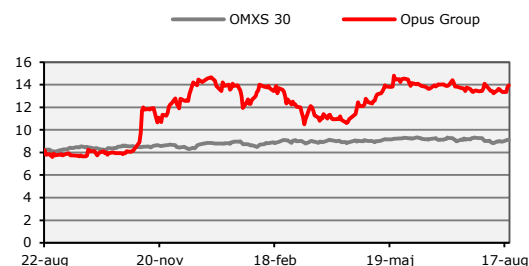


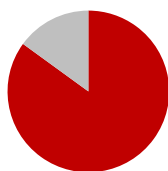
Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
I väntan på Illinois

- Under Q2 fick Opus full utväxling på sina senaste affärer och förvärv. Intäkterna steg 57% till 406 MSEK och EBITDA-marginalen tog ett kliv upp till 22%, vilket är en helt ny nivå.
- Opus tog nyligen ett par strategiskt viktiga affärer som öppnar upp nya möjligheter. Dels genom ett första kontrakt i Chile och dels inom deras unika teknologi Remote Sensing som beställts av delstaten Virginia. Klartecken kring det viktiga kontraktet med Illinois har däremot inte kommit ännu.
- Vi hade räknat med något högre tillväxt, men tror att avvikelserna beror på tillfälliga faktorer. Våra prognosjusteringar är därför små och värderingen i stort sett oförändrad. Aktien värderas förtjänstfullt men vi ser fortfarande en viss potential upp emot 16-17 kronor.

Lista: Mid Cap
 Börsvärde: 3 268 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund

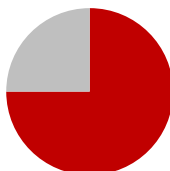

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



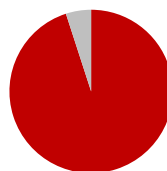
8,5 poäng

Ägarskap



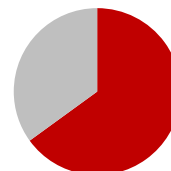
7,5 poäng

Tillväxtutsikter



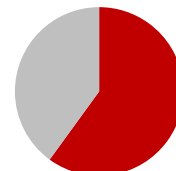
9,5 poäng

Lönsamhet



6,5 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	471	1 055	1 494	1 728	1 848	Aktiekurs (SEK)	13,0
Tillväxt	104%	124%	42%	16%	7%	Antal aktier (milj)	251,4
EBITDA	30	142	272	334	369	Börsvärde (MSEK)	3 268
EBITDA-marginal	6%	13%	18%	19%	20%	Nettoskuld (MSEK)	678
EBIT	-6	112	167	213	253	Free float (%)	72%
EBIT-marginal	Neg	11%	11%	12%	14%	Dagl oms. ('000)	500
Resultat före skatt	-11	90	141	169	213	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-2	61	103	123	156		
Nettomarginal	0%	6%	7%	7%	8%		
Utdelning/Aktie	0,02	0,06	0,07	0,10	0,12		
VPA	0,07	0,24	0,41	0,48	0,59		
P/E	40,9	60,7	33,1	28,1	22,8		
EV/S	2,0	3,6	2,8	2,4	2,1		
EV/EBITDA	31,4	26,8	15,2	12,5	10,7		

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.

Intäkter och lönsamhet på ny nivå

Halvårsrapporten visade som väntat ett rejält lyft i både intäkter och resultat. I stora drag var rapporten en bekräftelse på att koncernen genom de senaste affärerna och förvärvet av Envirotec nu har tagit sig upp till en ny nivå, både avseende intäkter och lönsamhet. Vi hade förvisso ännu lite högre förväntningar kring försäljning och tillväxt, men lönsamheten var det inget fel på. EBITDA-marginalen steg till 22%. Avvikelserna på intäktsidan verkar ha sin förklaring i ett par tillfälliga faktorer som vi kommenterar på sida 5.

EBITDA-marginal: 22%

Intäkter och EBITDA lite under vår prognos

Medan valutaeffekter i finansnettot lyfte PTP

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q2'13	Q2'14P	Utfall	Diff
Intäkter	261	430	406	-6%
EBITDA	46	95	89	-6%
EBIT	39	70	63	-10%
PTP	34	61	65	7%
Omsättningstillväxt	157%	65%	55%	
Organiskt tillväxt, ca	n.a.	9%	4%	
EBITDA marginal	17,7%	22,0%	21,9%	
EBIT marginal	14,9%	16,3%	15,5%	

Källa: Opus Group, Redeye, Research

Bilprovning Sverige fick inte riktigt det säsongsmässiga lyft vi hade räknat med. Bilprovning Internationellt har däremot etablerat sig på en klart högre nivå efter att Envirotec konsoliderats fullt ut under det andra kvartalet.

Kvartalsvis uveckling per segment									
MSEK	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Utrustning									
Intäkter	30,5	28,2	32,7	35,4	30,9	22,4	34,9	35,7	33,9
EBITDA	-0,5	0,3	0,4	2,8	1,4	-0,1	1,5	1,1	2,3
EBITDA-marginal	-1,6%	1,1%	1,2%	7,9%	4,5%	-0,4%	4,4%	3,0%	6,8%
Bilprovning Sverige									
Intäkter			72,2	126,2	156,1	120,4	149,1	143,2	162,2
EBITDA *			7,4	11,3	32,4	19,4	22,0	18,5	33,5
EBITDA-marginal *			10,2%	9,0%	20,8%	16,1%	14,7%	12,9%	20,7%
Bilprovning Internationellt									
Intäkter	70,2	76,0	74,3	68,5	72,4	115,4	130,9	122,7	213,8
EBITDA *	8,7	14,4	11,5	12,6	12,1	23,7	21,5	26,5	54,2
EBITDA-marginal *	12,4%	18,9%	15,5%	18,4%	16,7%	20,5%	16,4%	21,6%	25,4%
E.o. poster	-4,7	-2,5	-13,6	-2,6	-0,4	-	-16,8	-	-
Summa intäkter	100,8	104,1	176,9	228,5	261,2	255,0	310,0	297,8	406,0
EBITDA *	8,2	14,7	19,3	26,7	46,6	43,7	44,5	45,4	88,8
EBITDA-marginal *	8,1%	14,1%	10,9%	11,7%	17,8%	17,1%	14,4%	15,2%	21,9%
EBITDA	3,5	12,2	5,7	24,2	46,2	43,7	27,7	45,4	88,8
Avskrivningar	-8,5	-8,8	-10,4	-9,7	-7,4	-6,7	-6,2	-13,1	-25,9
EBIT	-5,0	3,4	-4,7	14,5	38,9	37,0	21,6	32,2	62,9

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

Källa: Opus Group, Redeye, Research

*4% organisk tillväxt
förklaras av:*

*Leveranserna till
Kalifornien tillfälligt lägre*

*Mindre utpräglat
säsongsmönster i Svensk
bilprovning*

Stolta men kanske inte helt nöjda

Samtliga segment utvecklades åt rätt håll och med tanke på varierande förutsättningar för de olika enheterna visar alla nu en anständig och i vissa fall riktigt god lönsamhet. Den organiska tillväxten i Q2 uppgick till måttliga 4% inom bilprovningen i både Sverige och Nordamerika. Nya program i USA och framförallt prishöjning i den svenska bilprovningens verksamheten bidrog till ökade intäkter. Det borde därför ha kunnat bli klart bättre än 4%. Detta berodde på ett par faktorer. Dels har leveranserna i det uppgraderingsprogram som sker till kunder i Kalifornien stannat av under perioden. Detta är kopplat till direktiv från myndigheterna i delstaten och ligger således utanför bolagets kontroll. Opus verkar inte oroliga utan räknar med att aktiviteten kommer igång nu under hösten. För den svenska bilprovningen har priserna höjts med cirka 10 procent i genomsnitt jämfört med ifjol, vilket allt annat lika ger motsvarande tillväxt i intäkterna. En förklaring till att det blev lägre, vilket också bekräftades av konkurrerande Svensk Bilprovning AB, är att säsongsmönstret såg annorlunda ut i år. Skillnaderna mellan Q1 och Q2 var mindre än normalt. Svensk Bilprovning AB hade till och med nolltillväxt Q2-14 vs. Q2-13, trots att de också har höjt priserna ungefär lika mycket som Opus har gjort.

*Leasing väntas höja
marginalerna men tynger
kassaflödet*

Kalifornien kostar innan det smakar

Kassaflödet från rörelsen är starkt men belastas under detta år bland annat av att affärmodellen gentemot kunderna i Kalifornien har ändrats. Istället för att sälja utrustningen har Opus valt att leasa ut den, vilket har flera fördelar. Dels utgörs kunderna till stor del av mindre verkstäder som kan ha svårt att själva finansiera större inköp. För Opus del kommer det också ge mer återkommande intäkter och bättre lönsamhet. Ledningen räknar själva med att det kan höja marginalerna inom utrustningsdelen från tidigare nivå strax över 10% till omkring 20% framöver. Under Q2 uppgick kassaflödet före investeringar till närmare 80 MSEK. Till följd av höga investeringar, främst det som nämndes ovan, samt utbetalt utdelning ökade ändå nettoskulden något till 678 MSEK.

Highlights från affärsfronten

Delårsrapporten innehöll inga större nyheter kring affärsläget. Däremot annonserade bolaget ett par affärer helt nyligen. Dessa samt några andra händelser som är aktuella för bolaget listas nedan:

- **Virginia vill ha Remote Sensing.** Delstaten Virginia har givit Opus ett nytt kontrakt inom deras unika teknikområde Remote Sensing. Opus har redan kontraktet för bilbesiktningar i Virginia. Fördelen med det nya uppdraget är dock att de får en väsentligt mycket större del av intäkterna för alla bilar som godkänns via Remote Sensing. Sannolikt upp emot 5 ggr mer per bil. Opus tappar heller inga intäkter från det ordinarie programmet då delstaten betalar en fast avgift för denna. Bolaget räknar med att det nya kontraktet kommer öka deras intäkter med cirka 35 MSEK per år.

- I Virginia har man säkerligen tagit intryck av delstaten Colorado där Envirotech har använt sig av Remote Sensing under en längre tid. Med all sannolikhet tittar flera andra delstater på att införa något liknande. Och i dagsläget är det bara Opus som har ett fungerande system att erbjuda.
- **Första kontraktet i Chile.** Opus dotterbolag Systech har tilldelats koncession för att driva tre centrala bilprovningsstationer söder om huvudstaden Santiago. Detta är ett relativt litet uppdrag om cirka 65 000 besiktningar årligen. Enligt bolaget beräknas intäkterna inte överstiga 1 MUSD per år. Däremot är det ändå betydelsefullt eftersom bolaget nu får ett fotfäste som de kan bygga vidare på. Ambitionen är givetvis att bli avsevärt mycket större på den Chilenska marknaden och de kommer delta vid fler upphandlingar som sker senare i år. Vissa av de andra länderna i Sydamerika finns också med i Opus expansionsplaner, men det ligger sannolikt lite längre fram i tiden.
- **Ännu inget besked från Illinois.** Opus meddelade redan i maj att de hade tilldelats kontraktet för bilprovning i Illinois med start under år 2015. Den nuvarande operatören Applus lämnade dock in sin protest, vilket inte var helt oväntat, och därefter har inga nya besked kommunicerats. Det är ett stort program av så kallad hybrid-karaktär det vill säga både egna stationer och en decentraliserad infrastruktur med utomstående aktörer. Årsvolymen är drygt 2 miljoner bilar och Opus intäkter uppskattas till motsvarande cirka 90 MSEK per år. Beskedet kan komma vilken dag som helst och i värsta fall blir det en ny upphandling. Opus är dock optimistisk och ser inga skäl till att så blir fallet.
- **Tennessee och Missouri.** Opus egna kontrakt i dessa delstater kommer inom kort ut till ny upphandling. De borde ha mycket goda förutsättningar att vinna dessa, eftersom det trots allt är relativt ovanligt att kunderna byter ut operatörerna. Tennessee är centraliserat och Missouri decentraliserat. Storleken på kontrakten är inte direkt avgörande för Opus. Däremot vore det en oroväckande signal om de av någon anledning ändå skulle tappa något av uppdragen.
- **New Jersey och Kalifornien?** Båda delstaterna kan komma ut med nya upphandlingar inom kort men enligt Opus är det oklart när. För Kaliforniens del handlar det i så fall om ett så kallat VID system. Myndigheten har själva rollen som operatör, men behöver modernisera hela sitt mjukvarusystem. Opus borde ha goda möjligheter med tanke på att de under senare tid lyckats ta flera snarlika affärer. I New Jersey kan det bli svårare. Nuvarande operatör är Parsons som enligt vår uppfattning verkar vara en välrenommerad aktör.

Prognos & Värdering

*Klart högre avskrivningar
kommer dämpa de
redovisade resultaten*

Q2-rapporten föranleder inga avgörande prognosjusteringar. Ledningens guidning kring avskrivningsnivåer är dock klart högre än vi räknat med. Det innebär att EBIT-marginalerna sannolikt inte lyfter de närmaste åren även om underliggande lönsamhet, EBITDA-marginal, kommer göra det. I tabellen nedan återges våra prognoser för de tre rapporterade segmenten samt för Opus totalt. Observera att Envirotest ingår i siffrorna för Bilprovning Internationell. Vi visar dem även separat då bolaget utgör ett så pass stort tillskott. Posten Koncernjusteringar innehåller tidigare kostnader av engångskaraktär. Från 2014 lägger vi förväntade utbetalningar för tilläggsköpeskilling i denna post. Våra prognoser 2014-16 bygger främst på:

- **Illinois.** Vi räknar med att affären går till Opus och att programmet startar under 2015. Årsvolym 90 MSEK och sedvanlig god lönsamhet samt initiala investeringar på 200 MSEK.
- **Bilprovning Internationellt** kommer sammantaget att minska sin utrustningsförsäljning och öka bilprovningsintäkterna de närmaste åren vilket bör leda till förbättrade marginaler.
- **Envirotest** väntas det närmaste året utvecklas i linje med 2013. Därefter räknar vi med något lägre marginaler till följd av en viss prispres i de kontrakt som förlängs.
- **Bilprovning Sverige** får tillfälligt högre kostnader under hösten i samband med bytet av IT-systemet. Sedan sjunker driftskostnaderna samtidigt som det nya systemet ger ökad effektivitet.

Redeyes prognoser						
MSEK	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Utrustning						
Omsättning	150	124	123	130	135	140
EBITDA	10	2	4	6	6	6
EBITDA-marginal	7%	2%	3%	5%	5%	5%
Bilprovning Sverige						
Omsättning		72	551	591	629	662
EBITDA		7	85	95	119	134
EBITDA-marginal		10%	15%	16%	19%	20%
Bilprovning Internationellt						
Omsättning	81	275	387	774	965	1046
EBITDA	21	40	70	187	227	251
EBITDA-marginal	26%	14%	18%	24%	24%	24%
varav Envirotest (ingår i segmentet ovan)				Ingår ovan från 1:a mars -14		
Omsättning	u.s.	559	527	443	527	527
EBIT	u.s.	135	150	124	137	137
EBIT-marginal		24%	28%	28%	26%	26%
Koncernjusteringar mm						
EBITDA	-2	-19	-17	-16	-18	-23
Sa: Intäkter	232	471	1048	1494	1728	1848
EBITDA	29	30	142	272	334	369
EBITDA-marginal	12%	6%	14%	18%	19%	20%
EBIT	-4	-6	112	167	214	254
EBIT-marginal	-2%	-1%	11%	11%	12%	14%

Källa: Opus Group, Redeye, Research

Värdering

Motiverat värde:
~16,50 kronor per aktie

Vår DCF-modell ger nu ett **motiverat värde omkring 16,50 kronor per aktie**. Det är i princip oförändrat jämfört med i vår senaste analysuppdatering, per 23 maj 2014.

Vårt avkastningskrav (WACC) är oförändrat 9,0%. Antaganden för långsiktig tillväxt och lönsamhet är också oförändrade. Vi har en genomsnittlig årlig tillväxttakt på cirka 8% fram till år 2021. Antagandet för uthållig lönsamhet har vi satt till 16% EBIT-marginal. Denna kan översättas till en EBITDA-marginal omkring 18% med en normaliserad avskrivningsnivå. Enligt Opus väntas de årliga avskrivningar på immateriella tillgångar, främst relaterade till förvärvet av Envirotest, uppgå till omkring 50 MSEK under åren 2015-16. Vårt antagande om uthållig lönsamhet blir således något lägre än de 19-20% som vi räknar med under åren 2015-16. Opus egna finansiella målsättningar är som bekant 10% årlig tillväxt och en EBITDA-marginal överstigande 15%.

Dagens värdering verkar
baseras på ganska
försiktiga antaganden

Tabellen nedan ger en indikation om hur värdet varierar med olika antaganden för nivån på bolagets uthålliga lönsamhet samt avkastningskravet. Dagens kursnivåer förutsätter marginaler ned emot 12%, givet våra tillväxtprognoser, avkastningskrav och allt annat lika. Om de däremot kan nå uthålliga marginaler upp emot 20% finns en betydande uppsida.

DCF-värde, SEK per aktie						
Uthållig EBIT-marginal	12%	14%	16%	18%	20%	
WACC						
8%	16,0	18,1	20,2	22,2	24,3	
9%	13,0	14,7	16,5	18,2	19,9	
10%	10,5	12,1	13,5	15,0	16,4	

Källa: Redeye, Research

Ägarförändringar och kursutveckling

SHB fonder fortsätter öka
upp

Liksom Invesco och
Grandeur Peak fonder

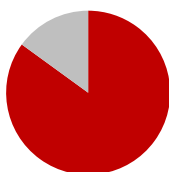
På ägarlistan ser vi att Handelsbanken fonder har fortsatt att öka upp sitt innehav. De är nu fjärde största ägare efter ledningstrion bestående av grundarna Magnus Greko och Jörgen Hentschel via AB Kommandoran samt USA-chefen Lothar Geilen. Några internationella institutioner har också ökat sitt ägande. Dessa är främst Invesco samt Grandeur Peak fonder. Försäljningarna som har skett under senare tid har varit mer spridda på flera händer.

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.

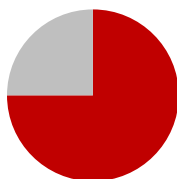
Ratingförändringar i denna rapport: Inga ratingförändringar.

Ledning 8,5p



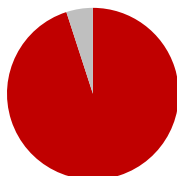
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Branschfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller stark.

Ägarskap 7,5p



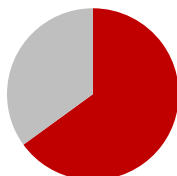
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både VD och styrelseordförande har betydande aktieinnehav. Däremot finns ingen ägare som själv kontrollerar mer än 20% av rösterna vilket begränsar betyget för Ägarskap.

Tillväxtutsikter 9,5p



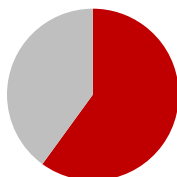
Tillväxtutsikterna är extremt goda och Opus får nästan full pott för samtliga kriterier. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med hög lönsamhet. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten begränsad, men i andra delar av världen finns en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

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	1 494	1 728	1 848
Summa rörelsekostnader	-441	-913	-1 223	-1 394	-1 479
EBITDA	30	142	272	334	369
Avskrivningar materiella tillg.	-11	-17	-57	-63	-65
Avskrivningar immateriella tillg.	-24	-13	-48	-58	-50
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-6	112	167	213	253
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-5	-22	-25	-44	-40
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-11	90	141	169	213

Skatt	9	-28	-38	-46	-58
Net earnings	-2	61	103	123	156

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	97	453	75	86	92
Kundfordringar	50	58	90	121	129
Lager	69	86	105	121	129
Andra fordringar	52	76	90	90	90
Summa omsättn.	268	673	359	418	441
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	136	130	571	723	683
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	4	6	6	6	6
Goodwill	417	470	702	702	702
Imm. tillg. vid förväv	60	48	170	112	62
Övr. immater. tillg.	6	10	13	16	17
Övr. anlägg. tillg.	35	21	21	21	21
Summa anlägg.	658	685	1484	1580	1491
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	926	1358	1843	1999	1932

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	43	60	149	138	148
Kortfristiga skulder	90	81	121	130	99
Övriga kortfristiga skulder	149	182	182	182	182
Summa kort. skuld	282	323	453	451	429
Räntebr. skulder	324	455	682	735	559
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	606	778	1135	1186	988
Uppskj. skatteskuld	27	40	80	80	80
Avsättningar	30	75	75	75	75
Eget kapital	262	466	554	658	789
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	262	466	554	658	789
Summa skulder och E. Kap.	926	1358	1843	1999	1932

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	471	1 055	1 494	1 728	1 848
Sum rörelsekost.	-441	-913	-1 223	-1 394	-1 479
Avskrivningar	-36	-30	-105	-121	-116
EBIT	-6	112	167	213	253
Skatt på EBIT	2	-35	-45	-58	-68
NOPLAT	-4	76	122	156	185
Avskrivningar	36	30	105	121	116
Bruttokassaflöde	32	106	227	276	301
Föränd. i rörelsekap	31	13	26	-59	-7
Investeringar	-476	-21	-904	-217	-26
Fritt kassaflöde	-413	98	-652	0	267

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	28%	34%	30%	33%	41%
Skuldsättningsgrad	158%	115%	145%	131%	83%
Nettoskuld	317	83	728	779	566
Sysselsatt kapital	579	548	1 282	1 437	1 355
Kapit. oms. hastighet	0.5	0.8	0.8	0.9	1.0

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	104%	124%	42%	16%	7%
VPA-tillväxt (just)	-348%	269%	68%	18%	23%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	5,9 %	NPV FCF (2013-2015)	-375
		NPV FCF (2016-2022)	1454
Riskfri ränta	3,5 %	NPV FCF (2023-)	3151
Räntepremie	5,5 %	Rörelsefrämjade tillgångar	453
WACC	9,0 %	Räntebärande skulder	-536
		Motiverat värde MSEK	4147

Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	8,0 %	Motiverat värde per aktie, SEK	16,5
EBIT-marginal	16,1 %	Börskurs, SEK	13,0

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-1%	17%	20%	20%	22%
ROCE	-1%	13%	15%	15%	17%
ROIC	-2%	13%	22%	12%	13%
EBITDA-marginal	6%	13%	18%	19%	20%
EBIT-marginal	-1%	11%	11%	12%	14%
Netto-marginal	0%	6%	7%	7%	8%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,01	0,24	0,41	0,48	0,60
VPA just	0,07	0,24	0,41	0,48	0,59
Utdelning	0,02	0,06	0,07	0,10	0,12
Nettoskuld	1,37	0,33	2,90	3,05	2,17
Antal aktier	231,67	251,43	251,43	255,00	261,00

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	942,7	3 804,1	4 122,6	4 173,2	3 959,8
P/E	40,9	60,7	32,9	27,9	22,6
P/S	1,3	3,5	2,3	2,0	1,9
EV/S	2,0	3,6	2,8	2,4	2,1
EV/EBITDA	31,4	26,8	15,2	12,5	10,7
EV/EBIT	-162,5	34,0	24,7	19,6	15,6
P/BV	2,4	8,0	6,1	5,2	4,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	0,4 %	Omsättning	78,2 %
3 mån	-8,8 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	64,6 %	V/A, just	148,3 %
Årets Början	-7,9 %	EK	45,4 %

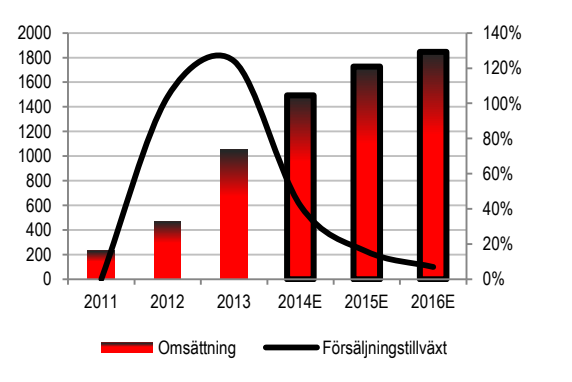
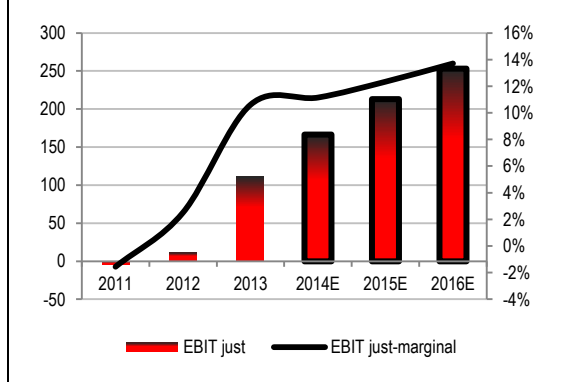
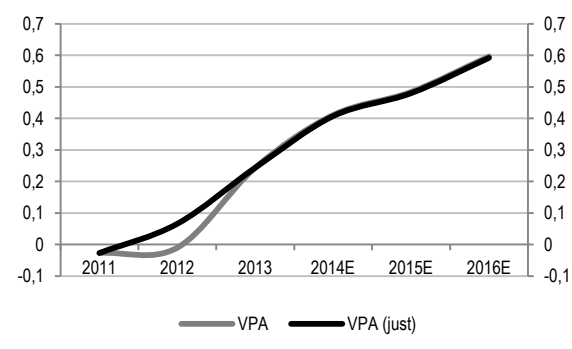
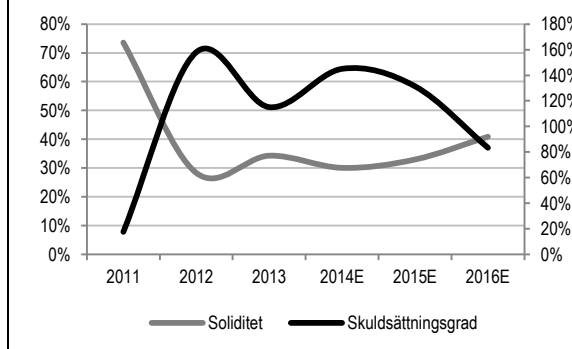
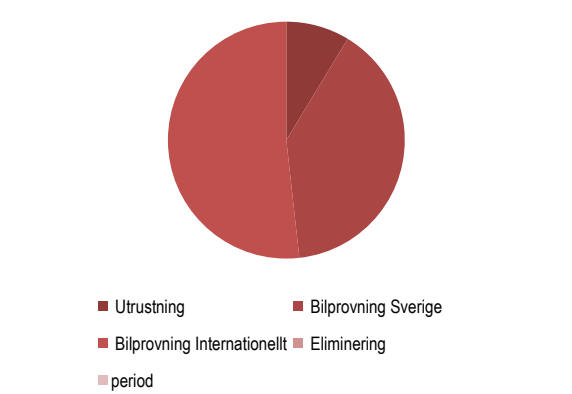
Aktiestructur %	Röster	Kapital
AB Kommandoran	14,9 %	14,9 %
Lothar Geilen	7,0 %	7,0 %
Handelsbanken fonder	5,1 %	5,1 %
Andra AP-fonden	4,7 %	4,7 %
Jørgensen Henrik Wagner	4,4 %	4,4 %
AMF Försäkring & Fonder	4,0 %	4,0 %
Invesco fonder	3,2 %	3,2 %
Grandeur Peak fonder	2,5 %	2,5 %
Nordea fonder	1,4 %	1,4 %
Länsförsäkringar Fonder	1,2 %	1,2 %

Aktien	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Mid Cap
Kurs, SEK	13,0
Antal aktier, milj	251,4
Börsvärde, MSEK	3268,3

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

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 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 — Försäljningstillväxt</p>	 <p>Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: — VPA — VPA (just)</p>	 <p>Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p>Legend: ■ Utrustning ■ Bilprovning Sverige ■ Bilprovning Internationellt ■ Eliminering</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 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 objektiva 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 (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
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.