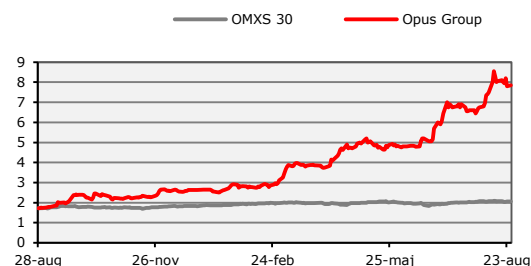
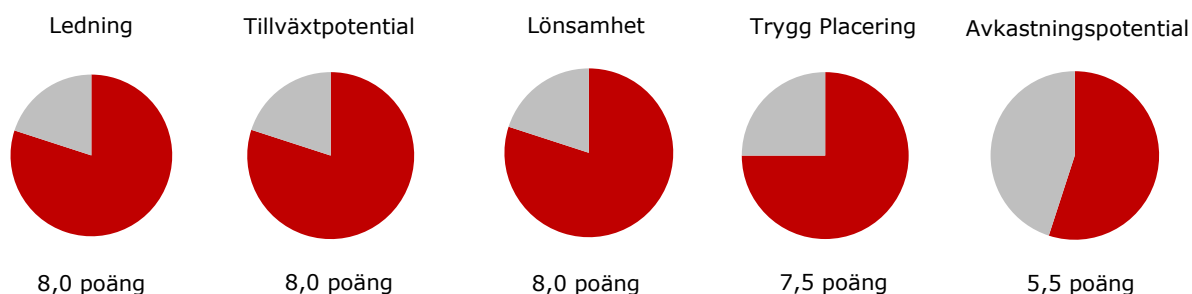


Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
Infriar förväntningarna

- Halvårsrapporten bekräftade bolagets goda intjäningsförmåga och det tydliga säsongsmönstret i rörelsen. Intäkterna steg till 261 MSEK (vår prognos: 270 MSEK) och EBITDA 46 MSEK (prog: 43 MSEK).
- Det stora New York kontraktet levereras de närmaste månaderna, men Opus är trots det redo för nya stora affärer. Upphandlingar i Chile väntas bli avgjorda under hösten och vi räknar med att Opus blir ett av de bolag som får koncession i landet.
- Vi har höjt våra prognoser och justerat upp rating för både Ledning och Lönsamhet. Efter sommarens kursrally ser vi dock inte längre någon uppenbar potential i aktien i det korta perspektivet.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 1 784 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Nyckeltal

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | Fakta | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---|-------|
| Omsättning, MSEK | 231 | 471 | 1067 | 1213 | 1309 | Aktiekurs (SEK) | 7,7 |
| Tillväxt | 0% | 104% | 127% | 14% | 8% | Antal aktier (milj) | 231,7 |
| EBITDA | 29 | 30 | 139 | 184 | 218 | Börsvärde (MSEK) | 1 784 |
| EBITDA-marginal | 12% | 6% | 13% | 15% | 17% | Nettoskuld (MSEK) | 289 |
| EBIT | -4 | -6 | 110 | 166 | 199 | Free float (%) | 68% |
| EBIT-marginal | Neg | Neg | 10% | 14% | 15% | Dagl oms. ('000) | 500 |
| Resultat före skatt | -5 | -11 | 90 | 151 | 189 | Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se | |
| Nettoresultat | -5 | -2 | 69 | 113 | 142 | | |
| Nettomarginal | Neg | 0% | 6% | 9% | 11% | | |
| Utdelning/Aktie | 0,02 | 0,02 | 0,03 | 0,07 | 0,12 | | |
| VPA | -0,03 | -0,01 | 0,30 | 0,49 | 0,61 | | |
| P/E | Neg | 40,9 | 25,8 | 15,8 | 12,6 | | |
| EV/Sales | 0,8 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,4 | | |
| EV/EBITDA | 6,8 | 31,4 | 15,0 | 10,7 | 8,5 | | |

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala 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) konjunkturkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet 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.

Rekordresultat, som väntat

Halvårsrapporten levde upp till våra relativt höga förväntningar. Trots lite lägre omsättning än vi hade räknat med blev resultatet något bättre, men skillnaderna ryms inom felmarginalen.

| Förväntat vs. utfall | | | | |
|----------------------|-------|--------|--------|------|
| MSEK | Q2'12 | Q2'13P | Utfall | Diff |
| Intäkter | 100,8 | 270,0 | 261,2 | -3% |
| EBITDA | 3,5 | 43,0 | 46,2 | 7% |
| EBIT | -5,0 | 35,0 | 38,9 | 11% |
| PTP | -5,0 | 30,0 | 33,9 | 13% |
| Omsättningstillväxt | 74% | 168% | 159% | |
| EBITDA marginal | 3% | 16% | 18% | |
| EBIT marginal | -5% | 13% | 15% | |

Källa: Opus Group, Redeye Research

Det siffermässiga utfallet gav de besked vi hade hoppats på. I första hand var det att den svenska tjänstesidan, Opus Bilprovning, fick det uppsving i intäkter och resultat, som man kunde förvänta sig under det säsongs-mässigt starka andra kvartalet. Övriga delar utvecklades ungefär som innan och för koncernen totalt sett lyfte EBITDA-marginalen till en ny nivå: 18%!

| Kvartalsvis uveckling per segment | | | | | | | |
|------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| MSEK | Q4'11 | Q1'12 | Q2'12 | Q3'12 | Q4'12 | Q1'13 | Q2'13 |
| Utrustning | | | | | | | |
| Intäkter | 43,7 | 33,9 | 30,5 | 28,2 | 32,7 | 35,4 | 30,9 |
| EBITDA | 1,6 | 1,8 | -0,5 | 0,3 | 0,4 | 2,8 | 1,4 |
| EBITDA-marginal | 3,7% | 5,3% | -1,6% | 1,1% | 1,2% | 7,9% | 4,5% |
| Bilprovning Sverige | | | | | | | |
| Intäkter | | | | | 72,2 | 126,2 | 156,1 |
| EBITDA * | | | | | 7,4 | 11,3 | 32,4 |
| EBITDA-marginal * | | | | | 10,2% | 9,0% | 20,8% |
| Bilprovning Internationellt | | | | | | | |
| Intäkter | 18,6 | 54,8 | 70,2 | 76,0 | 74,3 | 68,5 | 72,4 |
| EBITDA * | 3,4 | 7,3 | 8,7 | 14,4 | 11,5 | 12,6 | 12,1 |
| EBITDA-marginal * | 18,1% | 13,3% | 12,4% | 18,9% | 15,5% | 18,4% | 16,7% |
| E.o. poster | -2,5 | -0,6 | -4,7 | -2,5 | -13,6 | -2,6 | -0,4 |
| Summa intäkter | 62,3 | 89,3 | 100,8 | 104,1 | 176,9 | 227,4 | 256,3 |
| EBITDA * | 5,0 | 9,1 | 8,2 | 14,7 | 19,3 | 26,7 | 46,6 |
| EBITDA-marginal * | 8,0% | 10,2% | 8,1% | 14,1% | 10,9% | 11,7% | 18,2% |
| EBITDA | 2,6 | 8,6 | 3,5 | 12,2 | 5,7 | 24,2 | 46,2 |
| Avskrivningar | -8,2 | -8,2 | -8,5 | -8,8 | -10,4 | -9,7 | -7,4 |
| EBIT | -5,6 | 0,4 | -5,0 | 3,4 | -4,7 | 14,5 | 38,9 |

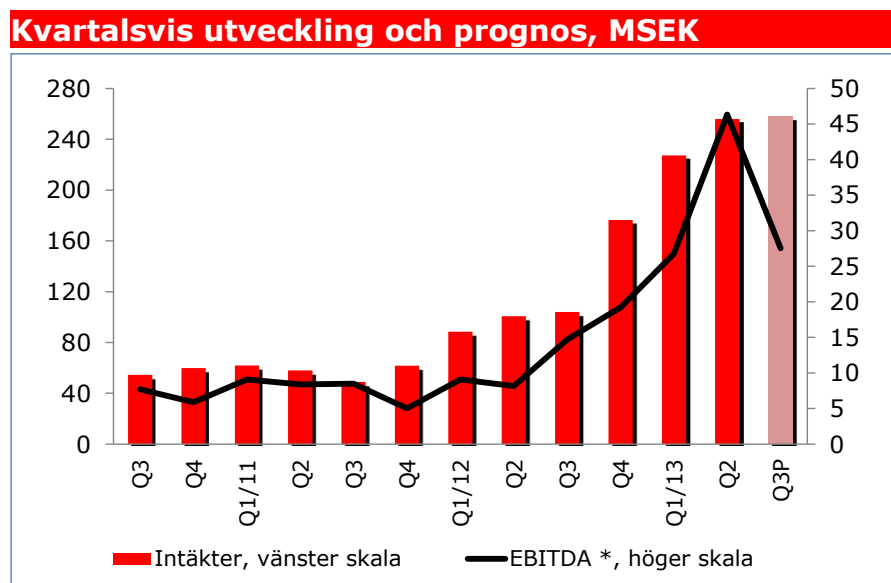
* Exklusive förvärvs och uppstartskostnader för nya program i USA mm.

Källa: Opus Group, Redeye Research

Andhämtningspaus väntas i Q3

Opus har nu under ett antal kvartal haft sekventiellt tillväxt i både intäkter och resultat. Kommande två kvartal, och i synnerhet under Q3, kommer intäktsmixen förändras, vilket gör att resultatet borde blir klart lägre än i Q2. Besiktningens verksamheten i Sverige har sin säsongsmässigt svagaste period under Q3. Intäktsmässigt tror vi att det kommer att vägas upp av de utrustningsleveranser som dotterbolaget ESP drar igång inom ramen för bilprovningsskontraktet i New York. Även om detta också är en lönsam affär så har den inte alls samma hävstång. I tabellen nedan har vi försökt uppskatta storleksordningen på denna nettoeffekt i intäkter och resultat.

Lång period av sekventiell tillväxt, men Q3 är säsongsmässigt svagare



Källa: Opus Group, Redeye Research

Tillväxten fortsätter

Med sitt nya bilprovningsskontrakt i New York kommer Opus växla upp ännu en nivå storleksmässigt. De löpande intäkterna från programmet väntas komma med start i december. Först efter att Opus har rapporterat Q1-14 kan vi börja se vilket genomslag detta kontrakt får intäkt- och lönsamhetsmässigt. Informationen kring vilken ersättning Opus får för varje besiktning har ju inte offentliggjorts. Vad vi vet är däremot att cirka 11 miljoner bilar omfattas, vilket gör det till det största programmet i USA.

New York drar igång

Opus vann som bekant nyligen även upphandlingen i Virginia. Programmet är planerat att starta 1:a april 2014. Men inte heller i detta fall vet vi vilken ersättning Opus får per besiktning. Det är cirka 900 000 bilar som årligen skall miljötestas, vilket är något fler än i Wisconsin. Både Virginia och New York är 7-åriga kontrakt med möjlighet att förlänga 2 år.

Därefter Virginia

Goda chanser i Chile och Kalifornien

Trots att Opus har växt så det knakar, verkar ledningen inte direkt slå sig till ro. Två affärer som de särskilt har nämnt under senare tid är Chile och Kalifornien. Dessa affärer är totalt olika i sin struktur, men för Opus del borde det finnas goda möjligheter på båda ställena.

Svårt att bedöma vad affärer i Chile kan ge

I Chile är planen att myndigheterna skall dela ut 39 stycken koncessioner, som ger rätten att bedriva bilprovning inom ett givet geografiskt område. Här finns flera av branschkollegorna på plats och i vissa fall är de redan etablerade i regionen. Men för att skapa konkurrens och en fungerande marknad kommer koncessionerna med all sannolikhet fördelas på ett flertal aktörer. Vi räknar därför med att Opus kommer få någon andel. Här är det dock svårt att ens gissa vad det kan innebära då vi saknar insyn i den lokala marknaden. Under hösten väntas besked.

Starkt marknadsnät i Kalifornien

Kalifornien har ett system där myndigheten driver programmet själva och besiktningen sker hos fristående verkstäder och liknande aktörer. Under 2014 väntas dels en upphandling av ett nytt mjukvarusystem, så kallat VID. Detta är en potentiellt stor och säkerligen mycket lönsam affär för Opus. De levererade ett liknande system till North Carolina i början av året och snart ännu ett till delstaten New York. Enligt Opus så kommer även de fristående bilprovningsstationerna att behöva uppgradera en stor del av sin utrustning under nästa år. Det kommer säkerligen innebära mer affärer för Opus då de redan har en stark position bland dessa kunder. En av anledningarna till att ESP köptes i början av år 2012, var just att de har cirka hälften av dessa företag på sin kundlista.

Tillväxtmöjligheter även på hemmaplan

Möjlighet att sälja mjukvara

För den svenska verksamheten finns också möjligheter att både öka intäkter och lönsamhet. Men vi räknar inte med att det får samma dignitet som de internationella affärerna. Opus skulle kunna få nya intäkter genom att sälja mjukvarusystem till någon av branschkollegorna. De skall själva ersätta den lösning som de idag leasar från AB Svensk Bilprovning, med ett eget system. Den nya aktören som tog över Besiktningskluster 2, Besikta Bilprovning, är i samma situation och borde vara intresserade. Kanske även någon av de andra.

Den andra tillväxtmöjligheten ligger i att öka marknadsandelarna eller höja snittintäkten per besiktning. Opus har dryga 30% av marknaden och ser ut att ha ökat andelen något under året. Vi tror dock inte att huvudspåret är att ta stora andelar, eftersom det skulle kräva flera nya anläggningar. De verkar istället fokusera på nöjda kunder och ökad effektivitet. Opus har ännu inte höjt sina priser. Det har däremot Besikta gjort. Deras grundpris för en kontrollbesiktning av personbil är 375 SEK. Opus och AB Svensk Bilprovning ligger kvar på 320 SEK. Det borde skapa utrymme för prishöjningar och vi tror bara det är en fråga om när och hur det skall ske.

Prognoser

Våra prognoser sammanfattas i tabellen nedan. Uppdelningen mellan de olika enheterna följer Opus egen redovisning med undantag för att vi fortfarande separerar ESP från segmentet Bilprovning Internationellt (som går under varumärket Opus Inspection).

På samma sätt som tidigare inkluderar vi förväntade framtida utbetalningar av tilläggsköpeskilling på raden koncernjusteringar. Denna post kommer inte vara resultatpåverkande, men lika fullt belastar den kassaflödet. Hittills har ca 70 MSEK reserverats för programmen i Wisconsin, North Carolina och New York. En årlig nivå omkring 12 MSEK verkar därmed rimlig.

*Prishöjningar väntas
förbättra lönsamheten*

Prognoserna för segmenten Opus Equipment och Opus Bilprovning är i princip oförändrade jämfört med tidigare. Här räknar vi framförallt med att Opus Bilprovning kommer växa något i takt med att priserna höjs, vilket kommer ge en bättre lönsamhet. Beträffande Opus Inspection har vi däremot gjort vissa förändringar vilket kommenteras på nästa sida.

| Redeyes prognoser | | | | | |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| MSEK | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P |
| <u>Opus Equipment</u> | | | | | |
| Omsättning | 124 | 126 | 135 | 145 | 152 |
| EBITDA | 2 | 6 | 7 | 7 | 8 |
| EBITDA-marginal | 2% | 4% | 5% | 5% | 5% |
| <u>Opus Bilprovning</u> | | | | | |
| Omsättning | 72 | 548 | 597 | 629 | 648 |
| EBITDA | 7 | 82 | 106 | 120 | 125 |
| EBITDA-marginal | 10% | 15% | 18% | 19% | 19% |
| <u>Opus Inspection (Systech)</u> | | | | | |
| Omsättning | 107 | 126 | 280 | 315 | 342 |
| EBITDA | 17 | 28 | 66 | 74 | 79 |
| EBITDA-marginal | 15% | 22% | 23% | 23% | 23% |
| <u>Opus Inspection (ESP)</u> | | | | | |
| Omsättning | 169 | 268 | 200 | 220 | 225 |
| EBITDA | 23 | 35 | 26 | 29 | 29 |
| EBITDA-marginal | 14% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| <u>Koncernjusteringar mm</u> | | | | | |
| EBITDA | -19,1 | -12,5 | -12 | -12 | -12 |
| Sa: Intäkter | 471 | 1067 | 1213 | 1309 | 1367 |
| EBITDA | 30 | 138 | 193 | 217 | 229 |
| EBITDA-marginal | 6% | 13% | 16% | 17% | 17% |
| Av- och nedskrivningar | -36 | -29 | -27 | -18 | -19 |
| varav IP, kundrelationer | -24 | -13 | -9 | -9 | 0 |
| EBIT | -6 | 109 | 166 | 199 | 211 |
| EBIT-marginal | -1% | 10% | 14% | 15% | 15% |

Källa: Opus Group, Redeye Research

Opus Inspection

Kommer ha många "skott på mål"

Beträffande mjukvaru- och tjänstesidan (Systech) har vi enbart inkluderat de nya affärer som redan har tagits i prognoserna för 2013-14. Det stora lyftet 2014 kommer givetvis ifrån New York men Virginia kommer också att bidra. Åren 2015-16 har vi adderat 30-35 MSEK per år. Dessa affärer kan komma ifrån Chile, Kalifornien, Sverige eller givetvis någon annan kund som inte är högaktuell just idag. Det sker ständigt nya upphandlingar i Nordamerika så det kommer säkert många alternativ.

ESP som säljer avgasmätare och liknande utrustning får ett rejält uppsving redan nu i höst. De levererar nu för fullt till de bilprovningsstationer som är anslutna till programmet i New York. Vi har räknat med att denna affär ger intäkter om cirka 100 MSEK, främst andra halvåret i år men även något under inledningen av 2014. Därefter får de troligtvis en svacka. Men som beskrivits tidigare finns goda möjligheter att ta stora affärer i Kalifornien, vilket vi också räknar med.

Långsiktiga antaganden

*Långsiktiga antaganden:
10% årlig tillväxt
14% rörelsemarginal*

Vi har modifierat de långsiktiga antagandena, främst vad gäller tillväxten. Tidigare räknade vi med en uthållig tillväxttakt på 5% per år (perioden 2016-24). Vi inser att det är väl försiktigt, med tanke på bolagets position och att de befinner sig på en växande marknad. Vi antar nu istället 10% årlig tillväxt.

Samtidigt sänker vi marginalantagandet för perioden efter år 2015 något, från 15% till 14%. Givetvis är detta en svårgissad parameter så långt i framtiden. Ambitionen och potentialen är säkerligen högre, men vi kan inte ta för givet att bolaget alltid lyckas leverera som planerat.

Värdering

Motiverat värde:
~8 kronor per aktie

Med prognoserna och antagandena som beskrivits ovan, värderar vår DCF-modell rörelsen till omkring 2 164 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld som var 317 MSEK vid årsskiftet, ger det ett **motiverat värde på 1 847 MSEK motsvarande 8 SEK per aktie**.

Värderingen påverkas givetvis av flera faktorer som är svåra att bedöma. I tabellen nedan varierar vi antaganden om den uthålliga lönsamheten och avkastningskravet (WACC). För att dagens kursnivåer skall vara motiverade krävs en marginal om minst 12%, allt annat lika. Kan bolaget däremot prestera upp emot 18% över längre tid, finns ytterligare uppsida i värderingen.

| DCF-värde, SEK per aktie | | | | | |
|--------------------------|-----|-----|------------|------|------|
| Uthållig EBIT-marginal | 10% | 12% | 14% | 16% | 18% |
| WACC | | | | | |
| 9% | 6,4 | 8,0 | 9,6 | 11,3 | 12,8 |
| 10% | 5,3 | 6,7 | 8,0 | 9,4 | 10,7 |
| 11% | 4,5 | 5,7 | 6,8 | 8,0 | 9,1 |

Källa: Redeye Research

Aktien handlades under lång tid till extremt attraktiva multiplar då man tittade något eller ett par framåt i tiden. Det senaste årets kursrally gör att värderingen nu har kommit ikapp, även om vinstprognoserna i viss utsträckning också kunnat justeras upp. Om man betraktar 2014-15 som någon form av normalår, framstår nyckeltalen nu som relativt rimliga.

Nyckeltalen sticker inte ut
åt endera hållet

| Värderingsmultiplar | | | | |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| Kurs: 7,70 SEK | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
| P/E | neg | 25,8 | 15,7 | 12,5 |
| EV/EBIT | neg | 18,9 | 12,5 | 10,4 |
| EV/EBITDA | 31,1 | 14,9 | 10,8 | 9,6 |

Källa: Redeye Research

Aktiekursutveckling

Aktien har gått makalöst starkt och toppade i mitten av augusti strax under 9 kronor. Just vid det tillfället var en bidragande orsak sannolikt ett rykte där det spekulerades om att Opus deltog i upphandlingar av bilprovsningskontrakt i Indien. Handeln i aktien har varit hög och vi kan notera några mindre förändringar på ägarlistan. Bland de större ägarna har Länsförsäkringar minskat ner medan AMF har ökat något. Pradeep Tripathi, som sålde Systech till Opus år 2008, ser nu ut att ha avvecklat hela sitt innehav.

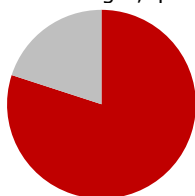
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

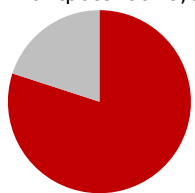
Vi har höjt rating för Ledning samt Lönsamhet från 7,0p till 8,0p. I båda fallen med anledning av vad bolaget har levererat i form av resultat och nya affärer under senare tid.

Ledning 8,0p



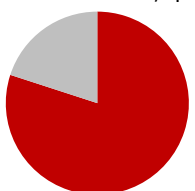
Historiskt har Opus lyckats väl både i den operativa verksamheten och med tidigare förvärv. Ledningen har gedigen erfarenhet av branschen och ett stort engagemang genom sitt ägande.

Tillväxtpotential 8,0p



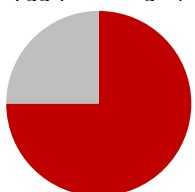
Marknaden är stor och förväntas växa i flera regioner som idag har ökande miljöproblem till följd av en växande vagnpark. Moderna system och låga tillverkningskostnader ger Opus en stark position.

Lönsamhet 8,0p



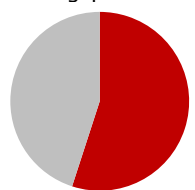
Sammantaget har koncernen en hög och stabil underliggande lönsamhet. Relativt låga investeringskostnader och rörelsekapitalbindning bidrar till goda kassaflöden.

Trygg placering 7,5p



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

Avkastningspotential 5,5p



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 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Omsättning | 231 | 471 | 1067 | 1213 | 1309 |
| Summa rörelsekostnader | -203 | -441 | -929 | -1029 | -1091 |
| EBITDA | 29 | 30 | 139 | 184 | 218 |
| Avskrivningar materiella tillg. | -4 | -11 | -16 | -18 | -14 |
| Avskrivningar immateriella tillg. | -28 | -24 | -13 | 0 | -6 |
| Goodwill nedskrivningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | -4 | -6 | 110 | 166 | 199 |
| Resultatandelar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansnetto | -1 | -5 | -19 | -15 | -9 |
| Valutakursdifferenser | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | -5 | -11 | 90 | 151 | 189 |

| | | | | | |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Skatt | -1 | 9 | -21 | -38 | -47 |
| Nettoresultat | -5 | -2 | 69 | 113 | 142 |

| Balansräkning | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Tillgångar | | | | | |
| <i>Omsättningstillgångar</i> | | | | | |
| Kassa och bank | 23 | 97 | 53 | 61 | 65 |
| Kundfordringar | 32 | 50 | 107 | 109 | 118 |
| Lager | 45 | 69 | 85 | 85 | 79 |
| Andra fordringar | 9 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| Summa omsättn. | 108 | 268 | 298 | 307 | 314 |
| <i>Anläggningstillgångar</i> | | | | | |
| Materiella anl.tillg. | 43 | 136 | 135 | 137 | 148 |
| Finansiella anl.tillg. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga finansiella tillg. | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Goodwill | 102 | 417 | 460 | 460 | 460 |
| Imm. tillg. vid förväv | 62 | 60 | 47 | 47 | 42 |
| Övr. immater. tillg. | 6 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| Övr. anlägg. tillg. | 6 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| Summa anlägg. | 218 | 658 | 681 | 683 | 689 |
| Uppsk. skatteford. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa tillgångar | 326 | 926 | 979 | 990 | 1 003 |

| | | | | | |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Skulder | | | | | |
| <i>Kortfristiga skulder</i> | | | | | |
| Leverantörsskulder | 15 | 43 | 96 | 109 | 105 |
| Kortfristiga skulder | 29 | 90 | 76 | 53 | 29 |
| Övriga kortfristiga skulder | 28 | 149 | 149 | 149 | 149 |
| Summa kort. skuld | 73 | 282 | 321 | 311 | 283 |
| Räntebr. skulder | 13 | 324 | 274 | 189 | 105 |
| L. icke räntebr.skulder | 0 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| Konvertibler | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa skulder | 86 | 634 | 623 | 527 | 415 |
| Uppskj. skatteskuld | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Avsättningar | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Eget kapital | 240 | 262 | 327 | 433 | 558 |
| Minoritet | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minoritet & E. Kap. | 240 | 262 | 327 | 433 | 558 |
| Summa skulder och E. Kap. | 326 | 926 | 979 | 990 | 1 003 |

| Fritt kassaflöde | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Omsättning | 231 | 471 | 1067 | 1213 | 1309 |
| Sum rörelsekost. | -203 | -441 | -929 | -1029 | -1091 |
| Avskrivningar | -32 | -36 | -29 | -18 | -19 |
| EBIT | -4 | -6 | 110 | 166 | 199 |
| Skatt på EBIT | 0 | 1 | -26 | -41 | -50 |
| NOPLAT | -4 | -4 | 84 | 124 | 149 |
| Avskrivningar | 32 | 36 | 29 | 18 | 19 |
| Bruttokassaflöde | 28 | 31 | 113 | 142 | 168 |
| Föränd. i rörelsekap | -41 | 63 | -21 | 11 | -7 |
| Investeringar | -250 | -476 | -52 | -20 | -25 |
| Fritt kassaflöde | -264 | -381 | 40 | 134 | 137 |

| Kapitalstruktur | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Soliditet | 74% | 28% | 33% | 44% | 56% |
| Skuldsättningsgrad | 18% | 158% | 107% | 56% | 24% |
| Nettoskuld | 19 | 317 | 297 | 181 | 69 |
| Sysselsatt kapital | 260 | 579 | 623 | 614 | 627 |
| Kapit. oms. hastighet | 0.7 | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |

| Tillväxt | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Försäljningstillväxt | 0% | 104% | 127% | 14% | 8% |
| VPA-tillväxt (just) | 0% | -348% | 352% | 64% | 25% |

| DCF värdering | | Kassaflöden, MSEK | |
|---------------|--------|----------------------------|------|
| Riskpremie | 4,8 % | NPV FCF (2013-2015) | 265 |
| Betavärde | 1,2 | NPV FCF (2016-2022) | 705 |
| Riskfri ränta | 2,3 % | NPV FCF (2023-) | 1195 |
| Räntepremie | 5,5 % | Rörelsefrämjade tillgångar | 97 |
| WACC | 10,0 % | Räntebärande skulder | -414 |
| | | Motiverat värde MSEK | 1847 |

| | | | |
|-----------------------|--------|--------------------------------|-----|
| Antaganden 2015-2021 | | | |
| Genomsn. förs. tillv. | 10,0 % | Motiverat värde per aktie, SEK | 8,0 |
| EBIT-marginal | 14,0 % | Börskurs, SEK | 7,7 |

| Lönsamhet | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE | 0% | -1% | 24% | 30% | 29% |
| ROCE | -3% | -1% | 16% | 25% | 29% |
| ROIC | 0% | -2% | 15% | 20% | 24% |
| EBITDA-marginal | 12% | 6% | 13% | 15% | 17% |
| EBIT-marginal | -2% | -1% | 10% | 14% | 15% |
| Netto-marginal | -2% | 0% | 6% | 9% | 11% |

| Data per aktie | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VPA | -0,03 | -0,01 | 0,30 | 0,49 | 0,61 |
| VPA just | -0,03 | 0,07 | 0,29 | 0,48 | 0,60 |
| Utdelning | 0,02 | 0,02 | 0,03 | 0,07 | 0,12 |
| Nettoskuld | 0,10 | 1,37 | 1,28 | 0,78 | 0,30 |
| Antal aktier | 193,10 | 231,67 | 231,67 | 231,67 | 231,67 |

| Värdering | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Enterprise Value | 193,2 | 942,7 | 2080,6 | 1965,1 | 1852,5 |
| P/E | -33,8 | 40,9 | 25,8 | 15,8 | 12,6 |
| P/S | 0,8 | 1,3 | 1,7 | 1,5 | 1,4 |
| EV/S | 0,8 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,4 |
| EV/EBITDA | 6,8 | 31,4 | 15,0 | 10,7 | 8,5 |
| EV/EBIT | -53,7 | -162,5 | 19,0 | 11,9 | 9,3 |
| P/BV | 0,7 | 2,4 | 5,5 | 4,1 | 3,2 |

| Aktiens utveckling | | Tillväxt/år | 11/13e |
|--------------------|---------|-----------------------|---------|
| 1 mån | 16,7 % | Omsättning | 115,0 % |
| 3 mån | 58,8 % | Rörelseresultat, just | NaN |
| 12 mån | 347,7 % | V/A, just | NaN |
| Årets Början | 192,8 % | EK | 16,6 % |

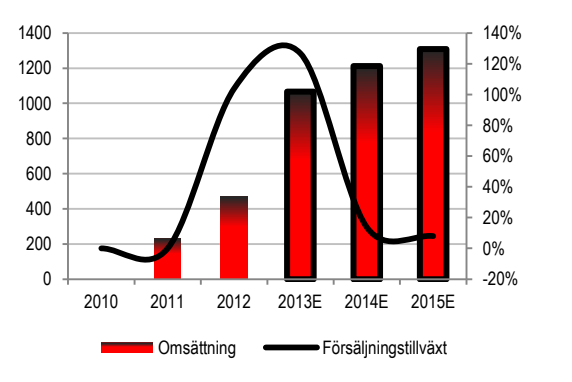
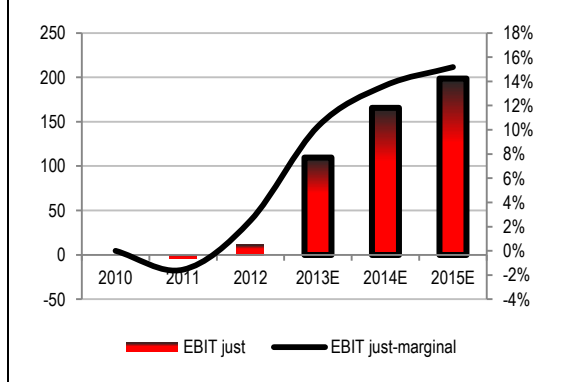
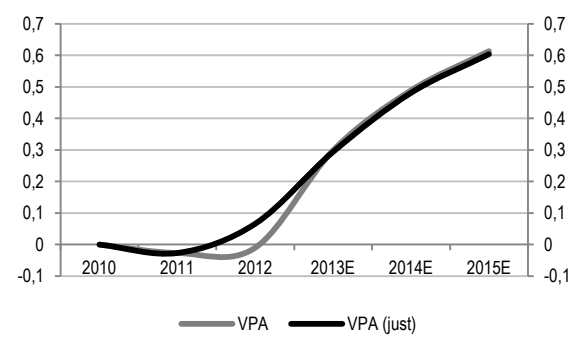
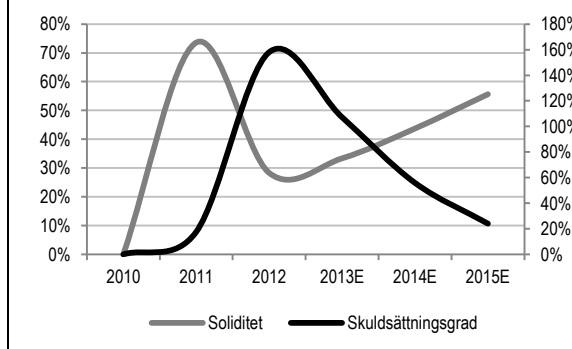
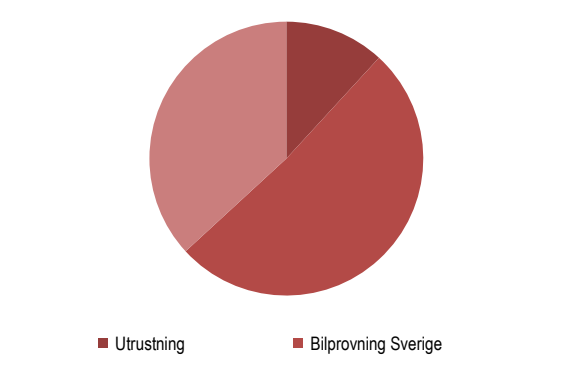
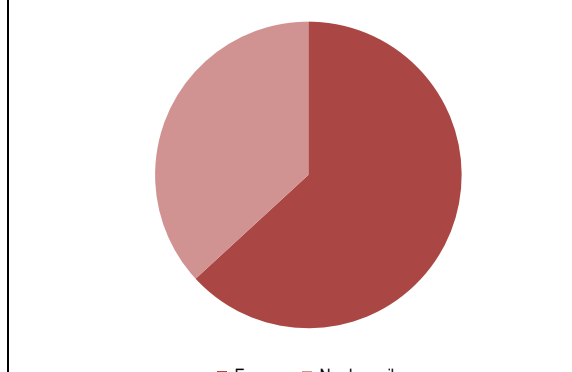
| Aktiestructur % | Röster | Kapital |
|-------------------------|--------|---------|
| AB Kommandoran | 15,0 % | 15,0 % |
| Lothar Geilen | 8,9 % | 8,9 % |
| Andra AP-fonden | 4,7 % | 4,7 % |
| Jörgensen Henrik Wagner | 4,6 % | 4,6 % |
| AMF Försäkring & Fonder | 4,5 % | 4,5 % |
| Nordea fonder | 4,3 % | 4,3 % |
| Länsförsäkringar | 3,2 % | 3,2 % |
| Lubea Förvaltnings AB | 2,4 % | 2,4 % |
| Force C Investments AB | 2,2 % | 2,2 % |
| Vision Invest Sprl | 1,2 % | 1,2 % |

| Aktien | |
|--------------------|-----------|
| Reuterskod | OPUS.ST |
| Lista | Small Cap |
| Kurs, SEK | 7,7 |
| Antal aktier, milj | 231,7 |
| Börsvärde, MSEK | 1783,9 |

| Bolagsledning & styrelse | |
|--------------------------|------------------|
| VD | Magnus Greko |
| CFO | Annica Lindström |
| IR | Peter Stenström |
| Ordf | Göran Nordlund |

| Nästkommande rapportdatum | |
|---------------------------|-------------------|
| Q3 report | November 22, 2013 |

| Analytiker | Redeye AB |
|---------------------------|------------------------------|
| Henrik Alveskog | Mäster Samuelsgatan 42, 10tr |
| henrik.alveskog@redeye.se | 114 35 Stockholm |

| Omsättning & Tillväxt (%) | EBIT (justerad) & Marginal (%) |
|--|---|
|  <p>Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)</p> |  <p>Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)</p> |
| Vinst Per Aktie | Soliditet & Skuldsättningsgrad (%) |
|  <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p> |  <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p> |
| Produktområden | Geografiska områden |
|  <p>Legend: Utrustning, Bilprovning Sverige, Bilprovning Internationellt, Eliminering</p> |  <p>Legend: Europa, Nordamerika</p> |
| Intressekonflikter | Verksamhetsbeskrivning |
| <p>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget Opus Group: Ja</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p> | <p>Opus är en serviceleverantör inom miljö- och säkerhetskontroll av fordon. Bolaget driver bilprovningsprogram i Nordamerika och sedan 2012 i Sverige. De har även tillverkning av utrustning för bilprovningsanläggningar och verkstäder.</p> |

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 (2013-06-07)

| Rating | Ledning | Tillväxt-potential | Lönsamhet | Trygg Placering | Avkastnings-potential |
|--------------|---------|--------------------|-----------|-----------------|-----------------------|
| 7,5p - 10,0p | 21 | 15 | 9 | 12 | 20 |
| 3,5p - 7,0p | 45 | 51 | 32 | 43 | 42 |
| 0,0p - 3,0p | 1 | 1 | 26 | 12 | 5 |
| Antal bolag | 67 | 67 | 67 | 67 | 67 |

*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.