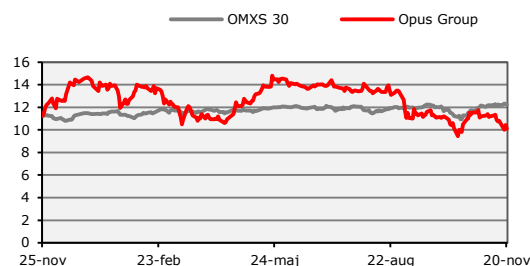


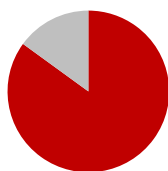
Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
Liten resultatsvacka

- Intäkter och EBITDA i Q3 landade strax under våra förväntningar. Intäkter: 361 MSEK (prognos: 370), EBITDA: 63 MSEK (prognos: 70). Positiva valuta-effekter i finansnettot gav ett betydande vinstlyft längre ned i resultaträkningen.
- Resultatet tyngdes av två faktorer som båda är av tillfällig natur. Hyresaffären i Kalifornien innebär kostnader först och intäkter senare. I den svenska besiktningsverksamheten har bytet av IT-system, medfört extrakostnader och temporära störningar.
- En starkare USD bidrar till att höja prognoserna, medan vi inte längre räknar med kontraktet i Illinois. Våra antaganden för långsiktig tillväxt är nu också lite försiktigare. Likafullt ser vi en god potential i aktien upp till tidigare toppnotering runt 15 kronor.

Lista: Mid Cap
 Börsvärde: 2 832 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Magnus Greko
 Styrelseordf: Göran Nordlund

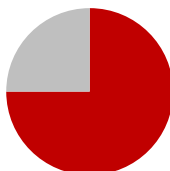

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



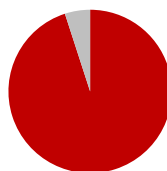
8,5 poäng

Ägarskap



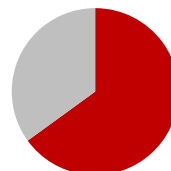
7,5 poäng

Tillväxtutsikter



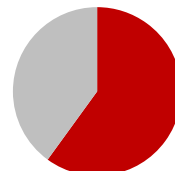
9,5 poäng

Lönsamhet



6,5 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	471	1 055	1 481	1 775	1 852	Aktiekurs (SEK)	10,9
Tillväxt	104%	124%	40%	20%	4%	Antal aktier (milj)	261,0
EBITDA	30	142	246	333	359	Börsvärde (MSEK)	2 832
EBITDA-marginal	6%	13%	17%	19%	19%	Nettoskuld (MSEK)	678
EBIT	-6	112	151	239	269	Free float (%)	73%
EBIT-marginal	Neg	11%	10%	13%	15%	Dagl oms. ('000)	450
Resultat före skatt	-11	90	155	189	227	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-2	61	116	138	166		
Nettomarginal	0%	6%	8%	8%	9%		
Utdelning/Aktie	0,02	0,06	0,08	0,11	0,13		
VPA	0,07	0,24	0,44	0,52	0,63		
P/E	40,9	60,7	24,6	20,7	17,2		
EV/S	2,0	3,6	2,5	2,0	1,8		
EV/EBITDA	31,4	26,8	14,9	10,7	9,4		

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.

Liten resultatsvacka under hösten

Utfallet i Q3-rapporten var riktigt skapligt, även om vi hade ännu lite högre förväntningar. Intäkter och resultat på EBITDA-nivå var något lägre än vi hade räknat med, men det finns ett par faktorer som tynger resultatet. Dels är det implementeringen av det nya IT-systemet i svenska Opus Bilprovning. Dels är det leveranserna till Kalifornien där uthyrningsmodellen innebär kostnader först och intäkter senare.

Längre ned i resultaträkningen gav positiva valutaeffekter i finansnettot ett betydande resultatlyft. Denna resultateffekt är temporär, men med en klart starkare USD i ryggen kan resultatbidraget från USA öka väsentligt.

Förväntat vs. utfall					
	MSEK	Q3'13	Q3'14P	Utfall	Diff
Lite lägre intäkter och EBITDA	Intäkter	255	370	361	-2%
	EBITDA	44	70	63	-10%
	EBIT	37	39	35	-9%
E.o. effekter lyfte PTP	PTP	32	29	55	89%
	Omsättningstillväxt	145%	45%	42%	
	EBITDA marginal	17,1%	18,9%	17,5%	
	EBIT marginal	14,5%	10,5%	9,8%	

Källa: Opus Group, Redeye, Research

Bilprovning Internationell står för det stora lyftet till följd av förvärvet av Envirotest tidigare i år. Bilprovning Sverige tyngdes som sagt av bytet av IT-system, medan den lilla utrustningsdivisionen gick riktigt skapligt.

Kvartalsvis uveckling per segment									
MSEK	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q3'14P	Diff
Utrustning									
Intäkter	35,4	30,9	22,4	34,9	35,7	33,9	26,6	24,0	11%
EBITDA	2,8	1,4	-0,1	1,5	1,1	2,3	1,7	0,5	>100%
EBITDA-marginal	7,9%	4,5%	-0,4%	4,4%	3,0%	6,8%	6,4%	2,1%	
Bilprovning Sverige									
Intäkter	126,2	156,1	120,4	149,1	143,2	162,2	117,7	129,0	-9%
EBITDA *	11,3	32,4	19,4	22,0	18,5	33,5	14,7	19,0	-23%
EBITDA-marginal *	9,0%	20,8%	16,1%	14,7%	12,9%	20,7%	12,4%	14,7%	
Bilprovning Internationellt									
Intäkter	68,5	72,4	115,4	130,9	122,7	213,8	221,3	217,0	2%
EBITDA *	12,6	12,1	23,7	21,5	26,5	54,2	48,0	53,0	-10%
EBITDA-marginal *	18,4%	16,7%	20,5%	16,4%	21,6%	25,4%	21,7%	24,4%	
E.o. poster	-2,6	-0,4	-	-16,8	-	-	-	-	
Summa intäkter	229	261	255	310	298	406	361	370	-2%
EBITDA *	27	47	44	45	45	89	63	70	-10%
EBITDA-marginal *	11,7%	17,8%	17,1%	14,4%	15,2%	21,9%	17,3%	18,9%	
EBITDA	24	46	44	28	45	89	63	70	
Avskrivningar	-10	-7	-7	-6	-13	-26	-27	-31	
EBIT	15	39	37	22	32	63	35	39	-9%

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

Källa: Opus Group, Redeye Research

*Bytet av IT-system
medför tillfälligt sämre
beläggning*

Bilprovning Sverige – svacka under hösten

Som framgår av tabellen ovan så minskade intäkterna under Q3, jämfört med Q3 ifjol, trots att priserna har höjts med cirka 10%. Således har de genomfört klart färre besiktningar och haft sämre beläggning. Det ser dock ut att vara en tillfällig effekt av att man genomfört bytet av IT-system under perioden. Opus fasar nu ut den plattform som de leasar av AB Svensk Bilprovning och går över till ett egenutvecklat system. De räknar själva med en nettobesparing på dryga 15 MSEK per år. Men det nya systemet har också flera andra fördelar som skall förbättra möjligheterna att optimera kapaciteten. Det återstår säkert en del intrimning och effekterna kommer antagligen succesivt i takt med att både personal och kunder blir bekanta med systemet. Vi tror därför att ett lågt kapacitetsutnyttjande kommer att tynga även Q4 för att sedan förbättras under 2015.

Marknadsandelarna på den svenska marknaden har under åren 2013-14 förändrats enligt tabellen nedan. Det finns nu i huvudsak sex aktörer, varav tre stora och tre som är väsentligt mindre. De senare har dock expanderat genom att bygga nya stationer, vilket har knaprat marknadsandelar från alla de stora. I runda slängar har de tre mindre bolagen tagit två procentenheter vardera medan samtliga av de större har tappat lika mycket. På månadsbasis kan det givetvis finnas tillfälliga variationer. Den lägre siffran för Opus nu i oktober 2014 beror sannolikt till viss del på implementeringen av deras nya IT-system, som nämndes ovan.

Marknadsandelar					
Besiktningsföretag	2013		2014		
	Januari	Juni	Januari	Juni	Oktober
AB Svensk Bilprovning	35,4%	33,4%	34,7%	32,7%	33,6%
Opus Bilprovning	30,1%	30,6%	29,0%	29,3%	27,5%
Besikta Bilprovning	27,7%	26,0%	24,4%	23,6%	23,0%
Carspect (A-Katsastus)	5,1%	6,4%	7,5%	8,3%	8,4%
DEKRA (inkl Applus)	1,3%	2,3%	2,3%	2,8%	3,5%
Clearcar	0,1%	0,9%	1,8%	2,8%	3,7%
Övriga (5 st)	0,3%	0,4%	0,3%	0,5%	0,4%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Källa: Transportstyrelsen

AB Svensk Bilprovning höjde priserna

Statligt ägda Svensk Bilprovning har återigen justerat sin prislista. Vanlig kontrollbesiktning för personbilar höjdes med 40 kronor i oktober. Priserna är nu 390 kronor, eller 360 vid bokning och betalning i förskott. Drop-in kostar 480 kronor. Därmed har Svensk Bilprovning lagt sig i nivå med två av de andra större konkurrenterna, Besikta och Carspect. Bland de större aktörerna ligger nu Opus återigen lägst i pris. De tar 350 kronor för en vanlig besiktning. Med all sannolikhet kommer även Opus att höja sina priser, men antagligen mer selektivt för att optimera beläggningen.

*Drygt 10% högre priser
från oktober*

*Tynger inledningsvis
resultat och kassaflöde*

Bilprovning internationellt – Kalifornien rullar på

Inom segmentet Bilprovning Internationellt ingår flera olika delar där vi nu saknar insyn i var och en. I de flesta fall handlar det dock om enheter som driver bilprovningsprogram där intäkter och kostnader är relativt stabila. Totalt sett är säsongssvängningarna också mindre i USA än i Sverige. Utfallet nu i Q3 gav ett något sämre resultat än i Q2 och också lägre än vi hade räknat med. En bidragande orsak är utrustningsaffären i Kalifornien. Enligt ledningen har denna tagit fart och går riktigt bra. Men eftersom upplägget går via hyresavtal innebär det att intäkterna kommer med viss fördröjning. Kostnader för införsäljningen tas däremot direkt. Hyresaffären i Kalifornien tynger även kassaflödet för närvarande. Under Q3 genererade koncernens löpande verksamheten ett kassaflöde om cirka 40 MSEK. Räntebärande nettolåneskuld var däremot oförändrad 678 MSEK.

Highlights från affärsfronten

Viktiga händelser kring affärsläget annonseras vanligtvis löpande och rapporten innehöll därför inga större nyheter. Nedan följer en uppsummering och kommentarer kring de mest aktuella affärerna:

- **Ny upphandling i Illinois.** Orsaken till att den första upphandlingen, som vanns av Opus, nu har annullerats var att underlaget ansågs ha varit tvetydigt. Sannolikt hävdade Applus, som förlorade kontraktet, att de därför inte hade möjlighet att ge ett optimalt erbjudande. Opus räknar med att den nya upphandlingen sker i början av nästa år. Troligtvis kommer det även denna gång stå mellan Applus och Opus.
- **Remote Sensing i Virginia.** 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 med start sommaren 2015.
- **Chile drar igång 2015.** Dotterbolaget Systech har koncession för att driva tre centrala bilprovningsstationer söder om huvudstaden Santiago. Uppdraget omfattar inte mer än cirka 65 000 besiktningar och knappt 1 MUSD per år. Ambitionen är givetvis att bli avsevärt mycket större på den chilenska marknaden. Nästa år genomförs fler upphandlingar och Opus är inte heller främmande för att göra något kompletterande förvärv i Chile.

Utrustning – dags att säljas?

Den lilla utrustningsdivisionen är inte längre central i Opus verksamhet. Under det senaste året har de visat svarta siffror men i förhållande till de övriga affärsenheterna är resultatbidraget till koncernen marginellt. Tidigare har ledningen vid något tillfälle nämnt att den kan bli föremål för avyttring. Det är sannolikt fortfarande aktuellt och borde vara genomförbart med tanke på den relativt stabila lönsamhet som enheten har visat under en period. Samtidigt är det knappast någon avgörande fråga, vare sig för ledningen eller aktiemarknaden.

Prognos & Värdering

Stärkt dollar ger både kort- och långsiktiga effekter

Q3-rapporten föranleder visserligen vissa prognosjusteringar för årets resultat. Men det är främst tillfälliga faktorer som inte påverkar vår långsiktiga syn på bolaget eller värderingen. Exempelvis lägre avskrivningsnivå och valutaeffekten i finansnettot. Däremot kommer en förstärkt USD ge högre resultatbidrag och kassaflöden jämfört med innan.

I tabellen nedan återges våra prognoser för de tre rapporterade segmenten samt för Opus totalt. Posten Koncernjusteringar innehåller tidigare kostnader av engångskaraktär. Från 2014 lägger vi förväntade utbetalningar för tilläggsköpeskilling i denna post. Nedan följer några kommentarer avseende åren 2014-16 samt aktuella prognosförändringar:

- **Bilprovning Internationellt** gynnas av en stärkt USD som kommer lyfta intäkter och resultat med cirka 10% år 2015 vs 2014. Därutöver räknar vi med att New York kontraktet, hyresaffären i Kalifornien samt Remote Sensing i Virginia bidrar med tillväxt och förbättrade marginaler kommande år. Envirotec ingår hela 2015 (10 månader 2014), vilket också lyfter helårssiffrorna.
- **Nya affärer.** Vi inkluderar ytterligare någon mindre affär men inte i storleksordningen den i Illinois, där förväntad årsvolym var 90 MSEK. Om Opus vinner denna blir det en positiv överraskning.
- **Bilprovning Sverige** har för närvarande en svacka i samband med bytet av IT-systemet. Nästa år sjunker driftskostnaderna samtidigt som det nya systemet ger förbättrad effektivitet. Vi har sänkt prognoserna något då vi tagit höjd för ökad konkurrens.

Redeyes prognoser						
MSEK	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Utrustning						
Omsättning	150	124	123	132	137	143
EBITDA	10	2	4	7	7	7
EBITDA-marginal	7%	2%	3%	5%	5%	5%
Bilprovning Sverige						
Omsättning		72	551	571	621	644
EBITDA		7	85	84	111	116
EBITDA-marginal		10%	15%	15%	18%	18%
Bilprovning Internationellt						
Omsättning	81	275	387	778	1017	1065
EBITDA	21	40	70	172	235	262
EBITDA-marginal	26%	14%	18%	22%	23%	25%
Koncernjusteringar mm						
EBITDA	-2	-19	-17	-17	-19	-26
Sa: Intäkter	232	471	1048	1469	1775	1852
EBITDA	29	30	142	246	333	359
EBITDA-marginal	12%	6%	14%	17%	19%	19%
EBIT	-4	-6	112	151	239	269
EBIT-marginal	-2%	-1%	11%	10%	13%	15%

Källa: Opus Group, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
~15 kronor per aktie

Försiktigare antagande
om långsiktig tillväxt: 6%
per år (tidigare 8%)

Vår DCF-modell ger nu ett motiverat värde omkring 3 900 MSEK, **eller 15 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 22 augusti 2014, var motsvarande värde 16,50 kronor per aktie.

Skillnaden i värdering jämfört med innan beror på att vi gör ett mer försiktigt antagande om långsiktig tillväxt. Vi utgick tidigare ifrån 8% årlig genomsnittlig tillväxt fram till år 2022. Det är något utmanande även om historiken visar att det är fullt möjligt. Rimligen kommer dock en fortsatt hög expansionstakt att kosta i form av investeringar. Opus är som bekant inte främmande för att vare sig köpa bolag eller själva etablera sig på nya marknader. För oss utomstående är det dock svårt lägga prognoser på denna typ av expansion. Vårt långsiktiga tillväxtantagande är nu 6% per år, vilket är mer rimligt att man kan klara genom organisk tillväxt med deras befintliga organisation.

Antagandet för uthållig lönsamhet är oförändrat 16% EBIT-marginal. Denna kan översättas till en EBITDA-marginal omkring 18% med en normaliserad avskrivningsnivå. De närmaste åren är avskrivningar på immateriella tillgångar, främst relaterade till förvärvet av Envirotec, däremot höga och skillnaden därför större. Tabellen nedan ger en indikation om hur värdet varierar utifrån olika avkastningskrav samt bolagets uthålliga lönsamhet. Rutan markerar våra antaganden.

DCF-värde, SEK per aktie						
Uthållig EBIT-marginal	12%	14%	16%	18%	20%	
WACC						
8%	14,1	16,1	18,2	20,3	22,4	
9%	11,6	13,3	15,0	16,7	18,4	
10%	9,5	11,0	12,4	13,8	15,2	

Källa: Redeye, Research

EV/EBITDA på attraktiva
nivåer~10x

Eftersom bolagets avskrivningar återigen har stigit och en stor andel dessutom avser immateriella tillgångar kommer det redovisade resultatet maskera underliggande vinstnivåer. EV/EBITDA blir därför ett mer relevant nyckeltal än ex vis. P/E-tal. För åren 2015-16P värderas Opus omkring 10x EV/EBITDA, vilket inte alls är utmanande med tanke på den stabila intjäningen och deras fortsatt goda tillväxtpotentialer.

Värderingsmultiplar				
Kurs: 10,8 SEK	2013	2014P	2015P	2016P
P/E	60,7	24,9	20,4	17,0
EV/EBIT	34,0	23,2	14,6	13,0
EV/EBITDA	26,8	14,2	10,5	9,7

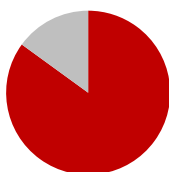
Källa: Redeye, Research

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.

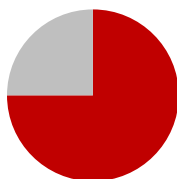
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 8,5p



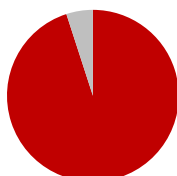
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Branschfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller stark.

Ägarskap 7,5p



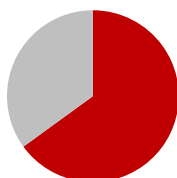
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både VD och styrelseordförande har betydande aktieinnehav. Däremot finns ingen ägare som själv kontrollerar mer än 20% av rösterna vilket begränsar betyget för Ägarskap.

Tillväxtutsikter 9,5p



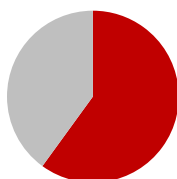
Tillväxtutsikterna är extremt goda och Opus får nästan full pott för samtliga kriterier. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med hög lönsamhet. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten begränsad, men i andra delar av världen finns en 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 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	1 481	1 775	1 852
Summa rörelsekostnader	-441	-913	-1 235	-1 442	-1 493
EBITDA	30	142	246	333	359
Avskrivningar materiella tillg.	-11	-17	-55	-59	-50
Avskrivningar immateriella tillg.	-24	-13	-40	-36	-40
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-6	112	151	239	269
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-5	-22	4	-50	-42
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-11	90	155	189	227
Skatt	9	-28	-40	-51	-61
Nettoreultat	-2	61	116	138	166
Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	97	453	74	89	93
Kundfordringar	50	58	104	124	130
Lager	69	86	118	124	130
Andra fordringar	52	76	110	110	110
Summa omsättn.	268	673	406	447	462
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	136	130	532	554	554
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	238	202	162
Övr. immater. tillg.	6	10	13	16	17
Övr. anlägg. tillg.	35	21	50	50	50
Summa anlägg.	658	685	1541	1530	1490
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	926	1358	1947	1977	1952
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	43	60	148	142	148
Kortfristiga skulder	90	81	136	123	98
Övriga kortfristiga skulder	149	182	182	182	182
Summa kort. skuld	282	323	466	447	428
Räntebr. skulder	324	455	764	694	550
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	606	778	1229	1141	978
Uppskj. skatteskuld	27	40	80	80	80
Avsättningar	30	75	75	75	75
Eget kapital	262	466	564	681	819
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	262	466	564	681	819
Summa skulder och E. Kap.	926	1358	1947	1977	1952
Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	471	1 055	1 481	1 775	1 852
Sum rörelsekost.	-441	-913	-1 235	-1 442	-1 493
Avskrivningar	-36	-30	-95	-94	-90
EBIT	-6	112	151	239	269
Skatt på EBIT	2	-35	-41	-64	-73
NOPLAT	-4	76	110	174	196
Avskrivningar	36	30	95	94	90
Bruttokassaflöde	32	106	205	269	287
Föränd. i rörelsekap	31	13	-23	-32	-5
Investeringar	-476	-21	-752	-83	-51
Fritt kassaflöde	-413	98	-570	153	231
Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	28%	34%	29%	34%	42%
Skuldsättningsgrad	158%	115%	160%	120%	79%
Nettoskuld	317	83	725	628	555
Sysselsatt kapital	579	548	1 389	1 410	1 375
Kapit. oms. hastighet	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9
Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	104%	124%	40%	20%	4%
VPA-tillväxt (just)	-348%	269%	82%	19%	20%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
WACC	9,0 %
	NPV FCF (2013-2015)
	NPV FCF (2016-2022)
	NPV FCF (2023-)
	Rörelsefrämjade tillgångar
	Räntebärande skulder
	Motiverat värde MSEK
Antaganden 2015-2021	
Genomsn. förs. tillv.	6,0 %
FRIT-marginal	16,1 %
	Motiverat värde per aktie, SEK
	Börskurs SFK

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-1%	17%	22%	22%	22%
ROCE	-1%	13%	13%	16%	18%
ROIC	-2%	13%	20%	13%	14%
EBITDA-marginal	6%	13%	17%	19%	19%
EBIT-marginal	-1%	11%	10%	13%	15%
Netto-marginal	0%	6%	8%	8%	9%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,01	0,24	0,44	0,53	0,63
VPA just	0,07	0,24	0,44	0,52	0,63
Utdelning	0,02	0,06	0,08	0,11	0,13
Nettoskuld	1,37	0,33	3,16	2,79	2,13
Antal aktier	231,67	251,43	261,00	261,00	261,00

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	942,7	3 804,1	3 657,0	3 560,3	3 387,2
P/E	40,9	60,7	24,4	20,5	17,1
P/S	1,3	3,5	1,9	1,6	1,5
EV/S	2,0	3,6	2,5	2,0	1,8
EV/EBITDA	31,4	26,8	14,9	10,7	9,4
EV/EBIT	-162,5	34,0	24,2	14,9	12,6
P/BV	2,4	8,0	5,0	4,2	3,5

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-6,1 %	Omsättning
3 mån	-17,2 %	Rörelseresultat, just
12 mån	-4,4 %	V/A, just
Årets Början	-25,9 %	EK

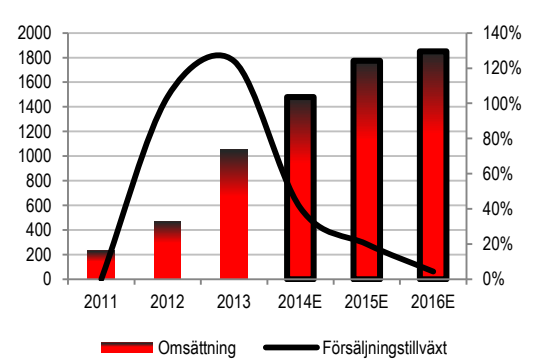
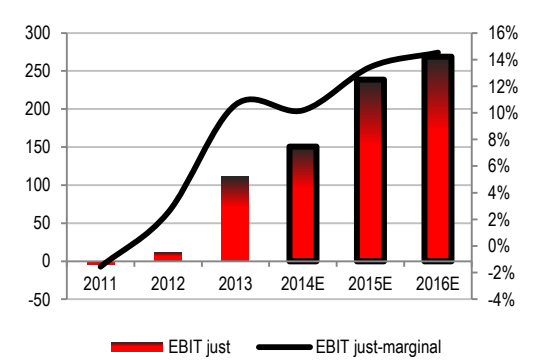
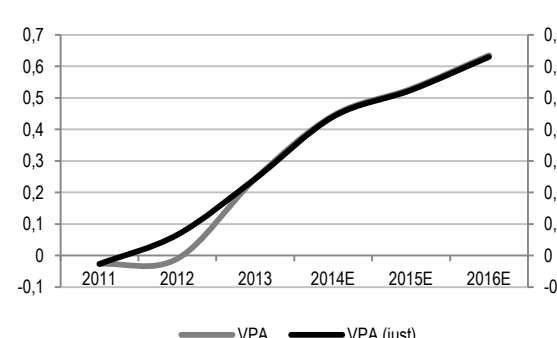
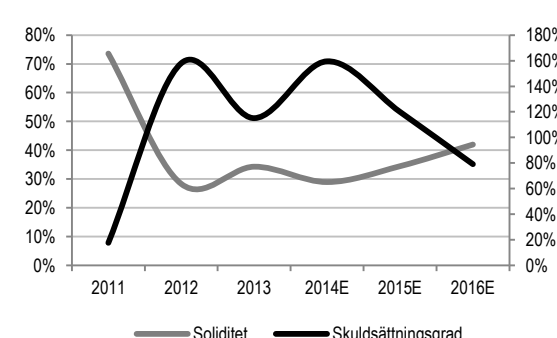
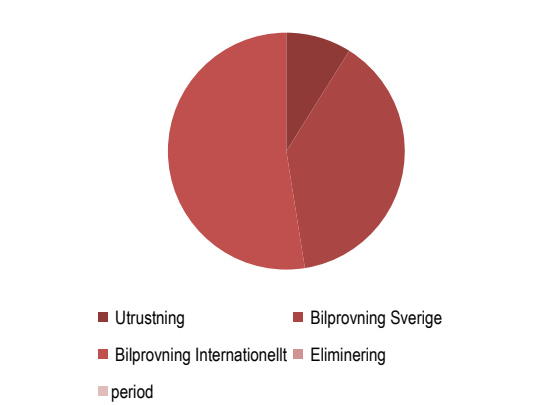
Aktiestructur %	Röster	Kapital
AB Kommandoran	14,9 %	14,9 %
Lothar Geilen	7,0 %	7,0 %
Handelsbanken fonder	5,6 %	5,6 %
Andra AP-fonden	4,7 %	4,7 %
Invesco fonder	4,2 %	4,2 %
AMF Försäkring & Fonder	4,0 %	4,0 %
Henrik Wagner Jörgensen	3,6 %	3,6 %
Grandeur Peak fonder	2,6 %	2,6 %
Länsförsäkringar fonder	1,4 %	1,4 %
Nordea fonder	1,2 %	1,2 %

Aktien	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Mid Cap
Kurs, SEK	10,9
Antal aktier, milj	261,0
Börsvärde, MSEK	2831,9

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

Nästkommende rapportdatum	
FY 2014 Results	February 20, 2015

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>	
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 finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

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

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- 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.

Redeye Rating (2014-11-25)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	29	11	7	16
3,5p - 7,0p	49	38	60	30	30
0,0p - 3,0p	1	5	1	35	26
Antal bolag	72	72	72	72	72

*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.