koncernen	
	Q212	Q211	Q212	Q211	Q212	Q211
Extern nettoomsättning	29.8	38.0	70.5	19.9	-	-
Intern nettoomsättning	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
Nettoomsättning	29.8	38.1	70.5	19.9	100.3	57.9
Övriga externa rörelseintäkter	0.7	0.3	-0.2	0.0	0.5	0.3
Totala intäkter	30.5	38.4	70.2	19.9	100.8	58.2
EBITDA	-3.5	3.4	7.0	5.1	3.5	8.4
- marginal	neg.	8.9	10.0	25.4	3.5	14.4
Tillgångar	331.0	378.5	412.6	249.7	451.2	301.2

Source: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

I januari 2012 förvärvades ESP, som tillhandahåller utrustning för emissionskontroll. Det ska ses som ett strategiskt förvärv för att komplettera Systechs position som leverantör av managementkontrakt avseende den decentraliserade bilprovningen. ESP, som har lägre underliggande och "normaliserade" marginaler än Systech med ca 12-14% på EBITDA-nivå, har en förväntad omsättning för 2012 om cirka SEK 162m och ger innan förvärvet av Bilprovningen en indikerad tillväxt på ca 65% för Opuskoncernen.

EPS är verksamt i åtta delstater i USA med decentraliserade bilprovningskontrakt där man säljer utrustning och utför service på utrustningen. Antalet verkstäder inom dessa delstater uppgår till cirka 13 000. ESP har en ledande position på den decentraliserade marknaden inom försäljning och service av utrustning för emissionstester.

Opus Group – Försäljning och EBITDA, H1 2012						
	Europa & Asien		Nordamerika		Koncernen	
	H112	H111	H112	H111	H112	H111
Extern nettoomsättning	63.6	78.9	125.3	40.3	-	-
Intern nettoomsättning	0.1	0.1	0.0	0.0	-	-
Nettoomsättning	63.7	79.1	125.3	40.3	188.9	119.2
Övriga externa rörelseintäkter	1.2	0.7	0.0	0.0	1.2	0.7
Totala intäkter	64.9	79.7	125.3	40.3	190.0	119.9
EBITDA	-1.7	6.3	13.8	11.2	12.1	17.5
- marginal	neg.	7.9	11.0	27.8	6.4	14.6
Tillgångar	331.0	378.5	412.6	249.7	451.2	301.2

Source: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Försäljning och EBITDA, 2011						
	Europa & Asien		Nordamerika		Koncernen	
	2011		2011		2011	
Extern nettoomsättning	149.5		80.5		-	
Intern nettoomsättning	0.1		0.0		-	
Nettoomsättning	149.6		80.5		230.0	
Övriga externa rörelseintäkter	1.6		0.0		1.6	
Totala intäkter	151.2		80.5		231.6	
EBITDA	9.7		18.8		28.6	
- marginal	6.4		23.3		12.3	
Tillgångar	323.9		275.2		326.3	

Source: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

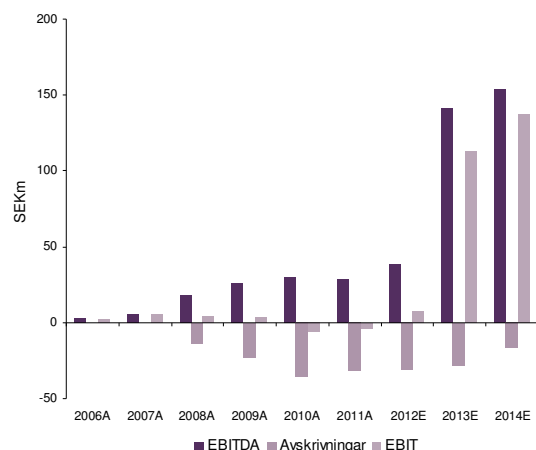
Prognoser och värdering

I samband med bokslutskommunikén för 2011 och förvärvet av ESP i USA, beslutade Opus om nya finansiella mål för koncernen vilka är sagda att gälla över en konjunkturcykel.

- Årlig omsättningstillväxt om 10%
- EBITDA-marginal om lägst 10%
- Den räntebärande nettoskuldsättningen i förhållande till EBITDA skall inte överstiga 3.0 ggr

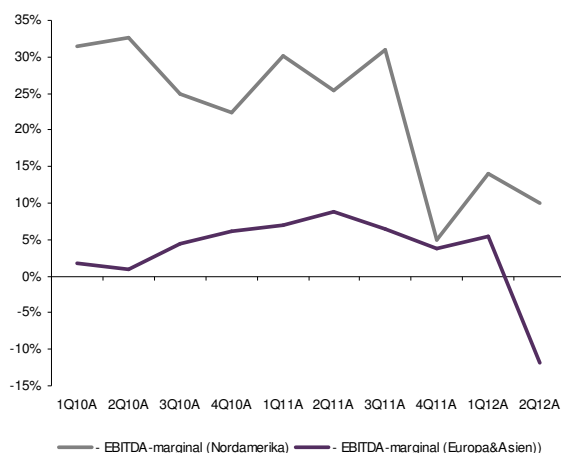
Givet den kraftiga, förvärvsdrivna tillväxten är tillväxtnålet av underordnad betydelse och bör i vår mening snarare ses som en ambition för den organiska tillväxten. Samtidigt uppfattar vi marginalmålet som lågt ställt givet att Opus konstant sedan 2008 (fyra år) har överträffat 10% på EBITDA-nivå varje enskilt år med ett snitt på 12.6% för perioden. Med fler lönsamma kontrakt tecknade på den amerikanska marknaden under 2012 och givet att Bilprovningen historiskt har haft en lönsamhet överstigande 10% (14–15%, EBITDA) så räknar vi med att Opus även under vår prognosperiod kommer att överträffa målet med råge. Även om det är svårt att göra långsiktiga marginalantaganden för bilprovningen på den svenska marknaden är det vår huvudtes att marginalen förvisso kan komma att pressas något av viss ökad konkurrens samtidigt som vi räknar med att kraftiga prisökningar kommer att kompensera för ökade kostnader för ökad servicenivå samt ge bidrag till totalmarginalen i affären.

Opus Group – EBITDA, avskrivningar och EBIT (SEKm)



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

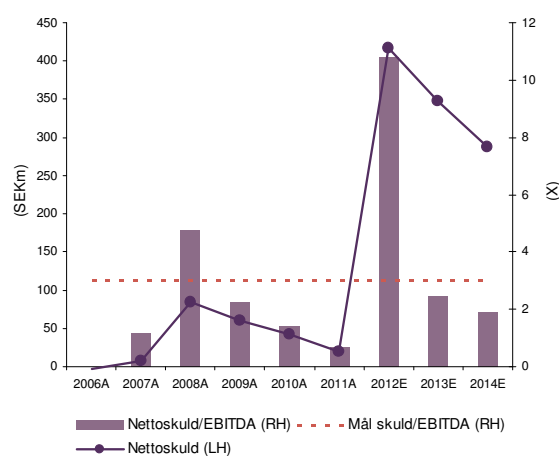
Opus Group – EBITDA-marginal i enheterna (%)



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

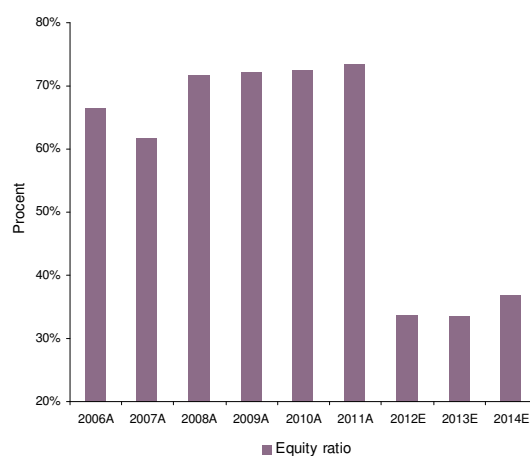
Opus utdelningspolicy är att dela ut 10-20% av vinsten på EBITDA-nivå, under förutsättning att företaget uppfyller det finansiella målet för nettoskultsättning. För 2011 fattade årsstämman beslut om en utdelning om SEK 0.02 (SEK 0) per aktie baserat på styrelsens förslag. Givet att bolaget från och med 2012 delar ut ca 15% av EBITDA kan vi addera en hög direktavkastning till aktiecasen, på dagens kursnivå direktavkastar aktien 5.6% 2013E och 6.8% 2014E. Det är dock möjligt att bolaget väljer en försiktigare approach för att istället kvarhålla vinstmedel för att möjliggöra eventuella förvärv utan att behöva ta in mer kapital. På sikt ser vi dock stora möjligheter för en god direktavkastning då intäkt- och affärsmodellen genererar bra och tämligen förutsägbara kassaflöden samt binder begränsat med rörelsekapital även under tillväxt.

Opus Group – Nettoskuld och nettoskuld/EBITDA



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Soliditet (%)



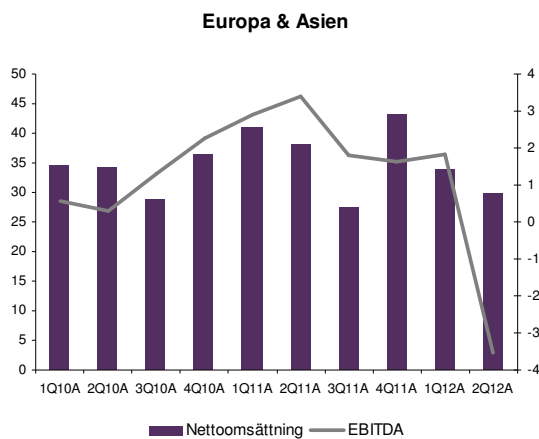
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Den ”nya” koncernen, med förvärvet av Kluster 1, räknar vi i likhet med bolaget kommer att omsätta cirka SEK 1bn årligen. Vi antar att den svenska bilprovsningsverksamheten konsolideras per den 1 november vilket i sådana fall skulle innebära ett tillskott i resultaträkningen redan under innevarande år. Givet en ökad skuldsida samt en nyemission och därmed fler aktier, men med endast ett mindre omsättnings- och resultatbidrag under 2012, blir vissa nyckeltal (t ex nettoskuld/EBITDA) missvisande för 2012. Dessa normaliseras

dock under 2013 och vi konstaterar ett nettoskuld/EBITDA under 3 (inkluderar antagande om utdelning ca 15% av EBITDA) vilket är i linje med målsättningen. I våra antaganden ligger en företrädesemission om ~SEK 54m och med en kurs per aktie om SEK 1.70 vilket skulle addera ~32m nya aktier. Vi räknar vidare med att nettoskulden ökar med såväl bankfinansieringen som med en säljrevers och hamnar vid utgången av 2012 på SEK 417m enligt våra beräkningar. Givet den låga cykikaliteten i den totala affären samt goda kassaflöden (god marginal på EBITDA-nivå samt begränsad kapitalbindning givet direkt betalning för bilbesiktning i Sverige) ser vi ingen större risk med den ökade skuldsättningen. Enligt vår prognos sjunker soliditeten initialt till 34% efter förvärvet (från 53% i Q2).

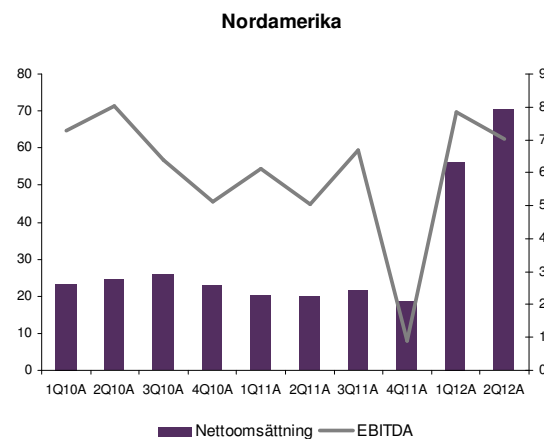
Med dagens prissättning på aktien, och givet våra antaganden om förutsättningarna för den kommunicerade nyemissionen (vi har justerat nettoskulden/kassan samt ökat antalet aktier) handlas aktien till ett P/E-tal på 6.5x 2013E och 5.3x 2014E. Vid beaktande av nettoskulden och med fokus på det kanske mer rättvisande resultatnivån EBITDA (givet amorteringen av goodwill) handlas aktien till attraktiva nivåer med EV/EBITDA på 5.9x 2013E samt EV/EBIT på 7.8x för samma period.

Opus Group – Nettoskuld & EBITDA, Europa&Asien (SEKm)



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Omsättning & EBITDA, Nordamerika (SEKm)



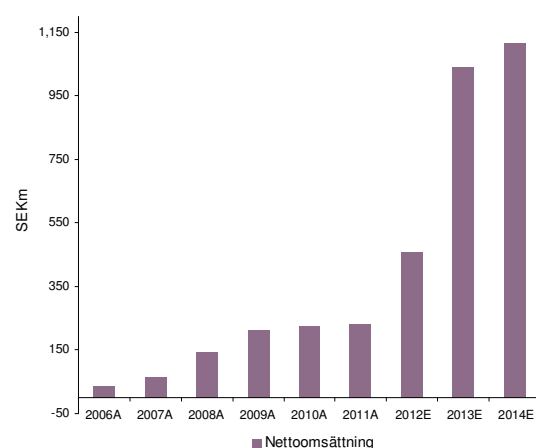
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Marginaler (%)



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Nettoomsättning



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Nettoomsättning	-	36	67	144	214	227	230	459	1,043	1,116
Övriga intäkter	-	1	0	1	9	2	2	2	3	3
Personalkostnader	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-	-34	-60	-127	-197	-199	-203	-423	-904	-964
Resultat före avskrivningar	-	3	6	18	26	30	29	39	141	154
Avskrivningar	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-avskrivningar	-	-0	-0	-14	-23	-36	-32	-33	-35	-30
Rörelseresultat	-	2	6	4	3	-6	-4	5	106	124
Extraordinära poster	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-	-0	-0	-0	-5	-4	-1	-7	-20	-19
Resultat före skatt	-	2	5	4	-2	-10	-5	-1	86	106
Skatter	-	0	-1	1	-3	0	-1	8	-23	-28
Minoritetsintressen	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-	2	4	5	-5	-10	-5	6	63	78

Kassaflödesanalys

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Resultat före avskrivningar	-	3	6	18	26	30	29	39	141	154
Förändring av rörelsekapital	-	-4	-18	-15	-4	-3	8	1	-2	-4
Övriga kassaflödespåverkande poster	-	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Kassaflöde från löpande verksamheten	-	-1	-11	5	25	31	42	45	146	159
Finansiella nettokostnader	-	-0	-0	-0	-5	-4	-1	-7	-20	-19
Betald skatt	-	0	-1	1	-3	0	-1	8	-23	-28
Investeringar	-	-4	-17	-242	-1	-8	-4	-475	-21	-22
Fritt kassaflöde	-	-6	-29	-236	16	19	37	-429	83	90
Utdelningar	-	0	0	0	0	0	0	4	6	23
Förvärv	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga justeringar	-	10	18	158	7	-2	-15	27	-20	-54
Kassaflöde	-	4	-11	-78	23	17	22	-398	68	58
Icke kassaflödespåverkande justeringar	-	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Nettoskuld, rapporterad	-	-4	7	84	60	42	19	417	347	288

Balansräkning

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	-	0	12	203	189	100	102	275	283	292
Övriga immateriella tillgångar	-	5	7	90	65	94	68	226	199	179
Materiella anläggningstillgångar	-	1	2	53	45	45	43	132	136	140
Innehav i intresseföretag och andelar	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	-	0	0	2	1	7	6	34	34	34
Summa anläggningstillgångar	-	6	21	347	301	246	218	667	653	646
Varulager	-	9	22	35	42	38	45	112	141	145
Kundfordringar	-	8	20	31	27	34	41	80	156	167
Övriga omsättningstillgångar	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	-	7	4	6	15	15	23	33	103	163
Övriga omsättningstillgångar	-	24	47	72	84	88	108	226	400	475
SUMMA TILLGÅNGAR	-	30	68	419	384	333	326	893	1,053	1,121
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	-	20	42	300	277	242	239	294	352	407
Minoritetsintressen	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	-	20	42	300	277	242	239	294	352	407
Långfristiga finansiella skulder	-	2	10	73	53	37	13	417	417	417
Pensionsavsättningar	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	-	0	0	0	2	3	0	20	20	20
Övriga långfristiga skulder	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	-	2	10	73	55	40	13	437	437	437
Kortfristiga finansiella skulder	-	1	1	17	21	20	29	34	34	34
Leverantörsskulder	-	6	8	14	11	12	15	64	167	178
Skatteskulder	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	-	2	6	15	19	19	29	64	64	64
Kortfristiga skulder	-	8	16	46	52	51	73	162	265	276
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	-	30	68	419	384	333	326	893	1,053	1,121

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Vinst per aktie, rapporterad	-	0.04	0.06	0.04	-0.02	-0.05	-0.03	0.03	0.28	0.35
Vinst per aktie, justerad	-	0.04	0.06	0.04	-0.02	-0.05	-0.03	0.03	0.28	0.35
Rörelsens kassaflöde/aktie	-	-0.02	-0.19	0.04	0.12	0.12	0.18	0.15	0.43	0.46
Fritt kassaflöde per aktie	-	-0.11	-0.46	-1.64	0.09	0.10	0.19	-2.22	0.37	0.40
Utdelning per aktie	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.03	0.10	0.12
Eget kapital per aktie	-	0.36	0.65	2.09	1.44	1.25	1.24	1.52	1.56	1.81
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-	0.36	0.47	0.68	0.46	0.73	0.71	0.10	0.30	0.51
Substansvärde per aktie	-	0.36	0.47	0.68	0.46	0.73	0.71	0.10	0.30	0.51
Nettoskuld per aktie	-	-0.07	0.11	0.59	0.31	0.22	0.10	2.16	1.54	1.28
EV per aktie	-	1.39	2.18	1.45	1.37	0.89	1.04	4.02	3.40	3.15
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	54.8	64.2	143.8	193.1	193.1	193.1	193.1	225.1	225.1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	54.8	64.2	143.8	193.1	193.1	193.1	193.1	225.1	225.1

Värdering

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
P/E-tal, rapporterat	-	39.8	35.9	23.4	NM	NM	NM	57.3	6.5	5.3
P/E-tal, justerat	-	39.8	35.9	23.4	NM	NM	NM	57.3	6.5	5.3
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	NM	NM	23.8	9.0	5.3	5.0	12.0	4.3	4.0
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	NM	NM	NM	12.3	6.7	4.8	NM	5.0	4.6
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-7.7	-22.4	-193.2	8.1	14.8	20.9	-121.5	20.1	21.8
Direktavkastning	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	1.6	5.5	6.6
Utdelningsandel, justerad	-	0.0	0.0	0.0	NM	NM	NM	94.0	35.5	34.7
Kurs/eget kapital	-	4.02	3.15	0.41	0.73	0.52	0.73	1.20	1.17	1.01
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	4.02	4.37	1.25	2.30	0.89	1.28	18.69	6.04	3.59
Kurs/substansvärde	-	4.02	4.37	1.25	2.30	0.89	1.28	18.69	6.04	3.59
EV/omsättning	-	2.10	2.10	1.45	1.24	0.75	0.87	1.68	0.80	0.74
EV/EBITDA	-	30.3	23.2	11.8	10.1	5.7	7.0	20.0	5.9	5.4
EV/rörelseresultat	-	32.0	25.2	51.9	79.4	NM	NM	143.9	7.8	6.7
Aktiekurs, årsslut	-	1.46	2.05	0.85	1.05	0.65	0.91	1.83	1.83	1.83
Aktiekurs, årshögsta	-	1.96	2.41	2.41	1.36	1.17	0.92	1.83	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	0.64	1.46	0.67	0.64	0.64	0.58	0.90	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	1.12	1.92	1.59	1.03	0.97	0.70	1.37	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	80	132	122	203	125	176	353	412	412
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	76	140	209	265	171	200	772	831	831

Tillväxt och marginaler

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	-	83.2	115.7	49.2	6.0	1.3	99.7	127.0	7.0
Rörelseresultat, årsförändring	-	-	132.9	-27.6	-16.9	NM	NM	NM	1,879.7	17.1
Vinst per aktie, årsförändring	-	-	55.9	-36.4	NM	NM	NM	NM	783.5	22.8
EBITDA marginal	-	6.9	9.1	12.4	12.3	13.1	12.4	8.4	13.5	13.8
EBITA marginal	-	6.9	9.1	12.4	12.3	13.1	12.4	8.4	13.5	13.8
Rörelsemarginal	-	6.6	8.4	2.8	1.6	-2.7	-1.6	1.2	10.2	11.2
Vinstmarginal, justerad	-	5.7	7.6	2.7	-0.9	-4.4	-2.0	-0.3	8.3	9.5
Nettomarginal, justerad	-	5.5	5.5	3.6	-2.1	-4.4	-2.2	1.3	6.1	7.0
Skattesats	-	-2.0	27.5	-33.0	NM	NM	NM	NM	26.3	26.3

Lönsamhet

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Avkastning på eget kapital	-	-	11.9	3.1	-1.6	-3.8	-2.1	2.3	19.7	20.5
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	1.5	-0.4	2.9	7.3
Avkastning på sysselsatt kapital	-	-	17.1	1.9	0.9	-2.0	-1.3	1.1	15.1	17.9
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	3.3	0.1	2.8	6.1

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Investeringar	-	4	17	242	1	8	4	475	21	22
Investeringar/omsättning	-	12.3	24.9	168.5	0.3	3.7	1.6	103.5	2.0	2.0
Investeringar/avskrivningar	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Varulager/omsättning	-	23.7	33.8	24.2	19.6	16.9	19.4	24.5	13.5	13.0
Kundfordringar/omsättning	-	23.2	30.3	21.8	12.4	15.0	17.6	17.5	15.0	15.0
Leverantörsskulder/omsättning	-	15.4	12.5	9.4	5.3	5.3	6.6	14.0	16.0	16.0
Rörelsekapital/omsättning	-	31.5	51.6	36.6	26.6	26.6	30.3	28.0	12.5	12.0
Kapitalomsättningshastighet	-	-	1.36	0.59	0.53	0.63	0.70	0.75	1.07	1.03

Finansiell ställning

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Nettoskuld, rapporterad	-	-4	7	84	60	42	19	417	347	288
Soliditet	-	66.5	61.7	71.6	72.2	72.5	73.4	32.9	33.4	36.3
Skuldsättningsgrad	-	-0.18	0.17	0.28	0.21	0.17	0.08	1.42	0.99	0.71
Nettoskuld/börsvärde	-	-0.05	0.05	0.69	0.29	0.33	0.11	1.18	0.84	0.70
Nettoskuld/EBITDA	-	-1.5	1.2	4.8	2.3	1.4	0.7	10.8	2.5	1.9

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

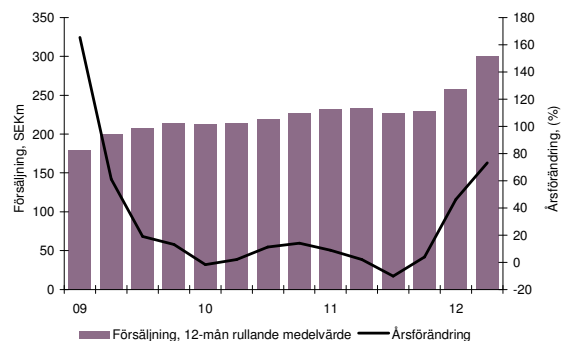
	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111	Q211	Q311	Q411	Q112	Q212
Nettoomsättning	49	52	56	57	55	59	61	58	49	62	90	100
Övriga intäkter	0	1	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1
Övriga rörelsekostnader	-43	-51	-50	-49	-47	-54	-53	-50	-41	-60	-81	-97
Resultat före avskrivningar	6	2	7	8	8	6	9	8	8	3	10	3
Avskrivningar och amorteringar	-5	-5	-6	-6	-9	-9	-8	-5	-8	-8	-8	-8
Rörelseresultat	1	-3	1	3	-1	-3	1	3	1	-6	2	-5
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-0	0	3	-6	-0	-0	-1	-0	-0	-1	-0
Resultat före skatt	-1	-3	1	5	-7	-3	0	3	1	-6	1	-5
Resultat före skatt, justerat	-1	-3	1	5	-7	-3	0	3	1	-6	1	-5
Skatter	-0	-1	-1	-1	2	-2	-0	-1	-0	0	-3	12
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat, rapporterat	-1	-5	1	4	-5	-5	0	2	0	-6	-1	7

Tillväxt och marginaler

	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111	Q211	Q311	Q411	Q112	Q212
Nettoomsättning	18.9	13.1	-1.7	2.0	11.2	14.0	8.9	2.0	-10.2	4.0	46.3	73.1
Rörelseresultat	-73.6	NM	-75.6	928.1	NM	NM	-24.7	20.2	NM	NM	131.6	NM
EBITDA marginal	13.0	4.5	12.5	14.4	15.1	9.9	14.9	14.5	17.3	4.2	10.8	3.5
Rörelsemarginal	2.2	-5.8	2.2	4.5	-1.8	-4.9	1.5	5.3	1.4	-9.2	2.4	-4.9
Vinstmarginal, justerad	-2.4	-6.6	2.3	9.0	-13.2	-5.3	0.8	4.4	1.3	-9.2	1.5	-5.0
Skattesats	NM	NM	39.4	17.4	NM	NM	42.1	29.3	22.4	NM	213.4	NM

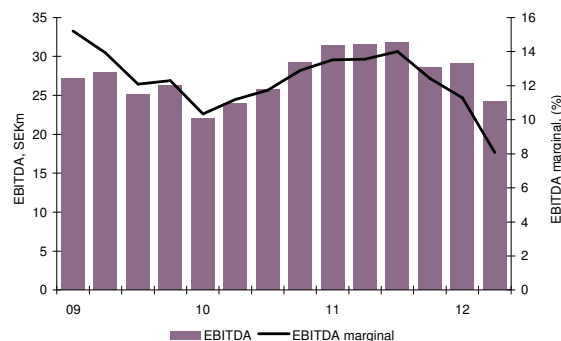
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



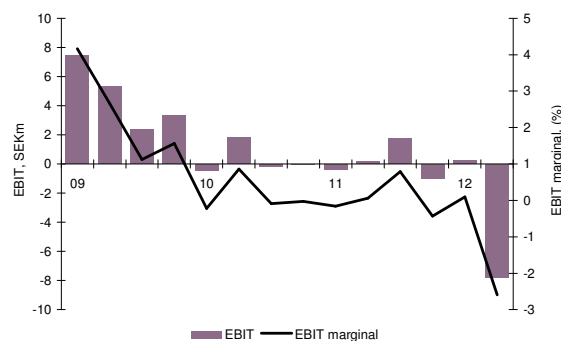
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



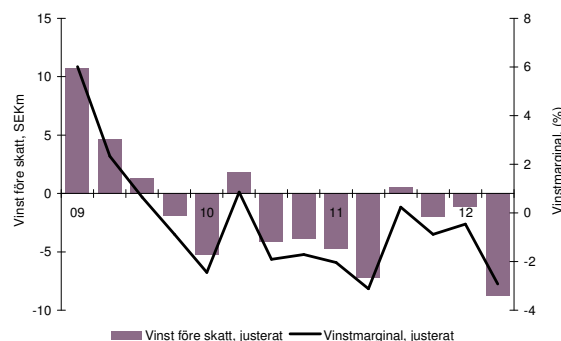
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Opus Group – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bankaktiebolag

Denna publikation har sammanställts av Erik Penser Bankaktiebolag för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser kan inte garanteras.

Erik Penser Bankaktiebolags medgivande krävs om hela eller delar av denna publikation mångfaldigas eller sprids.

Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll. Informationen i publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller rekommendation att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd. Erik Penser Bankaktiebolag fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Erik Penser Bankaktiebolag har utarbetat "Etiska Regler" och "Riktlinjer för Intressekonflikter". Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom företaget och bygger på restriktioner (Chinese Walls) i kommunikationerna mellan analysavdelningen och företagets andra avdelningar. Det kan dock föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan det analyserade bolaget och någon annan avdelning än Analysavdelningen. Erik Penser Bankaktiebolag har utarbetat interna restriktioner för när handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsanalys.

I denna publikation har analytikern redovisat och återgett sin personliga uppfattning om bolaget och/eller det finansiella instrumentet. Erik Penser Bankaktiebolag kan erhålla ersättning från bolaget som belyses i analysen. Ersättningen är på förhand avtalad och inte beroende av innehållet i publikationen. Den eller de som sammanställt denna publikation har inget uppdragsförhållande med det analyserade bolaget.

Erik Penser Bankaktiebolag har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bankaktiebolag (*publ.*)
Biblioteksgatan 9 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se