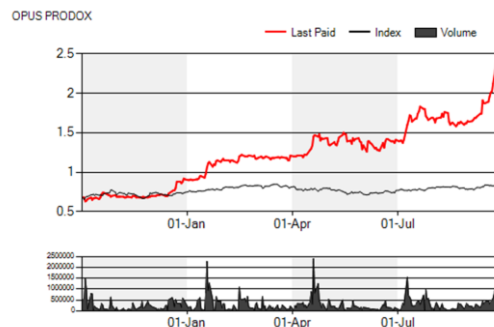
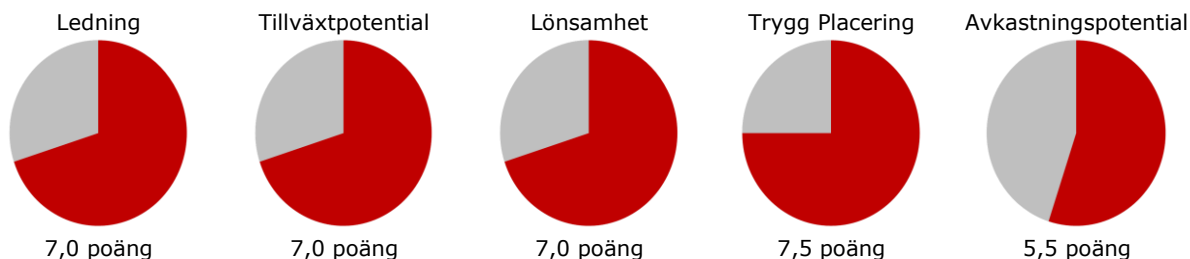


Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
På väg igenom miljardvallen

- Förvärvet och arbetet med övertagandet av Besiktningskluster 1 från Bilprovningen löper på enligt plan. Den pågående nyemissionen är odramatisk i så motto att den med all säkerhet blir fullteknad samtidigt som Opus storleksmässigt tar ett stort kliv uppåt då intäkterna mer än fördubblas.
- Prospektet innehåller delvis ny information kring den förvärvade enhetens historiska lönsamhet som gör att vi höjer prognoserna.
- Våra resultatprognoser och värdering har justerats uppåt. Höstens kraftiga kursrusning gör dock att potentialen för närvarande ser relativt begränsad ut. Rating för Avkastningspotential har minskat från 6,5p till 5,5p.

Lista: First North
 Börsvärde: 560 MSEK
 Bransch: Industrivaror & tjänster
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2010	2011	2012e	2013e	2014e	Fakta (emissionsjust.)
Omsättning, MSEK	229	232	420	1 021	1 099	Aktiekurs (SEK) 2,4
Tillväxt	3%	1%	81%	143%	8%	Antal aktier (milj) 231,7
EBITDA	30	29	33	151	184	Börsvärde (MSEK) 560
EBITDA-marginal	13%	12%	8%	15%	17%	Nettoskuld (MSEK) ca 360
EBIT	-6	-3	2	122	157	Free float (%) 68,0
EBIT-marginal	-3%	-1%	1%	12%	14%	Dagl oms. ('000) 350
Resultat före skatt	-10	-5	-3	102	141	
Nettoresultat	-10	-5	-2	75	104	
Nettomarginal	-4%	-2%	0%	7%	9%	
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	Analytiker:
VPA	-0,05	-0,03	-0,01	0,32	0,45	Henrik Alveskog
VPA just	-0,05	-0,03	-0,01	0,32	0,45	henrik.alveskog@redeye.se
P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	7,4	5,4	
P/S	2,4	2,4	1,3	0,5	0,5	
EV/S	2,6	2,5	2,2	0,9	0,8	
EV/EBITDA just	20,2	20,2	27,7	6,1	5,0	

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

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

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

Ledning

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

Tillväxtpotential

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

Lönsamhet

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

Trygg placering

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

Avkastningspotential

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

På väg igenom miljardvallen

Opus genomför i skrivande stund sin nyemission som skall delfinansiera förvärvet av Besiktningskluster 1 från Bilprovningen. Huvuddragen i denna affär har dock varit kända ända sedan i juli. Emissionsprospektet innehåller i viss mån ny information som påverkar våra prognoser både kort- och långsiktigt. Denna uppdatering görs främst med anledning av dessa prognosförändringar samt då vi nu vet villkoren i emissionen och därmed utspädningseffekten: 5 aktier ger rätt att teckna 1 ny till kursen 1:30 SEK. På sidorna 4-8 återges vår beskrivning av förvärvet av Besiktningskluster 1 och på sidorna 9-11 uppdaterade prognoser och värdering.

Sedan vår senaste analysuppdatering per 28 augusti 2012 noterar vi även några händelser respektive förväntade/kommande händelser som berör Opus. Dessa kommenteras kortfattat nedan tillsammans med de slutsatser vi har kunnat dra av informationen i emissionsprospektet:

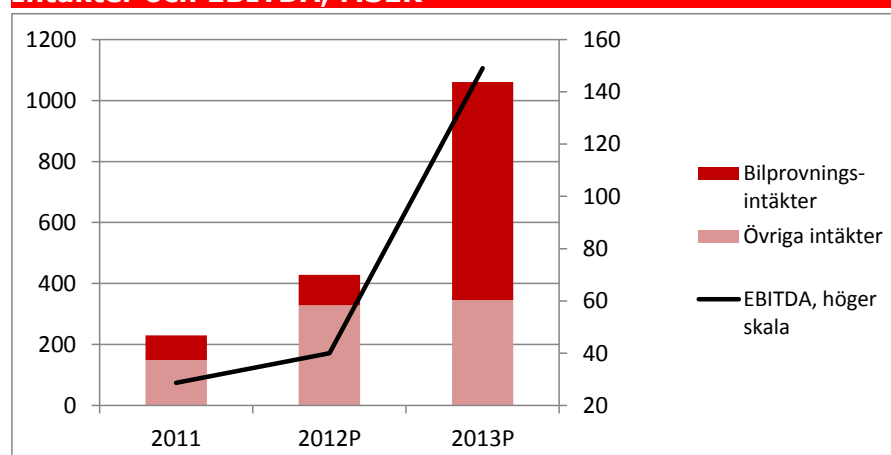
- Vi har höjt våra prognoser för lönsamheten i Opus besiktningsverksamhet i Sverige. Anledningen är både de historiska proformasiffror som presenterats samt då vi räknar med lägre centrala kostnader (overhead) än vi gjorde tidigare. Underlaget för att göra denna kostnadsberäkning är dock klart begränsat.
- Kostnader relaterade till emissionen, förvärvet samt bildandet av den nya enheten blir med all sannolikhet högre än vi tidigare hade räknat med. Dessa kostnader är visserligen av tillfällig karaktär, men lika fullt föranleder de att vi sänker årets resultatprognos.
- På temat "förväntade/försenade händelser" noterar vi två saker som kan ha väsentlig betydelse för Opus. Dels gäller det utfallet i den stora upphandling som delstaten New York gjorde nyligen. Beskedet borde ha kommit nu men vi har inte hört någonting vare sig från Opus eller från något annat håll. Risken finns givetvis att det skjuts upp en längre tid. Våra prognoser inkluderar inte denna affär, men med tanke på aktiens raketartade utveckling finns troligen andra förväntningar.
- Det andra beskedet som redan borde ha kommit är Bilprovningens förestående försäljning av Besiktningskluster 2 som ännu inte har annonserats. Processen verkar dra ut på tiden men vad det beror på känner vi inte till. För Opus del är det bättre ju längre tid det tar att hitta en köpare. Även om de båda klustren bara delvis överlappar varandra geografiskt så gynnas Opus av det tidsmässiga försprång de får av en försenad försäljning.
- Opus har annonserat att de vunnit två nya mindre affärer. Dels en förlängning av sitt tidigare kontrakt i Louisiana, vilket bara innebär "business as usual". I Mexico har däremot dotterbolaget ESP fått sitt första kontrakt på många år. Affären ger intäkter på ca 2 MSEK vilket är blygsamt men Mexico har en betydande framtida potential.

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 besiktningsstationer 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 Besiktningskluster 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 Besiktningskluster 1 AB får Opus framför allt:

- cirka 540 anställda vid 70 besiktningsstationer 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

Köpeskilling: 3,4x EBITDA

Opus betalar motsvarande cirka 320 MSEK justerat för nettokassan vid tillträdet. 2011 års resultat före avskrivningar, EBITDA, beräknas enligt emissionsprospektet till omkring 94 MSEK. Köpeskillingen motsvarar alltså 3,4x EBITDA. Vi hade trott att priset skulle bli minst 50% högre. Beräkningen av EBITDA återfinns på sid 43 i prospektet. Där har Besiktningskluster 1 belastats med centrala kostnader om 7 MSEK per månad, det vill säga 84 MSEK på helåret. (se beskrivning om Transitional Service Agreement, TSA).

Avreglering innebär viss osäkerhet

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 försämrad lönsamhet för branschen. 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 besiktninglinjer. 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 besiktningssprogrammen 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 besiktningssprogrammen 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 omkring 360 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

Prognos & Värdering

Långsammare takt på prishöjningarna

Våra prognoser för koncernens befintliga verksamhet är oförändrade jämfört med vår senaste analysuppdatering per 28:e augusti 2012. Beträffande Besiktningskluster 1 gör vi däremot förändringar både avseende intäkter och lönsamhet. Vi räknar nu med en något långsammare takt på prishöjningar från Opus sida. Bolagets ledning gav oss intrycket av att vara försiktiga med att höja priserna. På lite sikt tror vi att Sverige kommer harmonisera med prisnivåerna i länder som Finland och Danmark. Men för en ny aktör är det antagligen viktigt att inte uppfattas som ett dyrt alternativ vilket gör att det kan ta tid.

Lägre kostnader

Samtidigt har vi antagit lägre kostnader för de centrala funktionerna vilket höjer lönsamheten i Opus besiktningsverksamhet i Sverige. I de proformasiffror som uppges, belastas Besiktningskluster 1 med overheadkostnader om 84 MSEK på årsbasis. Tidigare var detta även utgångspunkten för våra prognoser. Vi tror nu att de gemensamma kostnaderna kommer att bli lägre även om vårt underlag för att göra denna bedömning ännu är klart bristfälligt. Personalstyrkan för de gemensamma funktionerna kommer bestå av ett 20-tal personer som samlokaliseras vid en av deras större bilprovningsstationer. Därutöver tillkommer givetvis vissa inköpta tjänster där kostnader för marknadsföring gissningsvis kommer att stiga. Men den stora posten, att byta IT systemet för den operativa verksamheten, sker genom att anpassa de system som Systech redan har. Vi har därmed svårt att tro att den nya enhetens overheadkostnader kommer vara så höga som 84 MSEK. I tabellen nedan framgår att vi antar fortsatt höga centrala kostnader 2013, vilket beror på bytet av IT system. Därefter bör de sjunka. Den nedre delen av tabellen "Intäktsfördelning" är enbart Redeyes beräkningar och uppskattningar.

Besiktningskluster 1 AB	Proforma	Proforma	Proforma		
MSEK	2011	H1-12	2012P	2013P	2014P
Intäkter	543	286	556	567	606
Operativa kostnader	-365	-195	-378	-397	-424
Resultatbidrag (före Overhead)	178	91	178	170	182
Marginal	32,9%	31,7%	32,0%	30,0%	30,0%
Overhead	-84	-42	-84	-80	-65
EBITDA *	94	49	94	90	117
EBITDA-marginal	17,4%	17,0%	16,9%	15,9%	19,3%
Intäktsfördelning, cirka					
Inspektioner, antal milj	1,99		1,98	1,95	1,95
Snittintäkt, SEK	262		270	280	300
Snittintäkt inkl moms	328		338	350	375
Intäkter från inspektioner	522		535	546	585
Övriga intäkter	21		21	21	21
Totala intäkter	543		556	567	606

* Beaktar ej kostnader för förvärv, emission eller bolagiseringen av Besiktningskluster 1

Källa: Opus Group, Redeye Research

Inspektionerna består av en mix av olika fordon där priserna för tunga fordon är klart högre

I tabellen nedan har vi adderat Bilprovning Sverige till de övriga enheterna. Opus kommer inledningsvis att redovisa denna inom affärsenheten Nordamerika där även Systech och ESP ingår. Än så länge väljer vi att visa våra prognoser för dessa enheter separat för att öka genomlysningen. På raden Koncernjusteringar har vi lagt förvärvsrelaterade kostnader för Besiktningskluster 1 samt tilläggsköpeskilling (s.k. earn outs) till säljarna av Systech med anledning av nya affärer som nu har tagits.

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.

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

Europa & Asien är som bekant konjunkturberoende och ser en vikande trend. Genom att de nu får en stor kund internt i Opus egna bilprovningsverksamhet tror vi trenden vänder under nästa år.

Redeyes prognoser					
MSEK	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<u>Bilprovning Sverige</u>					
Omsättning				567	606
EBITDA				90	117
EBITDA-marginal				16%	19%
<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	-13,6	-5,7	-7,8
Sa: Intäkter	229	230	420	1021	1099
EBITDA	30	29	33	151	184
EBITDA-marginal	13%	12%	8%	15%	17%
Av- och nedskrivningar	-36	-32	-31	-29	-27
varav IP, kundrelationer	-30	-28	-23	-13	-9
EBIT	-6	-4	2	122	157
EBIT-marginal	-3%	-2%	1%	12%	14%

Källa: Opus Group, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
2,62 kronor per aktie

Det motiverade börsvärdet utifrån våra prognoser och DCF-modell är nu knappt 700 MSEK **eller 2,62 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 28 augusti, var motsvarande värde cirka 2,35 (justerat för teckningskursen som då var okänd).

Vi höjer antagandet om
uthållig lönsamhet

Skillnaden beror huvudsakligen på antagandet om högre marginaler för den svenska besiktningssverksamheten. Detta gör i sin tur att vi räknar med en högre uthållig marginal för koncernen. Vår prognos för 2014 är 14% EBIT-marginal respektive 17% EBITDA-marginal. Vi höjer därför antagandet om den uthålliga lönsamheten från 13% till 14% (EBIT-marginal efter år 2014). Effekterna av detta framgår av tabellen nedan.

De stabila intäkterna
motiverar på sikt ett lägre
avkastningskrav

Avkastningskravet (WACC) är oförändrat 11%. Med tanke på att Opus konjunkturkänslighet blir väsentligt lägre skulle också en lägre WACC kunna vara motiverad. Det finns dock andra osäkerhetsfaktorer kring denna marknad och den nya verksamheten, exempelvis avseende konkurrens och kostnader. När vi kunnat utvärdera och bedöma dessa bättre bör även avkastningskravet sjunka.

DCF-värde, SEK per aktie					
EBIT-marginal från år 2015:	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
WACC					
10,0%	2,48	2,78	3,07	3,36	3,65
11,0%	2,10	2,36	2,62	2,88	3,14
12,0%	1,79	2,02	2,25	2,48	2,71

Källa: Redeye Research

Värderingen beaktar utspädningseffekten i pågående emission. Cirka 38,6 miljoner aktier tillkommer, vilket ger totalt 231,7 miljoner aktier. Vi beaktar även ytterligare utspädningseffekt från bolagets tre olika incitamentsprogram. Dessa kan ge maximalt 5,2 miljoner nya aktier på teckningskurser 1:28, 1:50 respektive 2:42 kronor.

Kursutveckling

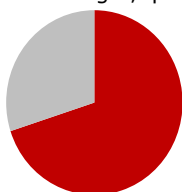
Intressant att notera är att aktien nu handlas omkring 20% högre än den gjorde dagen då teckningsrätterna avskiljdes. Allt annat lika hade den istället handlats cirka 6% lägre. Intresset för aktien är uppenbarligen stort och risken för att emissionen inte blir fulltecknad ser vi som obefintlig. Likviditeten i aktien har ökat markant och emissionen kommer troligtvis medföra en del ägarförändringar. Dock ej bland de tongivande ägarna som är aktiva i bolaget då dessa har förbundit sig att teckna sina andelar.

Sammanfattning Redeye Rating

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

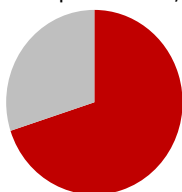
Ratingförändringar i denna rapport: Avkastningspotential har minskat från 6,5p till 5,5p efter den kraftiga kursuppgången. Trygg Placering ökar från 7,0p till 7,5p till följd av bättre likviditet i aktien.

Ledning 7,0p



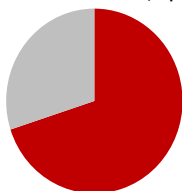
Kommentar: Historiskt har Opus lyckats väl både i sin ursprungliga verksamhet som visat kraftig tillväxt och i nyförvärvade SysTech som haft hög och stabil lönsamhet. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 7,0p



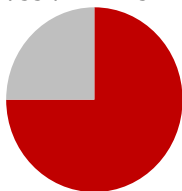
Kommentar: Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position.

Lönsamhet 7,0p



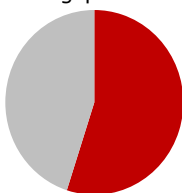
Kommentar: Sammantaget har koncernen en hög och stabil underliggande lönsamhet. Resultatet belastas dock av förvärvsrelaterade avskrivningar efter SysTech-förvärvet. Redovisat resultat och ROE blir därför medioker.

Trygg placering 7,5p



Kommentar: Ägarsituation och balansräkning får toppbetyg. En viss konjunkturkänslighet samt beroende av nya affärer som är svåra att förutsäga. Likviditeten i aktien har förbättrats markant.

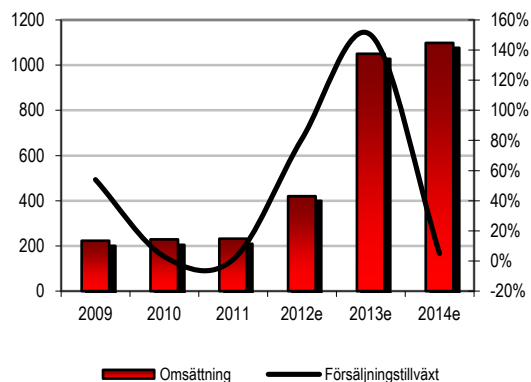
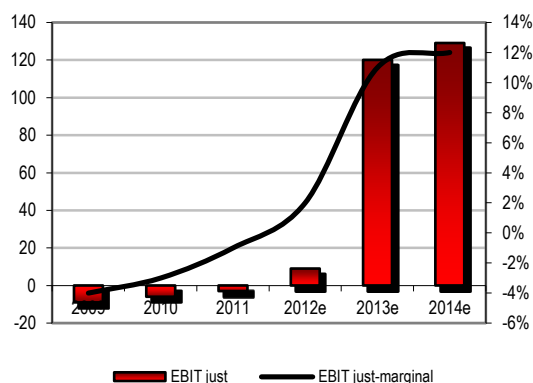
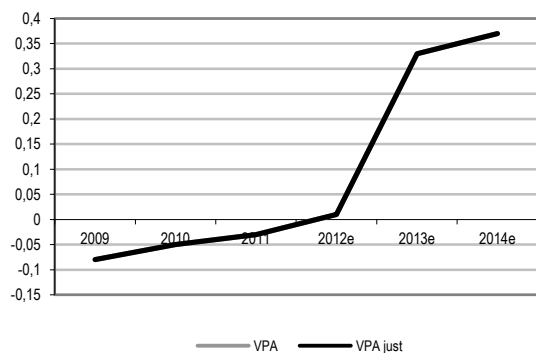
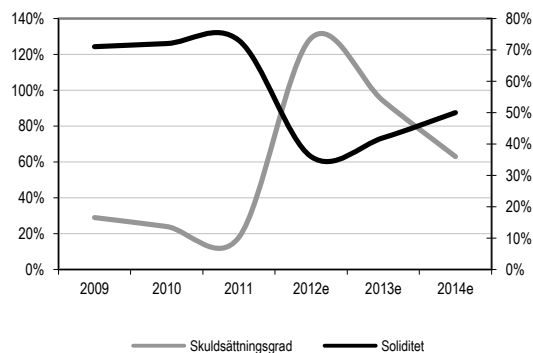
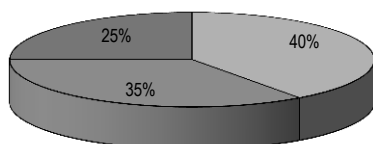
Avkastningspotential 5,5p



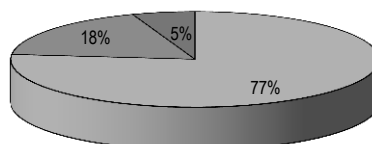
Kommentar: Aktien framstår fortfarande som något undervärderad, trots senaste tidens kursrally. Kursdrivande nyheter är alltså nya kontrakt samt bekräftelser på lönsamheten i de nya affärer som tagits.

Resultaträkning, MSEK					
Omsättning	229	232	420	1 021	1 099
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-386	-870	-916
EBITDA	30	29	33	151	184
Avskrivningar	-36	-32	-31	-29	-27
EBIT	-6	-3	2	122	157
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansiella intäkter	4	3	0	0	0
Finansiella kostnader	-7	-4	-5	-20	-17
Resultat före skatt	-10	-5	-3	102	141
Skatt	0	-1	1	-26	-37
Nettoreultat	-10	-5	-2	75	104
Resultaträkning just, MSEK					
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	30	29	33	151	184
EBIT just	-6	-3	2	122	157
PTP just	-10	-5	-3	102	141
Nettoreultat just	-10	-5	-2	75	104
Balansräkning, MSEK					
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	15	23	68	34	53
Kundfordringar	24	32	76	82	88
Lager	38	45	76	82	88
Andra fordringar	11	9	15	41	38
Summa omsättningstillg.	88	108	234	238	267
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	45	43	105	129	151
Finansiella anl.tillg.	7	6	6	6	6
Goodwill	100	102	393	393	393
Balans. utv. kostn.	94	68	75	66	61
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	246	218	578	593	610
Summa tillgångar	333	326	813	831	878
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	12	15	63	71	77
Övriga icke ränteb. skulder	19	29	67	82	88
Summa kortfristiga skulder	31	44	130	153	165
<i>Långa icke ränteb. skulder</i>					
Räntebärande skulder	57	42	405	330	270
Summa skulder	91	87	535	483	435
Avsättningar	0	0	1	1	1
Eget kapital	242	239	277	348	442
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & Eget Kapital	242	239	277	348	442
Summa skulder och eget kapital	333	326	812	831	878
Fritt kassaflöde, MSEK					
Omsättning	229	232	420	1 021	1 099
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-386	-870	-916
Avskrivningar	-36	-32	-31	-29	-27
EBIT	-6	-3	2	122	157
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	-1	1	-26	-37
NOPLAT	-6	-4	3	95	120
Avskrivningar	36	32	31	29	27
Bruttokassaflöde	30	28	34	124	147
Förändring i rörelsekapital	-3	0	5	-15	2
Investeringar	-9	-4	-391	-44	-44
Fritt kassaflöde	18	25	-352	65	105
Kapitalstruktur					
Soliditet	72%	73%	34%	42%	50%
Skuldsättningsgrad	24%	18%	146%	95%	61%
Nettoskuld	42	19	337	296	217
Sysselsatt kapital	299	282	682	678	712
Kapitalets oms. hastighet	0,7	0,8	0,9	1,5	1,6
Tillväxt					
Försäljningstillväxt	3%	1%	81%	143%	8%
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	n.m.%	n.m.%	38%
Tillväxt eget kapital	-8%	-1%	16%	26%	27%
DCF värdering					
Riskpremie (%)	8,0				
Betavärde	1,2				
Riskfri ränta (%)	2,0				
Räntepremie (%)	3,0				
WACC (%)	11,0				
Antaganden 2015-21 (%)					
Genomsn. förs. tillv.	3,0				
EBIT-marginal	14,0				
Kassaflöden, MSEK					
NV FCF (2012-14)					-203,3
NV FCF (2015-21)					389,3
NV FCF (2022-)					485,0
Rörelsefrämjade tillgångar					22,9
Räntebärande skulder					42,3
Motiverat värde					694,8
Motiverat värde per aktie, SEK					2,6
Börskurs, SEK					2,4
Lönsamhet					
Avk. på eget kapital (ROE)	-4%	-2%	-1%	24%	26%
ROCE	-2%	-1%	0%	18%	23%
ROIC	-2%	-1%	1%	14%	17%
EBITDA-marginal (just)	13%	12%	8%	15%	17%
EBIT just-marginal	-3%	-1%	1%	12%	14%
Netto just-marginal	-4%	-2%	0%	7%	9%
Data per aktie, SEK					
VPA	-0,05	-0,03	-0,01	0,32	0,45
VPA just	-0,05	-0,03	-0,01	0,32	0,45
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Nettoskuld	0,2	0,1	1,4	1,3	0,9
Antal aktier	193,1	193,1	233,2	233,2	233,2
Värdering					
Enterprise value	601	579	920	920	920
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	7,4	5,4
P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	7,4	5,4
P/S	2,4	2,4	1,3	0,5	0,5
EV/S	2,6	2,5	2,2	0,9	0,8
EV/EBITDA just	20,2	20,2	27,7	6,1	5,0
EV/EBIT just	n.m.	n.m.	426,1	7,6	5,9
P/BV	2,3	2,3	2,0	1,6	1,3
Aktiens utveckling					
1 mån	33,0%				35,4%
3 mån	71,0%				n.m.%
12 mån	220,0%				n.m.%
Årets Början	1,7%				n.m.%
Tillväxt/år					
Omsättning					10/12e
Rörelseresultat, just					n.m.%
V/A, just					n.m.%
EK					n.m.%
Aktiestructur %					
AB Kommandoran				15,2	15,2
Lothar Geilen				8,9	8,9
Pradeep Tripathi				6,3	6,3
Jörgensen Henrik Wagner				4,8	4,8
Andra AP-fonden				4,7	4,7
Nordea fonder				4,3	4,3
AMF Försäkring och Fonder				3,7	3,7
Länsförsäkringar				2,9	2,9
Lubea Förvaltnings AB				2,4	2,4
Force C Investments AB				2,2	2,2
Aktien					
Reuterskod					OPUS.ST
Lista					First North
Kurs, SEK					2,4
Antal aktier, milj					233,2
Börsvärde, MSEK					560
Börspost					1
Bolagsledning & styrelse					
VD					Magnus Greko
CFO					Bernice Wellsted
IR					Peter Stenström
Ordf					Göran Nordlund
Nästkommade rapportdatum					
Kvartal 3					2012-11-23
Kvartal 4					2013-02-21
Analytiker					
Henrik Alveskog					Redeye AB
henrik.alveskog@redeye.se					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
					114 35 Stockholm

Fel! Hittar inte referenskälla.

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produkterområden


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

Geografiska områden


□ Europa (ex. Sverige) □ USA ■ Asien

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 bilprovningprogram samt tillverkar och säljer produkter och tjänster för bilprovningar och verkstäder.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på 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 (2012-09-24)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	25	20	18	18	23
3,5p - 7,0p	56	61	33	51	55
0,0p - 3,0p	0	0	30	12	3
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.