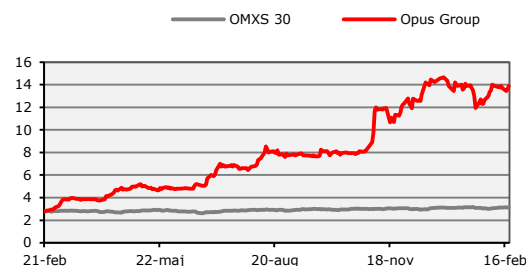


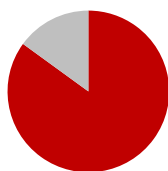
**Sammanfattning**
**Opus Group (OPUS.ST)**
**Envirotest-affären i hamn**

- Q4 var intäktsmässigt högre än vi hade räknat med, medan 45 MSEK i EBITDA justerat för e.o. poster, prickade vår prognos. Utdelningen på 6 öre per aktie, kan tyckas blygsam, men är en höjning från 2 öre ifjol och klart högre än vi hade räknat med.
- Utfallet i kvartalet är svåranalyserat då det präglas av uppstarten av de två stora bilprovsningsprogrammen i Virginia och New York. Dessa tillsammans med förvärvet av Envirotest, som nu är i hamn, kommer driva tillväxten och höja lönsamheten ytterligare en nivå under det kommande året.
- Prognoserna för innevarande år justeras ned något då vissa effekter förskjuts i tiden. Våra långsiktiga antaganden är oförändrade och värderingen indikerar fortfarande en liten uppsida i aktien.

Lista: Mid Cap  
 Börsvärde: 3 439 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Magnus Greko  
 Styrelseordf: Göran Nordlund

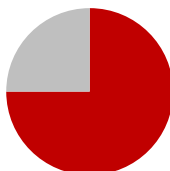

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



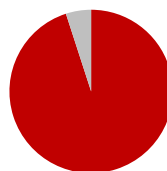
8,5 poäng

Ägarskap



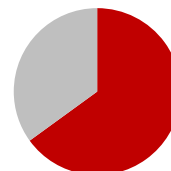
7,5 poäng

Tillväxtutsikter



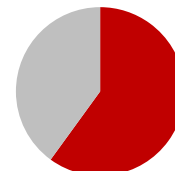
9,5 poäng

Lönsamhet



6,5 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

**Nyckeltal**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	471	1 055	1 650	1 811	1 926	Aktiekurs (SEK)	13,7
Tillväxt	104%	124%	56%	10%	6%	Antal aktier (milj)	251,4
EBITDA	30	142	292	341	376	Börsvärde (MSEK)	3 439
EBITDA-marginal	6%	13%	18%	19%	20%	Nettoskuld (MSEK)	82
EBIT	-6	112	258	307	339	Free float (%)	72%
EBIT-marginal	Neg	11%	16%	17%	18%	Dagl oms. ('000)	700
Resultat före skatt	-11	90	225	275	317	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-2	61	167	201	232		
Nettomarginal	0%	6%	10%	11%	12%		
Utdelning/Aktie	0,02	0,06	0,12	0,16	0,18		
VPA	-0,01	0,24	0,66	0,80	0,92		
P/E	40,88	60,70	20,00	16,61	14,39		
EV/S	2,00	3,61	2,36	2,06	1,84		
EV/EBITDA	31,42	26,83	13,30	10,96	9,41		

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

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Lyfter ännu en nivå under 2014

Utfallet under Q4 var intäktsmässigt högre än vi hade räknat med medan underliggande resultat prickade vår prognos. Justerat för engångsposter var EBITDA under det fjärde kvartalet 45 MSEK, vilket är ungefär i nivå med både Q2 och Q3. Ett par kostnadsposter relaterade till uppstart av nya bilprovsningsprogram i USA samt förvärvet av Envirotec gjorde att det redovisade resultatet däremot var lägre. Beaktat att intäkterna var relativt höga så blev emellertid EBITDA-marginalen lägre än vår prognos.

Förväntat vs. utfall					
	MSEK	Q4'12	Q4'13P	Utfall	Diff
Högre intäkter	Intäkter	177	281	310	10%
EBITDA ex. e.o. som väntat	EBITDA *	19	45	45	-1%
e.o. poster:	E.o. poster	-14	-5	-17	n.m.
Uppstartskostnader: -12,2	EBITDA	6	40	28	-31%
Förvärvskostnader: -4,6	EBIT	-5	34	22	-37%
	PTP	-8	29	15	-49%
	Omsättningstillväxt	185%	59%	76%	
	EBITDA marginal *	11%	16%	14%	
	EBIT marginal	-3%	12%	7%	

\* Exkl. jämförelsestörande

Källa: Opus Group, Redeye, Research

Både Bilprovning Sverige och Internationellt hade i Q4 aningen lägre marginaler än tidigare. Den förhållandevis lilla enheten Utrustning visade däremot en förbättring mot slutet av fjolåret.

Kvartalsvis uveckling per segment								
MSEK	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13
<b>Utrustning</b>								
Intäkter	33,9	30,5	28,2	32,7	35,4	30,9	22,4	34,9
EBITDA	1,8	-0,5	0,3	0,4	2,8	1,4	-0,1	1,5
EBITDA-marginal	5,3%	-1,6%	1,1%	1,2%	7,9%	4,5%	-0,4%	4,4%
<b>Bilprovning Sverige</b>								
Intäkter				72,2	126,2	156,1	120,4	149,1
EBITDA *				7,4	11,3	32,4	19,4	22,0
EBITDA-marginal *				10,2%	9,0%	20,8%	16,1%	14,7%
<b>Bilprovning Internationellt</b>								
Intäkter	54,8	70,2	76,0	74,3	68,5	72,4	115,4	130,9
EBITDA *	7,3	8,7	14,4	11,5	12,6	12,1	23,7	21,5
EBITDA-marginal *	13,3%	12,4%	18,9%	15,5%	18,4%	16,7%	20,5%	16,4%
E.o. poster	-0,6	-4,7	-2,5	-13,6	-2,6	-0,4	-	-16,8
<b>Summa intäkter</b>	<b>89,3</b>	<b>100,8</b>	<b>104,1</b>	<b>176,9</b>	<b>228,5</b>	<b>261,2</b>	<b>255,0</b>	<b>310,0</b>
<b>EBITDA *</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>14,7</b>	<b>19,3</b>	<b>26,7</b>	<b>46,6</b>	<b>43,7</b>	<b>44,5</b>
EBITDA-marginal *	10,2%	8,1%	14,1%	10,9%	11,7%	17,8%	17,1%	14,4%
EBITDA	8,6	3,5	12,2	5,7	24,2	46,2	43,7	27,7
Avskrivningar	-8,2	-8,5	-8,8	-10,4	-9,7	-7,4	-6,7	-6,2
EBIT	0,4	-5,0	3,4	-4,7	14,5	38,9	37,0	21,5

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

Källa: Opus Group, Redeye, Research

**Bilprovning Sverige, prisjustering från nyår**

Enheten hade lite högre intäkter men lägre resultat än vi hade räknat med. Ledningen uppgav att kostnaderna har ökat dels för marknadsrelaterade insatser och dels har ett par nya stationer öppnats. Vid årsskiftet stängdes länkarna mellan Opus stationsnät och AB Svensk Bilprovnings hemsida. För att säkerställa att det inte skulle medföra ett större kundbortfall genomfördes vissa marknadsinsatser i Q4. Transportstyrelsens siffror för januari tyder inte på någon förändring av marknadsandelarna ännu.

*Prishöjning i Q1*

Innevarande år kommer inledningsvis att präglas av den prishöjning som Opus genomförde vid årsskiftet. Standardpriset för kontrollbesiktning höjdes då från 320 till 350 kronor. Effekten kommer alltså synas relativt omgående och får en betydande inverkan på resultatet. Eftersom alla konkurrenter, med något enstaka mindre undantag, redan tar omkring 350-400 kronor för en besiktning, är det knappast någon risk att de tappar kunder av detta skäl. Senare under 2014 skall IT-systemet bytas ut, vilket väntas ge en kostnadsbesparing på 15-20 MSEK. Det nya systemet kommer också vara ett mer effektivt verktyg för att bearbeta kunder och optimera kapacitetsutnyttjandet. Initialt medför det dock en resultatbelastning då de tvingas köra bägge systemen parallellt under en tid.

*Byte av IT-system sänker kostnaderna under 2015***New York och Virginia på banan**

Både Virginia och det väsentligt mycket större uppdraget i New York State startade runt årsskiftet, vilket har krävt betydande insatser. Enligt ledningen har implementeringen gått smärtfritt och båda programmen är nu uppe i full takt. Intäkterna under Q4 var högre än vi hade räknat med medan resultatet blev som väntat. Försäljningen av maskinutrustning till New York blev högre än Opus själva hade beräknat då många kunder valde mer avancerad utrustning. Dessa intäkter är dock av engångskaraktär. Enligt Opus kommer registration renewal (ung. betalning av fordonsskatt) inte erbjudas inledningsvis. Ambitionen är att så fort som möjligt införa detta då det potentiellt kan ge stora intäkter. Vi räknar därför med att New York kontraktet startar på en lägre nivå och sedan växer i betydelse.

*New York affären väntas växa successivt*

Nästa stora affär för Opus att sätta tänderna i ser ut att bli i Kalifornien. De fristående bilprovningstationerna kommer behöva uppgradera sin utrustning och Opus har via sitt tidigare förvärv av ESP en stark position på denna marknad. Beträffande Chile har vi däremot inga högre förväntningar längre. Det verkar dröja innan det sker någon tilldelning av koncessioner som det tidigare var planerat för.

*Bra affärsmöjligheter i Kalifornien***Coloradoaffären klar och därmed förvärvet av Envirotest**

Ett annat efterlängtad besked från USA kom tidigare i veckan då bolaget meddelade att delstaten Colorado har förlängt kontraktet med Envirotest. Beskedet var helt väntat men samtidigt avgörande för att de skulle fullfölja förvärvet av Envirotest. Även om risken var liten att affären skulle falla på denna punkt så är den nu i alla fall eliminerad.

## Prognos & Värdering

Sammantaget justerar vi ned förväntningar på 2014, till följd av att New York väntas starta på en lägre nivå. Uppställningen i tabellen återger de affärsenheter som bolaget rapporterar med ett par små skillnader. Posten **Koncernjusteringar** innehåller alla kostnader av engångskaraktär. Från 2014 lägger vi förväntade utbetalningar för tilläggsköpeskilling i denna post. För **Envirotest** har vi bara adderat intäkter och resultat utifrån de kända siffrorna för år 2012. De tappar förvisso något kontrakt men kan sannolikt också öka affärerna inom exempelvis Remote Sensing. På sikt finns också potentialen att de får nya centraliserade bilprovningkontrakt. **Utrustning** är resultatmässigt relativt obetydligt och ledningen pratar nu öppet om att denna enhet är till salu. Opus kommer dock behålla de strategiskt viktiga delarna av utrustningssidan, men dessa ligger i verksamheten Bilprovning Internationellt och Envirotest.

*Affärsenheten Utrustning kan säljas*

*Lite försiktigare antaganden om intäkter och marginal*

*Lägre intäkter men bättre marginal*

**Bilprovning Sverige** får en tillväxt genom förväntade prishöjningar. Denna tillsammans med bytet av IT-systemet nu till hösten kommer höja lönsamheten även om marknadsandelar och kapacitetsutnyttjande sjunker något. **Bilprovning Internationellt** kommer minska sin utrustningsförsäljning och öka bilprovningssintäkterna de närmaste åren vilket bör leda till förbättrade marginaler. Vi räknar också med att de adderar nya affärer, men det är som bekant svårt att förutse vilka det blir och när så sker.

Redeyes prognoser						
MSEK	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
<b>Utrustning</b>						
Omsättning	150	124	123	126	131	136
EBITDA	10	2	4	4	5	5
EBITDA-marginal	7%	2%	3%	3%	4%	4%
<b>Bilprovning Sverige</b>						
Omsättning		72	551	590	629	662
EBITDA		7	85	97	120	134
EBITDA-marginal		10%	15%	16%	19%	20%
<b>Bilprovning Internationellt</b>						
Omsättning	81	275	387	375	493	569
EBITDA	21	40	70	73	100	117
EBITDA-marginal	26%	14%	18%	19%	20%	21%
<b>Envirotest</b>						
				Ingår fr.o.m. 2014P		
Omsättning	u.s.	559	559	559	559	559
EBIT	u.s.	135	135	135	135	135
EBIT-marginal		24%	24%	24%	24%	24%
<b>Koncernjusteringar mm</b>						
EBITDA	-2	-19	-17	-16	-16	-16
<b>Sa: Intäkter</b>	<b>232</b>	<b>471</b>	<b>1048</b>	<b>1650</b>	<b>1811</b>	<b>1926</b>
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>142</b>	<b>292</b>	<b>344</b>	<b>375</b>
EBITDA-marginal	12%	6%	14%	18%	19%	19%
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>112</b>	<b>258</b>	<b>307</b>	<b>339</b>
EBIT-marginal	-2%	-1%	11%	16%	17%	18%

Källa: Opus Group, Redeye, Research

## Värdering

Motiverat värde:  
~15,40 kronor per aktie

Lägre WACC: 9,0% mot  
tidigare 10,0%

DCF-modellen ger nu ett **motiverat värde omkring 15,40 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 25 november 2013, var motsvarande värde cirka 12 kronor per aktie.

Skillnaden i värdering beror främst på att vi använder oss av en lägre WACC: 9,0% (tidigare 10,0%). Vi har genomfört en omfattande översyn av de bolag vi bevakar med avseende på att beräkna avkastningskravet till värderingen. Detta har medfört att vi använder en lägre WACC för Opus. Rent intuitivt är det också motiverat av Envirotec förvärvet, som nu är i hamn. Koncernen har nu fått både en kritisk massa som är viktig vid kommande affärsupphandlingar och dessutom ökad riskspridning genom att stå på fler ben.

Övriga antaganden avseende tillväxttakt och uthållig lönsamhet är oförändrade. En skillnad, som framgår av kassaflödesprognoserna i tabellen på sida 8 är att förvärvet av Envirotec förskjuts från år 2013 till 2014. Detta får dock en begränsad effekt på värderingen, då det bara är tidsvärdet som påverkar. Tabellen nedan ger en indikation om hur värdet varierar med olika antaganden för nivån på bolagets uthålliga lönsamhet samt avkastningskravet.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	12%	14%	16%	18%	20%
WACC					
8%	14,9	16,8	18,6	20,8	23,0
9%	12,4	14,0	<b>15,4</b>	17,2	19,0
10%	10,3	11,6	12,9	14,4	15,8

Källa: Redeye, Research

## Ägarförändringar och kursutveckling

Ökad aktivitet i aktien

Styrelseordförande  
minskade sitt innehav

Handeln i aktien har under senare tid varit högre än tidigare och det har sannolikt skett vissa ägarförändringar. Vi är dock lite osäkra på vilka eftersom flera stora depåbanker står registrerade som ägare. Troligtvis är det amerikanska och engelska fonder som ligger bakom. En ägare som vi vet har minskat sitt innehav är styrelseordförande Göran Nordlund. Han sålde 3 miljoner aktier, men har fortfarande drygt 2 miljoner aktier kvar. Med tanke på ägarbild och kursutvecklingen tycker vi inte det är konstigt om fler insynsregistrerade personer kommer lätta lite på sina innehav. Fyra stycken av de större ägarna är också anställda i bolaget och har deltagit i de senaste emissionerna.

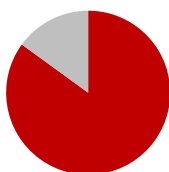
## Sammanfattning Redeye Rating

---

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.

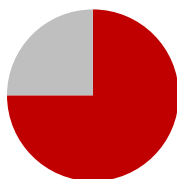
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 8,5p



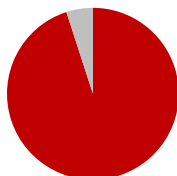
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Branschfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller stark.

Ägarskap 7,5p



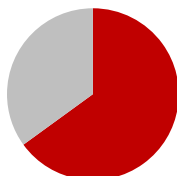
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både VD och styrelseordförande har betydande aktieinnehav. Däremot finns ingen ägare som själv kontrollerar mer än 20% av rösterna vilket begränsar betyget för Ägarskap.

Tillväxtutsikter 9,5p



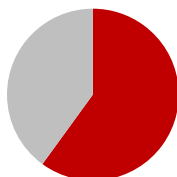
Tillväxtutsikterna är extremt goda och Opus får nästan full pott för samtliga kriterier. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med hög lönsamhet. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten begränsad, men i andra delar av världen finns en betydande långsiktig potential.

Lönsamhet 6,5p



Verksamheten har visat god lönsamhet och stabila positiva kassaflöden under en lång tid. Höga avskrivningar på immateriella tillgångar från tidigare förvärv gör dock att de redovisade resultaten och avkastningstalen varit blygsamma. Lönsamhet och nyckeltal kommer med all säkerhet att förbättras det närmaste året i takt med expansionen som sker via de nya affärer som planeras.

Finansiell styrka 6,0p



Opus har en stabil intjäning och god kreditvärdighet. Samtidigt är skuldsättningen relativt hög efter de senaste två stora förvärven. I takt med att lånen amorteras av kommer ratingen för Finansiell Styrka att förbättras, genom att räntetäckningsgrad stiger och skuldsättningsgraden sjunker. För att nå full pott krävs emellertid även en omsättning överstigande 10 miljarder kronor, vilket ännu ter sig avlägset.



Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	471	1 055	1 650	1 811	1 926
Summa rörelsekostnader	-441	-913	-1 358	-1 470	-1 550
<b>EBITDA</b>	<b>30</b>	<b>142</b>	<b>292</b>	<b>341</b>	<b>376</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-11	-17	-24	-29	-33
Avskrivningar immateriella tillg.	-24	-13	-10	-5	-4
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-6</b>	<b>112</b>	<b>258</b>	<b>307</b>	<b>339</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-5	-22	-33	-32	-22
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-11</b>	<b>90</b>	<b>225</b>	<b>275</b>	<b>317</b>

Skatt	9	-28	-59	-74	-86
<b>Net earnings</b>	<b>-2</b>	<b>61</b>	<b>167</b>	<b>201</b>	<b>232</b>

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	97	453	82	91	96
Kundfordringar	50	58	132	145	154
Lager	69	86	115	109	116
Andra fordringar	52	76	76	76	76
<b>Summa omsättn.</b>	<b>268</b>	<b>673</b>	<b>406</b>	<b>420</b>	<b>442</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	136	130	416	412	404
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	4	6	6	6	6
Goodwill	417	470	813	813	813
Imm. tillg. vid förväv	60	48	38	33	29
Övr. immater. tillg.	6	10	15	16	17
Övr. anlägg. tillg.	35	21	21	21	21
<b>Summa anlägg.</b>	<b>658</b>	<b>685</b>	<b>1310</b>	<b>1302</b>	<b>1291</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>926</b>	<b>1358</b>	<b>1716</b>	<b>1723</b>	<b>1734</b>

<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	43	60	165	145	154
Kortfristiga skulder	90	81	96	74	46
Övriga kortfristiga skulder	149	182	182	182	182
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>282</b>	<b>323</b>	<b>443</b>	<b>401</b>	<b>382</b>
Räntebr. skulder	324	455	541	419	258
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>606</b>	<b>778</b>	<b>984</b>	<b>820</b>	<b>640</b>
Uppskj. skatteskuld	27	40	40	40	40
Avsättningar	30	75	75	75	75
Eget kapital	262	466	617	788	979
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>262</b>	<b>466</b>	<b>617</b>	<b>788</b>	<b>979</b>

<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>926</b>	<b>1358</b>	<b>1716</b>	<b>1723</b>	<b>1734</b>
----------------------------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	471	1 055	1 650	1 811	1 926
Sum rörelsekost.	-441	-913	-1 358	-1 470	-1 550
Avskrivningar	-36	-30	-34	-34	-37
<b>EBIT</b>	<b>-6</b>	<b>112</b>	<b>258</b>	<b>307</b>	<b>339</b>
Skatt på EBIT	2	-35	-67	-83	-92
<b>NOPLAT</b>	<b>-4</b>	<b>76</b>	<b>191</b>	<b>224</b>	<b>248</b>
Avskrivningar	36	30	34	34	37
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>32</b>	<b>106</b>	<b>225</b>	<b>258</b>	<b>285</b>
Föränd. i rörelsekap	31	13	2	-26	-7
Investeringar	-476	-21	-659	-26	-26

<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-413</b>	<b>98</b>	<b>-432</b>	<b>205</b>	<b>252</b>
-------------------------	-------------	-----------	-------------	------------	------------

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	28%	34%	36%	46%	56%
Skuldsättningsgrad	158%	115%	103%	63%	31%
Nettoskuld	317	83	554	403	207
Sysselsatt kapital	579	548	1 171	1 190	1 186
Kapit. oms. hastighet	0.5	0.8	1.0	1.1	1.1

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	104%	124%	56%	10%	6%
VPA-tillväxt (just)	-348%	269%	172%	20%	15%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	5,9 %	NPV FCF (2013-2015)	-29
		NPV FCF (2016-2022)	1271
Risikfri ränta	3,5 %	NPV FCF (2023-)	2702
Räntepremie	5,5 %	Rörelsefrämjade tillgångar	453
WACC	9,0 %	Räntebärande skulder	-536
		Motiverat värde MSEK	3860

Antaganden 2015-2021		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>15,4</b>
Genomsn. förs. tillv.	7,9 %	Börskurs, SEK	13,7
EBIT-marginal	16,0 %		

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-1%	17%	31%	29%	26%
ROCE	-1%	13%	23%	24%	27%
ROIC	-2%	13%	35%	19%	21%
EBITDA-marginal	6%	13%	18%	19%	20%
EBIT-marginal	-1%	11%	16%	17%	18%
Netto-marginal	0%	6%	10%	11%	12%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,01	0,24	0,66	0,80	0,92
VPA just	0,07	0,24	0,66	0,79	0,91
Utdelning	0,02	0,06	0,12	0,16	0,18
Nettoskuld	1,37	0,33	2,20	1,60	0,82
Antal aktier	231,67	251,43	251,43	251,43	251,43

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	942,7	3 804,1	3 885,6	3 734,0	3 538,6
P/E	40,9	60,7	20,0	16,6	14,4
P/S	1,3	3,5	2,0	1,8	1,7
EV/S	2,0	3,6	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA	31,4	26,8	13,3	11,0	9,4
EV/EBIT	-162,5	34,0	15,1	12,2	10,4
P/BV	2,4	8,0	5,4	4,2	3,4

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	11/13
1 mån	-3,3 %	Omsättning	87,2 %
3 mån	23,8 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	376,6 %	V/A, just	n.m.
Årste Rörrian	-0,6 %	FK	n.m.

Aktiestructur %	Röster	Kapital
AB Kommandoran	14,9 %	14,9 %
Lothar Geilen	8,2 %	8,2 %
Andra AP-fonden	4,4 %	4,4 %
Jörgensen Henrik Wagner	4,1 %	4,1 %
AMF Försäkring & Fonder	3,8 %	3,8 %
Nordea fonder	3,0 %	3,0 %
Grandeur Peak fonder	2,0 %	2,0 %
Länsförsäkringar	1,3 %	1,3 %
SHB fonder	1,2 %	1,2 %
Vision Invest Sprl	1,0 %	1,0 %

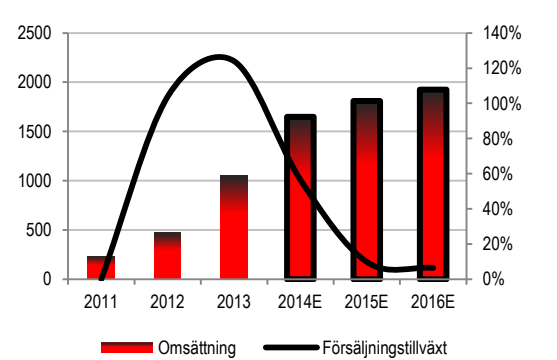
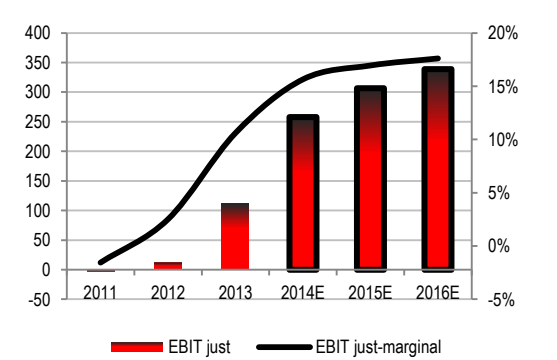
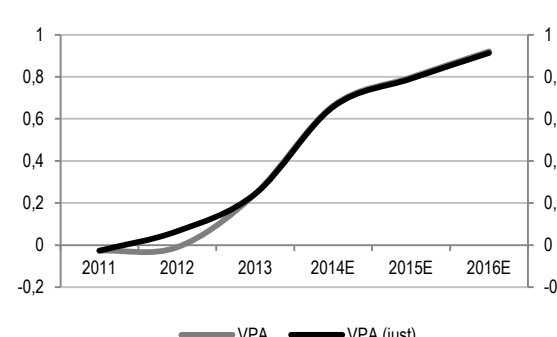
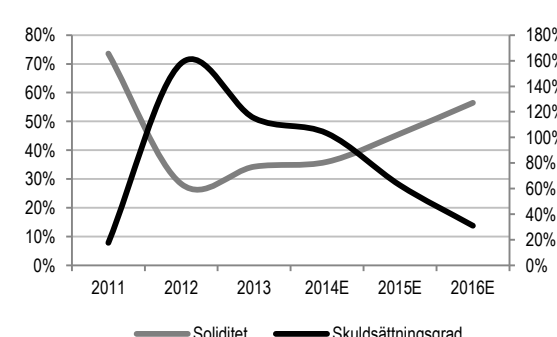
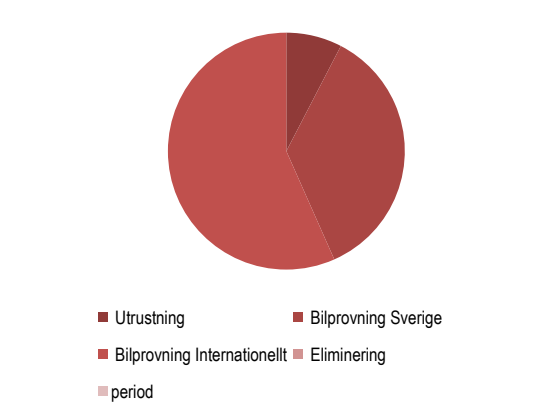
Aktien	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Mid Cap
Kurs, SEK	13,7
Antal aktier, milj	251,4
Börsvärde, MSEK	3439,4

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

Nästkommande rapportdatum	
Q1 report	May 22, 2014
Q2 report	August 21, 2014

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, period</p>	
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p><b>Henrik Alveskog. äger aktier i Opus Group: Ja</b></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 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 (2013-12-12)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

\*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

**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.