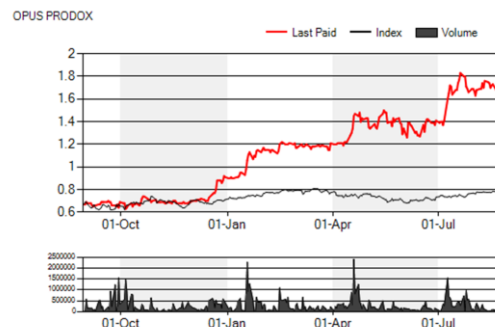
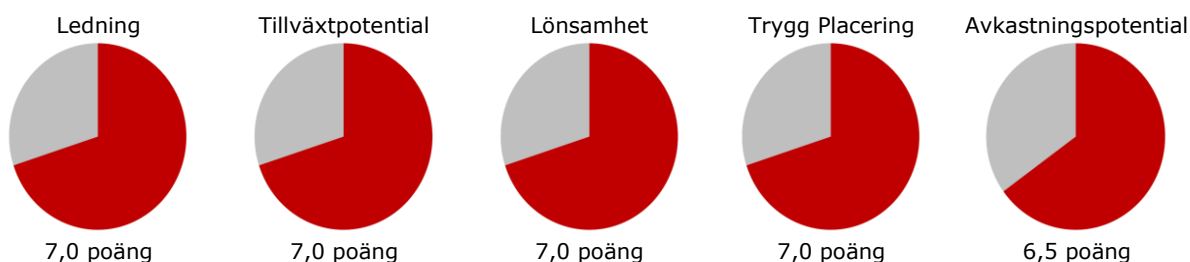


Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
Ny fas - Bilprovning i Sverige

- Genom förvärvet av delar av Bilprovningens stationsnät går Opus in i en ny fas. Intäkter och resultat kommer att mer än 4-dubblas mellan år 2011 och 2013.
- Affären innebär en högre skuldsättning och viss risk förknippad med att marknaden omregleras och bli mer konkurrensutsatt. Utfallet i Q2 visar att den konjunkturskänsliga Europaverksamhet är Opus svaga punkt. Denna andel blir väsentligt lägre i den nya koncernen vilket väger upp risken.
- Våra prognoser beaktar tillskottet från förvärvet, ökad skuldsättning och nyemission. Nettoeffekten ger ett motiverat värde kring 2,40 SEK/aktie och därmed fortsatt god uppsida i aktien.

Lista: First North
 Börsvärde: 328 MSEK
 Bransch: Industrivaror & tjänster
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2010	2011	2012e	2013e	2014e	Fakta	
Omsättning, MSEK	229	232	420	1 050	1 098	Aktiekurs (SEK)	1,7
Tillväxt	3%	1%	81%	150%	5%	Antal aktier (milj)	193,1
EBITDA	30	29	40	149	156	Börsvärde (MSEK)	328
EBITDA-marginal	13%	12%	10%	14%	14%	Nettoskuld (MSEK)	84
EBIT	-6	-3	9	120	129	Free float (%)	68,0
EBIT-marginal	-3%	-1%	2%	11%	12%	Dagl oms. ('000)	250
Resultat före skatt	-10	-5	4	104	116		
Nettoresultat	-10	-5	3	78	87		
Nettomarginal	-4%	-2%	1%	7%	8%		
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	Analytiker:	
VPA	-0,05	-0,03	0,02	0,40	0,45	Henrik Alveskog	
VPA just	-0,05	-0,03	0,02	0,40	0,45	henrik.alveskog@redeye.se	
P/E just (ej emissionsjust.)	n.m.	n.m.	100,9	4,2	3,8		
P/S	1,4	1,4	0,8	0,3	0,3		
EV/S	1,6	1,5	1,0	0,4	0,4		
EV/EBITDA just	12,4	12,1	10,3	2,8	2,6		

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) bransch erfarenhet, 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) konjunktorkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunktorkänslighet 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) upptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, upptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Dubblar volymen igen

Halvårsrapporten som släpptes i förra veckan blev lite av en icke-händelse. Åtminstone i jämförelse med beskedet som lämnades i juli om att Opus köper omkring en tredjedel av Svensk Bilprovnings stationsnät. Konsekvenserna av detta är flera. Koncernens storlek i form av intäkter och resultat kommer mer än dubbleras och jämfört med nivån 2011 handlar det om en fyrdubbling. Detta ger dem sannolikt en annan dignitet som leverantör eller partner vid kommande internationella affärer. Besiktningar kommer utgöra huvuddelen av intäkterna vilket gör att konjunktur-känsligheten reduceras markant. En genomgång av Q2-rapporten återfinns på sida 8 och prognoser med värderingsresonemang från sida 10.

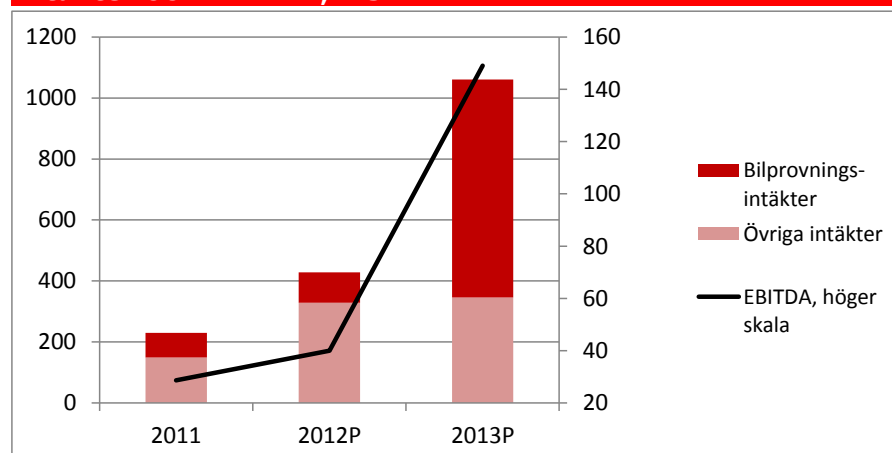
Lägre konjunkturkänslighet

Ny fas – Bilprovning i Sverige

Vi blev först lite överraskade av beskedet att Opus köper Besiktningskluster 1 AB från Bilprovningen. Förvisso är det en industriellt logisk affär men vi trodde att prislappen skulle hamna mycket högre och att Opus av det skälet skulle avstå. Köpeskillingen, med avdrag för nettokassa, blir omkring 320 MSEK och motsvarar strax under 4x underliggande resultat, EBITDA. Därmed ser detta ut att bli ännu en mycket bra affär även i det korta perspektivet och oaktat det strategiska värdet som följer av att koncernen nu blir en etablerad aktör inom fordonsinspektioner även utanför USA.

Opus tar nu ännu ett gigantiskt steg uppåt storleksmässigt. Årstakten på koncernens intäkter är på väg uppåt under årets andra hälft, men det stora lyftet nästa år väntas givetvis komma från den nya verksamheten inom bilbesiktning i Sverige. Därmed kommer bilprovningsintäkterna utgöra omkring två tredjedelar av koncernens verksamhet vilket förändrar bolaget markant även ur ett aktiemarknadsperspektiv.

Intäkter och EBITDA, MSEK



4x större än år 2011 och en helt annan intäktsmix

Källa: Opus Group, Redeye Research

Kluster 1 – 70 besiktningstationer i Mälardalen och norrut

Som ett led att förbättra konkurrensen i Sverige har Bilprovningens dryga 200 stationer delats upp i tre olika kluster. Opus köper det så kallade Besiktningsskluster 1 AB med tyngdpunkt på Mälardalen, Stockholmsregionen och norrut. Försäljningen av Kluster 2, Götaland och södra Sverige, väntas vara klar inom kort. Bilprovningen behåller själva resterande del, ca 88 stationer, som är rikstäckande och till stor del i glesbefolkade områden. Själva uppdelningen framstår som något av en kompromiss mellan rent affärstänkande och någon form av konsumenthänsyn. Nu finns förutsättningar för konkurrens mellan klustren inom regionerna. Samtidigt är stationerna inom Kluster 1 och Kluster 2 geografiskt relativt samlade och bör därför vara attraktiva för tänkta köpare.

Genom förvärvet av Besiktningsskluster 1 AB får Opus framför allt:

- cirka 540 anställda vid 70 besiktningstationer med tillhörande utrustning och hyreskontrakt.
- Under fjolåret genomförde dessa cirka 2 miljoner fordonsinspektioner och omsatte 543 MSEK.
- Alla tillstånd och certifieringar för att driva verksamheten vidare finns givetvis också på plats.

I affären ingår inga gemensamma funktioner. Dessa håller Opus för närvarande på att upprätta. Genom att de redan har egna IT-system och övrig utrustning och service för att supporta den nya organisationen borde det finnas klara synergieffekter. Sammantaget skapar detta en relativt hög inträdesbarriär och därmed ett tidsmässigt stort försprång gentemot konkurrenter som vill etablera sig i Sverige. Alternativet att för Opus på egen hand starta bilprovning i Sverige fanns knappast på kartan. Men om man skall räkna på någon form av "pay-back" kalkyl på förvärvet är naturligtvis olika inträdesbarriärer för nya konkurrenter viktiga.

Överraskande låg köpeskilling

Opus betalar motsvarande cirka 320 MSEK justerat för nettokassan vid tillträdet. 2011 års resultat före avskrivningar, EBITDA, uppskattas till omkring 85 MSEK. Köpeskillingen motsvarar alltså knappt 4x EBITDA. Vi hade trott att priset skulle bli minst 50% högre. Beräkningen av EBITDA gjorde Opus utifrån antagandet att central administration som andel av intäkterna kan hållas på samma nivå som den varit tidigare.

*Köpeskilling: knappt 4x
EBITDA*

För en konjunkturokänslig verksamhet med repetitiva intäkter och ett stabilt kundunderlag kan man fråga sig varför priset inte blev högre. Främsta anledningen är troligtvis den osäkerhet som förknippas med att en marknad avregleras och utsätts för konkurrens. Historisk lönsamhet för ett monopol säger antagligen inte så mycket om framtiden. Erfarenheten från framför allt Danmark, finns i färskt minne. På denna marknad skedde en överetablering som ledde till försämrade lönsamhet för branschen.

*Avreglering innebär viss
osäkerhet*

Bilprovningen har utifrån sin monopolställning givetvis kunnat planera sin utbyggnad för att säkerställa en bra beläggning i sina anläggningar. När marknaden konkurrensutsätts skapas osäkerhet i det avseendet.

Begränsat antal tänkbara köpare

Möjligen var det också så att antalet seriösa intressenter var begränsat. Sverige är en relativt perifer marknad och grannländerna är redan avreglerade. Köpet av ett stationsnät kräver också att man själv snabbt kan ta över driften och bygga upp alla stödfunktioner.

Stabilt underlag, men stigande priser ger tillväxt

Priserna är redan på väg upp

Själva kundunderlaget i form av antal fordon och inspektionsintervaller är stabilt och förutsägbart. Fordonsparken ökar något över tiden och i dagsläget finns inget som tyder på större förändringar i myndigheternas krav på besiktningarna. Möjligen kan vissa närliggande tjänster erbjudas, vilket redan sker i viss begränsad utsträckning. Däremot kommer priset per besiktning att stiga. De nya aktörerna har redan börjat erbjuda bättre tillgänglighet, vilket de även tar betalt för.

I tätorter där det finns ett stort kundunderlag kommer fler besiktningstationer med all sannolikhet att byggas. Många kommer också förlänga sina öppettider för att öka servicenivån. I våra grannländer ökade antalet besiktningstationer radikalt efter att marknaderna avreglerades. I princip skedde en fördubbling av kapaciteten i form av antal besiktningsslinjer. Samtidigt steg genomsnittspriset för en besiktning också kraftigt. Priserna i Sverige kommer antagligen variera mellan olika orter och tidpunkter, vilket skett i exempelvis Finland och Danmark.

Priserna för besiktning är klart högre i våra grannländer

Priset för en vanlig kontrollbesiktning på personbilar hos svensk Bilprovning har under de senaste 10 åren varit oförändrat 300 kronor inklusive moms. För de allra flesta uppfattas det säkert som ett lågt pris i sammanhanget. Högre tillgänglighet på exempelvis kvällar och helger gör det troligen värt att betala mer. Även jämfört med våra nordiska grannar är priset lågt i dagsläget. I Finland kostar det 50-55 EUR, och i Danmark omkring 500 DKR. Priserna i Norge har vi inte undersökt då de inte är helt jämförbara. Där kan verkstäder genomföra besiktningar vilket gör att prisbilden blir annorlunda. Man kan relativt enkelt dra slutsatsen att priserna i Sverige kommer att stiga och branschen kommer att växa markant omsättningsmässigt. Gissningsvis med tvåsiffriga tal under flera år.

Ökad konkurrens

En handfull nya aktörer

På den svenska marknaden finns vid sidan av de tre kluster som tidigare utgjorde Bilprovningens verksamhet nu även en handfull nya aktörer. Sammantaget har de i dagsläget 30-35 besiktningstationer, främst i anslutning till de tre storstadsregionerna. Dessa företag är spanska Applus, tyska Dekra, finska Carspect samt ett par mycket lokala aktörer. Applus är multinationella och även en av Opus huvudkonkurrenter i USA. Dekra är också ett globalt företag men har inte bilbesiktning som sin specialitet.

Carspect är den utmanare som kommit längst

Carspect är de som har kommit längst på den svenska marknaden. Carspect är ett dotterbolag till A-Katsastus Group som i sin tur ägs av Bridgepoint som närmast kan beskrivas som ett riskkapitalbolag. A-Katsastus har sitt säte i Finland och kommer ursprungligen från en motsvarighet till svensk Bilprovning. Idag är de etablerade i 7-8 länder i norra Europa inom fordonsbesiktning och omsätter cirka 200 MEUR. Carspect har sedan år 2010 startat upp ett 20-tal stationer i södra Sverige och Stockholmsområdet.

Om det finns fler bolag som står i startgroparna för att gå in på den svenska marknaden vet vi inte. Någon enstaka uppstickare kan mycket väl komma, men vi skulle bli förvånade om någon ytterligare större aktör etablerar sig i Sverige. Marknadens storlek och det försprång som dagens aktörer (främst de tre "Bilprovningens-klustren" samt Carspect) kommer att ha, gör att en sådan satsning blir riskfylld.

Mindre risk för konkurrens norrut

I det korta perspektivet är detta ett område som är lätt för oss utomstående att övervaka. Genomlysningen är i det närmaste total. Alla aktörer visar var de finns, vad de erbjuder och vad det kostar. Samtidigt är efterfrågan extremt stabil och lätt att förutse. I det längre perspektivet blir det väsentligt mycket svårare. Priserna är nu på väg uppåt, men vi vet inte när eller på vilken nivå de planar ut. Ändrad lagstiftning eller teknologiskiften kan påverka marknadens storlek, både uppåt och nedåt. Ur ett konkurrensperspektiv kan teknologiskiften sannolikt gynna Opus som ligger i framkant. Däremot kan det som sagt innebära att marknaden totalt sett minskar. Ur Opus perspektiv bör den enskilt viktigaste faktorn för att säkerställa långsiktig lönsamhet vara att marknaden inte blir överetablerad. Detta måste man således hålla ögonen på. Opus valde Kluster 1 framför Kluster 2 av ett par olika skäl. Dels är Kluster 1 lite större. Det andra skälet är geografiskt. Stationerna ligger huvudsakligen i Mälardalen och norrut. De nya konkurrenterna har öppnat stationer i storstadsregionerna och de södra delarna av landet. Norr om Mälardalen verkar alltså mindre intressant för nyetableringar.

Opus – före och efter

Mer repetitiva intäkter lägre konjunkturberoende

Affären får en väsentlig betydelse för koncernens konjunkturkänslighet. Förvisso kommer redan idag omkring två tredjedelar av intäkterna från tjänster och service, varav knappt hälften är besiktningsprogrammen i USA. Andelen av Opus försäljning som kan betecknas som konjunkturberoende uppskattar vi till omkring 30% i dagsläget. Med koncernens nya struktur kommer denna del bara vara 10-15% av intäkterna. Resultatmässigt är det ännu mindre eftersom lönsamheten i de nordamerikanska besiktningsprogrammen lyfter koncernen.

Endast 10-15% av intäkterna kommer vara konjunkturkänsliga

Högre skuldsättning och starkare kassaflöden

Opus har uppgivit att affären finansieras med ett banklån om 175 MSEK, en säljarrevers om 170 MSEK samt en nyemission på 50 MSEK. Nettolåneskulden vid utgången av Q2 var 84 MSEK. Denna stiger till uppskattningsvis 370 MSEK efter förvärvet. Samtidigt blir kassaflödena också avsevärt starkare. Bilprovning binder knappt något kapital då betalning sker omgående. Däremot är vi än så länge osäkra på investeringsbehovet i verksamheten.

Konkurrerar med sina kunder

Ett litet frågetecken uppstår med tanke på att Opus nu kommer att konkurrera med ett par av deras allra största kunder i Sverige: Svensk Bilprovning och Carspect. Opus avsikt är att helt särskilja sina roller som leverantör av utrustning respektive fordonsinspektioner. Vi tror att det kan lyckas. Men skulle de förlora dessa kunder så är det ändå ett förhållandevis lågt "pris" i det här sammanhanget.

Svensk Bilprovning och Carspect är viktiga kunder

Q2- Ingen kioskvältare

*Tillfälliga kostnader
tyngde resultatet*

*Europa var dock svagare
än väntat*

Utfallet i Q2-rapporten bjöd inte på några stora överraskningar. Redovisat EBITDA var visserligen bara 3,5 MSEK men innehöll ett par tillfälliga kostnadsposter som vi inte hade insyn i. Uppstartskostnader för Wisconsinprogrammet var 1,7 MSEK och förvärvsrelaterade kostnader för Bilprovningen cirka 3 MSEK. Justerat för detta hade vi ändå räknat med lite bättre resultat, se tabell nedan. Avvikelsen låg i Europaenheten som haft kraftigt vikande volymer. Under första halvåret hade de en organisk tillväxt på minus 20% och i Q2 var det ännu något värre.

Förväntat vs. utfall				
(SEKm)	Q2'11	Q2'12P	Utfall	Diff
Försäljning	57,9	101,0	100,3	-1%
EBITDA *	8,4	10,8	8,2	-24%
EBIT *	0,5	2,8	-0,3	n.m.
PTP *	0,0	1,8	-0,3	n.m.
VPA, SEK	0,00	0,01	0,03	200%
Försäljningstillväxt	0%	74%	73%	
EBITDA marginal	15%	11%	8%	
EBIT marginal	1%	3%	0%	
VPA tillväxt (YoY)	n.a	n.a	neg	

Källa: Opus Group, Redeye Research

* Justerat för uppstartskostnader i Wisconsin: 1,7 MSEK & förvärvet av Bilprovningen: 3 MSEK

Tabellen nedan visar utvecklingen per affärsenhet och kvartal. För Q2 har vi dock justerat resultatet i enheten Europa & Asien för de 3 MSEK som belastade perioden med anledning av förvärvet av Besiktningskluster 1. De ligger istället i koncernjusteringar.

Kvartalsvis utveckling									
(MSEK)	Q2	Q3	Q4	Q1-11	Q2	Q3	Q4	Q1-12	Q2
Europa & Asien									
Omsättning	32	29	37	41	38	28	43	34	31
EBITDA	0,8	1,3	1,0	2,9	3,4	1,8	1,6	1,8	-0,5
EBITDA-marginal	2%	5%	3%	7%	9%	7%	4%	5%	-2%
Nordamerika									
Omsättning	25	26	23	20	20	22	19	55	70
EBITDA	8,0	6,4	5,1	6,1	5,1	6,7	3,4	6,7	7,0
EBITDA-marginal	33%	25%	22%	30%	26%	31%	18%	12%	10%
Koncernjusteringar mm									
EBITDA	0	1	0	0	0	0	-2	0	-3
Sa: Intäkter	56,8	54,5	59,4	61,3	57,9	49,1	61,8	88,6	100,8
EBITDA	8,7	8,2	5,9	9,1	8,4	8,5	2,6	8,5	3,5
EBITDA-marginal	15%	15%	10%	15%	15%	17%	4%	10%	3%
Av- och nedskrivningar	-9	-9	-9	-8	-8	-8	-8	-8	-8
varav IP, kundrelationer	-8	-8	-7	-6	-6	-7	-6	-6	-6
EBIT	-0,6	-1,0	-2,8	0,9	0,5	0,7	-5,6	0,3	-5,0

Källa: Opus Group, Redeye Research

Nordamerika ser stabilt ut medan Europa är mer osäkert

Nordamerika tyngs också av ett par tillfälliga kostnader under Q1-Q2. Dessa är relaterade till ESP förvärvet samt uppstarten på Wisconsinprogrammet. ESP ingår från 21 januari 2012 vilket är orsaken till omsättningsökningen från Q1 i år. Beaktat att ESP har lägre marginaler än operatörsverksamheten inom Systech ser underliggande lönsamhet relativt stabil ut i Nordamerika. I den konjunkturkänsliga Europa enheten ser vi dock risk för en period med fortsatta förluster.

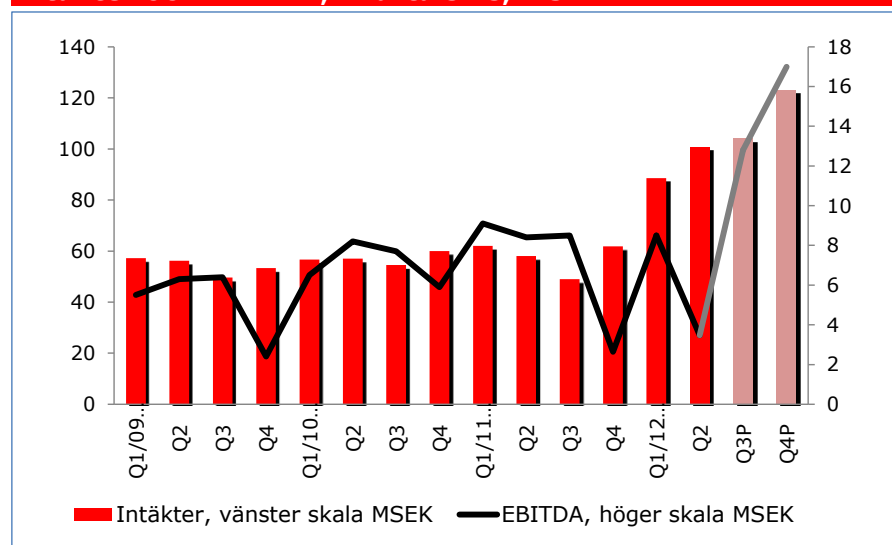
Stark spurt väntas

Avslutningen på detta år ser ut att bli riktigt starkt eftersom två nya stora kontrakt i USA då börjar bidra till intäkter och resultat.

Bilprovsningsprogrammet i Wisconsin startade som planerat i juli. På årsbasis beräknas detta ge nästan 30 MSEK i försäljning och ett klart lyft i lönsamheten. Leveransen till North Carolina kommer också under hösten och bidrar rejält. Framförallt resultatmässigt då affären till stor del är en leverans av programvara. Hur fördelningen mellan kvartalen blir känner vi inte till. Vi vet heller inte hur nytilkomna ESPs säsongsmönster har sett ut. Grafen nedan är främst en illustration av storleksordning och riktning på omsättning och resultat.

De nya kontrakten i USA väntas ge ett markant lyft under hösten

Intäkter och EBITDA, kvartalsvis, MSEK



Källa: Opus Group, Redeye Research

Prognos & Värdering

De stora förändringarna i våra prognoser avser nu givetvis tillkommande bilprovsningsverksamhet i Sverige. Denna inkluderar vi i resultaträkningen från och med kommande årsskifte, även om tillträdet sannolikt kommer ske lite tidigare. Prognoserna tar även hänsyn till ökad skuldsättning, räntekostnader samt utspädning efter kommande nyemission.

Våra prognoser baseras på väldigt enkla antaganden och saknar därför än så länge någon precision. Förhoppningsvis finns mer information i kommande prospekt inför Opus nyemission som ger oss ett bättre underlag.

Tabellen nedan återger intäktsnivån och den uppskattning Opus gjorde över EBITDA 2011 proforma. Övriga siffror är våra prognoser och uppskattningar. Intäkterna har vi beräknat utifrån antal inspektioner och prisnivån på marknaden. Besiktningskluster 1 genomför i dagsläget cirka 2 miljoner inspektioner årligen. Priset för personbil inklusive moms är 300 SEK. Vi har räknat med att Opus tappar lite i volym på grund av ökad konkurrens. Samtidigt är priserna tydligt på väg upp. Tabellen nedan visar vilka antaganden vi gjort och vad effekten blir på intäkterna. Trots att priserna stiger räknar vi med oförändrade marginaler. Vi är lite försiktiga och tar höjd för exempelvis högre personalkostnader för obekväma arbetstider och lägre kapacitetutnyttjande i anläggningarna.

Vi har räknat med lite lägre volym men högre priser

Besiktningskluster 1 AB	Proforma	Proforma		
MSEK	2011	2012P	2013P	2014P
Intäkter	543	545	597	605
Overhead	-86	-86	-90	-92
EBITDA	85	83	89	90
EBITDA-marginal	16%	15%	15%	15%
Intäktsfördelning, cirka				
Inspektioner, antal milj	2,0	2,0	1,9	1,8
Snittintäkt, SEK	240	240	280	300
Snittintäkt inkl moms	300	300	350	375
Intäkter från inspektioner	480	480	532	540
Övriga intäkter	63	65	65	65
Totala intäkter	543	545	597	605

Källa: Opus Group, Redeye Research

Vi adderar Bilprovning Sverige och gör bara mindre justeringar i övriga prognoser

I tabellen nedan har vi adderat Bilprovning Sverige till de övriga enheterna. Troligtvis kommer denna inte att särredovisas av Opus utan ingå i Europa & Asien. Nordamerika redovisas också som en enhet med vi väljer att än så länge visa våra prognoser för ESP separat för att öka genomlysningen. På raden Koncernjusteringar ligger de 3 MSEK i förvärvsrelaterade kostnader för Besiktningskluster 1 samt tilläggsköpeskilling (s.k. earn outs) till säljarna av Systech med anledning av nya affärer som nu har tagits.

New York avgörs snart men vi räknar inte med att det går till Opus

För Nordamerika har vi inte räknat med några nya affärer för 2012-13 än de som redan annonserats. Däremot har vi lagt in ett nytt kontrakt, som storleksmässigt är i nivå med Wisconsinaffären, med start år 2014. Givetvis är detta mer en gissning än en riktig prognos. De kan mycket väl få affärer som är både större och kommer tidigare än så. Upphandlingen i New York väntas snart vara avgjord. Det är ett jättekontrakt och skulle det gå till Opus så handlar det kanske om ännu en fördubbling av intäkterna i USA.

Europa & Asien är som bekant konjunkturberoende och ser en vikande trend. Vi har sänkt prognoserna ytterligare efter Q2-rapporten. Genom att de nu får en stor kund internt i Opus egna bilprovningsverksamhet tror vi trenden vänder under nästa år. På den svenska marknaden finns även de andra kunderna som med all sannolikhet kommer öka investeringarna.

Redeyes prognoser					
MSEK	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<u>Bilprovning Sverige</u>					
Omsättning				597	605
EBITDA				89	90
EBITDA-marginal				15%	15%
<u>Europa & Asien</u>					
Omsättning	131	150	130	143	158
EBITDA	4	10	2	9	11
EBITDA-marginal	3%	7%	2%	6%	7%
<u>Nordamerika-operatör (SysTech)</u>					
Omsättning	96	81	115	135	155
EBITDA	27	21	27	36	42
EBITDA-marginal	28%	26%	24%	27%	27%
<u>Nordamerika-ESP</u>					
Omsättning			174	175	180
EBITDA			17	21	22
EBITDA-marginal			10%	12%	12%
<u>Koncernjusteringar mm</u>					
Omsättning	1,8	0	0	0	0
EBITDA	-0,7	-2,4	-6,6	-5,7	-7,8
Sa: Intäkter	229	230	420	1050	1098
EBITDA	30	29	40	149	156
EBITDA-marginal	13%	12%	10%	14%	14%
Av- och nedskrivningar	-36	-32	-31	-29	-27
varav IP, kundrelationer	-30	-28	-23	-13	-9
EBIT	-6	-4	9	120	129
EBIT-marginal	-3%	-2%	2%	11%	12%

Källa: Opus Group, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
2,43 kronor per aktie

Vår DCF-modell ger nu ett **motiverat börsvärde omkring 546 MSEK, eller 2,43 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 29 maj 2012, var motsvarande värde 1,85 kronor per aktie.

Vi beaktar nyemissionen
men inte rabatten i
teckningskursen

Här skall dock noteras att vi räknat med en emissionskurs som motsvarar dagens börskurs (1,70 SEK) i kommande nyemission. Vi antar att de emitterar 32 miljoner aktier till 1,70 vilket ger 54 MSEK före kostnader. Emissionen kommer säkerligen ske med viss rabatt relativt dagens börskurs och därmed blir antalet aktier och utspädning högre. Värderingsmässigt kompenseras detta emellertid av det värde som teckningsrätterna då innehåller.

Effekterna i vår modell från förvärvet av Besiktningskluster 1 blir en belastning av kassaflödet 2012 genom utbetald köpeskilling. Från 2013 stiger kassaflödena markant jämfört med tidigare prognoser.

Vi använder samma avkastningskrav (WACC: 11,0%) och gör samma antaganden om uthållig tillväxt och lönsamhet som innan. Från år 2015 räknar vi med 3% i årlig tillväxt och EBIT-marginaler på 13%. Tabellen nedan visar hur värdet i vår modell varierar med olika avkastningskrav och marginaler.

DCF-värde, SEK per aktie			
EBIT-marginal från år 2015	11,0%	13,0%	15,0%
WACC			
10,0%	2,24	2,90	3,55
11,0%	1,84	2,43	3,01
12,0%	1,52	2,04	2,56

Källa: Redeye Research

Kursutveckling

Beskedet om förvärvet
togs emot klart positivt

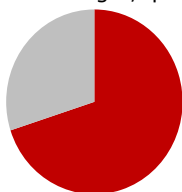
Aktien har fortsatt uppåt och kursen har nära nog dubblerats sedan årsskiftet. Beskedet om det senaste förvärvet togs emot klart positivt och banade väg för uppgången från en nivå kring 1,40 kronor till dagens 1,70. Volymerna i handeln har varit fortsatt ganska oförändrade runt 200-300 000 aktier per dag.

Sammanfattning Redeye Rating

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

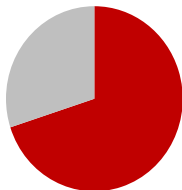
Ratingförändringar i denna rapport: Trygg Placering har ökat något, från 6,5p till 7,0p som följd av lägre konjunkturkänslighet i den nya koncernen.

Ledning 7,0p



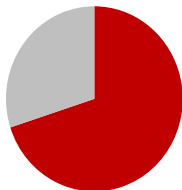
Kommentar: Historiskt har Opus lyckats väl både i sin ursprungliga verksamhet som visat kraftig tillväxt och i nyförvärvade SysTech som haft hög och stabil lönsamhet. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 7,0p



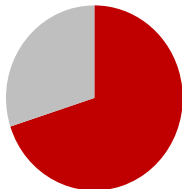
Kommentar: Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position.

Lönsamhet 7,0p



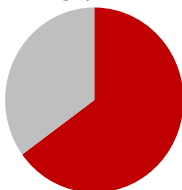
Kommentar: Sammantaget har koncernen en hög och stabil underliggande lönsamhet. Resultatet belastas dock av förvärvsrelaterade avskrivningar efter SysTech-förvärvet. Redovisat resultat och ROE blir därför medioker.

Trygg placering 7,0p



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

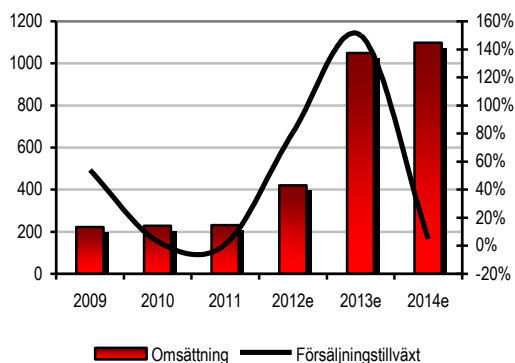
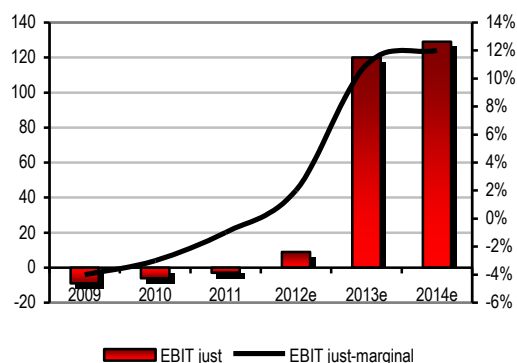
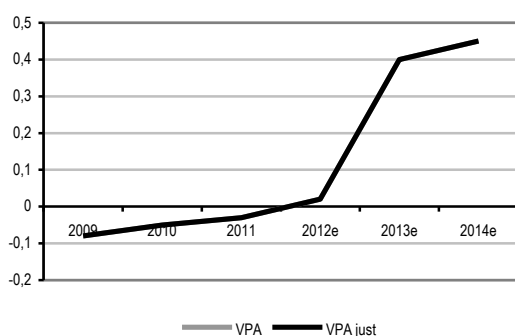
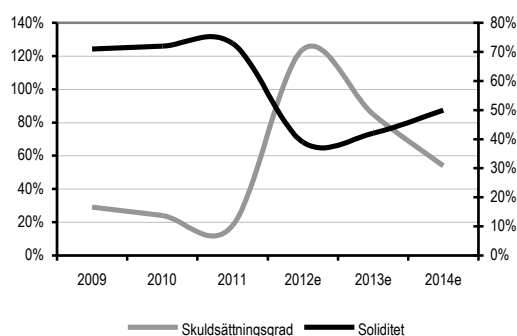
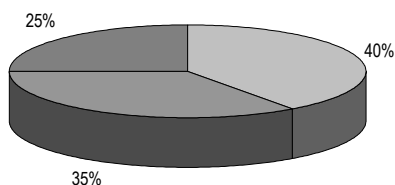
Avkastningspotential 6,5p



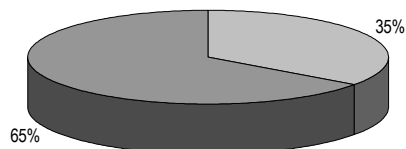
Kommentar: Aktien framstår fortfarande som undervärderad, både i relativa termer och i en kassaflödesmodell. Kursdrivande nyheter är alltjämt nya kontrakt samt bekräftelser på lönsamheten i de nya affärer som tagits.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK				
Omsättning	229	232	420	1 050	1 098	Riskpremie (%)	8,0	NV FCF (2012-14)			-213,2	
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-379	-901	-942	Betavärde	1,2	NV FCF (2015-20)			305,9	
EBITDA	30	29	40	149	156	Riskfri ränta (%)	2,0	NV FCF (2021-)			473,5	
Avskrivningar	-36	-32	-31	-29	-27	Räntepremie (%)	3,0	Rörelsefrämjade tillgångar			22,9	
EBIT	-6	-3	9	120	129	WACC (%)	11,0	Räntebärande skulder			42,3	
						Antaganden 2015-20 (%)		Motiverat värde			546,8	
Resultatandelar	0	0	0	0	0	Genomsn. förs. tillv.	3,0	Motiverat värde per aktie, SEK			2,4	
Finansiella intäkter	4	3	0	0	0	EBIT-marginal	13,0	Börskurs, SEK			1,7	
Finansiella kostnader	-7	-4	-5	-17	-14							
Resultat före skatt	-10	-5	4	104	116							
Skatt	0	-1	-1	-26	-29							
Nettoresultat	-10	-5	3	78	87							
Resultaträkning just, MSEK						Lönsamhet						
2010	2011	2012e	2013e	2014e		2010	2011	2012e	2013e	2014e		
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	Avk. på eget kapital (ROE)	-4%	-2%	1%	24%		
EBITDA just	30	29	40	149	156	ROCE	-2%	-1%	2%	18%		
EBIT just	-6	-3	9	120	129	ROIC	-2%	-1%	2%	14%		
PTP just	-10	-5	4	104	116	EBITDA-marginal (just)	13%	12%	10%	14%		
Nettoresultat just	-10	-5	3	78	87	EBIT just-marginal	-3%	-1%	2%	11%		
						Netto just-marginal	-4%	-2%	1%	7%		
Balansräkning, MSEK						Data per aktie, SEK						
2010	2011	2012e	2013e	2014e		2010	2011	2012e	2013e	2014e		
Tillgångar						VPA	-0,05	-0,03	0,02	0,40		
Omsättningstillgångar						VPA just	-0,05	-0,03	0,02	0,40		
Kassa och bank	15	23	28	41	25	Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0		
Kundfordringar	24	32	46	105	110	Nettoskuld	0,2	0,1	1,7	1,4		
Lager	38	45	76	95	99	Antal aktier	193,1	193,1	193,1	193,1		
Andra fordringar	11	9	15	42	38							
Summa omsättningstillg.	88	108	164	282	272							
Anläggningstillgångar												
Materiella anl.tillg.	45	43	105	129	151	Värdering	2010	2011	2012e	2013e		
Finansiella anl.tillg.	7	6	6	6	6	Enterprise value	370	348	413	413		
Goodwill	100	102	393	393	393	P/E	n.m.	n.m.	100,9	4,2		
Balans. utv. kostn.	94	68	75	66	61	P/E just	n.m.	n.m.	100,9	4,2		
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0	P/S	1,4	1,4	0,8	0,3		
Summa anläggningstillg.	246	218	578	593	610	EV/S	1,6	1,5	1,0	0,4		
						EV/EBITDA just	12,4	12,1	10,3	2,8		
						EV/EBIT just	n.m.	n.m.	45,1	3,4		
						P/BV	1,4	1,4	1,1	0,9		
Summa tillgångar						Aktiens utveckling						
2010	2011	2012e	2013e	2014e		Tillväxt/år				10/12e		
Skulder						1 mån	1,0%	Omsättning		20,6%		
Kortfristiga skulder						3 mån	22,0%	Rörelseresultat, just		n.m.%		
Leverantörsskulder	12	15	25	63	66	12 mån	150,0%	V/A, just		n.m.%		
Övriga icke ränteb skulder	19	29	59	137	132	Årets Början	0,9%	EK		n.m.%		
Summa kortfristiga skulder	31	44	84	200	198							
Långa icke ränteb.skulder	3	0	0	0	0							
Räntebärande skulder	57	42	365	310	240							
Summa skulder	91	87	449	510	438							
Avsättningar	0	0	1	1	1							
Eget kapital	242	239	293	365	445							
Minoritet	0	0	0	0	0							
Minoritet & Eget Kapital	242	239	293	365	445							
Summa skulder och eget kapital												
2010	2011	2012e	2013e	2014e								
Fritt kassaflöde, MSEK	2010	2011	2012e	2013e	2014e							
Omsättning	229	232	420	1 050	1 098							
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-379	-901	-942							
Avskrivningar	-36	-32	-31	-29	-27							
EBIT	-6	-3	9	120	129							
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	-1	-1	-26	-29							
NOPLAT	-6	-4	8	94	100							
Avskrivningar	36	32	31	29	27							
Bruttokassaflöde	30	28	39	123	127							
Förändring i rörelsekapital	-3	0	-11	10	-7							
Investeringar	-9	-4	-391	-44	-44							
Fritt kassaflöde												
2010	2011	2012e	2013e	2014e								
Kapitalstruktur												
2010	2011	2012e	2013e	2014e								
Soliditet	72%	73%	39%	42%	50%							
Skuldsättningsgrad	24%	18%	124%	85%	54%							
Nettoskuld	42	19	337	269	215							
Sysselsatt kapital	299	282	658	675	685							
Kapitalets oms. hastighet	0,7	0,8	0,9	1,6	1,6							
Tillväxt						Analytiker						
2010	2011	2012e	2013e	2014e		Redeye AB						
Försäljningstillväxt	3%	1%	81%	150%	5%	Henrik Alveskog						
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	n.m.%	n.m.	11%							
Tillväxt eget kapital	-8%	-1%	22%	25%	22%	henrik.alveskog@redeye.se						
		</										

Fel! Hittar inte referensskälla.

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produktområden


☐ Automotiv Test Equipment (Opus)
 ☐ Automotiv Test Equipment (ESP)
 ☐ Bilprovningssavgifter

Geografiska områden


☐ Europa och Asien
 ☐ Nordamerika

Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget Opus Group: 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 bilprovningssprogram samt tillverkar och säljer produkter och tjänster för bilprovning 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, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckningen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2012-08-17)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	25	21	19	16	26
3,5p - 7,0p	56	60	34	52	54
0,0p - 3,0p	0	0	28	13	1
Antal bolag	81	81	81	81	81

*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.