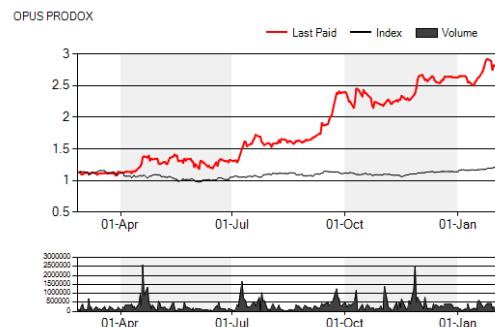
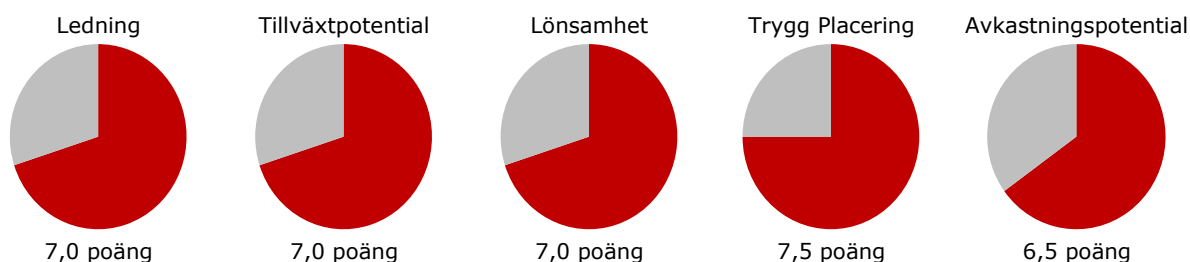


Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
Spännande vårtid stundar

- Det ekonomiska utfallet i Q4-rapporten är svårtolkat då det innehåller stora säsongseffekter och engångsposter. Justerat för e.o. poster steg EBITDA till 19 MSEK medan vi hade räknat med cirka 15 MSEK.
- Bilprovningen i Sverige förefaller gå bra och Nordamerika likaså även om kostnaderna ökade något under kvartalet. Ett antal viktiga upphandlingar i USA är alltjämt aktuella och är viktiga att hålla ögonen på under våren.
- Våra resultatprognoser är i princip oförändrade. Trots den starka kursutvecklingen ser vi ytterligare viss potential i aktien.

Lista: First North
 Börsvärde: 679 MSEK
 Bransch: Industrivaror & tjänster
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2010	2011	2012	2013e	2014e	Fakta	
Omsättning, MSEK	229	232	471	1 012	1 077	Aktiekurs (SEK)	2,9
Tillväxt	3%	1%	103%	115%	6%	Antal aktier (milj)	231,7
EBITDA	30	29	30	144	178	Börsvärde (MSEK)	679
EBITDA-marginal	13%	12%	6%	14%	16%	Nettoskuld (MSEK)	317
EBIT	-6	-3	-6	115	151	Free float (%)	68,0
EBIT-marginal	-3%	-1%	-1%	11%	14%	Dagl oms. ('000)	350
Resultat före skatt	-10	-5	-11	96	135	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-10	-5	-2	75	105		
Nettomarginal	-4%	-2%	0%	7%	10%		
Utdelning	0,0	0,02	0,02	0,04	0,06		
VPA	-0,05	-0,03	-0,01	0,31	0,44		
VPA just	-0,05	-0,03	-0,01	0,31	0,44		
P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	9,1	6,5		
P/S	3,0	2,9	1,4	0,7	0,6		
EV/S	3,2	3,0	2,1	1,0	0,9		
EV/EBITDA just	24,2	24,4	33,2	6,9	5,6		

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) 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.

Svårtolkad rapport

Det siffermässiga utfallet under Q4 är svårt att dra några tydliga slutsatser ifrån. Redovisat resultat var förvisso negativt men det finns ett par faktorer som gör att rapporten ändå ser rätt skapligt ut. Koncernens resultat i Q4 var sammantaget något högre än vi hade räknat med, justerat för kostnader relaterade till förvärvet av bilprovningen i Sverige. Dessa kostnader var å andra sidan också högre än vi hade antagit.

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q4'11	Q4'12P	Utfall	Diff
Intäkter	61,8	175,0	176,6	1%
EBITDA	2,6	8,0	5,7	-29%
EBITDA *	2,6	15,0	19,3	29%
EBIT	-5,7	-1,0	-4,7	n.m.
PTP	-5,7	-4,0	-8,0	n.m.
Omsättningstillväxt	4%	183%	186%	
EBITDA marginal *	4%	9%	11%	
EBIT marginal	-9%	-1%	-3%	

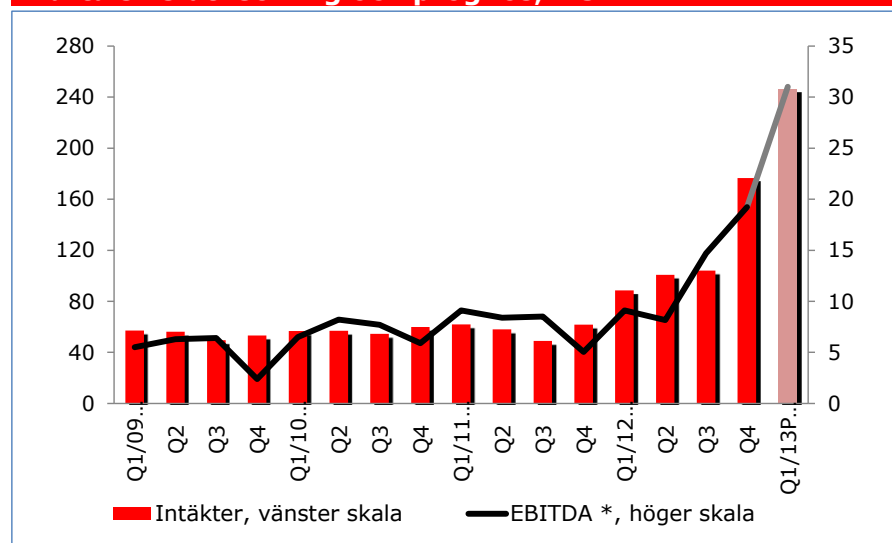
Lite bättre än väntat exkl.
e.o. kostnader

* Exkl. jämförelsestörande

Källa: Opus Group, Redeye Research

Det senaste året har präglats av en kraftig tillväxt och stigande resultat. Under 2012 bidrog nya affärer som tagits i USA samt förvärven av ESP och Opus Bilprovning i Sverige. Full effekt av den senare kommer först i Q1. I grafen nedan har vi i möjligaste mån justerat historiska resultat för engångskostnader. Dessa bör upphöra nu under Q1.

Kvartalsvis utveckling och prognos, MSEK



Under Q1-13 syns den
fulla effekten av
Bilprovning Sverige

* Exklusive förvärvs och uppstartskostnader för nya program i USA.

Källa: Opus Group, Redeye Research

Highlights i rapporten och under vintern

I tabellen nedan framgår hur Opus tre olika segment har utvecklats de senaste två åren. Enheten som tidigare benämnts Europa & Asien heter nu Utrustning. Opus Bilprovning är Bilprovning Sverige och tidigare Nordamerika (dotterbolagen Systech och ESP) är nu Bilprovning Internationellt. Vi har korregerat resultaten i respektive enhet för de kostnader som tagits i samband med förvärv av ESP och bilprovningen i Sverige samt uppstarten av ett par större program i USA.

Utfallet i Q4 avvek från våra förväntningar främst i två avseenden. Bilprovning i Sverige visar ett högre resultat än vi räknat med. Justerad EBITDA-marginal var under perioden 10%. Förvisso bedömer vi att de på helårsbasis kommer tjäna omkring 15%. Men då verksamheten bara ingår sedan 5 november och aktiviteten under julhelgen går på sparlåga, trodde vi att resultatet skulle bli ännu magrare. Vi har ändå svårt att dra några nya slutsatser av detta, det får anstå till efter Q1-rapporten.

Julhelgen innebär en svacka och utfallet är därför svårtolkat

Bilprovning Internationellt var däremot något svagare än vi räknade med. Jämfört med Q3 är intäkterna oförändrade i lokala valutor medan kostnaderna har stigit. Kostnadsökningen beror på att de anställt utvecklingsingenjörer för kommande affärer. Bland annat några som skall ta fram det IT-system som kommer ersätta nuvarande system som Opus Bilprovning leasar från Svensk Bilprovning. Dessutom finns även i USA en säsongseffekt som innebär färre besiktningar under vintern i de norra delstaterna och i synnerhet runt julhelgen.

Ökade kostnader i USA för utveckling av kommande projekt

Kvartalsvis uveckling per segment								
MSEK	Q1'11	Q2'11	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12
Utrustning								
Intäkter	41,3	38,4	27,8	43,7	33,9	30,5	28,2	32,7
EBITDA	2,9	3,4	1,8	1,6	1,8	-0,5	0,3	0,4
EBITDA-marginal	7,0%	8,9%	6,5%	3,7%	5,3%	-1,6%	1,1%	1,2%
Bilprovning Sverige								
Intäkter								72,2
EBITDA *								7,4
EBITDA-marginal *								10,2%
Bilprovning Internationellt								
Intäkter	20,4	19,9	21,6	18,6	54,8	70,2	76,0	74,3
EBITDA *	6,1	5,1	6,7	3,4	7,3	8,7	14,4	11,5
EBITDA-marginal *	29,9%	25,6%	31,0%	18,1%	13,3%	12,4%	18,9%	15,5%
Förvärvs- och uppstartskostnader				-2,5	-0,6	-4,7	-2,5	-13,6
Summa intäkter	61,7	58,2	49,3	62,3	89,3	100,8	104,1	176,9
EBITDA *	9,0	8,5	8,5	5,0	9,1	8,2	14,7	19,3
EBITDA-marginal *	14,6%	14,6%	17,2%	8,0%	10,2%	8,1%	14,1%	10,9%
EBITDA	9,1	8,4	8,5	2,6	8,6	3,5	12,2	5,7
Avskrivningar	-8,2	-7,9	-7,8	-8,2	-8,2	-8,5	-8,8	-10,4
EBIT	0,9	0,5	0,7	-5,6	0,4	-5,0	3,4	-4,7

* Exklusive förvärvs och uppstartskostnader för nya program i USA.

Källa: Opus Group, Redeye Research

*Prislappen för Opus
Bilprovning: 308 MSEK*

Starkt kassaflöde och oförändrad utdelning

Kassaflödet från den löpande verksamheten var riktigt starkt, 31 MSEK i Q4 och 55 MSEK för helåret 2012. Utdelningen blir däremot oförändrad: 2 öre per aktie. Det var knappast oväntat mot bakgrund av hur mycket skuldsättningen ökat i samband med fjolårets förvärv. Köpeskillingen för Bilprovningsverksamheten i Sverige blev dock något lägre än tidigare beräknat. Den slutliga köpeskillingen baserades på förändringen av eget kapital i Besiktningskluster 1 AB mellan 30 april till 5 november 2012. Förändringen ledde till att köpeskillingen hamnade på 308 MSEK justerad för kassan vid övertagandet. Säljarreversen till AB Svensk Bilprovning justerades ned från estimerade 170 MSEK till 160 MSEK. Vid årsskiftet var Opus räntebärande nettolåneskuld 317 MSEK. Detta var ca 37 MSEK lägre än vad bolaget förväntat sig. Anledningen till den lägre nettoskulden beror dels på nedjusteringen av säljarreversen om 10 MSEK och dels på att kassan i Opus Bilprovning påverkades positivt på grund av interna avräkningar med AB Svensk Bilprovning under perioden 5 november till 31 december. Nettolåneskulden inkluderar dock ej den avsättning om 32 MSEK som gjorts avseende förväntad tilläggsköpeskillingen till säljarna av Systech. Det skall täcka affärerna med Wisconsin de första fem åren samt North Carolina. Opus har för avsikt att amortera nära 100 MSEK under 2013, vilket signalerar att de själva räknar med ett fortsatt mycket stark kassaflöde.

Genombrottsorder från BMW

Bland highlights skall även nämnas att Opus nyligen fick en större order på elektroniska körjournaler från BMW. Dessa produkter ligger i den lilla sidoverksamheten Fleet Management som även utvecklar alkolås och alkomätare. Opus omsättning inom detta område känner vi inte till, men den är än så länge blygsam. På sikt ser Opus att produkterna inom Fleet Management och bilprovning kommer få allt fler beröringspunkter. Bland annat då försäkringsbolagen är intresserade av att kunna mäta förarens och bilens beteende och egenskaper.

*Bättre lönsamhet än övrig
Utrustning*

BMW är kund sedan tidigare men den aktuella affären på cirka 1 MEUR är en femdubbling jämfört med innan. Den tyska skattelagstiftningen för egenföretagares tjänstebilar skapar en växande marknad under de närmaste åren och Opus är givetvis optimistiska om att kunna ta fler affärer. Vi räknar än så länge inte med att Fleet Management kommer sätta några stora avtryck i koncernens siffror. Men möjligheterna finns där och lönsamheten är gissningsvis god då mjukvara står för en stor del av innehållet. Om dessa produkter blir riktigt framgångsrika kommer de definitivt kunna lyfta lönsamheten inom området Utrustning som annars har legat runt låga ensiffriga marginaler. Biltillverkare är dock inte kända för att vara generösa mot sina underleverantörer.

Bilprovning Sverige, konkurrensbilden klarnar

Kartan för den svenska bilbesiktningensmarknaden har ritats om något under senare tid. Ett par viktiga ägarförändringar skedde under inledningen av året. Det är framförallt AB Svensk Bilprovning avyttring av Besiktningsskluster 2 som nu är på väg att slutföras. Därmed har AB Svensk Bilprovning tidigare stationsnät som uppgick till drygt 200 besiktningstationer nu delats i tre delar: Opus Bilprovning, med tyngdpunkt på Mälardalen och norrut, Besiktningsskluster 2 som ligger i Mälardalen och söderut samt ett rikstäckande nät som kvarstår i AB Svensk Bilprovning ägo.

Applus drar sig ur Sverige

Dessutom har spanska Applus beslutat att dra sig tillbaka från marknaden och sålde därför sina svenska stationer till tyska Dekra. Det var inte helt överraskande eftersom Applus bara hade etableringar på en handfull orter och tillväxtpotentialerna har begränsats av de andra förändringar som nu skett i marknaden. Applus är en multinationell aktör och deras svenska verksamhet hade knappast kunnat bli annat än marginell i sammanhanget. Dekra har nu visserligen bara ett 10-tal stationer men är troligvis långsiktiga i sina ambitioner. De har rykte om sig att ha god uthållighet och att vara kvalitetsmedvetna.

Besiktningsskluster 2 – Besikta Bilprovning

*Minoritetsägarna tar över
det sydvästra klustret*

AB Svensk Bilprovning avyttrar Besiktningsskluster 2 genom att minoritetsägarna i AB Svensk Bilprovning tar över stationerna, medan staten blir ensamägare till det rikstäckande stationsnätet. Besiktningsskluster 2 får därmed 12 delägare som består av ett antal försäkringsbolag samt Motormännens och Motorbranschens Riksförbund och liknande föreningar. Den operativa driften av de 56 stationerna kommer att skötas av industribolaget Volati under namnet Besikta Bilprovning.

För branschen som helhet tror vi att de positiva faktorerna med denna lösning överväger. Vi tror knappast att Besikta Bilprovning kommer inleda någon stor expansion, vilket skulle kunna leda till en överetablering på vissa orter. Om en av de internationella branschaktörerna istället hade köpt stationerna så hade en sådan tillväxtambition varit mer naturlig. Med dagens ägarbild, 12 delägareägare, borde en offensiv strategi vara mindre trolig. Det finns dock ett avtal om att Volati kan ta över ägandet från år 2015. Om köpeskillingen då är baserat på resultatnivån, vilket är högst sannolikt, skulle en stor expansion de kommande åren framstå som än mer överraskande.

Koncentrerad marknad

På den svenska marknaden för fordonsbesiktningar finns idag ett 10-tal aktörer. Marknadsandelarna är dock fortfarande koncentrerade till de tre som kommer ur det tidigare monopolet AB Svensk Bilprovning. Inkluderar man även Carspect, som kommit längst av de som etablerar sig på egen hand, täcker dessa in omkring 98 procent av den totala marknaden.

Besiktningsföretag	Marknadsandelar
AB Svensk Bilprovning	36%
Opus Bilprovning	30%
Besikta Bilprovning	27%
Carspect (A-Katsastus)	5%
DEKRA (inkl Applus)	1%
Övriga (5 st)	1%

Källa: Transportstyrelsen, Redeye Research

Utjämnade andelar men växande totalmarknad genom prishöjningar

De närmaste åren kommer marknadsandelarna sannolikt jämnas ut något. Vi tror att åtminstone några av utmanarna kommer ha uthålligheten att växa, vilket då sker på bekostnad av de tre stora. Men som vi har beskrivit vid tidigare tillfällen tror vi samtidigt att värdet på den totala marknaden kommer växa genom att priserna stiger. Anledningen är att prisnivån för besiktning har varit oförändrat de senaste 10 åren och nu ligger väsentligt lägre än i våra grannländer som avreglerades för en tid sedan. Under senare tid har genomsnittspriserna börjat röra sig uppåt. De nyetablerade företagen tar som regel 350-400 kronor för en vanlig kontrollbesiktning. AB Svensk Bilprovning har själva också höjt sina priser i samband med att de nyligen börjat erbjuda drop-in besiktning. I december meddelade de att ett 30-tal stationer kommer erbjuda denna tjänst. Priset är då 380 kronor, vilket kan jämföras med 320 kronor vid förbokad, men ej förbetald och 300 kronor vid förbokad och förbetald kontrollbesiktning. Opus har än så länge samma priser som AB Svensk Bilprovning avseende personbilar, men något lägre för drop-in tjänsten. Gissningsvis blir skillnaderna mycket större framöver, i takt med att servicen ökar i form av längre öppettider och att bilägarna erbjuds vissa tilläggstjänster.

Väntans tider i USA

Flera upphandlingar har försenats

Under innevarande år väntas ett stort antal nya upphandlingar ske i Nordamerika. Tabellen nedan är uppgifter som Opus själva har lämnat och vi kan konstatera att några upphandlingar har skjutits framåt i tiden. Ofta beror detta på att myndigheterna ändrar sin kravspecifikation. Likafullt ser det ut att bli en mycket intressant period där Opus bör ha flera goda chanser att vinna nya kontrakt. Positivt är också att Opus befintliga kontrakt inte skall ut till upphandling den närmaste tiden.

Vilka chanser Opus har i de olika affärerna är svårt att avgöra. De centraliserade programmen är ofta svåra att vinna ifrån den som redan är operatör, då de har infrastrukturen i form av alla besiktningstationer på plats. Bäst chanser bör de ha i delstater som skall införa eller privatisera sin verksamhet som Vermont och Quebec. Eller som i Georgia där Verizon beslutat att helt dra sig ur branschen. New York är antagligen det kontrakt som står närmast att avgöras. Det är också ett av de absolut största på marknaden. Testvolymen kan uppskattas till 11,5 miljoner bilar per år. Opus hittills enskilt största löpande kontrakt är Wisconsin som omfattar 800 000 bilar och ger intäkter på cirka 4 MUSD. De snittintäkterna är kanske inte applicerbara på New York eller andra kontrakt, men det indikerar ändå storleksordningen på affärerna.

Chile ny potentiell marknad

Hawaii gick till Parsons

Ett par förändringar i tabellen jämfört med tidigare är värda att notera. Dels så har Opus adderat Chile där upphandlingar väntas redan nu under Q1. Opus har ett dotterbolag i landet och vi förstår att det är en intressant marknad där de har ambitionen att delta. Kan dock vara svårt då ett par av de globala konkurrenterna som SGS och Applus också finns i regionen. Hawaii har däremot fallit bort då det nyligen avgjordes till konkurrenten Parsons fördel. Detta är dock ett förhållandevis mycket litet kontrakt.

Delstat	Typ av kontrakt	Testvolym bilar per år	Operatör	Datum för upphandling	Kontrakt löper ut
New York	Decentraliserat	11 500 000	SGS	Juli 2012	Nov 2013
Arizona	Centraliserat	1 500 000	Gordon-Darby	Juli 2012	Dec 2013
Tennessee	Centraliserat	800 000	Envirotest	Q1 2013	2013
Virginia	Decentraliserat	825 000	SGS	Q1 2013	Juni 2013
Chile	Centraliserat	13 koncessioner	Flertal	Q1 2013	2014
New Jersey	Hybrid	2 500 000	Parsons	Q2 2013	April 2013
Georgia	Decentraliserat	2 200 000	Verizon	Q2 2013	Okt 2013
Texas	VID enbart	8 500 000	Gordon-Darby	Q2 2013	2013
Colorado	(Idag centraliserat)	1 200 000	Envirotest	2013	Dec 2014
Indiana	(Idag centraliserat)	190 000	Envirotest	2013	Dec 2014
California	CALVIS	10 000 000	SGS	2013	Jan 2014
Illinois	(Idag cent/hybrid)	2 000 000	Applus	2013	2013
Vermont	Decentraliserat	650 000	Planerar att privatisera	under 2013	
Quebec	Decentraliserat	Okänt	Planerar att privatisera	under 2013	

Källa: Opus Group, Redeye Research

Prognoser & Värdering

Oförändrade prognoser i stort

Sammantaget förändras inte våra prognoser nämnvärt med anledning av Q4-rapporten. För Bilprovning Sverige räknar vi med en underliggande marginal omkring 15% som kan stiga framgent både som följd av högre snittintäkter och lägre kostnader när nuvarande IT-system ersätts med ett egenutvecklat system. Mer om hur vi ser på denna verksamhet kan läsas i våra tidigare analysuppdateringar från 2 oktober samt 26 november 2012.

Bilprovning Internationellt har vi i tabellen nedan delat upp i det gamla Systech respektive ESP. Vår prognos för 2013 inkluderar enbart tillskotten från de affärer som redan tagits, där Wisconsin och North Carolina är de klart mest betydelsefulla. Från 2014 räknar vi med ett nytt kontrakt som är i samma storleksordning som Wisconsin, knappt 30 MSEK per år. Förhoppningsvis blir det mer än så, men det har visat sig svårt att förutse hur och när dessa affärer avgörs.

Lägre skatt och rörelsekapitalbindning

Vi har gjort ett par övergripande justeringar som i viss mån påverkar både prognoser och värdering. Dels är det den sänkta bolagsskatten i Sverige. Vi antar nu en skattesats totalt sett på 22% även om vi är lite osäkra på hur belastningen ser ut för koncernen i övrigt. Vi har också antagit ett lägre rörelsekapital under kommande år. Nu vid senaste årsskifte var rörelsekapitalet till och med negativt, vilket delvis beror på att ESP har en stor andel förskottsbetalningar. Vi har därför trimmat denna post något.

Redeyes prognoser					
MSEK	2010	2011	2012	2013P	2014P
<u>Utrustning</u>					
Omsättning	131	150	124	124	134
EBITDA	4	10	2	5	7
EBITDA-marginal	3%	7%	2%	4%	5%
<u>Bilprovning Sverige</u>					
Omsättning			72	567	610
EBITDA			7	85	115
EBITDA-marginal			10%	15%	19%
<u>Bilprovning Internationellt (Systech)</u>					
Omsättning	96	81	107	146	153
EBITDA	27	21	17	29	31
EBITDA-marginal	28%	26%	15%	20%	20%
<u>Bilprovning Internationellt (ESP)</u>					
Omsättning			169	175	180
EBITDA			23	25	25
EBITDA-marginal			14%	14%	14%
<u>Koncernjusteringar mm</u>					
EBITDA	-0,7	-2,4	-19,1	0,0	0,0
Sa: Intäkter	229	232	471	1012	1077
EBITDA	30	29	30	144	178
EBITDA-marginal	13%	12%	6%	14%	16%
Av- och nedskrivningar	-36	-32	-36	-29	-27
varav IP, kundrelationer	-30	-29	-24	-13	-9
EBIT	-6	-4	-6	115	151
EBIT-marginal	-3%	-2%	-1%	11%	14%

Källa: Opus Group, Redeye Research

Värdering

*Motiverat värde:
drygt 3 kronor per aktie*

Vår DCF-modell indikerar ett **motiverat värde omkring 740 MSEK eller drygt 3 kronor per aktie**, med full utspädning. I vår senaste analysuppdatering per 26 november 2012 var motsvarande värde 2,70 kronor per aktie.

Skillnaden beror dels på våra antaganden om lägre skattesats samt rörelsekapital. Vi har även justerat upp tillväxttrenden efter år 2015 från 3% till 5%. Det är fortfarande ett konservativt antagande med tanke på de tillväxtmöjligheter som finns för bolaget.

Uthållig rörelsemarginal liksom avkastningskrav (WACC) är oförändrade: 14% marginal och 11% WACC. En rörelsemarginal kring 14% ligger i linje med vad vi räknar med för år 2014. När vi börjar se tydliga tecken på att den svenska bilprovsningsverksamheten är stabil och lönsam får vi sannolikt anledning att justera ned vår WACC. Som framgår av känslighetsanalysen i tabellen nedan finns då ytterligare potential till uppvärdering.

DCF-värde, SEK per aktie					
EBIT-marginal från år 2015:	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
WACC					
10,0%	2,92	3,27	3,61	3,96	4,31
11,0%	2,44	2,74	3,05	3,30	3,66
12,0%	2,06	2,32	2,59	2,86	3,14

Källa: Redeye Research

Kursutveckling och ägarförändringar

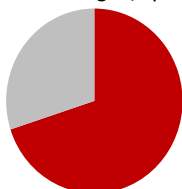
Aktien har fortsatt uppåt och noterade nya toppnivåer kring 3 kronor under januari. Bland de tongivande ägarna har inga förändringar skett så vitt vi kunnat se och samtliga deltog fullt ut i höstens nyemission. En av de större ägarna, Pradeep Tripathi, har minskat sin andel från 6,0% till 4,7%. Sannolikt skedde det genom att han inte tecknade sin andel i den senaste emissionen. Pradeep Tripathi är dock inte någon aktiv ägare utan har sitt innehav sedan år 2008 då han fick aktierna som delbetalning vid försäljningen av Systech till Opus.

Sammanfattning Redeye Rating

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

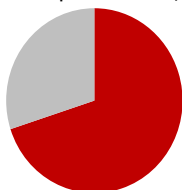
Ratingförändringar i denna rapport: Inga ratingförändringar har skett.

Ledning 7,0p



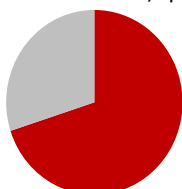
Kommentar: Historiskt har Opus lyckats väl både i den operativa verksamheten och med tidigare förvärv. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 7,0p



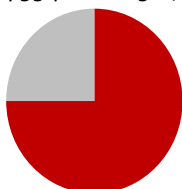
Kommentar: Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position.

Lönsamhet 7,0p



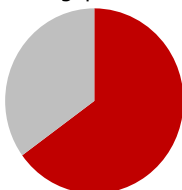
Kommentar: Sammantaget har koncernen en hög och stabil underliggande lönsamhet. Resultatet belastas dock av förvärvsrelaterade avskrivningar efter SysTech-förvärvet. Redovisat resultat och ROE blir därför medioker.

Trygg placering 7,5p



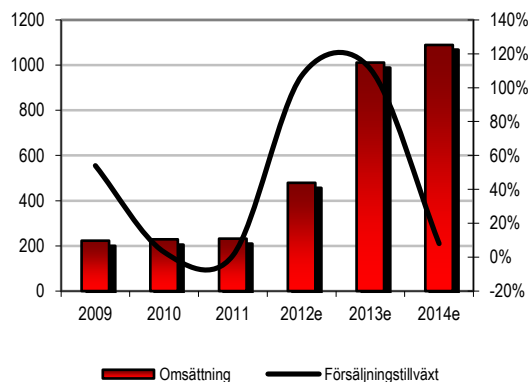
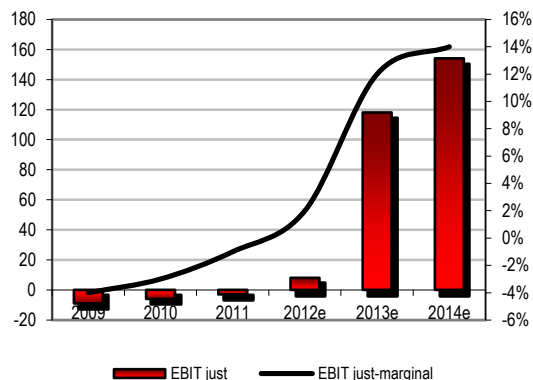
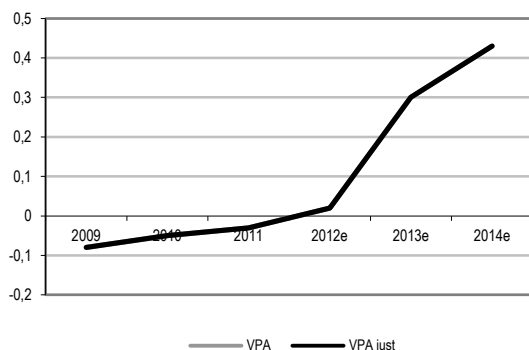
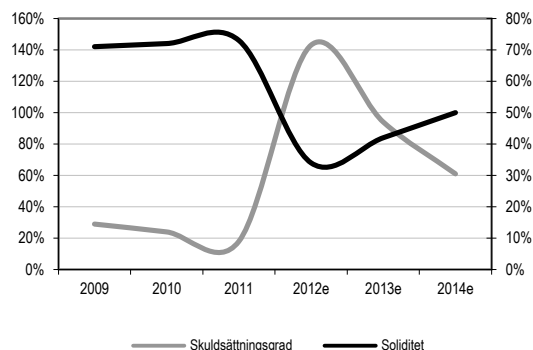
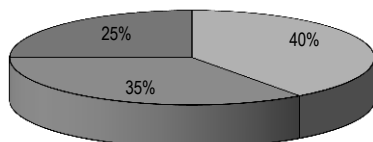
Kommentar: Stark ägarbild och balansräkning. Begränsad konjunkturkänslighet men beroende av nya affärer som är svåra att förutsäga. Likviditeten i aktien har förbättrats det senaste året.

Avkastningspotential 6,5p

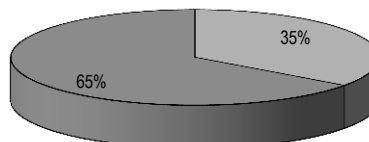


Kommentar: Aktien framstår fortfarande som något undervärderad, trots det senaste årets uppgång. Kursdrivande nyheter är alltjämt nya kontrakt samt bekräftelser på lönsamheten i de nya affärer som tagits.

Resultaträkning, MSEK					
Omsättning	229	232	471	1 012	1 077
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-441	-868	-900
EBITDA	30	29	30	144	178
Avskrivningar	-36	-32	-36	-29	-27
EBIT	-6	-3	-6	115	151
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansiella intäkter	4	3	5	3	2
Finansiella kostnader	-7	-4	-10	-22	-18
Resultat före skatt	-10	-5	-11	96	135
Skatt	0	-1	9	-21	-30
Nettoresultat	-10	-5	-2	75	105
Resultaträkning just, MSEK					
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	30	29	30	144	178
EBIT just	-6	-3	-6	115	151
PTP just	-10	-5	-11	96	135
Nettoresultat just	-10	-5	-2	75	105
Balansräkning, MSEK					
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	15	23	97	61	57
Kundfordringar	24	32	50	54	54
Lager	38	45	69	71	70
Andra fordringar	11	9	53	56	59
Summa omsättningstillg.	88	108	268	241	240
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	45	43	136	160	182
Finansiella anl.tillg.	7	6	39	32	26
Goodwill	100	102	417	417	417
Balans. utv. kostn.	94	68	67	58	53
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	246	218	658	666	677
Summa tillgångar	333	326	926	907	917
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	12	15	43	51	54
Övriga icke ränteb skulder	19	29	147	142	129
Summa kortfristiga skulder	31	44	190	192	183
Långa icke ränteb.skulder	3	0	28	24	24
Räntebärande skulder	57	42	414	330	260
Summa skulder	91	87	632	546	467
Avsättningar	0	0	32	28	22
Eget kapital	242	239	262	332	428
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & Eget Kapital	242	239	262	332	428
Summa skulder och eget kapital	333	326	926	906	917
Fritt kassaflöde, MSEK					
Omsättning	229	232	471	1 012	1 077
Summa rörelsekostnader	-199	-203	-441	-868	-900
Avskrivningar	-36	-32	-36	-29	-27
EBIT	-6	-3	-6	115	151
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	-1	9	-21	-30
NOPLAT	-6	-4	3	94	121
Avskrivningar	36	32	36	29	27
Bruttokassaflöde	30	28	39	123	148
Förändring i rörelsekapital	-3	0	60	-7	-12
Investeringar	-9	-4	-447	-44	-44
Fritt kassaflöde	18	25	-348	72	92
Kapitalstruktur					
Soliditet	72%	73%	28%	37%	47%
Skuldsättningsgrad	24%	18%	158%	99%	61%
Nettoskuld	42	19	317	269	203
Sysselsatt kapital	299	282	676	662	688
Kapitalets oms. hastighet	0,7	0,8	1,0	1,5	1,6
Tillväxt					
Försäljningstillväxt	3%	1%	103%	115%	6%
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	n.m.%	n.m.%	41%
Tillväxt eget kapital	-8%	-1%	9%	27%	29%
DCF värdering					
Riskpremie (%)	8,0				
Betavärde	1,6				
Riskfri ränta (%)	2,0				
Räntepremie (%)	3,5				
WACC (%)	11,0				
Antaganden 2016-23 (%)					
Genomsn. förs. tillv.	5,0				
EBIT-marginal	13,9				
Kassaflöden, MSEK					
NV FCF (2013-15)	158,8				
NV FCF (2016-23)	433,7				
NV FCF (2024-)	500,0				
Rörelsefrämjade tillgångar	97,0				
Räntebärande skulder	446,2				
Motiverat värde	743,4				
Motiverat värde per aktie	3,1				
Börskurs	2,9				
Lönsamhet					
Avk. på eget kapital (ROE)	-4%	-2%	-1%	25%	28%
ROCE	-2%	-1%	-1%	17%	22%
ROIC	-2%	-1%	1%	14%	18%
EBITDA-marginal (just)	13%	12%	6%	14%	16%
EBIT just-marginal	-3%	-1%	-1%	11%	14%
Netto just-marginal	-4%	-2%	0%	7%	10%
Data per aktie, SEK					
VPA	-0,05	-0,03	-0,01	0,31	0,44
VPA just	-0,05	-0,03	-0,01	0,31	0,44
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Nettoskuld	0,2	0,1	1,4	1,1	0,9
Antal aktier	193,1	193,1	231,7	237,4	237,4
Värdering					
Enterprise value	721	698	996	996	996
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	9,1	6,5
P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	9,1	6,5
P/S	3,0	2,9	1,4	0,7	0,6
EV/S	3,2	3,0	2,1	1,0	0,9
EV/EBITDA just	24,2	24,4	33,2	6,9	5,6
EV/EBIT just	n.m.	n.m.	n.m.	8,7	6,6
P/BV	2,8	2,8	2,6	2,0	1,6
Aktiens utveckling					
1 mån	5%				
3 mån	24%				
12 mån	152%				
Årets Början	8%				
Tillväxt/år					
Omsättning					43,5%
Rörelseresultat, just					-3,3%
V/A, just					-56,2%
EK					4,1%
Aktiestruktur %					
AB Kommandoran					15,2
Lothar Geilen					9,0
Andra AP-fonden					4,7
Jørgensen Henrik Wagner					4,7
Pradeep Tripathi					4,7
Nordea fonder					4,3
AMF Försäkring och Fonder					4,3
Länsförsäkringar					3,6
Lubea Förvaltnings AB					2,4
Force C Investments AB					2,2
Röster					
AB Kommandoran					15,2
Lothar Geilen					9,0
Andra AP-fonden					4,7
Jørgensen Henrik Wagner					4,7
Pradeep Tripathi					4,7
Nordea fonder					4,3
AMF Försäkring och Fonder					4,3
Länsförsäkringar					3,6
Lubea Förvaltnings AB					2,4
Force C Investments AB					2,2
Kapital					
AB Kommandoran					15,2
Lothar Geilen					9,0
Andra AP-fonden					4,7
Jørgensen Henrik Wagner					4,7
Pradeep Tripathi					4,7
Nordea fonder					4,3
AMF Försäkring och Fonder					4,3
Länsförsäkringar					3,6
Lubea Förvaltnings AB					2,4
Force C Investments AB					2,2
Aktien					
Reuterskod					OPUS.ST
Lista					First North
Kurs, SEK					2,9
Antal aktier, milj					237,4
Börsvärde, MSEK					679
Börspost					1
Bolagsledning & styrelse					
VD					Magnus Greko
CFO					Annica Lindström
IR					Peter Stenström
Ordf					Göran Nordlund
Nästkommende rapportdatum					
Kvartal 1					2013-05-23
Kvartal 2					2013-08-23
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


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

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

DISCLAIMER**Viktig information**

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

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

Angående Redeyes analysbevakning

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

Rating/Rekommendationsstruktur

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

Redeye Rating (2013-02-07)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	28	17	18	17	21
3,5p - 7,0p	51	64	34	52	55
0,0p - 3,0p	2	0	29	12	5
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.