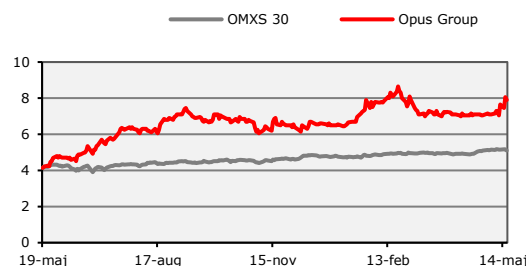


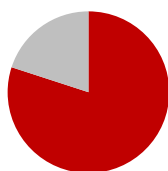
**Sammanfattning**
**Opus Group (OPUS.ST)**
**Ett par pusselbitar på plats**

- Opus hade en bra inledning på året och utfallet i Q1-rapporten var genomgående lite bättre än vi hade räknat med. Intäkterna ökade 9% Y/Y och EBITDA steg 17% till 72 MSEK.
- I februari presenterade Opus sin nya ambitiösa tillväxtplan för kommande fem år. Vi har redan sett ett par affärer som är steg på vägen mot det långsiktiga målet. Dels Argentina där Opus nu redan är igång och dels i Pakistan där de nu har möjlighet att expandera till en ny stor provins.
- Vi har finjusterat prognoserna och gjort ett par små förändringar i rating och avkastningskrav. Vår värdering är i princip oförändrad med ett motiverat värde för Base case omkring 10,3 SEK per aktie. Fair value range sträcker sig från 6-15 SEK per aktie.

Lista: Nasdaq Mid Cap  
 Börsvärde: 2 192 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Lothar Geilen  
 Styrelseordf: Katarina Bonde

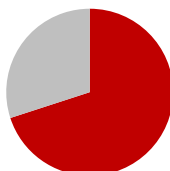

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



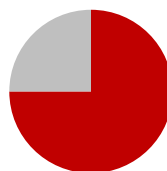
8,0 poäng

Ägarskap



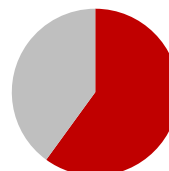
7,0 poäng

Vinstutsikter



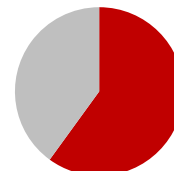
7,5 poäng

Lönsamhet



6,0 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

**Nyckeltal**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 652	1 698	1 836	1 967	2 102	Aktiekurs (SEK)	7,6
Tillväxt	13%	3%	8%	7%	7%	Antal aktier (milj)	290,3
EBITDA	275	332	351	384	431	Börsvärde (MSEK)	2 192
EBITDA-marginal	17%	20%	19%	20%	21%	Nettoskuld (MSEK)	723
EBIT	109	149	143	175	234	Free float (%)	73%
EBIT-marginal	7%	9%	8%	9%	11%	Dagl oms. ('000)	950
Resultat före skatt	80	145	89	114	179	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	66	85	66	81	127		
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	0,27	0,43		
P/E	26,9	22,6	34,1	27,8	17,7		
EV/S	1,5	1,5	1,5	1,4	1,2		
EV/EBITDA	8,9	7,8	8,1	7,2	6,0		

**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 vinststillväxt.

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 vinststillväxt. 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.

## Ett par pusselbitar på plats

*Båda segmenten levererar*

Opus visar en hyfsad tillväxt och resultatförbättring under årets första kvartal. Båda segmenten, Sverige respektive Internationellt, redovisar lite bättre resultat än vi hade räknat med. Intäkterna ökade totalt med 9 procent, varav hälften organiskt och hälften valutaeffekt från starkare USD.

*Väntar besked från Ohio*

Enligt rapporten löper verksamheten i allt väsentligt på enligt plan. Det gäller såväl de befintliga bilprovningssprogrammen och utrullningen av EaaS som de nya affärerna RAP och Fastlign som håller på att ta form. I april meddelades att Opus fick sitt kontrakt i Nashville förlängt med åtminstone fem år. Förhoppningsvis kommer snart ett liknande besked från Ohio. Det är dock ganska vanligt med förseningar i dessa sammanhang och under tiden drivs programmet vidare av Opus.

*Lite bättre än väntat över hela linjen*

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q1'16	Q1'17P	Utfall	Diff
Nettoomsättning	395	420	429	2%
EBITDA	61	60	72	20%
EBIT	18	10	22	>100%
PTP *	-3	-10	6	n.m.
Nettoresultat	2,1	-10	9	n.m.
Omsättningstillväxt	-1%	6%	9%	
Varav organisk tillväxt	3%	2%	4%	
EBITDA marginal	15,5%	14,3%	16,8%	
EBIT marginal	4,5%	2,4%	5,0%	

\* Resultatpåverkan av Fx-effekter i Q1-16: -8 MSEK och Q1-17: -1 MSEK

Källa: Opus Group, Redeye Research

### Första stegen på femårsplanen

Tidigare i år presenterade Opus som bekant en ny och klart ambitiös tillväxtplan för de kommande fem åren. Målsättningen är att bolaget år 2021 har fördubblat omsättningen, till 400 MUSD, och höjt EBITDA-marginalen till 25 procent. I samband med detta tog Lothar Geilen över som koncernchef efter Magnus Greko. Nyligen rekryterades en ersättare till Lothar Geilen som kommer ansvara för marknaderna utanför Latinamerika och Europa. Organisationen är nu i huvudsak på plats och på affärsfronten har redan ett par intressanta händelser annonserats: etablering i Argentina samt en ny potentiell affär i Pakistan, se vidare nästa sida.

*Ny segmentsindelning ökar transparensen*

Bolaget ändrar nu sin operativa struktur och segmentsindelning. Målet är att andra halvåret i år kunna rapportera de nya segmenten som blir: Bilprovning Europa, Bilprovning Latinamerika samt Bilprovning USA och RoW. Det innebär dels att vi får lite bättre genomlysning av koncernen. Vi noterar också att namnet "Bilprovning Europa" rimligen indikerar att det finns ambitioner i fler europeiska länder än Sverige.

## Bilprovning Internationellt – ökar transparensen

5% organisk tillväxt

Intäkterna och resultatet ökade både Y/Y och jämfört med Q4-16. Justerat för valutamedvind var tillväxten 5 procent. På samma sätt som tidigare är det EaaS, Pakistan och Latinamerika som bidrar med successivt stigande intäkter. Den externa rapporteringen är som sagt på väg att förändras och kommer ge ökad transparens. Huvudskälet är dock säkerligen att skapa en effektiv organisation där Latinamerika får egna målsättningar och ansvar.

Fortsatt stark tillväxt för EaaS

Lyckad lansering av RAP

Nu i denna rapport uppges även storleken på EaaS affären och deras långsiktiga målsättning. Årstakten på intäkterna var vid utgången av första kvartalet 12,7 MUSD. Det är 13 procent högre än vid årsskiftet. Målet är 30 MUSD senast år 2021. Eftersom denna affär är investeringstung, men sedan ger väldigt hög och stabil lönsamhet är det givetvis bra att kunna följa utvecklingen mer detaljerat. RAP och FASTLIGN® är fortfarande i lanseringsfasen. RAP uppges ha överträffat målsättningarna hittills och levererat en bit över 1 000 enheter med fortsatt stark tillväxt. Fastligns kommersialisering ligger lite längre fram, sannolikt under år 2018.

## Förvärv i Argentina och nya möjligheter i Pakistan

Fotfäste i Argentina

Glädjande besked från Pakistan

Opus köpte nyligen en befintlig verksamhet med tre koncessioner i staden Cordoba i Argentina. En relativt lite verksamhet men en bra bas för fortsatt expansion i landet. Helt nyligen kom också beskedet från regeringen i Sindh-provinsen i Pakistan att Opus har utsetts till "preferred supplier" till ett kommande bilprovsningsprogram. Detta är på sikt en potentiell jätteaffär, liknande den som Opus redan har i grannprovinsen, Punjab. Men det kommer att ta tid och ännu är inte ens avtalet färdigförhandlat. Så det återstår att se vad ambitionen och planen är för Sindh-provinsen. Det faktum att denna affär nu är aktuell ser vi åtminstone som en bekräftelse på att Opus verksamhet i Punjab utvecklas väl.

Kvartalsvis utveckling per segment							
MSEK	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
<b>Bilprovning Sverige</b>							
Intäkter	127	155	141	184	138	160	146
EBITDA	14	16	7	45	30	22	15
EBITDA-marginal	11,1%	10,4%	5,2%	24,3%	22,0%	14,0%	10,1%
D.o. 12m	14,7%	13,7%	12,6%	13,6%	15,9%	16,8%	17,9%
<b>Bilprovning Internationellt</b>							
Intäkter	264	259	258	274	287	275	288
EBITDA *	67	50	56	74	71	56	64
EBITDA-marginal *	25,5%	19,3%	21,9%	27,2%	24,8%	20,4%	22,1%
E.o. poster	-9	-3	-2	-1	-12	-8	-5
<b>Summa intäkter</b>	<b>387</b>	<b>411</b>	<b>395</b>	<b>452</b>	<b>420</b>	<b>431</b>	<b>429</b>
<b>EBITDA *</b>	<b>81</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>117</b>	<b>99</b>	<b>76</b>	<b>77</b>
EBITDA-marginal *	20,8%	14,9%	16,0%	25,9%	23,6%	17,6%	17,9%
Rapporterad EBITDA	71	58	61	116	87	68	72
Avskrivningar	-39	-48	-44	-43	-45	-50	-50
EBIT	32	11	18	73	41	17	22

\* Exklusive förvärvs och uppstartskostnader för nya program och affärer.

Källa: Opus Group, Redeye Research

## Bilprovning Sverige – Godkänd Q1-besiktning

*Q1 något bättre än väntat*

Intäkter och resultat blev en aning högre än vi hade räknat med. Årets första kvartal är säsongsmässigt svagt och därför svårt att dra några stora växlar på. I tabellen på sidan ovan har vi markerat 12 månaders rullande EBITDA-marginal. Denna har nu trendat upp till nära 18 procent. Den nivån räknar vi inte med att bolaget kan hålla den närmaste tiden om vi inte ser tydligare tecken på att prisnivån återigen justeras upp.

*Litet priskrig i början av året*

Under det första halvåret 2016 höjde flera av besiktningsföretagen sina priser. Detta gav både försäljningstillväxt och givetvis förbättrad lönsamhet under fjolåret. Alla aktörer har nu differentierade priser och det är i princip omöjligt att veta hur det genomsnittliga priset har förändrats. De senaste månaderna har präglats av ett litet krig om marknadsandelar med hjälp av lockpriser i vissa regioner. Opus deltog inte och har också tappat någon procentandel i marknadsandel hittills i år

### Branschen behöver på sikt högre priser

Av de fem aktörerna (som står för 99 procent av marknaden) är det bara Opus och Besikta som har visat en anständig lönsamhet. Branschen behöver med andra ord högre priser, snarare än fler stationer och rabattkampanjer. Antalet besiktningar ökar ju bara med någon procent per år. På lite sikt bör priserna därför stiga och vi är inte särskilt oroliga för Opus del. De har förvisso expansion med nya stationer på agendan men vårt intryck är att de är väldigt selektiva. De verkar helt klart vara mer intresserade av resultat och lönsamhet än tillväxt och marknadsandelar. Själva menar de att de aldrig skulle öppna en ny station om de inte gjort en väldigt noggrann analys av kundunderlaget så att stationen snabbt kan bli lönsam.

Marknadsandelar								
Besiktningsföretag	2015		2016		2017			
	jan	juni	jan	juni	jan	feb	mars	april
AB Svensk Bilprovning	32,2%	32,1%	29,5%	28,7%	27,0%	28,4%	28,9%	28,4%
Opus Bilprovning	26,8%	27,8%	26,5%	28,2%	26,1%	25,9%	24,7%	25,2%
Besikta Bilprovning	22,5%	21,4%	21,2%	22,8%	26,6%	26,2%	26,6%	27,8%
Carspect (A-Katsastus)	9,1%	9,2%	10,3%	10,5%	11,6%	11,1%	11,1%	10,7%
Clearcar	4,2%	5,0%	6,0%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DEKRA (inkl Applus)	4,8%	4,0%	6,1%	6,8%	8,1%	7,8%	8,0%	7,3%
Övriga (5 st)	0,4%	0,5%	0,4%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%
Totalt (11 st)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Källa: Transportstyrelsen

## Prognos & Värdering

Våra prognoser baseras på någorlunda konkreta affärsmöjligheter

Bilprovning i Sverige och USA väntas ha en relativt stabil utveckling från nuvarande nivåer

Den nya tillväxtplanen som presenterades är säkert inte omöjlig eller orealistisk att nå. Ett par första små steg i den riktningen togs redan under våren, men resan mot femårs målet är väldigt lång. Vårt optimistiska värderingsscenario, Bull case, baseras på att bolaget når denna målsättning, se sid 9. Vårt huvudscenario är däremot klart mer konservativt och beaktar främst de affärsmöjligheter som är någorlunda konkreta och ligger nära till hands idag. Det innebär sannolikt att vi underskattar tillväxttakten de kommande åren. Å andra sidan innebär nya affärer även investeringar och lägre lönsamhet inledningsvis. Det väger delvis upp rent värderingsmässigt.

För **Bilprovning Sverige** lämnar vi prognoserna oförändrade. Vi tror att priserna kommer fortsätta stiga något de närmaste åren vilket ger utrymme för en viss tillväxt och marginaler omkring samma nivå som helåret 2016.

**Bilprovning Internationellt** består till övervägande del av programmen i USA där vi räknar med oförändrade volymer för Opus de kommande åren. Tillväxten i våra prognoser kommer inledningsvis och främst från EaaS, Pakistan, Chile och Argentina. Från 2018 och ännu mer 2019 räknar vi också med RAP och FASTLIGN®. Våra prognoser för 2017-19 innebär sammanlagt cirka 8% årlig tillväxt från alla dessa områden. 2017 blir högre på grund av fortsatt medvind från en starkare USD än ifjol.

Investeringarna kommer ligga kvar på en hög nivå de närmaste åren till följd av utlandsexpansionen och EaaS. Vår prognos är omkring 150 MSEK per år 2017-18 och avskrivningsnivån kommer därför fortsätta att stiga och maskerar den underliggande lönsamheten. EBITDA är därför ett mer rättvisande marginalmått än EBIT.

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	1 212	1 323	1 435
EBITDA	161	214	246	270	299	341
EBITDA-marginal	20,6%	21,1%	22,5%	22,3%	22,6%	23,8%
<b>Koncernjusteringar mm</b>						
EBITDA	-9	-23	-19	-25	-25	-25
<b>Sa: Intäkter</b>	<b>1 460</b>	<b>1 644</b>	<b>1 698</b>	<b>1 836</b>	<b>1 967</b>	<b>2 102</b>
Tillväxt	38%	13%	3%	8%	7%	7%
<b>EBITDA</b>	<b>246</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>351</b>	<b>384</b>	<b>431</b>
EBITDA-marginal	16,9%	16,7%	19,6%	19,1%	19,5%	20,5%
Av- och nedskrivningar	-98	-166	-183	-208	-209	-197
<b>EBIT</b>	<b>148</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>143</b>	<b>175</b>	<b>234</b>
EBIT-marginal	10,2%	6,6%	8,8%	7,8%	8,9%	11,2%

Källa: Opus Group, Redeye Research

## Värdering

Motiverat värde:  
~10,3 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell värderar verksamheten till 3,7 mdr SEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld MSEK om 0,7 mdr SEK ger det ett motiverat börsvärde på 2,98 mdr SEK, eller **10,30 kronor per aktie**. Det är i stort sett oförändrat jämfört vid tillfället för vår senaste analysuppdatering, per 16 februari 2017.

## Antaganden för värderingen

Långsiktiga antaganden:

Våra prognoser för de närmaste åren är aningen lägre än innan vilket främst beror på att SEK har stärkts mot USD. Långsiktiga prognoser och antaganden är:

15% EBIT-marginal

- Uthålliga EBIT-marginaler omkring 15 procent. Det motsvarar ungefär den nivå de befinner sig på idag med en normaliserad nivå på avskrivningarna.

6% årlig tillväxt

- För perioden 2020-25 har vi antagit en årlig tillväxttakt om 6 procent. Opus egen nya målsättning fram till år 2021 är att fördubbla intäkterna vilket motsvarar ungefär 15 procent i genomsnittlig årlig tillväxt.

WACC: 9,5%

- Från år 2026 (så kallad terminal growth rate): 2% (tidigare 3%).
- Avkastningskravet (WACC): 9,5% (tidigare: 10,0%).

## Förändringar i rating och WACC

Vi använder ett något lägre avkastningskrav till följd av att vi nu har justerat ned riskfri ränta, från 3,5 till 2,5 procent. Som riskfri ränta använder Redeye 10 års genomsnitt för den 10-åriga svenska statsobligationen. Efter en längre tids nedgång i räntenivåerna har vi nu genomfört en allmän justering för samtliga bolag under bevakning.

Vi har också gjort ett par små justeringar i vår rating för parametrarna Vinstutsikter och Finansiell styrka. Till följd av förändringar i bedömningsmodellen blir dessa aningen lägre.

Den WACC vi använder räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer vår beräkning av WACC från de flesta andra. Till denna bolagsspecifika riskpremie adderar vi riskfri ränta.

### Känslighetsanalys WACC vs marginal

I tabellen nedan varieras WACC och långsiktig lönsamhet i form av EBIT-marginal. Rutan markerar våra antaganden för värderingen i vårt huvudscenario, Base case. Även om lönsamheten långsiktigt inte hamnar riktigt i nivå med våra långsiktiga antaganden framstår aktien fortfarande som undervärderad.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	11%	13%	15%	17%	19%
<b>WACC</b>					
8,5%	9,2	10,7	12,3	13,8	15,3
9,5%	7,7	9,0	<b>10,3</b>	11,6	12,8
10,5%	6,6	7,6	8,8	9,8	10,9

Källa: Redeye Research

### Värderingsmultiplar strax under historiska nivåer

Resultatmättet någonstans emellan EBITA och EBITDA är det mest rättvisande för Opus underliggande lönsamhet. Då beaktas både nettoskulden och den extremt höga avskrivningsnivån. Avskrivningarna avser både immateriella tillgångar från förvärv och materiella tillgångar inom EaaS som skrivs av på 5 år medan bolaget uppskattar att den ekonomiska livslängden snarare är 10 år. Det ojusterade P/E talet är därför missvisande. Dessutom har Opus som bekant ett finansnetto som har varierat rejält med valutafluktuationer och redovisad nettovinst avspeglar därmed underliggande resultat.

Aktien har nu återhämtat sig rejält från bottennoteringen under våren 2016. Multiplarna för kommande år är fortfarande inte högre än Opus har värderats historiskt.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 7,5 SEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>P/E</b>	26,2	22,0	33,0	26,9	17,1
<b>EV/EBIT</b>	22,4	17,2	20,2	16,6	12,4
<b>EV/EBITA</b>	12,1	10,0	10,7	9,4	7,9
<b>EV/EBITDA</b>	8,9	7,7	8,3	7,5	6,7

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	17,7
EBITDA	900	CAPEX	1 800 MSEK	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	25%			<b>DCF-värde</b>	<b>15,3</b>
EBIT-marginal	18%				
Base Case					
MSEK	År 2021E	Antaganden år:	2017-21	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	2371	Årlig tillväxt	7%	EV	12,7
EBITDA	503	CAPEX	600 MSEK	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	21%			<b>DCF-värde</b>	<b>10,3</b>
EBIT-marginal	15%				
Bear Case					
MSEK	År 2021E	Antaganden år:	2017-21	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	1880	Årlig tillväxt	2%	EV	8,4
EBITDA	377	CAPEX	600 MSEK	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	20%			<b>DCF-värde</b>	<b>6,1</b>
EBIT-marginal	12%				

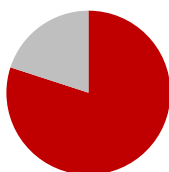
Källa: Redeye Research

## 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.

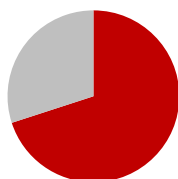
**Ratingförändringar i denna rapport:** Vinstutsikter har justerats ned 0,5p och Finansiell styrka med 1p på grund av förändringar i ratingmodellen.

Ledning 8,0p



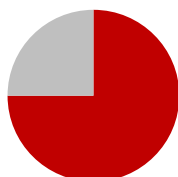
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Bransch erfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller vara stark.

Ägarskap 7,0p



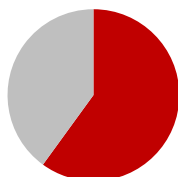
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både grundaren och tidigare vd Magnus Greko och Lothar Geilen, som nyligen tog över som koncernchef, har betydande aktieinnehav. Därtill finns ett antal större institutioner som kan skjuta till kapital vid behov. Däremot finns ingen ägare som själv kontrollerar mer än 20% av rösterna vilket begränsar betyget för Ägarskap.

Vinstutsikter 7,5p



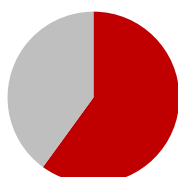
Tillväxtutsikterna är mycket goda och Opus tickar många av boxarna för uthållig och lönsam tillväxt. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med bibehållen och på sikt till och med stigande marginaler. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten 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 6,0p



Opus har en stabil intjäning och god kreditvärdighet. Samtidigt är skuldsättningen relativt hög efter de senaste två stora förvärven. Med en aggressiv expansions- och investeringsplan kommer skuldsättningen med all sannolikhet inte minska de närmaste åren, trots starka kassaflöden. För att vår rating för Finansiell styrka skall höjas krävs antingen högre räntetäckningsgrad eller lägre skuldsättning eller en högre omsättning.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	1 652	1 698	1 836	1 967	2 102
Summa rörelsekostnader	-1 377	-1 366	-1 485	-1 583	-1 671
<b>EBITDA</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>351</b>	<b>384</b>	<b>431</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-92	-107	-128	-133	-131
Avskrivningar immateriella tillg.	-74	-76	-80	-76	-66
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>143</b>	<b>175</b>	<b>234</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-29	-4	-55	-61	-55
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>89</b>	<b>114</b>	<b>179</b>

Skatt	-14	-60	-26	-33	-52
<b>Nettoresultat</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>66</b>	<b>81</b>	<b>127</b>

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	256	507	459	492	525
Kundfordringar	97	100	147	157	168
Lager	81	85	129	138	147
Andra fordringar	165	224	224	224	224
<b>Summa omsätt.</b>	<b>599</b>	<b>917</b>	<b>959</b>	<b>1011</b>	<b>1065</b>

Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	739	815	807	794	743
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	331	285	250
Övr. immater. tillg.	33	49	53	57	60
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>2003</b>	<b>2058</b>	<b>2004</b>	<b>1949</b>	<b>1866</b>
Uppsk. skatteford.	29	32	32	32	32

<b>Summa tillgångar</b>	<b>2631</b>	<b>3007</b>	<b>2994</b>	<b>2991</b>	<b>2962</b>
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

<b>Skulder</b>					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	39	42	110	118	126
Kortfristiga skulder	264	204	185	176	155
Övriga kortfristiga skulder	392	350	350	350	350
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>695</b>	<b>597</b>	<b>645</b>	<b>644</b>	<b>631</b>
Ränteb. skulder	696	988	896	851	748
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>1541</b>	<b>1495</b>	<b>1379</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>1104</b>	<b>1191</b>
Minoritet	0	13	13	13	13
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>891</b>	<b>1042</b>	<b>1073</b>	<b>1116</b>	<b>1203</b>

<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>2631</b>	<b>3007</b>	<b>2994</b>	<b>2991</b>	<b>2962</b>
----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	1 652	1 698	1 836	1 967	2 102
Sum rörelsekost.	-1 377	-1 366	-1 485	-1 583	-1 671
Avskrivningar	-166	-183	-208	-209	-197
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>143</b>	<b>175</b>	<b>234</b>
Skatt på EBIT	-19	-62	-42	-51	-68
<b>NOPLAT</b>	<b>90</b>	<b>87</b>	<b>102</b>	<b>124</b>	<b>166</b>
Avskrivningar	166	183	208	209	197
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>256</b>	<b>271</b>	<b>310</b>	<b>334</b>	<b>363</b>
Föränd. i rörelsekap	16	-105	-22	-12	-12
Investeringar	-561	-239	-154	-154	-114

<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-290</b>	<b>-73</b>	<b>133</b>	<b>168</b>	<b>237</b>
-------------------------	-------------	------------	------------	------------	------------

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	34%	35%	36%	37%	41%
Skuldsättningsgrad	108%	116%	102%	93%	76%
Nettoskuld	704	685	622	535	377
Sysselsatt kapital	1 595	1 727	1 695	1 651	1 580
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	13%	3%	8%	7%	7%
VPA-tillväxt (just)	-59%	29%	-23%	23%	57%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	9,5 %	NPV FCF (2017-2019)	458
		NPV FCF (2020-2026)	1361
		NPV FCF (2027-)	1874
		Rörelsefrämjade tillgångar	481
		Räntebärande skulder	-1192
		Motiverat värde MSEK	2982

Antaganden 2020-2025					
Genomsn. förs. tillv.	6 %	Motiverat värde per aktie, SEK			10,3
FRIT-marginal	15 %	Rörskurs SEK			7,6

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	9%	9%	6%	7%	11%
ROCE	6%	7%	7%	8%	11%
ROIC	7%	5%	6%	7%	10%
EBITDA-marginal	17%	20%	19%	20%	21%
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	0,28	0,44
VPA just	0,22	0,29	0,22	0,27	0,43
Utdelning	0,10	0,12	0,13	0,14	0,16
Nettoskuld	2,44	2,37	2,14	1,84	1,30
Antal aktier	288,67	288,67	290,30	290,30	290,30

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	2 436,0	2 583,9	2 839,3	2 751,3	2 592,2
P/E	26,2	22,0	33,2	27,1	17,2
P/S	1,0	1,1	1,2	1,1	1,0
EV/S	1,5	1,5	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA	8,9	7,8	8,1	7,2	6,0
EV/EBIT	22,4	17,3	19,8	15,7	11,1
P/BV	1,9	1,8	2,1	2,0	1,8

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	5,6 %	Omsättning	5,4 %
3 mån	-6,8 %	Rörelseresultat, just	14,77 %
12 mån	82,4 %	V/A, just	-0,5 %
Årets Början	16,2 %	EK	9,8 %

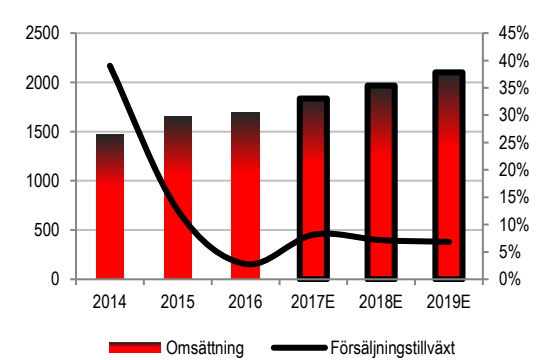
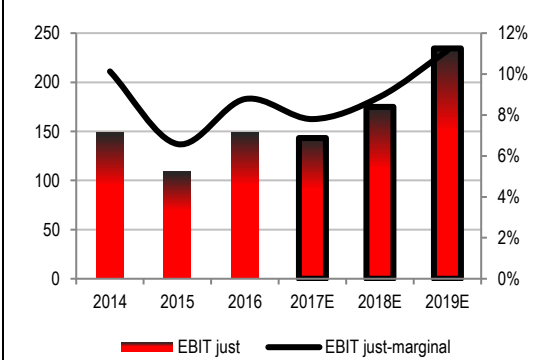
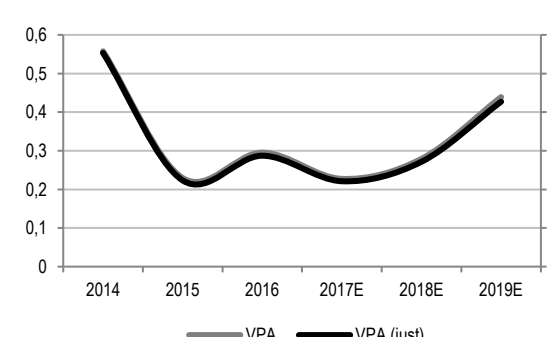
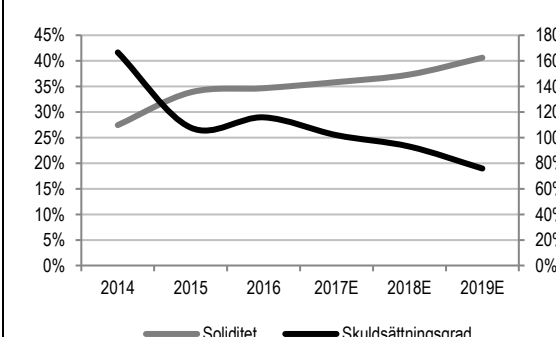
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Magnus Greko	14,7 %	14,7 %
Andra Ap-Fonden	6,5 %	6,5 %
Avanza Pension	5,7 %	5,7 %
Dimensional Fund Advisors	1,8 %	1,8 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1,5 %	1,5 %
Grandeur Peak Fonder	1,4 %	1,4 %
Aberdeen Asset Management	1,3 %	1,3 %
Schroders	1,1 %	1,1 %
Per Hamberg	0,9 %	0,9 %
Swedbank Försäkring	0,9 %	0,9 %

Aktien	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Mid Cap
Kurs, SEK	7,6
Antal aktier, milj	290,3
Börsvärde, MSEK	2191,8

Bolagsledning & styrelse	
VD	Lothar Geilen
CFO	Linus Brandt
IR	Peter Stenström
Ordf	Katarina Bonde

Nästkommende rapportdatum	
Q2 report	August 18, 2017
Q3 report	November 10, 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, 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, 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 (2017-05-22)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	44	17	11	21
3,5p - 7,0p	70	62	98	34	44
0,0p - 3,0p	13	22	13	83	63
Antal bolag	127	128	128	128	128

\*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.