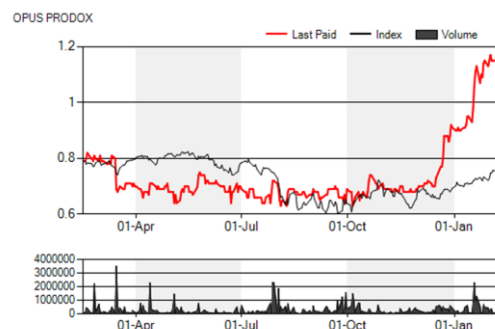
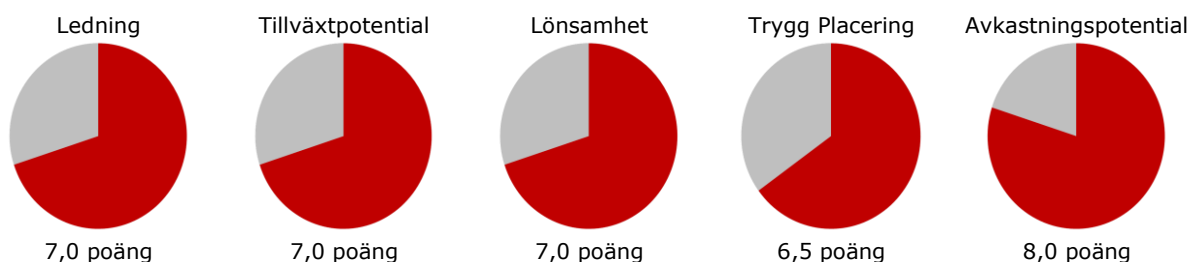


**Sammanfattning**
**Opus Prodox (OPUS.ST)**
**Dubblar volym och resultat**

- Opus har med de senaste affärerna säkrat en kraftig tillväxt för kommande år där vi räknar med att lönsamheten kommer följa volymerna uppåt.
- Bolagets marknadsposition ser nu betydligt starkare ut vilket ökar möjligheterna att ta nya stora bilprovningskontrakt i USA. Under 2012 avgörs ett par affärer där Opus har skapliga odds.
- Aktien har gått väsentligt bättre än börsen under det senaste året men framstår fortfarande som undervärderad. Även med relativt försiktiga antaganden ser vi ytterligare potential på 40-50%.

Lista: First North  
 Börsvärde: 220 MSEK  
 Bransch: Industrivaror & tjänster  
 VD: Magnus Greko  
 Styrelseordf: Göran Nordlund


**Redeye Rating (0-10 poäng)**

**Nyckeltal**

	2009	2010	2011e	2012e	2013e	Fakta	
Omsättning, MSEK	223	229	224	429	495	Aktiekurs (SEK)	1,14
Tillväxt	54%	3%	-2%	91%	16%	Antal aktier (milj)	193,1
EBITDA	26	30	30	58	69	Börsvärde (MSEK)	220
EBITDA-marginal	12%	13%	13%	14%	14%	Nettoskuld (MSEK)	23
EBIT	-9	-6	-2	24	47	Free float (%)	55,0
EBIT-marginal	-4%	-3%	-1%	6%	9%	Dagl oms. ('000)	350
Resultat före skatt	-15	-10	-3	20	43		
Nettoresultat	-15	-10	-2	14	30		
Nettomarginal	-7%	-4%	-1%	3%	6%		
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Analytiker:	
VPA	-0,08	-0,05	-0,01	0,07	0,16	Henrik Alveskog	
VPA just	-0,08	-0,05	-0,01	0,07	0,16	henrik.alveskog@redeye.se	
P/E just	-15,1	-22,0	-99,1	15,4	7,2		
P/S	1,0	1,0	1,0	0,5	0,4		
EV/S	1,3	1,1	1,1	0,6	0,5		
EV/EBITDA just	10,6	8,8	8,1	4,2	3,5		

**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.

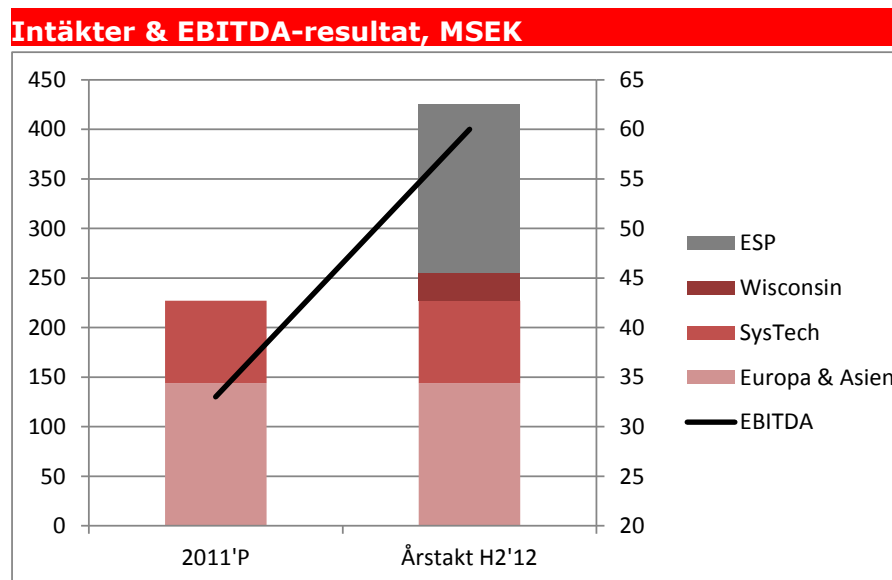
**Avkastningspotential**

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.

## Fördubblar intäkter och resultat

Resultatet fördubblas och blir mer förutsägbart

Opus har under de senaste månaderna annonserat två affärer som får avgörande betydelse för bolaget. Dels så vann de sitt hittills största kontrakt inom bilprovning, som innebär årliga intäkter på cirka 30 MSEK i delstaten Wisconsin. Därefter köpte Opus en enhet, ESP Inc., från branschkollegan ESP Holding. Genom förvärvet av ESP Inc. blir utrustningsförsäljning och service en betydande del av den nordamerikanska verksamheten. Denna har både högre lönsamhet och mer stabil intjäning än Opus europeiska motsvarighet. ESP Inc. får omkring 80% av sina intäkter från servicekontrakt som dessutom ofta betalas i förskott. Koncernen kommer att växa betydligt under de närmaste åren. Resultatnivån bör fördubblas och blir dessutom mer förutsägbart. Grafen nedan illustrerar hur koncernen såg ut 2011 samt vad vi räknar med, givet de affärer som har annonserats. Vänster skala visar intäkter och höger skala resultat i form av EBITDA.



Källa: Opus Prodox, Redeye Research.

### Opus i korthet

Utrustar och driver bilprovningsanläggningar

En något förenklad beskrivning av koncernen är att verksamheten bygger på två ben. Utveckling och försäljning av utrustning för miljö- och säkerhetstest av fordon samt drift av bilprovningsanläggningar. Den senare ligger inom Opus amerikanska dotterbolag SysTech som även utvecklar mjukvarusystem och viss hårdvara som används i anläggningarna. Verksamheten drivs på uppdrag av myndigheter och kontrakten löper över flera år. Intäkterna blir därför förutsägbara och lönsamheten har varit hög, med marginaler kring 30%. Inom segmentet Europa & Asien levererar Opus testutrustning till fordonsverkstäder och bilprovningsanläggningar som exempelvis Svensk Bilprovning. Här ligger även en handelsrörelse, Opus BIMA, som säljer allehanda verkstadsutrustning på den svenska marknaden.

### Förbättrad lönsamhet under 2011

Under fjolåret stabiliserades intäkterna medan lönsamheten förbättrades. I Nordamerika har marginalerna legat stabilt på en hög nivå omkring 30% ända sedan Opus köpte dotterbolaget SysTech år 2008. Till följd av en försvagad USD har intäkterna räknat i SEK däremot minskat sedan år 2010. Försäljningen i Europa fortsatte att återhämta sig och lönsamheten förbättrades markant till följd av de strukturåtgärder som genomfördes under lågkonjunkturen 2009-10. I Europa är koncernen mer exponerad mot konjunkturen även om de har lyckats öka andelen serviceuppdrag på de egna systemen för att minska sitt konjunkturberoende. Enligt bolaget ser marknadsläget fortsatt bra ut i norra Europa medan det är svagt och osäkert i Sydeuropa.

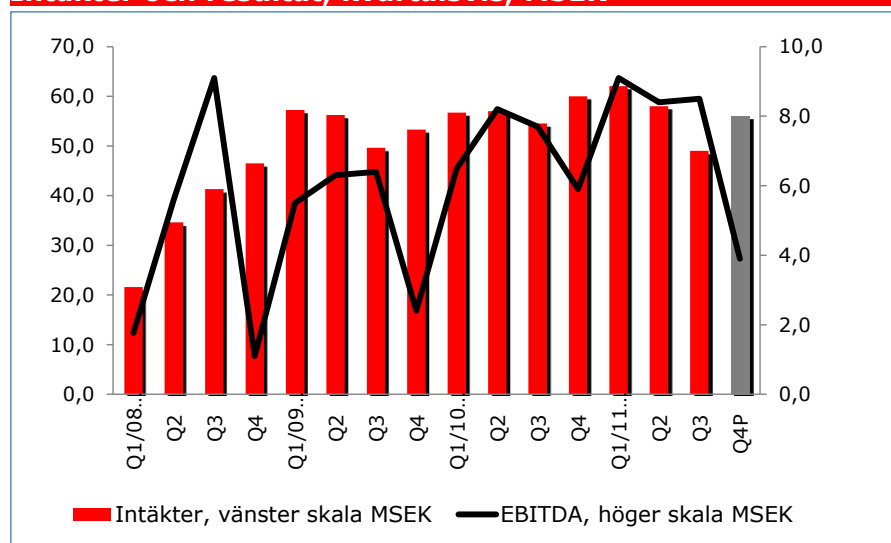
*Lägre avskrivningar efter april 2013*

Grafen nedan visar koncernens omsättning och resultat sedan 2008. SysTech ingår fullt ut från Q3-08 och BIMA köptes Q1-09. Resultatmåttet EBITDA används då Opus gör stora nedskrivningar på immateriella tillgångar som härstammar från SysTech-förvärvet. Dessa nedskrivningar uppgår till cirka 26 MSEK på årsbasis, varav 16 MSEK upphör efter april 2013. Det redovisade resultatet kommer således då öka med samma belopp.

Vår prognos för Q4 är egentligen inte så dramatisk som siffrorna nedan antyder. Resultatet kommer enligt Opus att belastas med omkring 0,5 MUSD i kostnader relaterade till förvärvet av ESP. Det är orsaken till att vi väntar oss ett tillfälligt resultatdipp i Q4 (rapporten väntas den 22 februari). Vi har inte sett någon anledning att vara oroliga för bolagets verksamhet och den underliggande lönsamheten. Från Q1-12 räknar vi däremot med ett rejält resultatbidrag från ESPs verksamhet som konsolideras från slutet av januari. Mer om detta på nästa sida samt i prognosavsnittet.

*Förvärvskostnader tynger i Q4*

### Intäkter och resultat, kvartalsvis, MSEK



Källa: Opus Prodox, Redeye Research

## Tredubblar intäkterna i Nordamerika

Opus amerikanska dotterbolag SysTech har haft stabila intäkter kring 13 MUSD och marginaler runt 30% de senaste åren. De har fått ett par nya mindre kontrakt men även tappat något. Däremot har det visat sig svårt att få de stora affärerna som Opus trodde för några år sedan. Även om de hade det bästa erbjudandet så har säkert storleken haft betydelse. Många av konkurrenterna är flera gånger större än SysTech. Wisconsinaffären är därför välkommen och kanske ett tecken på islossning. Genom ESP förvärvet får bolaget också en väsentligt större närvaro på den nordamerikanska marknaden.

*Wisconsin och ESP kan bana väg för nya större kontrakt*

## ESP

Opus slutförde helt nyligen förvärvet av ESP Inc. i USA. Denna verksamhet innehåller försäljning och service av utrustning för emissionskontroll av fordon. ESP Holding har även ett antal kontrakt med delstatliga myndigheter under varumärket Envirotech där de driver bilprovningsprogram, men dessa ingår inte i förvärvet. Den enhet som Opus köper väntas omsätta cirka 25 MUSD och visa EBITDA-marginaler på 12-14% under innevarande år. Köpeskillingen var 9,7 MUSD som betalas kontant genom ett banklån.

Fördelarna för Opus är framförallt att de nu får en väsentligt bättre närvaro på den Nordamerikanska marknaden. Bolagets omsättning i USA kommer att tredubblas. För att kunna vara med och tävla om de stora kontrakten inom bilprovning så har det visat sig att storleken har viss betydelse. Några av kontrakten och konkurrenterna är flera gånger större än Opus var innan affären. Nu har avståndet minskat betydligt. Opus marknadsandel i USA kommer växa till omkring 10%, inklusive Wisconsinaffären. Envirotech och Parson är ungefär dubbelt så stora och övriga aktörer ligger i Opus storleksnivå. ESP har dessutom en marknadsorganisation som täcker 8 delstater. Därigenom får de ett viktigt nätverk av fotfolk ute på fältet.

*Opus kommer ikapp storleksmässigt*

*Betalar 3x EBITDA*

Vid sidan av dessa strategiska faktorer så ser affären klart gynnsam ut helt på egna meriter. Köpeskillingen motsvarar bara 3x årets förväntade resultat (EBITDA). Sannolikt lyckades Opus köpa bolaget utan större konkurrens från andra intressenter. Den köpta verksamheten väntas som sagt omsätta cirka 25 MUSD i år. 7 MUSD av omsättningen utgörs av kontrakt som löper ut de närmaste åren. Intäkterna kommer från försäljning av maskiner och utrustning och därtill hörande servicekontrakt. Omkring 80% utgörs av servicekontrakt vilket ger en god förutsägbarhet och stabilitet. Även om de redan vet att de tappar några kunder så ser Opus samtidigt nya affärsmöjligheter, bland annat i Kalifornien som väntas göra en stor uppgradering av bilprovningssystemen. Bolaget uppskattar att de har omkring 50% av den tillgängliga marknaden i detta segment, vilket ger dem en stark position. Opus har också kostnadsfördelen av egen tillverkning i Kina. Tanken är att tillverka vissa produkter i den kinesiska fabriken och exportera till USA.

### **Wisconsin lyfter 2012**

*Betydande resultattillskott  
och viktigt genombrott*

I höstas kom beskedet att delstaten Wisconsin tilldelar SysTech kontraktet för emissionskontroll med start första juli 2012. Avtalet löper inledningsvis på fem år men kan senare förlängas med tre plus tre år. Detta blir Opus klart största uppdrag hittills. 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.

*SysTechs styrka:  
decentraliserade program*

Det bolag som haft uppdraget i Wisconsin, och alltså tappar det vid halvårsskiftet, är ESP Envirotech. Myndigheten beslutade att bilprovningen skall ske utifrån en decentraliserad modell, vilket sannolikt är främsta orsaken till att SysTech vann upphandlingen. Envirotech har inga sådana uppdrag utan enbart centraliserade program där testerna görs av egen personal. I ett decentraliserat program utförs de av certifierade bilverkstäder som använder operatörens mjukvarusystem och utrustning. Det innebär bättre tillgänglighet och lägre kostnad, vilket både myndigheter och bilägare antagligen föredrar. SysTechs styrka är system för decentraliserade program där de ligger i framkant med moderna och kostnadseffektiva lösningar som de också har lyckats implementera snabbt hos kunderna.

### **Nya potentiella affärer på gång**

På den Nordamerikanska marknaden sker varje år ett antal nya upphandlingar av bilprovningsskontrakt. Det närmaste året kan bli extra intressant då ett flertal affärer skall avgöras. I något fall kan besked komma inom kort, men tidpunkterna är svårt att veta exakt. Vi har sett vid tidigare tillfällen att besluten kan dra ut på tiden. Och även att besluten överklagas av diverse olika skäl. Opus och SysTech har av konkurrensskäl valt att inte annonsera vilka upphandlingar de deltar i. Samma sak gäller för övrigt samtliga konkurrenter som är oerhört sparsamma med denna typ av information. Däremot är myndigheternas upphandlingar kända och vi kan därmed gissa vilka som kan passa SysTech.

Från Ohio meddelades helt nyligen att Envirotech fått sitt kontrakt förlängt. Där antar vi att SysTech deltog eftersom den affären hade passat både storleksmässigt och till sin konstruktion. Ohio har nämligen haft en centraliserad modell men avser att bli decentraliserad. Andra viktiga upphandlingar som väntas under 2012 sker i delstaterna: New York, New Jersey, Washington, Georgia, Pennsylvania, North Carolina och New Hampshire. Några av dessa är verkliga högoddsare. New York, New Jersey och New Hampshire är megakontrakt där den nuvarande operatören kan bli svår att peta undan. Däremot borde SysTech ha goda möjligheter i exempelvis Georgia och North Carolina.

### Verizon lämnar branschen

*Chans i North Carolina...*

*...och Georgia*

Verizon, mer kända som teleoperatör, har beslutat att lämna bilprovningsbranschen för att fokusera på sina övriga verksamheter. De har i dagsläget ett antal kontrakt som således kommer att gå till konkurrenterna i takt med att de löper ut. Dels gäller det **North Carolina** som inte omfattar ett helt operatörsåtagande utan enbart systemstödet för fordonsdatabasen, så kallad VID. I detta fall är det dock en omfattande leverans. Troligen i storleksordning som Wisconsinaffären. Opus bör ha goda chanser genom sina tidigare referenser. Däremot vet vi inte hur avgörande priset blir och i så fall om någon konkurrent slår sig in på lågt pris. Verizon har även **Georgia** och **Pennsylvania** som båda är decentraliserade program. Pennsylvania är ett megakontrakt som omfattar 6-7 miljoner bilar vilket antagligen är i största laget för Opus. Besked kommer troligen inom kort men vi har inga förväntningar på att Opus får det. Georgia är däremot uppskattningsvis något större än Ohio och Wisconsin, med drygt 1 miljon bilar, vilket ökar sannolikheten för Opus. Den upphandlingen väntas ske senare i år.

### Bättre fotfäste i Sydamerika

*Dotterbolag i Peru*

*Och nu även Mexico*

Det kommer även vissa andra affärsmöjligheter för SysTech utanför USA. De har sedan några år tillbaka en marknadsorganisation som bevakar Sydamerika och egen verksamhet i Peru. Möjligen kan någonting ske i denna region, men vi har inte uppfattningen att Opus för närvarande förhandlar om någon affär. Gissningsvis väljer de att lägga större fokus på USA där oddsen att lyckas är högre och de operativa riskerna är lägre. I Peru har expansionen gått trögare än de hade räknat med. Ett och ett halvt år efter att de etablerat sig i landet har de fortfarande bara en station. Som visserligen uppges gå bra, men intäkterna kan bara vara blygsamma. Genom förvärvet av ESP Inc. har de även fått ett dotterbolag i Mexico. I landet finns en ambition att införa bilprovning enligt USA-modell. Om så blir fallet bör Opus ha goda förutsättningar att få del av affärerna. Dels genom sin lokala närvaro och dels med referenser från både USA och spansktalande Peru. Hur Mexicos tidsplan för detta ser ut känner vi dock ej till. I vår bedömning av bolaget sätter vi heller inga stora förhoppningar till affärer härifrån utan ser det mer som en spännande krydda.



## Europa & Asien

Denna affärsenhet var innan 2011 uppdelad i två regioner. Men försäljningen i Asien har varit sporadisk och blygsam. Däremot har koncernen en tillverkande enhet i Kina som levererar till Europa. Därför blev det mer logiskt att redovisa dessa som en enhet. Opus säljer utrustning och därtill hörande servicekontrakt till bilprovningsanläggningar och fordonsverkstäder. Produktutbudet är mycket bredare än i Nordamerika då det även omfattar säkerhetskontroll av fordon. Dessutom ingår handelsrörelsen Opus BIMAs erbjudande som täcker in en bilverkstads hela behov av maskinutrustning och förbrukningsartiklar. Huvuddelen av BIMA köptes från Volvo Personbilar år 2009. I november 2011 meddelade Opus att de tar över ytterligare delar av sortimentet. Syftet är att tillföra produkter som är mindre konjunkturkänsliga. Detta kommer addera 20-30 MSEK till årsomsättningen från innevarande år.

*BIMA adderar 20-30  
MSEK i årsomsättning*

## Strategisk vändning

Förvärvet av BIMA vid årsskiftet 2008/09 gjordes inför avregleringen av den svenska bilprovningensmarknaden. Opus ville stärka sin position via de nya marknadskanalerna och hade för avsikt att själva starta och driva bilprovningstationer. I April 2011 meddelades att Bilja givit Opus exklusiv rätt att etablera bilprovning i deras anläggningar. Opus har nu omvärderat sin roll och väljer istället att samarbeta med Carspect på den svenska marknaden. Opus kommer nu att leverera all utrustning men Carspect bemannar och driver stationerna. Carspect har redan öppnat 15-20 stationer i Stockholmsregionen och södra Sverige och kommer sannolikt via avtalet med Bilja kunna hålla ett fortsatt högt tempo i sin expansion på den svenska marknaden.

*Opus blir inte operatör i  
Sverige utan litar sig  
med Carspect*

Orsaken till strategivändningen är sannolikt en kombination av att marknadspotentialen inte är tillräckligt stor och att Opus inte vill börja konkurrera med sina kunder. Att vara operatör i USA, där man får en koncession och därmed ensamrätt, är en helt annan sak än att ge sig in på en redan etablerad och konkurrensutsatt marknad. Om man då dessutom riskerar att tappa gamla kunder, som Svensk Bilprovning, så är det ännu ett argument som talar emot.

## Huvudleverantör till A-Katsastus

Carspect är ett dotterbolag i finska A-Katsastus Group som är en stor aktör i norra Europa. De har köpt testutrustning från Opus sedan år 2007 och ser ut att bli en allt viktigare kund i framtiden. I slutet av fjolåret tecknade bolagen ett avtal som innebär att Opus blir deras huvudleverantör. A-Katsastus omsätter cirka 1,5 miljarder kronor i sju länder och har en tydlig ambition att växa. Hur deras investeringsbehov ser ut och vad det kommer att innebära för Opus den närmaste tiden vet vi däremot inte. A-Katsastus har utfäst sig att köpa majoriteten av sitt utrustningsbehov från Opus vilket rimligen innebär stigande volymer från dagens nivå.

*Ökat samarbete som bör  
ge volymtillskott*



## Prognos & Värdering

Lägre konjunktur-  
känslighet ger säkrare  
prognoser

Prognoserna som ligger till grund för vår värdering framgår av tabellen nedan samt på sida 14. Möjligheterna för Opus att ta många nya affärer finns utan tvekan. Men det har visat sig vara svårt att förutse dessa. Vi har valt en mer konservativ syn där våra prognoser i huvudsak baseras på den affärsvolym koncernen har idag samt de nya affärer som har annonserats och beskrivits ovan. Opus konjunkturkänslighet har reducerats väsentligt genom de nya affärer som har adderats och marknadsläget upplevs som relativt stabilt. Ett antagande om oförändrad affärsvolym och lönsamhet i befintlig verksamhet är därför inte särskilt djärvt. Faktorer som påverkar prognoserna för åren 2012-14 är främst:

- **Europa & Asien.** BIMAs omsättning ökar 20-30 MSEK efter övertagande av ytterligare sortiment från Volvo Personbilar. Ökade leveranser till Carspect och övriga enheter inom A-Katsastus.
- **SysTech** startar bilprovningsprogrammet i Wisconsin med början första juli 2012. Intäkterna på årsbasis väntas bli cirka 30 MSEK. Vi räknar med att de vinner ett nytt kontrakt i samma storleksordning med start 2013. Möjliga nya affärer omfattar bland annat delstaterna Georgia och North Carolina.
- **ESP** väntas enligt Opus omsätta 25 MUSD med 12-14% EBITDA-marginal under 2012. Då vi än så länge saknar någon djupare insyn i ESP har vi antagit stabila intäkter och lönsamhet framgent.

Redeyes prognoser						
(SEKm)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Europa &amp; Asien</b>						
Omsättning	114	131	143	179	188	198
tillväxt		15%	10%	25%	5%	5%
EBITDA	-4	4	10	13	13	14
EBITDA-marginal	-4%	3%	7%	7%	7%	7%
<b>Nordamerika-operatör (SysTech)</b>						
Omsättning	101	96	81	95	137	137
tillväxt		-4%	-16%	17%	45%	0%
EBITDA	32	27	23	28	41	41
EBITDA-marginal	32%	28%	28%	30%	30%	30%
<b>Nordamerika-ESP</b>						
Omsättning				155	170	170
EBITDA				19	20	20
EBITDA-marginal				12%	12%	12%
<b>Koncernjusteringar mm</b>						
Omsättning	9	2	0	0	0	0
EBITDA	-1,6	-0,7	-3,4	-1,5	-6,0	-6,0
<b>Sa: Intäkter</b>	<b>223</b>	<b>229</b>	<b>224</b>	<b>429</b>	<b>495</b>	<b>505</b>
<b>EBITDA</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>58</b>	<b>69</b>	<b>69</b>
EBITDA-marginal	12%	13%	13%	14%	14%	14%
Av- och nedskrivningar	-36	-36	-32	-34	-22	-17
varav nedskrivningar	-34	-30	-26	-27	-15	-10
<b>EBIT</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>24</b>	<b>47</b>	<b>52</b>
EBIT-marginal	-4%	-3%	-1%	6%	9%	10%

Källa: Redeye Research, Opus Prodox

## Kommentarer till prognoser ovan

I tabellen ovan har vi separerat ESP och SysTech för att tydliggöra skillnaderna. I Opus segmentsrapportering kommer dessa tillsammans utgöra affärsenheten Nordamerika och särredovisas inte. En anledning till detta är troligen att lönsamheten i SysTech kan vara i högsta laget för att inte sticka i ögonen på en del kunder. Marginaler kring 30% kan vara svårt att motivera oavsett om andra konkurrenter kan matcha deras pris eller ej. Detta kommer inte synas framöver, vilket antagligen är en fördel för bolaget. ESP övertogs i slutet av januari och ingår alltså inte hela innevarande år, därav något lägre prognoser för 2012 än 2013-14.

## Accelererade avskrivningar på immateriella tillgångar

*Siktar på att flytta till OMX huvudlista i år*

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.

*Lägre nedskrivningar 2013*

Det vi inte vet idag är hur förvärvet av ESP 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 cirka 10 MSEK år 2011 och minskar sedan.

## Tilläggsköpeskillning Systech

Opus förvärv av Systech innehöll avtal om tilläggsköpeskillning om bolaget får vissa typer av affärer. Kontraktet i Wisconsin kommer att utlösa en del av denna. Beloppet är bestämt som 35% av resultatet före skatt som genereras av den nya affären. I detta fall uppskattar vi beloppet till knappt 3 MSEK per år ( $4 \text{ MUSD} \times 30\% \text{ EBITDA-marginal} \times 35\% = 0,42 \text{ MUSD}$ ). För 2012 blir det 1,5 MSEK då programmet går från halvårsskiftet. Då våra prognoser innehåller ännu ett nytt kontrakt liknande Wisconsin görs motsvarande justering för den väntade tilläggsköpeskillningen. Från år 2013 har vi därför antagit  $3+3=6$  MSEK i årliga betalningar till de tidigare ägarna.

Beloppen har vi beaktat genom att lägga in dem under koncernjusteringar. Antagligen kommer redovisningen se annorlunda ut men effekterna på kassaflödena är desamma. Posten -3,4 MSEK i 2011 års koncernjusteringar består av kostnader relaterade till förvärvet av ESP Inc.

## Värdering

Motiverat värde: 1,67  
kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat börsvärde omkring 320 MSEK, motsvarande 1,67 kronor per aktie. Värderingen baseras på resultatprognoserna ovan. För perioden 2015- 2021 antar vi 3% årlig tillväxt och stabila EBIT-marginaler på 13%. Vårt marginalantagande motsvarar nivån för år 2014, justerat för nedskrivningarna på immateriella tillgångar.

Högre investeringstakt...

Kassaflödena påverkas också av att vi antagit högre investeringstakt de närmaste åren, drygt 15 MSEK per år. Vi tror att det kan finnas ett visst uppdämt behov med tanke på att de löpande investeringarna varit låga under ett par års tid och då bolaget nu är på väg att växa väsentligt. Beträffande rörelsekapitalet tror vi däremot att expansionen kan ske utan att binda stora mängder kapital. ESP tar delvis betalt i förskott och operatörsverksamhet i USA bör inte heller ha behov av ett stort rörelsekapital.

...men begränsat  
rörelsekapitalbehov

## Känslighetsanalys

Det avkastningskrav (WACC) som vi har använt i DCF-modellen är 11,5%. Vi följer riktlinjerna från Price Waterhouse Coopers som åsätter aktiemarknaden en riskpremie om 4,5% och därutöver ett tillägg för mindre företag samt bolagsspecifik risk. I Opus fall är likviditeten i aktien en hämmande faktor även om handeln har ökat väsentligt under senare tid. En begränsad konjunktürkänslighet och i vissa delar långa kundkontrakt minskar risken. Samtidigt finns andra osäkerhetsmoment som rör Opus marknader eftersom de i stor utsträckning påverkas av politiska beslut.

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%	1,70	2,03	2,36
11,5%	1,40	<b>1,67</b>	1,95
13,0%	1,16	1,40	1,63

Källa: Redeye Research

Tillkommande affärer  
står för cirka 10% av  
motiverat värde

Som ytterligare kommentar till känslighetsanalysen bör följande noteras. Prognoserna baseras i princip enbart på: nuvarande verksamhet + ESP + Wisconsinkontraktet. Därutöver har vi antagit ytterligare ett kontrakt för SysTech som kommer addera cirka 10% till resultat och kassaflöden. Grovt räknar innebär det också 10% av bolagets värde, som kan betraktas som ett mer osäkert "optionsvärde". Samtidigt finns naturligtvis flera andra affärsmöjligheter som inte avspeglas i våra prognoser idag.

### Attraktiva vinstmultiplar

De traditionella värderingsmultiplarna indikerar också att aktien är klart undervärderad. 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 bättre. EV har justerats för den ökade belåningen för att finansiera ESP förvärvet. Nyckeltalen för år 2011 är inte uppseendeväckande åt något håll. Men dessa kan vi nu bortse ifrån då koncernen är på väg mot en helt annan resultatnivå. För innevarande år handlas aktien däremot till riktigt attraktiva nivåer avseende både P/E (justerat) och EV/EBITDA. OMX SmallCap värderas till cirka 11x nettovinsten och EV/EBITDA omkring 6-7x enligt Bloomberg. Börsen som helhet ligger ännu något högre.

Attraktiva multiplar  
redan på årets resultat

Värderingsmultiplar			
	2011P	2012P	2013P
<b>P/E</b>	neg	14,8	7,0
<b>P/E *</b>	13,0	6,5	5,2
<b>EV**/EBIT</b>	neg	12,2	6,4
<b>EV**/EBITDA</b>	9,8	5,2	4,3

\* Justerat för avskrivningar på immateriella tillgångar.

\*\* Nettoskuld uppskattas till 85 MSEK efter ESP-förvärv.

### Närmar sig omsättningsmålet

I samband med förvärvet av SysTech sattes målet att nå 500 MSEK i omsättning år 2012 och EBITDA-marginal över 20%. Det byggde på att bolaget skulle vinna flera stora operatörskontrakt i Nordamerika vilket hade lyft både tillväxt och marginaler markant. Omsättningsmålet är nu inom räckhåll, om än med något års förskjutning. Att nå över 20% marginal blir däremot tufft. Den extremt lönsamma operatörsverksamheten måste då utgöra en klart större andel av koncernens intäkter. Det ligger givetvis i bolagets strategi att öka denna andel, men det kommer ändå bli svårt att nå ända fram i nuvarande koncernstruktur. Vi tror därför att Opus kommer justera sina finansiella mål någon gång under 2012. Sannolikt siktar de då högre omsättningsmässigt men med lite lägre lönsamhet.

Nya finansiella mål  
väntas under 2012

### Kursutveckling

Aktien höll emot under fjolårets börsturbulens och gick huvudsakligen sidledes. I december tog aktien dock rejäl fart och har successivt stigit drygt 60% sedan dess. Höstens positiva nyhetsflöde tillsammans med en bra Q3-rapport har varit de drivande faktorerna bakom uppvärderingen. Den stora kursreaktionen kom dock inte förrän i mitten av december vilket är aningen anmärkningsvärt. Uppenbarligen ligger aktien utanför radartäckningen hos de allra flesta vilket indikerar att det kan uppstå bra investeringstillfällen även i framtiden. Volymerna har också ökat markant under senare tid, men vi har inte noterat några förändringar bland de större ägarna.

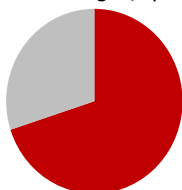
Fördröjd reaktion kan ge  
bra möjligheter

## Sammanfattning Redeye Rating

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

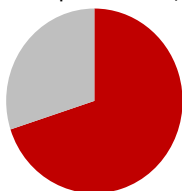
**Ratingförändringar i denna rapport:** Vi har höjt ratingen för Tillväxtpotential och Lönsamhet från 6,0p till 7,0p till följd av fjolårets utveckling och de nya affärerna.

Ledning 7,0p



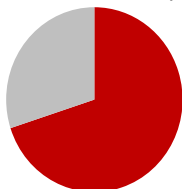
**Kommentar:** Historiskt har Opus lyckats väl både i sin ursprungliga verksamhet som visat kraftig tillväxt och i nyförvärvade SysTech som haft hög och stabil lönsamhet. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 7,0p



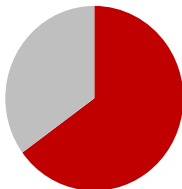
**Kommentar:** Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position.

Lönsamhet 7,0p



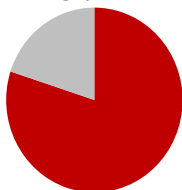
**Kommentar:** Sammantaget har koncernen en hög och stabil underliggande lönsamhet. Resultatet belastas dock av förvärvsrelaterade avskrivningar efter SysTech-förvärvet. Redovisat resultat och ROE blir därför medioker.

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.

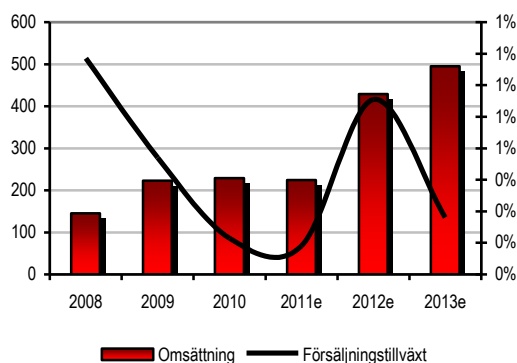
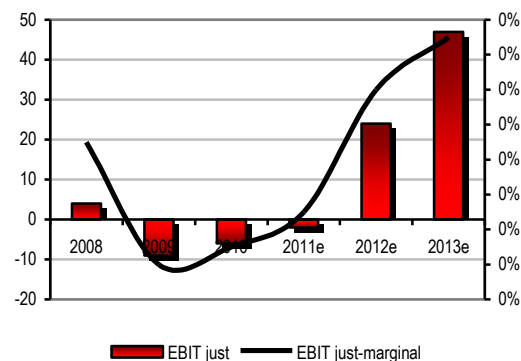
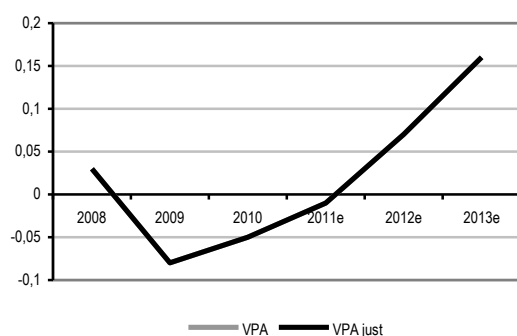
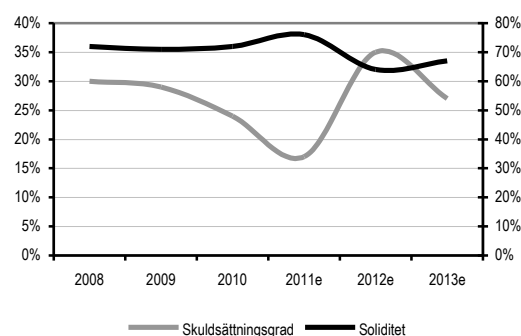
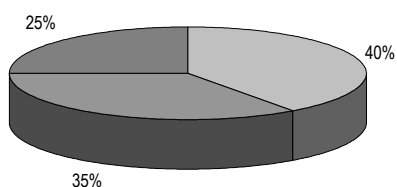
Avkastningspotential 8,0p



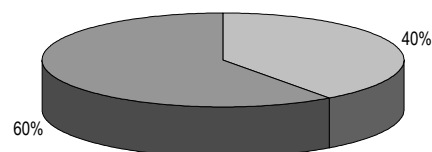
**Kommentar:** Aktien framstår fortfarande som undervärderad, både i relativa termer och i en kassaflödesmodell. Kursdrivande nyheter är alltjämt nya kontrakt samt bekräftelser på lönsamheten i de nya affärer som tagits.

<b>Resultaträkning, MSEK</b>					
Omsättning	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Summa rörelsekostnader	223	229	224	429	495
<b>EBITDA</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>58</b>	<b>69</b>
Avskrivningar	-36	-36	-32	-34	-22
<b>EBIT</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>24</b>	<b>47</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansiella intäkter	6	4	1	0	0
Finansiella kostnader	-11	-7	-2	-4	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>20</b>	<b>43</b>
Skatt	0	0	1	-6	-13
<b>Nettoresultat</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>14</b>	<b>30</b>
<b>Resultaträkning just, MSEK</b>					
Jämförelsestörande poster	2009	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA just	0	0	0	0	0
EBIT just	26	30	30	58	69
PTP just	-9	-6	-2	24	47
Nettoresultat just	-15	-10	-3	20	43
	-15	-10	-2	14	30
<b>Balansräkning, MSEK</b>					
<b>Tillgångar</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	15	15	15	13	23
Kundfordringar	20	24	27	43	50
Lager	42	38	38	56	62
Andra fordringar	7	11	10	15	17
<b>Summa omsättningstillg.</b>	<b>84</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>127</b>	<b>152</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	45	45	46	84	89
Finansiella anl.tillg.	5	7	6	6	6
Goodwill	106	100	100	120	120
Balans. utv. kostn.	129	94	70	58	48
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillg.</b>	<b>285</b>	<b>246</b>	<b>223</b>	<b>269</b>	<b>264</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>369</b>	<b>333</b>	<b>313</b>	<b>396</b>	<b>415</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	11	12	12	21	25
Övriga icke ränteb. skulder	19	19	19	28	35
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>49</b>	<b>59</b>
<i>Långa icke ränteb. skulder</i>					
Räntebärande skulder	2	3	3	3	2
<b>Summa skulder</b>	<b>107</b>	<b>91</b>	<b>74</b>	<b>142</b>	<b>136</b>
Avsättningar	0	0	1	1	1
Eget kapital	262	242	239	254	278
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; Eget Kapital</b>	<b>262</b>	<b>242</b>	<b>239</b>	<b>254</b>	<b>278</b>
<b>Summa skulder och eget kapital</b>	<b>369</b>	<b>333</b>	<b>314</b>	<b>397</b>	<b>415</b>
<b>Fritt kassaflöde, MSEK</b>					
Omsättning	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Summa rörelsekostnader	223	229	224	429	495
Avskrivningar	-197	-199	-194	-371	-427
EBIT	-36	-36	-32	-34	-22
EBIT	-9	-6	-2	24	47
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	0	1	-6	-13
<b>NOPLAT</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>34</b>
Avskrivningar	36	36	32	34	22
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>52</b>	<b>56</b>
Förändring i rörelsekapital	-11	-3	-4	-20	-5
Investeringar	-5	-9	-9	-80	-17
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>-48</b>	<b>34</b>
<b>Kapitalstruktur</b>					
2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Soliditet	71%	72%	76%	64%	67%
Skuldsättningsgrad	29%	24%	17%	35%	27%
Nettoskuld	60	42	25	77	52
Sysselsatt kapital	337	299	279	344	353
Kapitalets oms. hastighet	0,6	0,7	0,8	1,4	1,4
<b>Tillväxt</b>					
2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Försäljningstillväxt	54%	3%	-2%	91%	16%
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	n.m.%	n.m.%	113%
Tillväxt eget kapital	-13%	-8%	-1%	6%	10%
<b>DCF värdering</b>					
Riskpremie (%)	8,2				
Betavärde	1,3				
Riskfri ränta (%)	2,3				
Räntepremie (%)	2,0				
WACC (%)	11,5				
Antaganden 2015-21 (%)					
Genomsn. förs. tillv.	3,0				
EBIT-marginal	13,0				
<b>Kassaflöden, MSEK</b>					
NV FCF (2011-14)					26,9
NV FCF (2015-21)					167,2
NV FCF (2022-)					167,6
Rörelsefrämjade tillgångar					15,3
Räntebärande skulder					57,1
Motiverat värde					319,9
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>					<b>1,7</b>
Börskurs, SEK					1,1
<b>Lönsamhet</b>					
2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Avk. på eget kapital (ROE)	-5%	-4%	-1%	6%	11%
ROCE	-3%	-2%	-1%	8%	13%
ROIC	-3%	-2%	0%	6%	10%
EBITDA-marginal (just)	12%	13%	13%	14%	14%
EBIT just-marginal	-4%	-3%	-1%	6%	9%
Netto just-marginal	-7%	-4%	-1%	3%	6%
<b>Data per aktie, SEK</b>					
2009	2010	2011e	2012e	2013e	
VPA	-0,08	-0,05	-0,01	0,07	0,16
VPA just	-0,08	-0,05	-0,01	0,07	0,16
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	0,3	0,2	0,1	0,4	0,3
Antal aktier	193,1	193,1	193,1	193,1	193,1
<b>Värdering</b>					
2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Enterprise value	280	262	243	243	243
P/E	-15,1	-22,0	-99,1	15,4	7,2
P/E just	-15,1	-22,0	-99,1	15,4	7,2
P/S	1,0	1,0	1,0	0,5	0,4
EV/S	1,3	1,1	1,1	0,6	0,5
EV/EBITDA just	10,6	8,8	8,1	4,2	3,5
EV/EBIT just	-29,7	-42,2	-151,7	10,1	5,2
P/BV	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
<b>Aktiens utveckling</b>					
1 mån	25%	Omsättning			37%
3 mån	64%	Rörelseresultat, just			n.m.%
12 mån	44%	V/A, just			n.m.%
Årets Början	28%	EK			3%
<b>Aktiestructur %</b>					
		<b>Röster</b>		<b>Kapital</b>	
AB Kommandoran		15,2		15,2	
Lothar Geilen		8,9		8,9	
Pradeep Tripathi		6,3		6,3	
Jørgensen Henrik Wagner		4,8		4,8	
Andra AP-fonden		4,7		4,7	
Nordea fonder		4,4		4,4	
Aliz Invest AB		4,2		4,2	
Lubea Förvaltnings AB		2,4		2,4	
Force C Investments AB		2,2		2,2	
Coeli fonder		1,8		1,8	
<b>Aktien</b>					
Reuterskod					OPUS.ST
Lista					First North
Kurs, SEK					1,1
Antal aktier, milj					193,1
Börsvärde, MSEK					220
Börspost					1
<b>Bolagsledning &amp; styrelse</b>					
VD		Magnus Greko			
CFO		Bernice Wellsted			
IR		0			
Ordf		Göran Nordlund			
<b>Nästkommende rapportdatum</b>					
Bokslutsrapport		2012-02-22			
<b>Analytiker</b>					
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)
- Bilprovningavgifter

**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 bilprovningprogram 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 framtidsbaserade informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framtidsbaserade 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 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 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 (2012-02-01)**

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	28	18	18	17	23
3,5p - 7,0p	47	61	36	53	54
0,0p - 3,0p	4	0	25	9	2
Antal bolag	79	79	79	79	79

\*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.