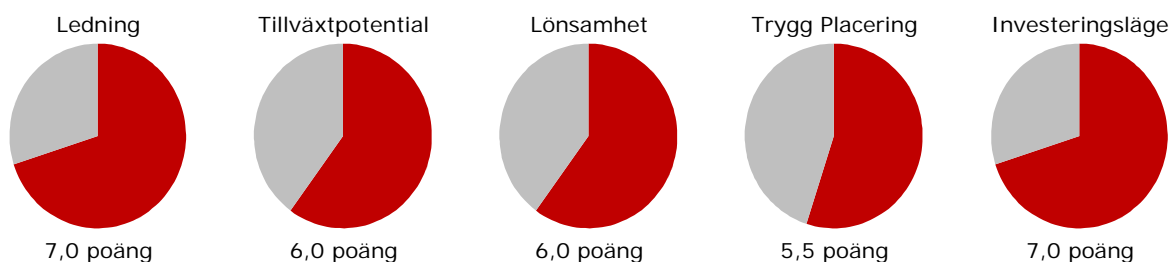


Sammanfattning
Opus Prodox (OPUS.ST)
Stora affärer väntar 2009

- Förvärvet av BIMA trädde i kraft vid årsskiftet och adderar omkring 50% till omsättningen. Affären skapar en komplett leverantör av testutrustning och ger Opus en stark position inför en avreglering av den svenska bilprovningmarknaden. Riksdagen väntas fatta beslut under varen.
- Sys Tech har under Q2-Q3 levererat väl i linje med våra förväntningar och vad som kommunicerades i samband med förvärvet. Under varen 2009 väntas besked från ett antal stora upphandlingar i USA där Opus kan vinna nya stora kontrakt.
- Aktien är försiktigt värderad mot bakgrund av en stabil och lönsam basaffär. Skulle Opus lyckas väl i sin expansion så är potentialen betydande.

Lista: First north
 Börsvärde: 151 MSEK
 Bransch: Industrivaror & tjänster
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	Fakta
Omsättning, MSEK	37	67	147	269	363	Aktiekurs (SEK) 0,8
Tillväxt	73%	80%	121%	82%	35%	Antal aktier (milj) 193,1
EBITDA	3	6	25	44	59	Börsvärde (MSEK) 151
EBITDA-marginal	7%	9%	17%	16%	16%	Nettoskuld (MSEK) 78
EBIT	2	4	12	20	35	Free float (%) 55,0
EBIT-marginal	4%	6%	8%	7%	10%	Dagl oms. ('000) 137
Resultat före skatt	1	4	6	14	28	
Nettoresultat	1	2	4	9	20	
Nettomarginal	3%	3%	3%	4%	5%	
VPA	0,02	0,03	0,02	0,05	0,10	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se 08-545 01 345
VPA just	0,02	0,03	0,02	0,05	0,10	
P/E just	35,1	22,9	38,5	15,9	7,6	
P/S	4,1	2,3	1,0	0,6	0,4	
EV/S	4,0	2,4	1,1	0,6	0,4	
EV/EBITDA just	58,3	26,1	6,2	3,6	2,7	

Denna analys är baserad på Redeyes analyskoncept Analysgaranti/Uppdragsanalys. Redeye är en officiell Research Provider till Nasdaq/OMX. För mer information om Analysgaranti och Research Provider, se disclaimer i slutet av denna produkt.

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 betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok för Analysgaranti 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 lönsamheten 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) teknologiplattform, 5) konjunkturkänslighet och 6) aktiens likviditet. Faktorerna oberoende av enstaka händelser och finansiell situation viktas med 1,5x då dessa faktorer anses extra viktiga. Faktorerna ägarstruktur, teknikrisk, konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Investeringsläge

De faktorerna som utgör bedömning av investeringsläge är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) trendmönster/tekniskt och 4) nyhetsflöde/triggers. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Innehållsförteckning

Sammanfattning	sid 4
Opus – översikt och återblick	sid 5
BIMA	sid 9
Sys Tech och USA marknaden	sid 11
Möjligheter på andra marknader	sid 14
Prognoser	sid 16
Värdering	sid 19
Redeye Rating	sid 21
Opus i siffror	sid 22

Sammanfattning

- Opus meddelade i slutet av förra året att de förvärvar Bilmateriel AB (BIMA) från Volvo Personbilar. Affären adderar cirka 100 MSEK i omsättning och ger enligt ledningen ett positivt resultatbidrag från start. Anledningen till affären är att Opus vill positionera sig inför en förväntad avreglering av bilprovningen i Sverige, där Opus nu får ett komplett produktutbud av testutrustning. Beslutet om avreglering skall tas i Riksdagen under våren, sannolikt i mars och träda i kraft inom det närmaste året. En kommande avreglering kan väntas ge betydande tillväxtmöjligheter för den nya konstellationen.
- Vår inledande analys av Opus gjordes i samband med förvärvet av amerikanska SysTech förra våren. Rapporterna för Q2 och Q3 var i linje med våra förväntningar och bekräftade SysTechs höga och stabila lönsamhet. Dock noterades att den organiska tillväxten i Opus övriga verksamhet stannade av under Q3. Orsakerna uppgavs vara vikande konjunktur och den stora Automechanika mässan i Frankfurt som bidrog till en viss avvaktan avseende nya beställningar.
- Förvärvet av SysTech uppges ha varit smärtfritt och gått planenligt. Opus har därmed skapat en koncern med ett komplett produktutbud och globala tillväxtmöjligheter. Storlek och stabilitet har också en viss betydelse i upphandlingar där bolaget strävar efter att alltmer ta på sig operatörsrollen. Hela kalkylen kring förvärvet har nu också förbättrats avsevärt tack vare dollarförstärkningen. Vid förvärvstidpunkten var relationen 6,0 SEK/USD.
- På USA marknaden har flera stora affärer skjutits framåt i tiden. De som är mest betydelsefulla för Opus är upphandlingen i Ohio som väntas avgöras under Q2 samt Oregons utvärdering av Opus system för Remote OBD. Beträffande den senare finns ingen uttalad tidsplan, men vi räknar med någon form av besked under första halvåret. Dessa båda affärer har potential att ytterligare lyfta hela koncernens omsättning och resultat.
- Vår värdering indikerar ett motiverat värde omkring 1,8 SEK per aktie. Skulle Opus nå sina finansiella målsättningar fullt ut; omsättning 500 MSEK och EBITDA-marginal över 20% år 2012, så kan ett värde på 2,7 SEK motiveras. Även en relativvärdering indikerar att aktien är undervärderad. Det mest relevanta nyckeltalet är EV/EBITDA eftersom det beaktar resultatbelastningen från nedskrivningar av immateriella rättigheter från Sys Tech förvärvet samt skuldsättningen. På våra prognoser så värderas Opus strax under 4x årets EBITDA, vilket är synnerligen lågt för ett relativt konjunkturokänsligt bolag.
- Risker och hot. Våra prognoser och värdering förutsätter att Opus tar nya, stora och lönsamma affärer. Utfallet i många affärer blir binärt och att bedöma sannolikheten för att lyckas är mycket svårt. Opus är dessutom ett litet företag i sin bransch och är i hög grad beroende av ett par ledande befattningshavare, främst koncernchefen Magnus Greko och Sys Techs VD Lothar Geilen.
- Denna analys omfattar en uppdatering av utvecklingen under Q2-Q3. Därefter följer en beskrivning av BIMA affären och den förväntade avreglering av bilprovningen i Sverige. Vi beskriver också några av de stora affärerna som är aktuella i USA som är Opus överlägset viktigaste marknad.

Opus – översikt och återblick

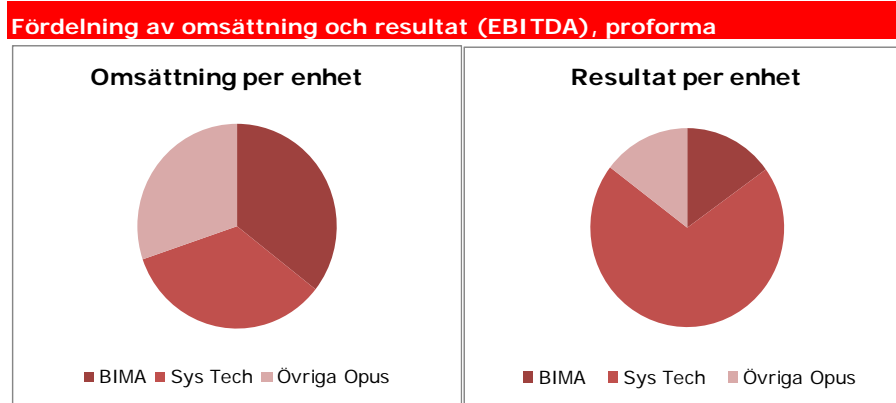
Vår inledande analys av Opus gjordes med anledning av förvärvet av Sys Tech våren 2008, vilket förändrade koncernen i flera väsentliga avseenden. Denna analys finns fritt tillgänglig på Redeyes hemsida: www.redeye.se och innefattar bland annat en beskrivning av de båda bolagens verksamheter och historiska utveckling. Genom förvärvet av amerikanska Sys Tech så har Opus gått från att vara en tillverkare och leverantör av mätinstrument till en integrerad tjänsteleverantör. Därmed öppnas en mycket större marknad med möjlighet till bättre lönsamhet och en väsentligt stabilare intjäning. Mer om detta i avsnitten Sys Tech och USA marknaden sid 11 samt Nya marknader sid 14.

Denna analys ger en uppdatering kring utvecklingen under fjolåret samt en beskrivning av BIMA affären. Vi beskriver också de viktiga händelser vi förutser under 2009. Förvärvet av BIMA som trädde i kraft per 1 januari 2009, kan delvis uppfattas som ett stickspår. BIMA är ett handelsbolag som säljer allehanda verkstadsutrustning till Volvohandlare och andra fristående verkstadsföretag. Affären syftar dock till att ge Opus en stark position inför en väntad avreglering av Svensk Bilprovnings monopolställning. Detta beskriver vi närmare i avsnittet BIMA på sid 9.

BIMA ger en stark position inför avreglering av marknaden

Det senaste årets två förvärv har tredubblat omsättningen och förändrat Opus verksamhet markant. Intäkternas och det underliggande resultatets (EBITDA) fördelning (proforma- 2008) från de olika delarna framgår av diagrammet nedan. Observera att detta är Redeyes egna uppskattningar. Den exakta fördelningen framgår inte av Opus redovisning. BIMA omsatte cirka 100 MSEK under fjolåret, vilket är ungefär lika mycket som Opus totala försäljning av testutrustning. På denna nivå ligger även intäkterna från Sys Techs bilprovning i USA. Eftersom marginalerna i Sys Tech är flera gånger högre än i de andra enheterna så är det emellertid här som huvuddelen av koncernens resultat genereras.

Sys Tech är helt avgörande för Opus resultatutveckling



Källa: Opus och Redeye Research.

Uppdatering Q2-Q3

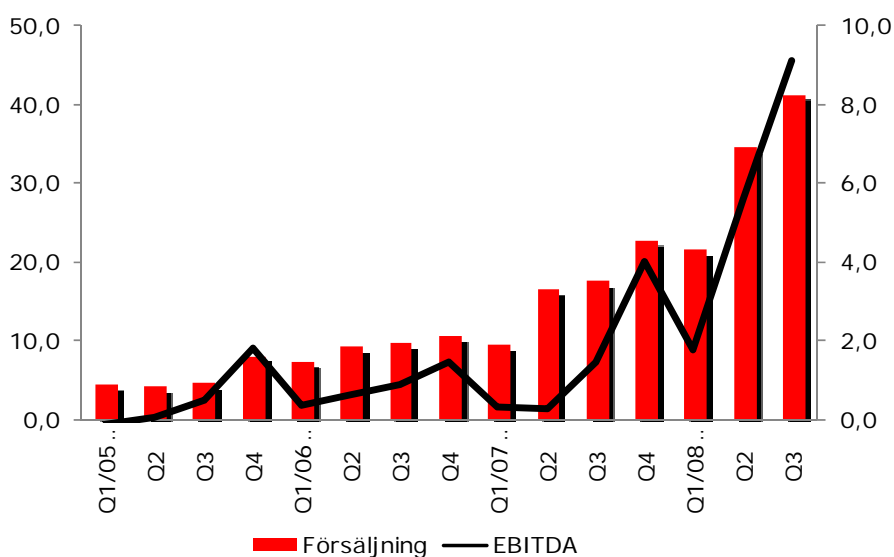
Redeyes inledande analys gjordes i juni 2008. Därefter har Opus släppt delårsrapporter för Q2 och Q3. Utfallet i rapporterna var i stort sett i linje med våra tidigare prognoser. Hela koncernen redovisas aggregerat och vi ser därför inte exakt hur varken Sys Tech eller de övriga delarna av Opus har utvecklats. Utifrån koncernens siffror och kommentarerna i rapporterna så kan vi dock sluta oss till att Sys Tech har levererat mycket stabila intäkter och en förbättrad lönsamhet. Sys Tech ingår från och med den 30 april vilket innebär att förvärvet fick fullt genomslag i koncernsiffrorna först under Q3. Som framgår av tabellen nedan så steg EBITDA-marginalen då till 22% för koncernen. En överslagsberäkning indikerar därmed marginaler en bit över 30% i Sys Tech. I våra tidigare prognoser räknade vi med att deras marginaler skulle bli 29% under 2008. Än så länge ser de alltså ut att ligga ännu bättre till.

Marginaler över 30% i Sys Tech

Tillväxten i Opus övriga verksamhet stannade av under Q3. Bolaget tror att bidragande orsaker till detta är de oroväckande konjunktursignalerna samt att vissa kunder avvaktat med beställningar inför den stora Automechanika mässan i september i Tyskland. Opus gjorde en stor satsning på mässan och räknar med att det skall generera nya affärer under hela det närmaste året.

Sammantaget så var omsättningen något lägre än vi hade räknat med och avvikelser ligger i det "gamla" Opus. EBITDA-marginalen är däremot bättre vilket beror på Sys Tech. Den starka dollarn gör dessutom att bidraget från verksamheten i USA får ett större genomslag i koncernens resultaträkning och kassaflöden.

Omsättning och EBITDA, SEKm



Källa: Opus delårsrapporter.

Balansräkning och skuldsättning

Opus hade en soliditet på 70% och en räntebärande nettoskuld på 78 MSEK vid utgången av det tredje kvartalet. Mot bakgrund av ett lågt investeringsbehov och god underliggande lönsamhet så är den finansiella ställningen klart betryggande. En stark balansräkning är sannolikt viktig för att de skall ses som en stabil och trovärdig motpart i samband med vissa av de större affärer som Opus är intresserade av den närmaste tiden.

Ökat rörelsekapital bör korrigeras från Q4

Vi räknar inte med att BIMA affären förändrar balansräkningen i någon större utsträckning. I våra prognoser har vi lagt in en köpeskillning på 10 MSEK som fördelas jämt mellan goodwill och andra anläggningstillgångar. Men detta är en ren gissning eftersom parterna ännu inte har släppt några detaljer. Mer avgörande för hur skuldsättningen utvecklas framgent blir sannolikt kassaflödet i den befintliga verksamheten. Under de första nio månaderna var detta negativt på grund av ett ökat rörelsekapital. Främsta orsaken till detta var dock att de kortfristiga skulderna har minskat rejält. Vi är därför inte särskilt oroade utan räknar med att detta förhållande kommer att normaliseras framöver. Sannolikt syns det redan i Q4-rapporten.

Dollarförstärkning ger mer effekt på kassaflöde än nettovinst

De positiva effekterna av dollarförstärkningen bör ge samma effekt på nettokassaflödet som det ger på EBITDA-nivå. Det redovisade resultatet påverkas däremot mindre eftersom koncernmässiga avskrivningar görs på de immateriella rättigheterna från Sys Tech förvärvet. Dessa tillgångar fastställdes till 12,3 MUSD och skrivs av under en femårsperiod. Med dagens dollarkurs (vi räknar genomgående med 8,0 SEK/USD) blir de årliga avskrivningarna cirka 20 MSEK. Genom att dessa avskrivningar är fullt ut avdragsgilla mot amerikansk bolagsskatt så ger det Opus en skattefördel som också har ökat i värde i takt med dollarförstärkningen. I dagsläget ger det en årlig skattesubvention på cirka 8 MSEK (40% bolagsskatt på 20 MSEK). Opus har för avsikt att främst använda sitt kassaflöde till att amortera lån.

Målsättningar

I samband med förvärvet av Sys Tech så formulerades en ny och mycket ambitiös målsättning avseende tillväxt och lönsamhet. Under den närmaste treårsperioden skall Opus uppnå;

- **En genomsnittlig årlig tillväxt på 30-40%.** Huvudsakligen organiskt, men vissa kompletterande förvärv är aktuella. Senast år 2012 skall omsättningen uppgå till minst 500 MSEK.
- **EBITDA-marginalen skall i genomsnitt överstiga 20%.** Eftersom Sys Tech affären gav upphov till förvärvsrelaterade immateriella tillgångar som skrivs av under en femårsperiod så belastas det redovisade resultatet med avskrivningar. Underliggande lönsamhet mäts därför bättre så som EBITDA.

*På väg att nå
omsättningsmål, men
marginalmålet blir desto
tuffare*

Genom BIMA affären har de tagit ett rejält steg mot målsättningen att omsätta 500 MSEK. Däremot så blir marginalmålet nu desto tuffare att nå. BIMA uppges vara lönsamt men marginalerna är med all sannolikhet långt ifrån 20%. Vår gissning är att de ligger omkring 5%, eller möjligen strax över om de lyckas väl. Vi skulle därför inte bli helt förvånade om Opus justerar ned sitt marginalmål något.

*Listbytet framskjutet till
2009*

Tidigare så har Opus även meddelat att de siktade på att byta lista från First North till Nasdaq OMX Small Cap under 2008. Planen har förskjutits och målsättningen är nu att det sker någon gång under 2009.

Ägare och ledning

I samband med SysTech affären förändrades ägarbilden. Enskilt största ägare är alltså Kommandoran som ägs till lika delar av grundarna Magnus Greko och Jörgen Hentchel. Dessa två tillhör också bolagets viktigaste nyckelpersoner. De tidigare ägarna till Sys Tech, Pradep Tripathi och Lothar Geilen tillhör nu de största ägarna i Opus. Tripathi är inte längre aktiv i bolaget. Lothar Geilen kvarstår i sin befattning som VD för SysTech och därigenom även i praktiken chef över verksamheten i Nordamerika. Han är således mycket viktig för koncernen. Opus ägs till nära 30% av ledande befattningshavare, vilket ger uppenbara incitament att jobba för bolagets bästa.

*Några kapitalstarka
ägare*

I samband med förra vårens nyemissioner så kom även några nya institutioner in på ägarsidan. Bland dessa återfinns Andra AP-Fonden, AMF Pension och Länsförsäkringar Småbolagsfond. Vi ser det som klart positivt för bolaget att det finns några kapitalstarka ägare som kan vara beredda att skjuta till ytterligare kapital om den förutsedda expansionen skulle kräva det. Opus kan också mycket väl komma att göra fler förvärv som måste finansieras genom kapitaltillskott.

BIMA

I slutet av förra året meddelade Opus att de övertar delar av verksamheten inom Bilmateriel AB (BIMA) från Volvo Personbilar. Affären är främst ett led i att positionera Opus inför en kommande avreglering av den svenska marknaden för bilprovning. I avsnittet på nästa sida beskriver vi när detta väntas ske och vad det kan innebära för bolaget. Rent ekonomiskt så kan förvärvet av BIMA med största sannolikhet stå sig på egna meriter, även om bilprovningen mot förmodan ändå inte skulle komma att avregleras. Orsaken till detta är att prislappen sannolikt var blygsam samtidigt som vi tror att lönsamheten är klart anständig. Säljaren Volvo Personbilar och deras återförsäljare i Sverige har också anledning att fortsätta samarbetet vilket gör att risken i affären är relativt begränsad.

Opus tar över en verksamhet som under fjolåret omsatte cirka 100 MSEK inom allehanda verkstadsutrustning till Volvohandlare, Svensk Bilprovning samt ett antal fristående verkstäder. Volvohandlarna står för cirka hälften av omsättningen. Produkterna omfattar diverse utrustning som behövs i bilverkstäderna och i handlarnas butiker. Ett par procent av försäljningen utgörs av Opus egna system för emissionskontroll. Ytterligare några procent är egentillverkade produkter, men till övervägande del så är BIMA ett renodlat handelsbolag. Affären är ett inkrämsförvärv och innebär att Opus tar över samtliga 18 anställda samt varulager.

Priset sannolikt blygsamt

Köpeskillingen har inte offentliggjorts, men vår uppfattning är att den sannolikt var relativt blygsam. Orsaken är främst att BIMA är en handelsverksamhet med produkter som trots allt ligger vid sidan av Opus kärnverksamhet. Transaktionen sker per 1 januari och priset bör därför kunna gå att härleda ur kassaflödesanalysen i Q1-rapporten.

Skälet till att Volvo Personbilar sålde BIMA uppges vara relaterat till deras behov av att fokusera på kärnverksamheten. Någon besparingseffekt uppnår de knappast eftersom rörelsen varit lönsam. Kanske är det ett led i att förbereda sig för en kommande ägarförändring i moderbolaget. BIMA har sannolikt haft en viktig roll för Volvo Personbilar då det har hjälpt dem att hålla så kallade piratkopior på reservdelar borta från marknaden. Avgörande för affären var därför sannolikt att köparen inte på något sätt skulle kunna försämrå förutsättningarna för originalreservdelar. Opus är ur det perspektivet en bra ägare till BIMA då detta ligger utanför bolagets kärnverksamhet. Genom denna ägarförändring så öppnas också nya möjligheter för BIMA att sälja till andra märkesverkstäder som tidigare varit ovilliga att handla av ett dotterbolag till konkurrenten Volvo.

Sverige – avreglering ger möjligheter

Beslutet väntas under våren

På den svenska hemmamarknaden finns en rejäl tillväxtpotential de närmaste åren under förutsättning att det monopol som Svensk Bilprovning har på den svenska marknaden avskaffas. Regeringen utreder för närvarande denna fråga och ett beslut kan fattas under våren 2009. Mot bakgrund av att samtliga nordiska grannländer har konkurrensutsatt denna verksamhet så bedömer vi det som sannolikt att den borgerliga regeringen vill göra denna förändring. Av ideologiska skäl, om inte annat. Klagomålen mot Svensk Bilprovning är förvisso ytterst begränsade, men många anser att tillgängligheten är alltför låg. Fler besiktningsanläggningar och flexiblere öppettider är det som eftersträvas med avregleringen. Gissningsvis så blir det en fri etableringsrätt likt den som finns i övriga Norden. I annat fall löser man knappast problemet med tillgängligheten. Vi tror inte att Opus själva kommer att ta på sig någon operatörsroll i detta sammanhang utan att de kommer positionera sig som en komplett leverantör av testutrustning.

Ny marknad uppskattas till 40-160 MSEK

McKinsey har gjort en omfattande utredning och konsekvensanalys kring en avreglering i Sverige. McKinsey´s slutsatser kommer från jämförelser med andra länder som har genomgått en liknande förändring. En av förutsättningarna har då varit att det nya systemet inte ger bilverkstäder rätten att även genomföra bilprovning. Då finns nämligen en risk för att underkänna bilen i syfte att skapa mer affärer åt sin egen verkstad. De länder som har detta system har också avsevärt fler bilprovningsanläggningar. För Opus del vore det således än mer fördelaktigt. Enligt McKinseys rapport så är ett rimligt antagande att det etableras 100-200 nya teststationer. Svensk Bilprovning har idag 175 stycken stationer. De nya anläggningarna kommer sannolikt vara förhållandevis små och bestå av 2-4 testlinjer. Leveransvärdet på en testlinje är cirka 0,2 MSEK. Beräknat på ovanstående antal anläggningar ger det ett totalvärde i intervallet 40-160 MSEK. Då andra länder har genomfört avreglering så har utbyggnaden skett inom 2-3 år. Om vi tar ett genomsnitt av dessa värden så skulle det ge en tillkommande marknad om 40 MSEK per år under 2,5 år.

Vi räknar med att Opus får en merförsäljning på 20 MSEK 2010 och 2011

Hur stor del av denna nya marknad som kommer tillfalla Opus är naturligtvis osäkert. I dagsläget är konkurrensen i Sverige ytterst begränsad, eftersom Opus har varit Svensk Bilprovnings förstahandsval sedan 90-talet. Det kan dock hända att någon internationell aktör satsar på den svenska marknaden och etablerar ett antal stationer som utrustas med egna produkter. I våra prognoser så utgår vi ifrån att avregleringen kommer ge Opus en merförsäljning på 20 MSEK under åren 2010 och 2011. Detta motsvarar 50% av den tillkommande marknaden enligt beräkningen ovan.

Sys Tech och USA marknaden

Marknaden i USA och Opus verksamhet genom Sys Tech är viktiga av två skäl. Dels så kommer cirka två tredjedelar av det underliggande resultatet härifrån, trots att det bara utgör omkring en tredjedel av omsättningen (Redeyes bedömning inför 2009). Dessutom har Opus goda möjligheter att ta nya stora lönsamma affärer. På den amerikanska marknaden sker vanligtvis 3-4 stora upphandlingar per år. Dessa omfattar kontrakt att utföra miljötester för hela delstater och uppgår till åtskilliga miljoner dollar i intäkter. I vår inledande analys samt i Opus prospekt till nyemissionen i våras beskrevs några av de upphandlingar som då var aktuella; Wisconsin, Ohio, Maryland och Ontario. Vi kan nu konstatera att det skett förseningar och att ingen av dessa affärer slutgiltigt har avgjorts. Nedan följer en uppdatering av status i dessa upphandlingar.

Wisconsin fortfarande aktuellt

Wisconsin. Det nya kontraktet tilldelades Applus redan i början av sommaren 2008, men den nuvarande operatören ESP har överklagat beslutet. Affären är formellt sett ute för en ny upphandling, eftersom det fanns anledning att ifrågasätta hur processen hade gått till. Detta är goda nyheter för Opus som nu har möjlighet att komma in med en ny offert. Det är dock svårt att bedöma när denna upphandling blir avgjord då ärendet infekterats av beskyllningar om jäv och liknande. En annan positiv effekt för Opus kan vara att konkurrenterna Applus och ESP blir involverade i en segdragen process och då inte har samma resurser och frihet att vara med i andra viktiga upphandlingar.

I Ohio bör Opus ha goda möjligheter

Ohio. Anbudet lämnas in i februari-mars och väntas vara avgjort innan sommaren. Det kontrakt som finns idag är värt cirka 13 MUSD per år, men i den nya upphandlingen blir beloppet gissningsvis lägre. Affären är i vilket fall som helst mycket stor. Vi ser goda möjligheter för Opus att vinna denna upphandling då Ohio visat intresse för Remote OBD samt då den nuvarande operatören ESP inte är helt uppskattade av alla instanser hos myndigheten. Affären skulle nära nog fördubbla Sys Techs volymer.

Vi räknar inte med affärer från Maryland eller Ontario

Maryland och Ontario. Vår bedömning är att Opus aldrig deltog i upphandlingen i Maryland. Främst då åtagandet var mycket omfattande och då det var bättre att lägga resurserna på Ohio och Wisconsin där de bör ha bättre förutsättningar att gå i mål. Besked från Maryland bör komma inom kort. Upphandlingen i Ontario har skjutits framåt i tiden och det är något oklart när den blir av.

Sammanfattningsvis så bör aktieägare således främst hålla ögonen på upphandlingarna i Wisconsin och Ohio. Att dessa affärer försenats kan vara en fördel för Opus eftersom de under hösten stärkte upp sin marknadsorganisation med viss "lobby-kapacitet" som är viktig i dessa sammanhang.

Remote OBD

Förutom de stora upphandlingar som sker då delstaterna utser en operatör för bilprovning så finns även en stor och viktig marknad för försäljning av utrustning. Ett system som Opus än så länge är ensam på är så kallad Remote OBD. I korthet innebär den att bilens data avseende de utsläpp som kontrolleras skickas över till bilprovningen trådlöst, via en sändare i bilen. Detta sker då bilen passerar nära en kontrollstation, som lämpligen placeras vid vältrafikerade knytpunkter. En bil som har passerat en kontrollstation behöver inte åka in på någon ytterligare kontrollbesiktning. Fördelen ur miljöperspektiv är att de fordon som blir underkända upptäcks tidigare än om man istället genomför årliga kontroller. I det amerikanska systemet så premieras de stater som genomför denna typ av frekventa mätningar eftersom det förväntas leda till att de fordon som bryter mot gränsvärdena åtgärdas snabbare. En tydlig indikation på att det verkligen finns en efterfrågan på dessa lösningar är framgångarna för konkurrenten ESP. Deras system AccuScan löser i praktiken samma uppgift, men med en helt annan teknik. Deras system är sannolikt betydligt dyrare än Opus, men likafullt har de lyckats sälja det till staterna Colorado, Texas och Virginia.

*Frekventa mätningar
premieras*

Oregon utvärderar Remote OBD

Staten Oregon har nu börjat utvärdera Opus system för Remote OBD. Även denna affär har försenats, men under slutet av fjolåret levererades 5 000 enheter som installeras på utvalda testfordon. Opus har fullt förtroende för att systemet kommer att fungera och räknar med positiva besked under innevarande år. Vilket genomslag det får i försäljningen är däremot svårbedömt. En enkätundersökning som staten Oregon lät genomföra bland bilägare indikerade att över 200 000 ägare kunde tänka sig att köpa utrustningen om priset var 50 dollar. Det skulle i så fall motsvara intäkter på 10 MUSD för Opus. Statens ambition bör dock vara att så många som möjligt skall använda sig av Remote OBD. De borde därför styra prissättningen av både Remote OBD och den traditionella miljökontrollen så att fler bilägare väljer det nya alternativet. Hur stor affären blir för Opus är därför svårt att förutse.

*Opus räknar med positiva
besked i år*

Om systemet fungerar väl så blir Oregon en viktig referenskund för nya affärer. Ett flertal delstater har visat intresse för denna typ av lösning och skulle Oregon ge klartecken så kommer andra sannolikt att haka på. Många av dessa har också väsentligt högre befolkningstäthet och mer trafik än Oregon. Det innebär att systemet skulle göra större nytta och ge Opus en högre försäljningspotential. Man skall dock vara medveten om att ledtiderna för dessa beslut och implementering är relativt långa. Ett beslut att implementera Remote OBD kan troligen inte fattas förrän statens avtal med den befintliga operatören löper ut. Redeye räknar inte med någon ny affär förrän tidigast år 2010.

*Flera delstater har visat
intresse, men ledtiderna
är sannolikt långa*

USA-marknaden mot tillväxt

SysTech uppskattar att marknaden för bilprovning i USA omsätter drygt 500 MUSD per år i leverantörsledet. Eftersom upphandlingarna är offentliga så bör deras bedömning vara relativt säker. Den Kanadensiska marknaden är väsentligt mindre men marknadsförutsättningarna i övrigt är likartade i de båda länderna. Någon tillförlitlig data kring totalmarknadens utveckling de senaste åren har vi inte haft tillgång till. Med all sannolikhet så har emellertid värdet minskat, trots ökad volym i antal testade fordon. Anledningen är att bilprovningsavgifterna, för bilägare, under de senaste åren har fallit konstant. En grov uppskattning är att de har halverats under de senaste 10 åren räknat som ett tvärsnitt i landet. Den avgift som bilägaren betalar delas mellan företaget som utför kontrollen och myndigheten. Allt är reglerat i avtal som ofta löper på minst fem år. Teknikutvecklingen har gjort det billigare att utföra testerna. Framförallt genom att utnyttja OBD-tekniken i bilarna eftersom dessa tester genomförs avsevärt mycket snabbare än den traditionella metoden. På vissa ställen finns till och med självbetjäning vilket reducerar personalkostnaderna ytterligare. Trenden mot lägre bilprovningsavgifter ser enligt bolaget ut att plana ut. Orsaken är helt enkelt att testmetoderna nu i princip helt har bytts ut till den mer kostnadseffektiva OBD-tekniken.

*Ny teknik har pressat
priserna*

Antalet bilar som testas ökar hela tiden då fler delstater inser att miljöproblemen måste åtgärdas. Utsläppen från bilar och lastbilar är det enskilt största miljöproblemet i praktiskt taget alla storstäder i USA. I 35 av landets 50 stater utförs i dagsläget någon form av miljökontroll på bilar. 15 delstater har fortfarande inte infört någon miljötestning överhuvudtaget. Men det kommer sannolikt att förändras. Opus bedömning är att den nya regeringen kommer att öka trycket på delstaterna att reducera utsläppen genom skärpta kontroller, vilket också bekräftades i ett uttalande från President Obama nu i januari. Till grund för detta ligger bland annat omfattande dokumentering kring hälsoproblemen som orsakats från höga utsläppsnivåer. I mars 2008 skärpte Environment Protection Agency (EPA) normerna för den tillåtna nivån på så kallad markozon (ground level Ozon). Ozonet orsakas bland annat av bilavgaser och är huvudingrediensen i det som brukar benämnas smog. De negativa hälsoaspekterna är betydande och vanligtvis relaterade till andningsproblem med stora samhällskostnader som följd. Enligt EPA så är det cirka 345 counties (distrikt) som inte klarar av de nya riktvärdena. Den gamla nivån var det bara 85 counties som inte kunde leva upp till. I USA finns 3 140 counties, men av förklariga skäl så är det flera av de mest tätbefolkade som också bryter mot den nya normen. Mer detaljer kan läsas under länken:

*Utsläppen måste minska
för att leva upp till de
striktare normerna*

<http://www.epa.gov/groundlevelozone/actions.html#mar07s>

Givet att prispresen planar ut och att utsläppskrav och kontroller skärps så kommer totalmarknaden återigen börja visa positiv tillväxt, räknat i dollar. Investeringar i enbart Kalifornien kommer sannolikt att lyfta hela marknaden från och med 2010 då cirka 12 000 teststationer skall byta ut sin utrustning. Opus uppskattar värdet på dessa affärer till cirka 100 MUSD under åren 2010-11, av vilken Opus bör kunna ta en betydande del.

*Skärpta kontroller och
minskad prispres bör ge
tillväxt i marknaden*

Möjligheter på andra marknader

Utanför Nordamerika och Europa så varierar nivån på bilkontroller kraftigt mellan olika länder. Opus har sedan flera år tillbaka sålt system till avlägsna länder som Mongoliet, Filippinerna, Laos och (Nya Zeeland). I många utvecklingsländer finns emellertid ingen kontroll på bilparken överhuvudtaget. Varken ur miljö- och säkerhetshänsyn, eller vem som äger fordonet. I många länder är trafikolyckor och föroreningar i storstäder allvarliga problem förknippat med stora kostnader. Bilarna används så länge de rullar och myndigheterna har inga bra medel för att ta olämpliga fordon ur trafik. För att komma till rätta med problemen måste någon form av register upprättas och därefter regelbundna kontroller av fordonsparken.

Komplett produktportfölj

Efter köpet av SysTech så har nu Opus en relativt komplett produktportfölj för dessa kunder. SysTech utvecklar register och databaser som hanterar fordonsparken och Opus har sedan tidigare mätutrustningen för både miljö- och säkerhetstest av bilarna. Deras system är också anpassade för självbetjäning vilket i praktiken innebär att kontrollanten inte kan påverka och manipulera testresultatet. I många länder, inklusive vissa industriländer, så är inslagen av mutor i samband med bilbesiktning alltför vanligt. Flera av Opus konkurrenter har inte denna typ av lösningar.

Förutsättningarna att lyckas i dessa länder har därför ökat. Det faktum att de är ett publikt bolag med ett globalt nätverk och tydligt fokus på bilprovning ökar sannolikt också trovärdigheten som motpart. I några av de länder där Opus haft kontakt med myndigheterna så är det aktuellt att ta på sig operatörsansvaret. Sannolikt kommer det då att ske tillsammans med någon lokal partner som sköter de praktiska bitarna kring personalrekrytering etc. En faktor som dock fortfarande talar emot dem är storleken. Några av konkurrenterna är avsevärt större och har redan motsvarande verksamheter i ett flertal länder. Bland dessa kan nämnas spanska Applus som är stora i USA och Spanien, men även finns i Finland, Danmark och Latinamerika. Applus omsätter drygt 500 MEUR varav cirka hälften inom bilprovning. Tyska Dekra är en annan aktör med ambitioner att expandera. Hemmamarknaden är Tyskland och de kringliggande länderna. Sedan något år tillbaka bedriver de även bilprovning i Marocko. Bland prioriterade tillväxtregioner nämns Syd- och Nordamerika och Kina.

Bäst chanser i Sydamerika

Potentiella nya kunder i Mellanöstern, Afrika och Sydamerika

Opus uppger att de har haft diskussioner med potentiella kunder i ett flertal länder i Mellanöstern, Sydamerika och Afrika. Vilka länder det rör sig om vill bolaget inte gå in på, framförallt av konkurrensskäl. Opus är i princip det enda noterade bolaget i denna bransch och tvingas därför redan till en betydligt större genomlysning än konkurrenterna. Av förklarliga skäl så vill de inte riskera att tipsa sina branschkollegor om nya viktiga affärsmöjligheter. Vår uppfattning är att de i dagsläget är mest optimistiska kring nya affärer från något land i Sydamerika. Förhandlingarna sköts

främst genom Sys Tech och kontakterna har sannolikt funnits redan långt innan Opus köpte bolaget. Dessvärre så har vi inget underlag för att göra någon egen bedömning om deras möjligheter att lyckas i varken Sydamerika, Mellanöstern eller Afrika. Vi kan inte heller uppskatta potential eller risk i denna typ av affär. Än så länge så inkluderar vi därför inga intäkter ifrån dessa nya marknader i våra prognoser.

England

Behovet av att uppgradera utrustning för miljötester av fordon finns på flera håll i Europa. Under 90-talet gjordes stora investeringar i samband med att bilarna utrustades med katalysatorer. Därefter har visserligen uppgraderingar skett, men en stor del av utrustningen börjar nu enligt Opus att bli ålderdomlig.

England, en jättemarknad

En marknad som kan ge Opus ett rejält volymtillskott under de närmaste åren är England. Marknaden är enormt stor, eftersom de har en decentraliserad modell med 18-20 000 teststationer och Opus är väl etablerade i landet. Förändringen har redan börjat genom att myndigheterna kräver nya dieselmätare. Dessa skall vara utbytta vid utgången av 2008 och har bidragit till ökade volymer under senare tid.

Opus räknar med att automatiseringen kommer att öka i många anläggningar. Testerna och administrationen runt omkring utförs idag till stor del på ett ineffektivt sätt med manuell hantering av administrationen. Eftersom lönekostnaderna i England är relativt höga så finns det uppenbara skäl att spara tid och öka effektiviteten. Den stora förändringen kommer dock i samband med att hanteringen övergår till att bli datoriserad. Myndigheterna diskuterar ett slutdatum för detta mellan år 2012-15.

Prognoser

Prognoserna som ligger till grund för Redeyes värdering framgår av tabellen nedan samt på sidorna 19 och 22. För att bättre illustrera våra antaganden och skapa en viss jämförbarhet bakåt i tiden så delar vi upp prognoserna i enheterna BIMA, Sys Tech (USA) samt Övriga Opus. Hur organisationen ser ut efter förvärvet av BIMA och vilka siffror som kommer att rapporteras vet vi ännu inte. Som framgår av tabellen nedan så räknar vi inte med några större förändringar 2009 jämfört med 2008 i de olika enheterna. Däremot så påverkas Opus siffror positivt både av att Sys Tech får fullt genomslag och av bidraget från BIMA. Från och med 2010 ser vi däremot goda möjligheter till organisk tillväxt både i USA och i Europa.

Sys Tech avgörande för koncernen

Prognoserna förutsätter framgångar i USA

Våra prognoser för USA förutsätter att Sys Tech antingen vinner ett nytt stort operatörskontrakt per år, alternativt att Remote OBD blir en kommersiell framgång. I båda fallen är lönsamhetspotentialen hög men svårprognostiserad. Remote OBD har ju ännu inte sålts och upphandlingar för bilprovning sker genom anbud där prisnivån kan bli pressad. Vi har räknat med att de nya affärerna ökar omsättningen med 9, 6 respektive 4 MUSD under åren 2010-2012. För de nya affärerna så antar vi marginaler på 25%, vilket ändå är klart lägre än de har i sin befintliga verksamhet (Redeyes uppskattning: 33%). Därutöver så kommer de nya affärerna att utlösa betydande tilläggsköpeskillingar. Dessa kostnader beaktar vi genom att minska marginalerna (och kassaflödena) i tillkommande affärer med ytterligare 7%. Bokföringsmässigt så kommer det hanteras annorlunda, men för värderingen har det en mindre betydelse. Avtal om tilläggsköpeskillning beskrivs på sidan 82 i fjolårets emissionsprospekt.

Redeyes prognoser					
(SEKm)	Proforma-2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<u>BIMA</u>					
Omsättning	100	85	90	95	100
EBITDA	6	4	5	5	5
EBITDA-marginal	6%	5%	5%	5%	5%
<u>Sys Tech</u>					
Omsättning	100	100	169	216	246
EBITDA	33	33	46	52	57
EBITDA-marginal	33%	33%	27%	24%	23%
<u>Övriga Opus</u>					
Omsättning	83	84	104	124	137
EBITDA	3	6	9	12	13
EBITDA-marginal	4%	8%	9%	10%	10%
Sa: omsättning	283	269	363	434	483
EBITDA	42	44	59	68	75
EBITDA-marginal	15%	16%	16%	16%	15%
Avskrivningar	-14	-24	-25	-25	-26
EBIT	28	20	35	43	49

Källa: Opus och Redeye Research. För växelkurs USD/SEK antas 8,0.

*Stora kontrakt på nya
marknader beaktas ej i
våra prognoser*

*BIMA väntas minska
volymen men bibehålla
marginalerna*

Som vi tidigare har beskrivit så tror vi att Opus kommer kunna växa avsevärt i Sverige i samband med att marknaden öppnas upp för konkurrens. Även på den engelska marknaden finns goda möjligheter att öka försäljningen då Opus är väl positionerade och det finns ett behov att ersätta gammal utrustning. Vår tillväxtprognos för "Övriga Opus" under åren 2010-2012 delas relativt jämt mellan dessa två marknader. Vi tror även att de kommer öka försäljningen till flera av utvecklingsländerna, men vi har inte tagit höjd för att de skulle kunna bli totalleverantörer och driva ett enskilt lands bilprovning.

BIMA är mer konjunkturkänsliga än de övriga delarna och vi räknar med lägre volymer innevarande år. Lönsamheten bör dock vara relativt stabil då detta är en handelsverksamhet och därmed mindre volymkänslig. Vi tror inte att Opus kommer göra några omfattande investeringar eller satsningar inom detta område som skulle innebära ökad risk för koncernen.

Våra prognoser innehåller inga nya företagsförvärv, även om det är högst sannolikt att det kommer ske ytterligare förvärv. Under 2007-08 köpte Opus två företag per år som har förändrat koncernen radikalt. Det tror vi definitivt inte att de kommer att upprepa under de kommande två åren. Något uppenbart behov att utöka sitt erbjudande eller den geografiska täckningen ser vi inte idag. Däremot är det sannolikt aktuellt att komplettera med mindre servicebolag på flera områden. Alla kommande affärer inkluderar och utvärderar vi dock först efter att de sker.

Prognosjusteringar

De huvudsakliga skillnaderna jämfört med prognoserna i vår inledande analys är följande:

- BIMA inkluderas från och med 2009 och ger ett rejält omsättningstillskott men ett lägre resultatbidrag. Opus marginaler blir därför tunnare jämfört med vad vi tidigare räknat med.
- Opus har ännu inte vunnit någon ny stor affär i USA, på grund av att upphandlingarna har försenas. Detta gör att vårt positiva tillväxtscenario förskjutits cirka ett år framåt i tiden.
- Resultatprognosen för 2008 ser i princip ut att kunna infrias trots att försäljningen i "gamla Opus" varit lägre än väntat. Detta beror till stor del på dollarförstärkningen men även på en förbättrad lönsamhet i Sys Tech. Båda dessa faktorer får fortsatt positiva effekter på våra prognoser.

Alternativa scenarier

Redeyes scenario är i grunden positivt i så måtto att vi tror att Opus kommer kunna växa rejält under god lönsamhet. Vi räknar dock inte med att de fullt ut lyckas nå upp till målet att omsätta 500 MSEK med EBITDA marginaler >20% år 2012. För att ge någon uppfattning om hur värderingen kan påverkas vid avvikelser mot våra prognoser så skissar vi även på två alternativa scenarier. Ett som innebär att Opus når sin långsiktiga målsättning för år 2012 både avseende volym och marginaler. Samt ett, mer defensivt scenario, som innebär att tillväxten stannar upp helt. Att bolaget inte tar några nya stora affärer, men lyckas behålla dagens volymer och lönsamhet.

Alternativa scenarier				
(SEKm)	2009P	2010P	2011P	2012P
<u>Infriar mål 2012</u>				
Omsättning	300	355	421	500
EBITDA	63	75	88	105
EBITDA-marginal	21%	21%	21%	21%
<u>Noll-tillväxt</u>				
Omsättning	280	280	280	280
EBITDA	45	45	45	45
EBITDA-marginal	16%	16%	16%	16%

Källa: Redeye Research.

Värdering

Tabellen nedan illustrerar värderingen av aktien utifrån de tre scenarierna som beskrivits ovan. Värderingarna är gjorda i en DCF-modell där de viktigaste ingångsvärdena anges i tabellen. I Redeyes scenario utgår vi ifrån prognoserna i tabellen på sid 16. De andra två scenarierna baseras på prognoserna i tabellen på föregående sida. Syftet är att illustrera känsligheten i värderingen utifrån olika tänkbara utfall.

Den vänstra delen visar vilken nivå på intäkter och resultat som har uppnåtts år 2012. I mittendelen ligger antagandena för perioden 2013-2017. Vi har räknat med 10% årlig tillväxt, vilket främst grundar sig på att marknaden globalt sett bör visa tillväxt under lång tid framöver. Vi tror inte att marginalerna kommer expandera då konkurrensen inte bör medge detta. Till höger ligger det diskonterade värdet av prognostiserade kassaflöden per aktie. Beräkningen är gjord utifrån hur skuldsättning och övrig balansräkning väntas se ut vid årsskiftet 08/09. Kassaflödet 2008 är därmed exkluderat. Det avkastningskrav (WACC) vi använt vid diskonteringen är genomgående 13,0%. Utifrån Redeyes prognoser och DCF-modell så är ett **motiverat värde på aktien cirka 1,8 SEK**. I vår inledande analys angavs ett motiverat värde på 2,31 SEK per aktie. Skillnaden förklaras främst av ett högre avkastningskrav än tidigare, se nästa sida för kommentarer och känslighetsanalys kring WACC.

Med våra prognoser och 13% WACC är motiverat värde cirka 1,8 SEK

I det mer optimistiska scenariot som ligger i linje med ledningens egen målsättning så kan ett avsevärt högre värde motiveras: 2,71 SEK. Även i ett scenario med noll-tillväxt så anser vi att aktien är något undervärderad eftersom det motiverade värdet enligt vår modell då skulle bli 0,90 SEK per aktie.

Scenarie	År 2012	Perioden 2013-2017		DCF-Värde, SEK per aktie	
Redeyes värdering					
Totala intäkter, MSEK	483	Årlig tillväxt	10,0%	DCF-Värde, 2009-12	0,34
EBITDA	75	EBITDA-marginal	15,0%	DCF-Värde, 2013-17	0,65
Res. före skatt	42	WACC	13,0%	DCF-Värde, 2017-	1,12
Nettovinst	30	FCF/EBITDA	50,0%	Nettoskuld	-0,35
				DCF-Värde	1,77
Opus når sin målsättning					
Totala intäkter, MSEK	500	Årlig tillväxt	20,0%	DCF-Värde, 2009-12	0,34
EBITDA	105	EBITDA-marginal	21,0%	DCF-Värde, 2013-17	0,65
Res. före skatt	72	WACC	13,0%	DCF-Värde, 2017-	2,07
Nettovinst	50	FCF/EBITDA	45,0%	Nettoskuld	-0,35
				DCF-Värde	2,71
Noll-tillväxt, stabila marginaler					
Totala intäkter, MSEK	280	Årlig tillväxt	0%	DCF-Värde, 2009-12	0,30
EBITDA	45	EBITDA-marginal	16,0%	DCF-Värde, 2013-17	0,47
Res. före skatt	15	WACC	13,0%	DCF-Värde, 2017-	0,48
Nettovinst	11	FCF/EBITDA	55,0%	Nettoskuld	-0,35
				DCF-Värde	0,90

WACC och känslighetsanalys

*Lägre riskapitet motiverar
högre WACC än tidigare*

Värderingen görs med hjälp av en kassaflödesmodell där diskonteringsräntan (WACC) främst skall avspegla risken i aktien. Riskpremien för hela aktiemarknaden har med all sannolikhet stigit markant under senare tid. Marknadens syn på risktillägg för mindre bolag med begränsad likviditet i aktien har rimligen också förändrats. Att kvantifiera dessa på ett objektivt sätt är i dagsläget svårt. Vår sammanvägda bedömning är att det motiverade avkastningskravet för Opus har ökat till 13,0%, vilket kan jämföras med 11,0% i juni 2008. Eftersom detta inte är någon exakt vetenskap så bifogar vi en känslighetsanalys i tabellen nedan.

Vår syn på riskerna i Opus verksamhet har inte förändrats nämnvärt under det gångna året. Den befintliga verksamheten har levererat väl i linje med våra förväntningar och marknaden bör vara relativt okänslig för konjunkturen. Samtidigt måste vi konstatera att flertalet stora affärer har förskjutits tidsmässigt. Våra prognoser förutsätter att de skall ta nya affärer och avkastningskravet skall därför avspegla även denna osäkerhet. Dessutom är bolaget förhållandevis litet och listat på First North, vilket gör att de inte är tillgängliga för alla placerare. WACCen kommer naturligtvis att förändras i takt med att de når framgångar (eller motgångar). Bättre likviditet i aktien och ett listbyte till OMX hjälper också till.

*Även med konservativa
antaganden framstår
aktien som undervärderad*

I tabellen nedan har vi varierat WACC och lönsamhet baserat på Redeyes prognoser. EBITDA-marginalen har vi justerat från och med år 2013. Här framgår bland annat att värdet ökar till 2,36 SEK per aktie om vi använder oss av en WACC på 11%. Detta är sannolikt ett rimligt avkastningskrav på lite sikt, när finansmarknaderna stabiliserats och under förutsättning att bolaget kan leverera en fortsatt lönsam tillväxt. Vi ser också att avsevärt mer konservativa antaganden om marginaler och avkastningskrav fortfarande indikerar att aktien är undervärderad. Med 12% EBITDA-marginal och 15% WACC så blir det motiverade värdet 1,08 SEK per aktie, vilket är 30-40% över dagens börskurs. Värdena anges i kronor per aktie utifrån vår DCF-modell.

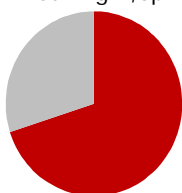
DCF-värde, SEK per aktie			
EBITDA-marginal, %	12,0	15,0	18,0
WACC, %			
11,0	1,81	2,36	2,78
13,0	1,38	1,77	2,14
15,0	1,08	1,43	1,68

Källa: Redeye Research.

Sammanfattning Redeye Rating

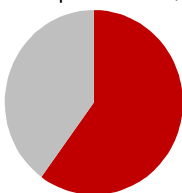
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 7,0p



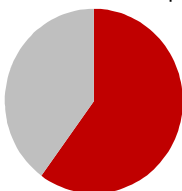
Kommentar: Historiskt har Opus lyckats väl både i sin ursprungliga verksamhet som visat kraftig tillväxt och i nyförvärvade SysTech som haft hög och stabil lönsamhet. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 6,0p



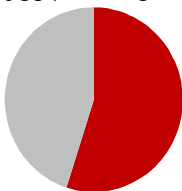
Kommentar: Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position. Flera konkurrenter är dock betydligt större.

Lönsamhet 6,0p



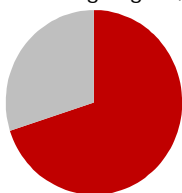
Kommentar: Opus har visat positiva resultat varje kvartal de senaste tre åren. Bruttomarginalen är hög, men resultatet belastas av förvärvsrelaterade avskrivningar efter SysTech-förvärvet. Redovisat resultat och ROE blir därför medioker.

Trygg placering 5,5p



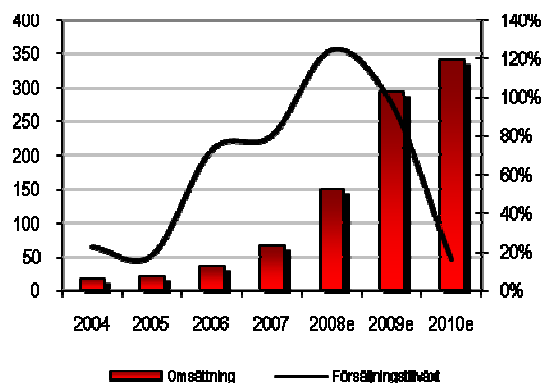
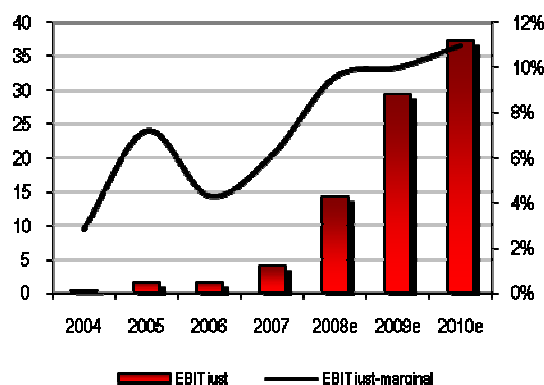
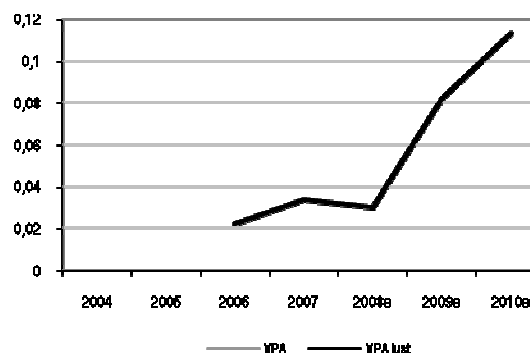
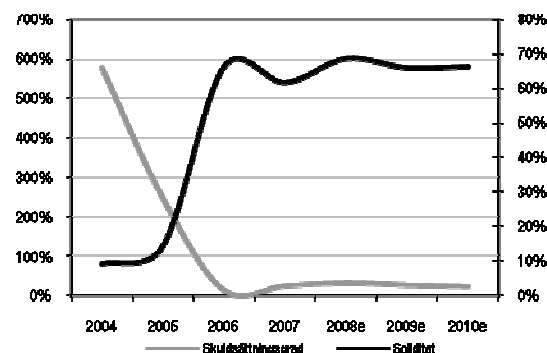
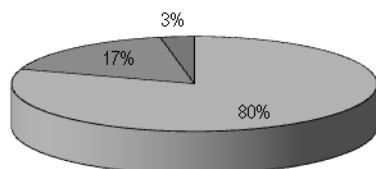
Kommentar: Konjunkturkänsligheten är låg och vi ser inget behov av kapitaltillskott. Däremot är Opus beroende av nya stora kontrakt, vilka är av binär karaktär. Omsättningen i aktien är dock låg och en placering bör därför vara långsiktig.

Investeringsläge 7,0p

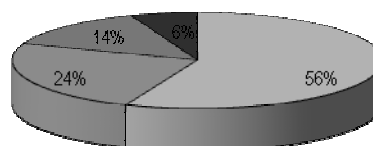


Kommentar: Aktien framstår som klart undervärderad utifrån en kassaflödesmodell baserad på våra prognoser. Ett par viktiga nyheter i form av nya kunder och kontrakt kan bli kursdrivande den närmaste tiden.

Resultaträkning, MSEK					
Omsättning	37	67	147	269	363
Summa rörelsekostnader	-34	-60	-122	-225	-304
EBITDA	3	6	25	44	59
Avskrivningar	-1	-2	-14	-24	-25
EBIT	2	4	12	20	35
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	-1	-6	-6	-6
Resultat före skatt	1	4	6	14	28
Skatt	0	-1	-2	-4	-9
Nettoresultat	1	2	4	9	20
Resultaträkning just, MSEK					
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	3	6	25	44	59
EBIT just	2	4	12	20	35
PTP just	1	4	6	14	28
Nettoresultat just	1	2	4	9	20
Balansräkning, MSEK					
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	7	4	5	8	10
Kundfordringar	6	17	37	54	76
Lager	9	22	29	48	62
Andra fordringar	2	3	7	13	17
Summa omsättningstillg.	24	47	79	123	165
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Inventarier	1	2	49	54	60
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	12	184	189	189
Balans. utv. kostn.	5	7	76	61	48
Ovr. imateriella tillg.	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	6	21	309	304	297
Summa tillgångar	30	68	388	427	463
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	6	8	15	32	44
Ovriga icke ränteb. skulder	2	6	18	30	40
Summa kortfristiga skulder	7	15	32	62	84
Långa icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Räntebärande skulder	3	11	75	75	79
Summa skulder	10	26	107	137	163
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	20	42	280	290	300
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & Eget Kapital	20	42	280	290	300
Summa skulder och eget kapital	30	68	388	427	463
Fritt kassaflöde, MSEK					
Omsättning	37	67	147	269	363
Summa rörelsekostnader	-34	-60	-122	-225	-304
Avskrivningar	-1	-2	-14	-24	-25
EBIT	2	4	12	20	35
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	-1	-2	-4	-9
NOPLAT	2	3	10	15	26
Avskrivningar	1	2	14	24	25
Bruttokassaflöde	2	5	23	39	51
Förändring i rörelsekapital	-4	-18	-13	-12	-19
Investeringar	-5	-17	-235	-18	-18
Fritt kassaflöde	-6	-30	-224	9	14
Kapitalstruktur					
Soliditet	67%	62%	72%	68%	65%
Skuldsättningsgrad	14%	26%	27%	26%	26%
Nettoskuld	-4	7	70	67	69
Sysselsatt kapital	23	53	355	365	379
Kapitalets oms. hastighet	2,3	1,8	0,7	0,7	1,0
Tillväxt					
Försäljningstillväxt	73%	80%	121%	82%	35%
VPA-tillväxt (just)	n.m. %	54%	-41%	142%	110%
Tillväxt eget kapital	685%	110%	570%	3%	4%
DCF värdering					
Riskpremie (%)	8,0				
Betavärde	1,6				
Risikfri ränta (%)	2,6				
Räntepremie (%)	1,5				
WACC (%)	13,0				
Antaganden 2013-17 (%)					
Genomsn. förs. tillv.	10,0				
EBIT-marginal	15,0				
Kassaflöden, MSEK					
NV FCF (2008-12)					65,7
NV FCF (2013-17)					126,0
NV FCF (2018-)					217,1
Rörelsefrämjade tillgångar					5,5
Räntebärande skulder					75,0
Motiverat värde					339,4
Motiverat värde per aktie, SEK					1,8
Börskurs, SEK					0,8
Lönsamhet					
Avk. på eget kapital (ROE)	11%	7%	2%	3%	7%
ROCE	10%	11%	6%	5%	9%
ROIC	10%	8%	5%	4%	7%
EBITDA just-marginal	7%	9%	17%	16%	16%
EBIT just-marginal	4%	6%	8%	7%	10%
Netto just-marginal	3%	3%	3%	4%	5%
Data per aktie, SEK					
VPA	0,02	0,03	0,02	0,05	0,10
VPA just	0,02	0,03	0,02	0,05	0,10
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Nettoskuld	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,4
Antal aktier	54,8	64,3	193,1	193,1	193,1
Värdering					
Enterprise value	147	158	158	158	158
P/E	35,1	22,9	38,5	15,9	7,6
P/E just	35,1	22,9	38,5	15,9	7,6
P/S	4,1	2,3	1,0	0,6	0,4
EV/S	4,0	2,4	1,1	0,6	0,4
EV/EBITDA just	58,3	26,1	6,2	3,6	2,7
EV/EBIT just	92,3	38,6	13,4	8,1	4,5
P/BV	7,6	3,6	0,5	0,5	0,5
Aktiens utveckling					
1 mån	0%				
3 mån	-7%				
12 mån	-66%				
Årets Början	-13%				
Tillväxt/år					
Omsättning					77%
Rörelseresultat, just					63%
V/A, just					0%
EK					306%
Aktiestruktur %					
			Röster		Kapital
AB Kommandoran			15,3		15,3
Lothar Geilen			9,2		9,2
Pradeep Tripathi			6,6		6,6
Andra AP-fonden			4,7		4,7
HWJ Holding ApS			4,6		4,6
Famex Grossist AB			2,4		2,4
Vision Invest Sprl			2,4		2,4
Digital Image S.A.			2,2		2,2
Fore C Investment			2,2		2,2
AMF Pension			1,4		1,4
Aktien					
Reuterskod					OPUS.ST
Lista					First north
Kurs, SEK					0,8
Antal aktier, milj					193,1
Börsvärde, MSEK					151
Börspost					2 000
Bolagsledning & styrelse					
VD			Magnus Greko		
CFO			Tomas Jonson		
Ordf			Göran Nordlund		
Nästkommande rapportdatum					
Bokslutskommuniké			2009-02-23		
Analytiker					
Henrik Alveskog					Redeye AB
henrik.alveskog@redeye.se					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr 114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produktområden


Automotive Test Equipment Bilprovningsavgifter Fleet Management

Geografiska områden


Nordamerika Norden Östasien, EU Östasien världen

Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget Opus Prodox: Nej

Redeye har deltagit i rådgivning eller corporate finance relaterade tjänster de sista 12 månaderna i Opus Prodox: Nej

Analysen är baserad på Redeyes Analysgarantikoncept

Verksamhetsbeskrivning

Opus är en industrikoncern inom miljö- och säkerhetskontroll av fordon. Bolaget tillverkar och säljer produkter och tjänster för bilprovningar, fordonsindustrin och verkstäder.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget producerar och säljer aktieanalys samt har tillstånd att mottaga och vidarebefordra finansiella instrument, att lämna investeringsrådgivning avseende finansiella instrument samt att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument, enligt 2 kap. 1-2 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Redeye har ingen egen corporate finance avdelning och bedriver ej handel för egen räkning. Vi kan dock samarbeta med externa corporate finance aktörer, fondbolag och fondkommissionärer.

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 därefter.
- 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.
- Analysgaranti (AG) och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Redeye är dessutom officiell Research Provider, ett koncept framtaget av NasdaqOMX, vilket betyder att Redeye tillhandahåller aktie- och bolagsanalys på bolag noterade på NasdaqOMX börslistor. Dessa typer av analyskoncept genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Redeye AB kan utföra finansiell rådgivningsverksamhet mot onoterade och noterade bolag. Läsaren av dessa rapporter bör anta att Redeye kan ha 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 ej 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. Ett case uppdateras dock med hög frekvens och minst vid varje kvartalsrapport och större händelse (<4 ggr/år). Bolagen som följs via AG-konceptet, uppdateras minst 2 gånger per år.

Rekommendationsstruktur

Redeyes rekommendationer för fundamental analys är: Köp (Buy), Avvakta (No Case), Sälj (Sell). Rekommendationer baserade på fundamental analys har en placeringshorisont på 6 månader, om inte annat kommuniceras. Den tekniska analysen har en avsevärt kortare horisont. I analyserna presenteras även en bedömning av den bolagsspecifika risken i aktien. De olika risknivåerna är: Låg, Medel, Hög och Spekulativ. Risknivån är en sammanvägd och subjektiv bedömning av; branschen, bolagets finansiella situation, förväntat nyhetsflöde och andra företagsspecifika faktorer.

För analyser enligt AG-konceptet utfärdas ej några investeringsrekommendationer. 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. Syften är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare samt långsiktigt stödja likviditeten i aktien.

Rekommendationsspridning (2009-01-26)

Rekommendation	Antal	% av alla	% ex. AG
Köp	16	18%	35%
Avvakta	18	20%	39%
Sälj	12	14%	26%
AG/Analysgaranti	42	48%	0%
Totalt	88	100%	100%

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.