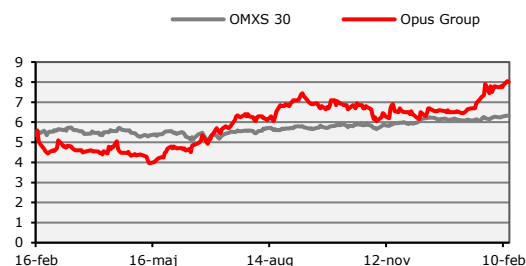


**Sammanfattning**
**Opus Group (OPUS.ST)**

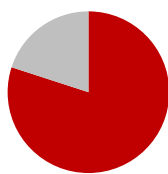
## Höjer ribban rejält

- Det är verkligen inget fel på ambitionsnivån i bolagets nylanserade tillväxtplan för åren 2017-21. Omsättningen skall fördubblas och EBITDA-marginalen lyfta till 25%, jämfört med 20% för helåret 2016. Ny koncernchef blir Lothar Geilen. Knappast överraskande då han under flera år ansvarat för hela koncernens bilprovningsverksamhet.
- Utfallet i Q4-rapporten var denna gång lite klenare än vi hade räknat med. Intäkterna ökade 5% Y/Y (vår prognos: 12%) och EBITDA steg 16% till 68 MSEK. Vi hade dock räknat med mer inom båda rapporterade segment.
- Den nya tillväxtplanen verkar inte orealistisk men för att vi skall börja in-teckna den i våra prognoser behöver den ta en tydligare form. Våra prognoser, antaganden och värdering (Base case 10,2 SEK per aktie) är i huvudsak oförändrade. Ett Bull case scenario, baserat på att femårsplanen uppnås, ger dock en betydande potential i värderingen upp emot 15 SEK per aktie.

Lista: Mid Cap  
 Börsvärde: 2 396 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Magnus Greko  
 Styrelseordf: Katarina Bonde

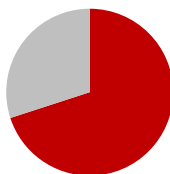

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



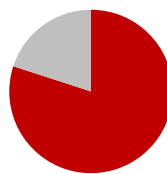
8,0 poäng

Ägarskap



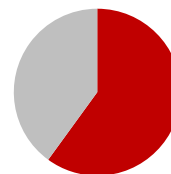
7,0 poäng

Vinstutsikter



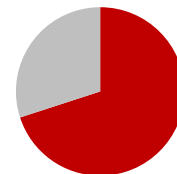
8,0 poäng

Lönsamhet



6,0 poäng

Finansiell styrka



7,0 poäng

**Nyckeltal**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 652	1 698	1 866	2 018	2 143	Aktiekurs (SEK)	8,3
Tillväxt	13%	3%	10%	8%	6%	Antal aktier (milj)	288,7
EBITDA	275	332	352	390	436	Börsvärde (MSEK)	2 396
EBITDA-marginal	17%	20%	19%	19%	20%	Nettoskuld (MSEK)	685
EBIT	109	149	145	180	239	Free float (%)	73 %
EBIT-marginal	7%	9%	8%	9%	11%	Dagl oms. ('000)	900
Resultat före skatt	80	145	93	121	186	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	66	85	66	86	132		
Nettomarginal	4%	5%	4%	4%	6%		
Utdelning/Aktie	0,10	0,12	0,13	0,14	0,16		
VPA	0,22	0,29	0,22	0,29	0,45		
P/E	26,9	27,9	37,2	28,7	18,6		
EV/S	1,5	1,8	1,6	1,5	1,3		
EV/EBITDA	8,9	9,1	8,7	7,6	6,4		

**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 – Vinstutsikter (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.

### Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter 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 Vinstutsikter är; 1 – 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.

## Ljummet Q4, men ribban höjs rejält

Avslutningen på 2016 blev inte riktigt så stark som vi hade räknat med. Efter att Opus hade levererat två synnerligen starka rapporter (Q2 och Q3) hade vi uppenbarligen för höga förväntningar. Lite konstigt kan tyckas för en verksamhet som i huvudsak är stabil och förutsägbar. Både det svenska och internationella segmentet förbättrar visserligen sina resultat Y/Y. Men vi hade hoppats på lite mer och skillnaden beror inte på uppstartskostnader där vi för en gångs skull lyckades gissa rätt (8 MSEK).

På sista raden blev resultatet ändå som väntat. Men det beror enbart på valutakursdifferensen i finansnettot, som är rent bokföringsmässig och icke kassaflödespåverkande. Utdelningen höjs 20% till 0,12 SEK per aktie.

Utdelningen höjs 20%

Intäkter och resultat ökar Y/Y men utfallet var en bit under våra förväntningar

### Förväntat vs. utfall

MSEK	Q4'15	Q4'16P	Utfall	Diff
Nettoomsättning	411	460	431	-6%
EBITDA	58	86	68	-21%
EBIT	11	40	17	-57%
PTP *	-6	32	36	13%
Nettoresultat	3	22	21	-3%
Omsättningstillväxt	3%	12%	5%	
Varav organisk tillväxt	6%	5%	0,5%	
EBITDA marginal	14,1%	18,7%	15,8%	
EBIT marginal	2,7%	8,7%	4,0%	

\* Resultatpåverkan av Fx-effekter i Q4-15: -4 MSEK och Q4-16: 34 MSEK

Källa: Opus Group, Redeye Research

Jämfört med ett uppenbart starkt Q3 föll nu marginalerna tillbaka. I synnerhet inom Bilprovning Sverige. Sett över helåret 2016 har det ändå skett ett markant lönsamhetslyft.

### Kvartalsvis utveckling per segment

MSEK	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16
<b>Bilprovning Sverige</b>									
Intäkter	137	139	166	127	155	141	184	138	160
EBITDA *	19	13	37	14	16	7	45	30	22
EBITDA-marginal *	14,1%	9,5%	22,2%	11,1%	10,4%	5,2%	24,3%	22,0%	14,0%
<b>Bilprovning Internationellt</b>									
Intäkter	226	235	259	264	259	258	274	287	275
EBITDA *	39	42	64	67	50	56	74	71	56
EBITDA-marginal *	17,4%	17,9%	24,5%	25,5%	19,3%	21,9%	27,2%	24,8%	20,4%
E.o. poster	-12	-5	-3	-9	-3	-2	-1	-12	-8
<b>Summa intäkter</b>	<b>401</b>	<b>402</b>	<b>452</b>	<b>387</b>	<b>411</b>	<b>395</b>	<b>452</b>	<b>420</b>	<b>431</b>
<b>EBITDA *</b>	<b>59</b>	<b>56</b>	<b>97</b>	<b>81</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>117</b>	<b>99</b>	<b>76</b>
EBITDA-marginal *	14,7%	13,9%	21,5%	20,8%	14,9%	16,0%	25,9%	23,6%	17,6%
Rapporterad EBITDA	49	51	94	71	58	61	116	87	68
Avskrivningar	-31	-39	-39	-39	-48	-44	-43	-45	-50
EBIT	18	11	55	32	11	18	73	41	17

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

Källa: Opus Group, Redeye Research

### Femårsplanen: Ready, Set, Grow!

Opus presenterade ramarna och ambitionerna för den kommande femårsperioden. En av rubrikerna i presentationen var, Next step for Opus Group: Ready, Set, Grow! De flesta som har följt Opus har förmodligen alltid känt att tillväxt har legat högt upp på agendan. Bolaget har ju fyrdubblats i storlek under de senaste fyra åren. Men uppenbarligen har det senaste årets mer konsoliderande utveckling gjort att man nu tydligare vill lägga in en högre växel i sin expansion. Målsättningen är klart ambitiös där intäkterna skall dubblas och lönsamheten höjas ännu ett rejält snäpp från 20% EBITDA-marginal till 25%.

Målsättning år 2021: 400/100/25			
MUSD	Opus idag, ca	Målsättning år 2021	
Omsättning	200	400	
EBITDA	40	100	
EBITDA-marginal	20%	25%	
Omsättning per region			
USA	127	185	
Sverige	73	90	
Övriga Europa	0	30	
Latinamerika	1	50	
RoW (främst Asien)	0	45	
<b>Totalt</b>	<b>200</b>	<b>400</b>	

Källa: Opus Group

Några antaganden som den nya strategin baseras på i grova drag:

- Befintliga bilprovsningsprogram i USA och Sverige kommer ha en stabil utveckling. Ganska låg tillväxt och förhoppningsvis något förbättrad lönsamhet genom kontinuerliga effektiviseringar.
- Expansion på nya marknader främst i Latinamerika och Asien. Dessa bedöms bli mer lönsamma än de mogna marknaderna annars är riskerna inte värda att ta.
- Nya produkter och tjänster som RAP och Fastlign lanseras initialt till befintliga kunder i USA. Därefter även Europa och övriga marknader. Hög lönsamhetspotential då dessa till stor del är mjukvarubaserade tjänster alternativt erbjuds som EaaS.
- Uppskattad Capex över fem år: 1,5-2 mdr SEK. Cirka 60% byggnader och mark och enbart 10% kompletteringsförvärv. Finansieras med egna kassaflöden och belåning.

### VD-bytet helt odramatiskt

Lothar Geilen, som i flera år varit chef över hela besiktningsverksamheten blir ny VD och koncernchef från 1 april. Magnus Greko fortsätter som ansvarig för affärsutveckling med nyetableringar och utvärdering av förvärvskandidater med mera. Det känns helt logiskt och odramatiskt och är förmodligen en rockad som båda parter har önskat.

*Radarparet fortsätter  
men i lite nya roller*

## Bilprovning Internationellt – EaaS taktar upp

*Stabilt Q4, men inte mer*

Intäkterna i lokal valuta var i princip oförändrade mot Q4 ifjol.

Marginalerna steg visserligen Y/Y men var lägre än tidigare under 2016, även justerat för uppstartskostnaderna. Exakt vad skillnaderna beror på är svårt att veta då segmentet består av ett flertal olika affärsenheter. Det finns lite säsongeffekter, med svagare Q4, men också stor variation i lönsamheten mellan olika verksamheter.

*EaaS driver både tillväxt och lönsamhet kommande år*

Tillväxten kommer definitivt tillbaka under 2017 då intäkterna från EaaS och programmen i Pakistan och Chile successivt taktar upp. I samband med presentationen uppgavs att EaaS inom cirka två år väntas ge intäkter omkring 30 MUSD. I delstater som Texas, Pennsylvania och North Carolina finns goda möjligheter för Opus bland annat då myndigheterna kommer kräva ny utrustning för miljökontrollerna. Under 2016 var Opus intäkter från EaaS uppskattningsvis 10 MUSD. Denna affär är också som bekant extremt lönsam med marginaler långt över koncernsnittet.

Inga större nyheter har framkommit kring de nya produktområdena och tjänsterna RAP respektive FASTLIGN®. Båda är i lanseringsfasen och kommer säkerligen belasta resultatet ännu ett tag. RAP är en fjärrassistanstjänst (mjukvara och supportdesk) som ger oberoende verkstäder möjlighet att serva alla moderna bilar. Säkerligen en mycket attraktiv produkt. Fastlign är ett system som mäter bilens hjulinställning med hjälp av laser. Denna typ av utrustning innebär i vanliga fall betydande investeringar för verkstäderna och kommer därför framförallt att säljas som EaaS.

### Färre förvärv, fler partnerskap (?)

Vi hade tidigare räknat med att Opus skulle använda sin krigskassa till betydande förvärv. Det verkar inte vara huvudspåret. Tillväxtplanen bygger inte på några större förvärv, bara ~10 procent av investeringsbudgeten. Däremot kommer de söka partnerskap. Det handlar främst om att skapa en lokal förankring i nya länder. Inte så enkelt men sannolikt en bättre väg att ta än att själv starta från noll. Även om Opus är världsmästare i grenen bilprovning krävs det mycket mer för att lyckas bygga en fungerande verksamhet i många av de marknader som man nu siktar på.

Bättre Y/Y men vi hade räknat med mer

## Bilprovning Sverige – lite halvljummet

Efter ett par strålande kvartal blev utfallet nu i Q4 inte mer än halvljummet. Som framgick av tabellen på sida 3 halkar marginalerna ned betydligt jämfört med Q3 trots att Q4 är säsongsmässigt starkare och intäkterna därför klart högre. Jämfört med Q4-15 är det förvisso ett fall framåt. Men ifjol hade Opus problem med bland annat hög personalomsättning som tyngde resultatet.

En del av förklaringen är att Opus öppnat ett par nya stationer nu i Q4 och ytterligare tre tidigare i år. Dessa har givetvis kostat inledningsvis, men förklarar knappast hela skillnaden. Det har visserligen inte varit någon hemlighet tidigare, men det framgår allt tydligare att bolaget menar allvar med att fortsätta expandera för att få ett rikstäckande nätverk av besiktningstationer. Det verkar inte vara något självändamål utan fördelen är att därmed kunna serva alla företagskunder som är en viktig kundgrupp.

## Små förändringar i marknadsandelar

Den generella trenden har på senare tid inte förändrats. De mindre aktörerna Carspect och Dekra fortsätter att knapra marknadsandelar en aning. Det har främst varit AB Svensk Bilprovning som tappat till följd av att de bytt och ännu inte trimmat in sitt nya IT-system. Vid rapporteringen till Transportstyrelsen skedde ett fel som påverkade siffrorna för december och januari. Ett genomsnitt av dessa två månader blir därför mer rättvisande än vad som rapporterats och återges i tabellen nedan.

Inga förändringar i besiktningintervallerna

På den positiva sidan för marknaden som helhet kan vi nu konstatera att det bara blir väldigt små förändringar avseende de så kallade besiktningintervallerna. Det omdebatterade förslaget om att glesa ut besiktningen av äldre fordon till vart annat år avslogs av regeringen. Det hade vi visserligen också räknat med så det förändrar ingenting i våra prognoser.

Marknadsandelar								
Besiktningföretag	2015			2016				2017
	jan	juni	dec	jan	juni	okt	dec	jan
AB Svensk Bilprovning	32,2%	32,1%	30,5%	29,5%	28,7%	28,2%	25,7%	27,0%
Opus Bilprovning	26,8%	27,8%	27,5%	26,5%	28,2%	27,6%	27,8%	26,1%
Besikta Bilprovning	22,5%	21,4%	19,5%	21,2%	22,8%	25,2%	25,4%	26,6%
Carspect (A-Katsastus)	9,1%	9,2%	10,7%	10,3%	10,5%	11,2%	12,3%	11,6%
Clearcar	4,2%	5,0%	6,0%	6,0%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
DEKRA (inkl Applus)	4,8%	4,0%	5,1%	6,1%	6,8%	7,1%	8,0%	8,1%
Övriga (5 st)	0,4%	0,5%	0,7%	0,4%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%
Totalt (11 st)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Källa: Transportstyrelsen

## Prognos & Värdering

*Vi räknar med nya affärer under året men är ännu försiktiga med att ta ut svängarna*

De nya ambitioner som presenterades för kommande femårsperiod är säkert inte omöjliga eller orealistiska. Vi tar dem i beaktan även om det inte avspeglas direkt i våra prognoser. Men i dagsläget är det svårt att hänga upp planen på kända och konkreta affärsmöjligheter. Den nye VD'n Lothar Geilen är högst medvetet återhållsam med informationen för att inte störa verksamheten. Samtidigt ger han ett tydligt intryck av att ha ett antal nya affärsprojekt på gång. Vi skulle bli förvånade om inte ett par av dessa presenteras under det kommande året. Investeringsbudgeten som nämndes ovan, förväntas bli framtung och till stor del genomföras 2017-18. Med andra ord ganska snart. Men vi väntar med att ta ut svängarna och baserar våra prognoser främst på de affärer som kommunicerats hittills.

**Bilprovning Sverige** har vi nu sänkt prognoserna för efter ett svagare Q4 än förväntat. Skillnaden är inte markant men vi räknar med en måttlig tillväxt och marginaler som ligger kvar omkring nivån för helåret 2016.

**Bilprovning Internationellt** kommer definitivt få utväxling från sin växande EaaS affär. Därtill kommer Pakistan och Chile och sammantaget bör dessa tre ge cirka 30 MUSD eller 250 MSEK i ökade intäkter framåt 2018 jämfört med 2016. FASTLIGN® och RAP verkar ha riktigt god potential men då det är nya tjänster som just har lanserats är vi än så länge mycket försiktiga med att inteckna denna potential.

Investeringarna kommer ligga kvar på en hög nivå de närmaste åren till följd av utlandsexpansionen och EaaS. Vår prognos är 120-130 MSEK per år och avskrivningsnivån kommer därför fortsätta att stiga. För att realisera den nya tillväxtplanen fullt ut räknar bolaget dock själva med väsentligt mycket högre investeringar (1,5-2 mdr SEK under åren 2017-21).

Redeyes prognoser						
MSEK	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>Bilprovning Sverige</b>						
Omsättning	560	587	623	644	664	687
EBITDA	86	80	105	106	110	115
EBITDA-marginal	15,3%	13,7%	16,8%	16,5%	16,6%	16,7%
<b>Bilprovning Internationellt</b>						
Omsättning	783	1 017	1 093	1 242	1 374	1 476
EBITDA	161	214	246	276	309	351
EBITDA-marginal	20,6%	21,1%	22,5%	22,2%	22,5%	23,8%
<b>Koncernjusteringar mm</b>						
EBITDA	-9	-23	-19	-30	-30	-30
<b>Sa: Intäkter</b>	<b>1 460</b>	<b>1 644</b>	<b>1 698</b>	<b>1 866</b>	<b>2 018</b>	<b>2 143</b>
Tillväxt	38%	13%	3%	10%	8%	6%
<b>EBITDA</b>	<b>246</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>352</b>	<b>390</b>	<b>436</b>
EBITDA-marginal	16,9%	16,7%	19,6%	18,9%	19,3%	20,3%
Av- och nedskrivningar	-98	-166	-183	-207	-210	-197
<b>EBIT</b>	<b>148</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>145</b>	<b>180</b>	<b>239</b>
EBIT-marginal	10,2%	6,6%	8,8%	7,8%	8,9%	11,2%

Källa: Opus Group, Redeye Research

## Värdering

Motiverat värde:  
~10,2 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell värderar verksamheten till nära 3,7 mdr SEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld MSEK om 0,7 mdr SEK ger det ett motiverat börsvärde på 2,95 mdr SEK, eller **10,20 kronor per aktie**. Det är i stort sett oförändrat jämfört vid tillfället för vår senaste analysuppdatering, per 22 november 2017.

## Oförändrade långsiktiga antaganden

Långsiktiga antaganden:

15% EBIT-marginal  
6% årlig tillväxt

Vårt antagande för bolagets uthålliga EBIT-marginaler är 15 procent. Det motsvarar ungefär den nivå de befinner sig på idag med en normaliserad nivå på avskrivningarna. För perioden 2019-24 har vi antagit en årlig tillväxttakt om 6 procent. Opus egen nya målsättning fram till år 2021 är att fördubbla intäkterna vilket motsvarar 15 procent i genomsnittlig årlig tillväxt.

I tabellen nedan varierar WACC och långsiktig lönsamhet i form av EBIT-marginal. Rutan markerar våra antaganden för värderingen i vårt huvudscenario, Base case. Även om lönsamheten inte skulle nå riktigt upp till våra långsiktiga antaganden framstår aktien fortfarande som undervärderad.

DCF-värde, SEK per aktie						
Uthållig EBIT-marginal	11%	13%	15%	17%	19%	
WACC						
9%	9,2	10,7	12,3	13,8	15,3	
10%	7,7	8,9	<b>10,2</b>	11,5	12,8	
11%	6,5	7,6	8,7	9,8	10,9	

Källa: Redeye Research

Resultatmättet mellan EBITA och EBITDA är de mest rättvisande för underliggande lönsamhet. Då beaktas både de höga avskrivningarna på immateriella tillgångar och det faktum att avskrivningar på materiella tillgångar inom EaaS också är höga. Aktien har nu återhämtat sig rejält från bottennoteringen under våren 2016. Med bättre tillväxttal och en positiv resultattrend är multiplarna fortfarande på klart intressanta nivåer.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 8,0 SEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
P/E	26,2	27,1	34,8	23,6	15,1
EV/EBIT	22,4	20,1	20,6	15,3	11,3
EV/EBITA	12,1	11,7	10,9	9,2	7,6
EV/EBITDA	8,9	9,0	8,5	7,5	6,5

Källa: Redeye Research



## Scenarios och fair value range

Vårt huvudscenario, som i tabellen nedan återges under rubriken Base Case, är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **omkring 10 SEK per aktie**. Vi har även skissat på ett par andra möjliga utfall. Dessa scenarion är båda fullt möjliga om än klart positivt respektive negativt.

### Bull Case

Våra antaganden för detta positiva scenario baseras på att bolaget levererar i linje med den femåriga tillväxtplan som kommunicerades i början av 2017. Det innebär att intäkterna fördubblas till omkring 3 600 MSEK (400 MUSD) samt att EBITDA-marginalen stiger till 25%. Det kommer också kräva investeringar om uppskattningsvis 1,5-2 mdr SEK. Det motiverade värdet i detta scenario blir klart högre, **dryga 15 kronor per aktie**.

### Bear Case

Man skall inte bortse ifrån risken att bolaget också kan tappa några av sina befintliga kontrakt i USA. Ingenting talar för att kunderna skulle vara missnöjda i dagsläget, men det kan givetvis förändras. I ett negativt scenario kan man också tänka sig att konkurrensen i Sverige ökar markant och att Opus då skulle tappa andelar och få sämre beläggning och lönsamhet. Priserna för besiktningstjänster i Sverige kommer dock med all sannolikhet att fortsätta uppåt eftersom alla aktörer för närvarande har sämre lönsamhet än Opus har. I detta scenario simulerar vi 1-2% årlig tillväxt fram till år 2022 och att rörelsemarginalen inte blir högre än 12 procent. Motiverat värde blir då omkring **6 kronor per aktie**.

Bull Case					
MSEK	År 2021E	Antaganden år:	2017-21	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	3600	Årlig tillväxt	15%	EV	17,8
EBITDA	900	CAPEX	1 800 MSEK	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	25%			<b>DCF-värde</b>	<b>15,4</b>
EBIT-marginal	18%				
Base Case					
MSEK	År 2021E	Antaganden år:	2017-21	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	2418	Årlig tillväxt	7%	EV	12,7
EBITDA	508	CAPEX	600 MSEK	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	21%			<b>DCF-värde</b>	<b>10,2</b>
EBIT-marginal	15%				
Bear Case					
MSEK	År 2021E	Antaganden år:	2017-21	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	1880	Årlig tillväxt	2%	EV	8,5
EBITDA	377	CAPEX	600 MSEK	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	20%			<b>DCF-värde</b>	<b>6,1</b>
EBIT-marginal	12%				

Källa: Redeye Research

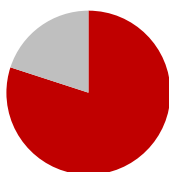
## Sammanfattning Redeye Rating

---

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.

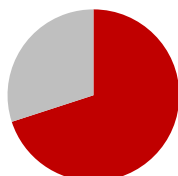
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 8,0p



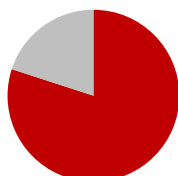
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Branschfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller vara stark.

Ägarskap 7,0p



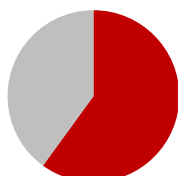
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både nuvarande VD, Magnus Greko, och den tillträdande, Lothar Geilen, har betydande aktieinnehav. Däremot finns ingen ägare som själv kontrollerar mer än 20% av rösterna vilket begränsar betyget för Ägarskap.

Vinstutsikter 8,0p



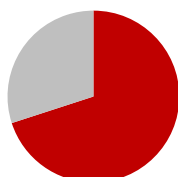
Tillväxtutsikterna är mycket goda och Opus får nästan full pott för samtliga kriterier. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med hög lönsamhet. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten begränsad, men i andra delar av världen finns en betydande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

Lönsamhet 6,0p



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 7,0p



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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	1 652	1 698	1 866	2 018	2 143
Summa rörelsekostnader	-1 377	-1 366	-1 514	-1 628	-1 707
<b>EBITDA</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>352</b>	<b>390</b>	<b>436</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-92	-107	-130	-133	-131
Avskrivningar immateriella tillg.	-74	-76	-76	-77	-66
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>145</b>	<b>180</b>	<b>239</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-29	-4	-52	-59	-53
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>93</b>	<b>121</b>	<b>186</b>
Skatt	-14	-60	-27	-35	-54
<b>Nettoresultat</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>132</b>

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	256	507	466	504	536
Kundfordringar	97	100	149	161	171
Lager	81	85	131	141	150
Andra fordringar	165	224	224	224	224
<b>Summa omsätt.</b>	<b>599</b>	<b>917</b>	<b>970</b>	<b>1031</b>	<b>1081</b>
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	739	815	805	792	741
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	14	23	23	23	23
Goodwill	791	791	791	791	791
Imm. tillg. vid förväv	427	381	335	288	252
Övr. immater. tillg.	33	49	54	58	62
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>2003</b>	<b>2058</b>	<b>2007</b>	<b>1951</b>	<b>1868</b>
Uppsk. skatteford.	29	32	32	32	32
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2631</b>	<b>3007</b>	<b>3008</b>	<b>3014</b>	<b>2981</b>

<b>Skulder</b>					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	39	42	112	121	129
Kortfristiga skulder	264	204	187	178	155
Övriga kortfristiga skulder	392	350	350	350	350
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>695</b>	<b>597</b>	<b>649</b>	<b>649</b>	<b>634</b>
Räntebr. skulder	696	988	906	862	753
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>1391</b>	<b>1585</b>	<b>1555</b>	<b>1512</b>	<b>1387</b>
Uppskj. skatteskuld	234	280	280	280	280
Avsättningar	115	100	100	100	100
Eget kapital	<b>891</b>	<b>1029</b>	<b>1061</b>	<b>1109</b>	<b>1201</b>
Minoritet	0	13	13	13	13
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>891</b>	<b>1042</b>	<b>1073</b>	<b>1122</b>	<b>1214</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>2631</b>	<b>3007</b>	<b>3008</b>	<b>3014</b>	<b>2981</b>

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	1 652	1 698	1 866	2 018	2 143
Sum rörelsekost.	-1 377	-1 366	-1 514	-1 628	-1 707
Avskrivningar	-166	-183	-207	-210	-197
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>145</b>	<b>180</b>	<b>239</b>
Skatt på EBIT	-19	-62	-42	-52	-69
<b>NOPLAT</b>	<b>90</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>128</b>	<b>170</b>
Avskrivningar	166	183	207	210	197
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>256</b>	<b>271</b>	<b>310</b>	<b>337</b>	<b>367</b>
Föränd. i rörelsekap	16	-105	-25	-14	-11
Investeringar	-561	-239	-155	-154	-114
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-290</b>	<b>-73</b>	<b>130</b>	<b>169</b>	<b>242</b>

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	34%	35%	36%	37%	41%
Skuldsättningsgrad	108%	116%	103%	94%	76%
Nettoskuld	704	685	626	536	372
Sysselsatt kapital	1 595	1 727	1 700	1 658	1 586
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	13%	3%	10%	8%	6%
VPA-tillväxt (just)	-59%	29%	-22%	30%	54%

DCF värdering	10,0 %	Kassaflöden, MSEK	
WACC		NPV FCF (2017-2019)	445
		NPV FCF (2020-2026)	1305
		NPV FCF (2027-)	1883
		Rörelsefrämjade tillgångar	507
		Räntebärande skulder	-1192
		Motiverat värde MSEK	2948
Antaganden 2020-2025			
Genomsn. förs. tillv.	6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	10,2
FRIT-marginal	15 %	Rörskurs SEK	8,3

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	9%	9%	6%	8%	11%
ROCE	6%	7%	7%	9%	11%
ROIC	7%	5%	6%	8%	10%
EBITDA-marginal	17%	20%	19%	19%	20%
EBIT-marginal	7%	9%	8%	9%	11%
Netto-marginal	4%	5%	4%	4%	6%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,23	0,30	0,23	0,30	0,46
VPA just	0,22	0,29	0,22	0,29	0,45
Utdelning	0,10	0,12	0,13	0,14	0,16
Nettoskuld	2,44	2,37	2,17	1,86	1,29
Antal aktier	288,67	288,67	288,67	288,67	288,67

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	2 436,0	3 022,2	3 050,5	2 959,1	2 793,2
P/E	26,2	27,1	36,2	27,9	18,1
P/S	1,0	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/S	1,5	1,8	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA	8,9	9,1	8,7	7,6	6,4
EV/EBIT	22,4	20,3	21,0	16,5	11,7
P/BV	1,9	2,2	2,3	2,2	2,0

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	23,9 %	Omsättning	6,3 %
3 mån	21,2 %	Rörelseresultat, just	15,54 %
12 mån	55,1 %	V/A, just	0,1 %
Årets Början	27,7 %	EK	9,8 %

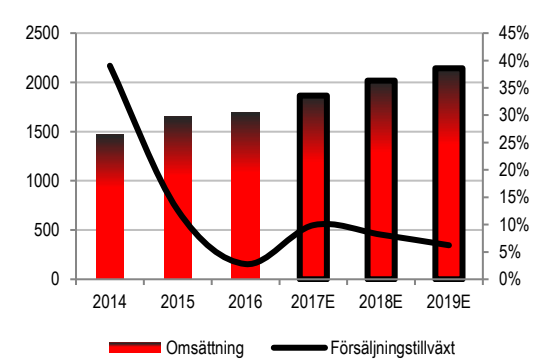
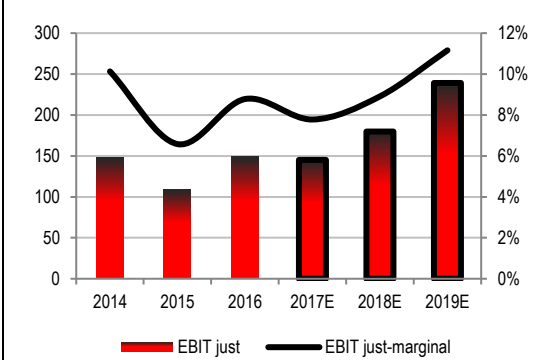
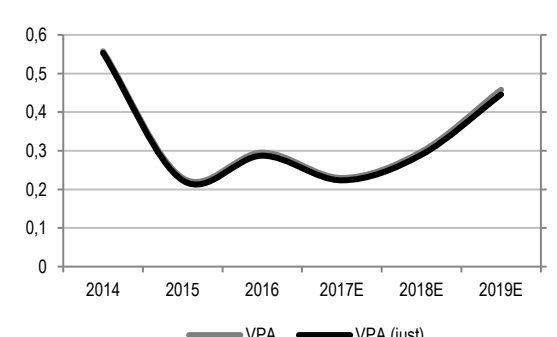
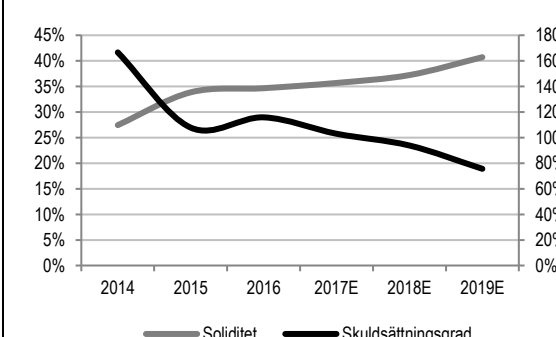
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
AB Kommandoran	14,5 %	14,5 %
Lothar Geilen	6,8 %	6,8 %
Morgan Stanley LLC, W9	6,6 %	6,6 %
Andra AP-fonden	6,4 %	6,4 %
Avanza	5,7 %	5,7 %
BNY Mellon SA/NV	3,7 %	3,7 %
Henrik Wagner Jörgensen	3,6 %	3,6 %
Grandeur Peak Global	1,4 %	1,4 %
Aberdeen Investment Funds	1,3 %	1,3 %
Per Hamberg	0,9 %	0,9 %

Aktien	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Mid Cap
Kurs, SEK	8,3
Antal aktier, milj	288,7
Börsvärde, MSEK	2396,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Magnus Greko
CFO	Linus Brandt
IR	Peter Stenström
Ordf	Katarina Bonde

Nästkommende rapportdatum	
Q1 report	May 12, 2017
Q2 report	August 18, 2017

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> Omsättning <span style="color: black;">—</span> Försäljningstillväxt</p>	 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> EBIT just <span style="color: black;">—</span> EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: <span style="color: grey;">—</span> VPA <span style="color: black;">—</span> VPA (just)</p>	 <p>Legend: <span style="color: grey;">—</span> Soliditet <span style="color: black;">—</span> Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p><b>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: 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 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, 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, 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 objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2017-02-16)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	41	19	9	20
3,5p - 7,0p	72	64	96	36	45
0,0p - 3,0p	9	18	8	78	58
Antal bolag	123	123	123	123	123

\*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.