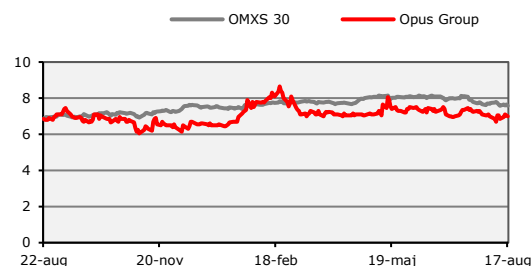


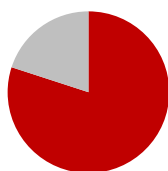
**Sammanfattning**
**Opus Group (OPUS.ST)**
**Expansionskostnader tynger**

- Utfallet i Q2-rapporten nådde inte riktigt våra förväntningar denna gång. Ökade kostnader för expansionen till nya marknader och produkter gjorde att EBITDA minskade Y/Y till 90 MSEK (vår prognos 110 MSEK).
- Våren och sommaren har varit händelserika med ett flertal nya affärer och förvärv. I det korta perspektivet framstår Autologic som det mest betydelsefulla. Men Opus har nu ett stort antal affärer som växer och successivt kommer få genomslag i resultatet.
- Våra prognoser tyngs av en svagare dollarkurs. Från och med 2018 bör det dock vägas upp av tillskottet från Autologic, efter nödvändiga strukturåtgärder i år. Värderingen är aningen lägre än innan med ett motiverat värde för vårt Base case scenario strax under 10 kronor per aktie.

Lista: Mid Cap  
 Börsvärde: 1 800 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Lothar Geilen  
 Styrelseordf: Katarina Bonde

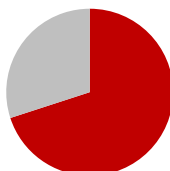

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



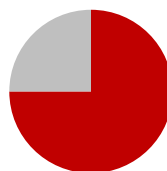
8,0 poäng

Ägarskap



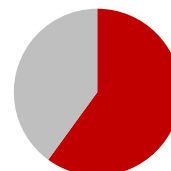
7,0 poäng

Vinstutsikter



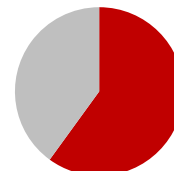
7,5 poäng

Lönsamhet



6,0 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

**Nyckeltal**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 652	1 698	1 879	2 073	2 197	Aktiekurs (SEK)	6,2
Tillväxt	13%	3%	11%	10%	6%	Antal aktier (milj)	290,3
EBITDA	275	332	313	380	437	Börsvärde (MSEK)	1 800
EBITDA-marginal	17%	20%	17%	18%	20%	Nettoskuld (MSEK)	884
EBIT	109	149	105	153	216	Free float (%)	73 %
EBIT-marginal	7%	9%	6%	7%	10%	Dagl oms. ('000)	900
Resultat före skatt	80	145	32	76	139	<b>Analytiker:</b> Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	66	85	27	54	99		
Nettomarginal	4%	5%	1%	3%	5%		
Utdelning/Aktie	0,10	0,12	0,13	0,14	0,16		
VPA	0,22	0,29	0,09	0,18	0,33		
P/E	26,9	22,6	68,3	34,4	18,7		
EV/S	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2		
EV/EBITDA	8,9	7,8	8,5	6,9	5,8		

**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 resultat, men hög aktivitet

Ökad transparens i  
rapporteringen nästa år

Opus andra kvartal blev resultatmässigt lite svagare än vi hade räknat med. Högre kostnader i den internationella verksamheten förklarar hela avvikelsen. Övriga poster var precis som väntat. De nya affärerna och i synnerhet expansionen till nya geografiska marknader drar sannolikt kostnader som för oss utomstående är svåra att förutse. En mer transparent rapportering planeras inför nästa år vilket är mycket välkommet. På affärsfronten har aktiviteten varit hög under senare tid med ett antal intressanta förvärv och nya kontrakt, se vidare sid 4-6.

Högre kostnader för  
expansionen tyngde  
resultatet

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q2'16	Q2'17P	Utfall	Diff
Nettoomsättning	452	475	475	0%
EBITDA	116	110	90	-18%
EBIT	73	60	41	-32%
PTP *	77	40	18	-55%
Nettoresultat	51	27	28	4%
Omsättningstillväxt	0%	5%	5%	
Varav organisk tillväxt	11%	0%	-2%	
EBITDA marginal	25,7%	23,2%	19,0%	
EBIT marginal	16,2%	12,6%	8,6%	

\* Resultatpåverkan av Fx-effekter i Q2-16: +18 MSEK och Q2-17: -8 MSEK  
Källa: Opus Group, Redeye Research

Q2 2016 var som bekant ett extremt starkt kvartal och därför svårt att matcha nu i år. Dels då besiktningsverksamheterna hade en negativ kalendereffekt (påskan i Q2) och ökade kostnader för nya affärer.

Kvartalsvis utveckling per segment						
MSEK	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
<b>Bilprovning Sverige</b>						
Intäkter	141	184	138	160	146	176
EBITDA	7	45	30	22	15	38
EBITDA-marginal	5,2%	24,3%	22,0%	14,0%	10,1%	21,8%
D.o. 12m	12,6%	13,6%	15,9%	16,8%	17,9%	17,1%
<b>Bilprovning Internationellt</b>						
Intäkter	258	274	287	275	288	305
EBITDA *	56	74	71	56	64	64
EBITDA-marginal *	21,9%	27,2%	24,8%	20,4%	22,1%	20,8%
E.o. poster	-2	-1	-12	-8	-5	-8
<b>Summa intäkter</b>	<b>395</b>	<b>452</b>	<b>420</b>	<b>431</b>	<b>429</b>	<b>476</b>
<b>EBITDA *</b>	<b>63</b>	<b>117</b>	<b>99</b>	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>99</b>
EBITDA-marginal *	16,0%	25,9%	23,6%	17,6%	17,9%	20,7%
Rapporterad EBITDA	61	116	87	68	72	90
Avskrivningar	-44	-43	-45	-50	-50	-50
EBIT	18	73	41	17	22	41

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

Källa: Opus Group, Redeye Research

**High-lights i Q2****Bilprovning Internationellt**

- 20-årigt bilprovningskontrakt i Sindhprovinsen, Pakistans näst största provins efter Punjab. Kontraktet i Sindh omfattar även privata bilar och avgifterna är högre än i Punjab. Potentialen utifrån nuvarande kontrakt bör därför vara större i Sindh än i Punjab, både storleks- och lönsamhetsmässigt. Men ambitionen i Punjab är troligtvis att även de på lite sikt inkluderar privatbilar.
- Förvärv och övertagande av bilprovningskoncession och stationer i Cordoba, Argentina. I juli genomfördes en prishöjning om 28 procent och Opus räknar med att verksamheten kommer visa svarta siffror under andra halvan av 2017.
- Uthyrningsaffären, EaaS, hade starkare tillväxt under det andra kvartalet än vi räknat med. Omsättningstakten på årsbasis var vid utgången av Q2 uppe i 15,6 MUSD. Det är 23 procent högre än kvartalet innan och 40 procent högre än vid årsskiftet. Expansionen kommer fortsätta med fokus på Pennsylvania och Kalifornien den närmaste tiden. Målsättningen att nå 30 MUSD verkar ledningen nu vara ganska säkra på att nå innan år 2021.
- RAP service växer också snabbt och har nu levererat 1 800 enheter. Vid Q1-rapporten angavs drygt 1 000 enheter. Lanseringen verkar således klart lovande hittills. FastLign, som inte har kommit lika långt, har ett pilotprogram med dryga 30 installationer hos återförsäljare.
- I april meddelades att Opus fick förlängning på sitt kontrakt i Nashville. I juni kom motsvarande besked från Ohio vilket var en lättnad då detta är ett relativt stort program, med intäkter omkring 9,4 MUSD per år. Villkoren i det nya avtalet är enligt Opus samma som tidigare.
- Opus stäms av tidigare ägare/konkurrent. Pradeep Tripathi som, tillsammans med Opus koncernchef Lothar Geilen, sålde Systech till Opus år 2008 hävdar att rätt tilläggsköpeskilling från förvärvet inte har betalats ut. Han stämmer också Opus för konkurrensbegränsande beteende i Kalifornien. Opus anser att påståendena saknar grund, vilket vi är benägna att tro på. Men rättsprocesser i USA är verkligen ingenting man önskar sig och kan tyvärr kosta en del även om man får rätt.
- Förvärv av Autologic och Farsight inom fordonsdiagnostik, se sid 6.

### Bilprovning Sverige

- Intäkter och resultat i Q2 prickade våra prognoser.
- Opus har återtagit lite marknadsandelar sedan svackan under våren då konkurrenter hade omfattande rabattkampanjer som nu har upphört. Jämfört med Q2-16 är andelarna dock lägre i år, se tabell nedan.
- Detta tillsammans med påskeffekten förklarar varför intäkter och resultat hamnade lägre Y/Y.
- Opus har också öppnat ett par nya stationer som ännu inte kommit upp i rätt beläggning. Det har säkert tyngt marginalerna något, men oklart hur mycket.

Marknadsandelar									
Besiktningsföretag	2016			2017					
	april	maj	juni	jan	feb	mars	april	maj	juni
AB Svensk Bilprovning	30,1%	30,3%	28,7%	27,0%	28,4%	28,9%	28,4%	29,3%	28,6%
Opus Bilprovning	26,6%	27,7%	28,2%	26,1%	25,9%	24,7%	25,2%	26,2%	26,2%
Besikta Bilprovning	21,3%	20,3%	22,8%	26,6%	26,2%	26,6%	27,8%	25,2%	25,3%
Carspect (A-Katsastus)	9,9%	9,8%	10,5%	11,6%	11,1%	11,1%	10,7%	11,5%	12,0%
Clearcar	4,9%	4,6%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DEKRA (inkl Applus)	6,6%	6,7%	6,8%	8,1%	7,8%	8,0%	7,3%	7,2%	7,2%
Övriga (5 st)	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%
Totalt (11 st)	100,0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%	100,0%

Källa: Transportstyrelsen

### Autologic – en potentiell kanonaffär

Det nyligen genomförda förvärvet av brittiska Autologic Diagnostics ser ut att vara en klockren affär ur ett industriellt perspektiv. Dotterbolaget Drew Tech och Autologic har likartade produkter för fordonsdiagnostik, men med olika inriktning avseende bilmodeller och geografisk täckning. Autologic är starka på europeiska bilmodeller och har huvuddelen av kunderna i Europa. Drew Tech har sin tyngdpunkt i Nordamerika.

Tillsammans borde de kunna få ut rejäla synergier i synnerhet på marknadssidan. Men det ger i sin tur också skalfördelar och mer resurser till utveckling och support. Med ett mer komplett erbjudande avseende antal bilmodeller blir det fler kunder som kan täcka in hela sitt behov. Autologic har en relativt stor utvecklingsavdelning och tre stycken call-support centers. Telefonsupporten kan sannolikt stötta Drew Techs verksamhet tämligen omgående. Vad gäller utvecklingsarbetet kommer de säkert också ha nytta av varandra genom att koordinera resurserna.

### Omstrukturering 2017, rejäl vinst 2018

Autologic hade under 2016 intäkter på 16,5 MGBP (184 MSEK) och EBITDA 2,6 MGBP (29 MSEK). Första halvåret i år var lönsamheten fortsatt bra. Mot bakgrund av de siffrorna framstår köpeskillingen, 89 MSEK på skuldfri basis, som extremt attraktiv (3x EBITDA för ett högteknologiskt bolag!!!). Men Opus poängterar att 2017 blir ett år med stora omstruktureringar. De har i lite lösa ordalag sagt att de inte räknar med att bolaget visar vinst 2017. År 2018 räknar de med att vara tillbaka på samma nivåer som under 2016. Det kommer krävas betydande insatser för att rätta till ett par tidigare strategiska misstag. Men dessa åtgärder beskrivs av Opus som offensiva och borde därför tas emot positivt av personal och kunder. Det hade varit betydligt värre om man tvingades till stora neddragningar.

*God lönsamhet*

Stora förändringar i nyköpta bolag innebär trots allt en del risker. Vad som ändå är lugnande i sammanhanget är att Drew Tech verkar känna Autologic väldigt väl. År 2015 hade de båda bolagen diskussioner om att starta ett joint venture för att just dra nytta av varandras styrka på respektive hemmamarknad. Enligt Opus föll det den gången på att Autologics dåvarande VD var emot affären. Nu fullföljer man den tidigare planen om än i en annorlunda form.

*Drew Tech känner  
Autologic väl*

Det amerikanska bolaget **Farsight** förvärvades också under sommaren. Bolaget startades av tidigare anställda på Autologic och omsätter knappt 2 MUSD. De båda bolagen kommer integreras inom kort.

## Prognos & Värdering

*Dollarförsvagning vägs upp av Autologic från och med 2018*

Affärshändelserna under sommaren, fallande dollarkurs och utfallet i Q2-rapporten har medfört relativt stora prognosförändringar. För 2017 innebär det en klart lägre resultatprognos. Från 2018 och framåt är våra resultatprognoser däremot i stort sett oförändrade mot innan. Dock med något lägre marginaler. En försvagad USD vs SEK kommer tynga tillväxt och resultat jämfört med de tidigare valutakursnivåerna. Enligt våra antaganden och uppskattningar kommer resultateffekten dock i princip vägas upp av tillskottet från Autologic från och med år 2018.

För **Bilprovning Sverige** lämnar vi återigen prognoserna oförändrade. Vi tror att priserna kommer fortsätta stiga något de närmaste åren vilket ger utrymme för en viss tillväxt och marginaler runt samma nivå som år 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 från Autologicförvärvet och EaaS, Pakistan, Chile och Argentina. Från 2018 och ännu mer 2019 räknar vi också med RAP och FASTLIGN®.

### Höga investeringar och avskrivningar

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 2017-19. Därtill kommer ytterligare drygt 100 MSEK i år för bolagsförvärv. Avskrivningsnivån kommer fortsätta att stiga och maskerar den underliggande lönsamheten. EBITDA är därför ett mer rättvisande marginalmått än EBIT.

<b>Redeyes prognoser</b>						
<b>MSEK</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
<b><u>Bilprovning Sverige</u></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><u>Bilprovning Internationellt</u></b>						
Omsättning	783	1 017	1 093	1 255	1 429	1 530
EBITDA	161	214	246	225	294	347
EBITDA-marginal	20,6%	21,1%	22,5%	17,9%	20,6%	22,7%
<b><u>Koncernjusteringar mm</u></b>						
EBITDA	-9	-23	-19	-18	-24	-25
<b>Sa: Intäkter</b>	<b>1 460</b>	<b>1 644</b>	<b>1 698</b>	<b>1 879</b>	<b>2 073</b>	<b>2 197</b>
Tillväxt	38%	13%	3%	11%	10%	6%
<b>EBITDA</b>	<b>246</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>313</b>	<b>380</b>	<b>437</b>
EBITDA-marginal	16,9%	16,7%	19,6%	16,7%	18,3%	19,9%
Av- och nedskrivningar	-98	-166	-183	-208	-227	-221
<b>EBIT</b>	<b>148</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>105</b>	<b>153</b>	<b>216</b>
EBIT-marginal	10,2%	6,6%	8,8%	5,6%	7,4%	9,8%

Källa: Opus Group, Redeye Research

Motiverat värde:  
~9,7 kronor per aktie

## Värdering

Vår kassaflödesmodell värderar verksamheten till drygt 3,5 mdr SEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld MSEK om 0,7 mdr SEK ger det ett motiverat börsvärde på 2,8 mdr SEK, eller **9,7 kronor per aktie**.

Det är något lägre än i vår senaste analysuppdatering, per 22 maj 2017, då motsvarande värde var 10,3 SEK. Även om våra prognoser knappt har förändrats så påverkas kassaflödena av högre investeringskostnader (främst förvärvet av Autologic).

## Antaganden för värderingen (oförändrade)

- Uthålliga EBIT-marginaler omkring 15 procent. Det motsvarar ungefär den nivå de befinner sig på idag med en normaliserad nivå på avskrivningarna.
- 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.
- Från år 2026 (så kallad terminal growth rate): 2%.
- Avkastningskravet (WACC): 9,5%.

## WACC

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.

## Konservativa prognoser vs Opus tillväxtplan

Den nya tillväxtplanen som presenterades tidigare i år är säkert inte omöjlig eller orealistisk att nå. Men det är fortfarande långt kvar innan det kan intecknas. Vårt optimistiska värderingsscenario, Bull case, baseras på att bolaget når denna målsättning, se sid 10. 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.



### 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%
WACC					
8,5%	8,5	10,1	11,7	13,4	15,0
9,5%	6,9	8,3	9,7	11,0	12,4
10,5%	5,8	6,9	8,1	9,3	10,4

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 i förhållande till nivån på deras underhållsinvesteringar.

Aktien har nu fallit tillbaka till nivåer där multiplarna återigen ser riktigt intressanta ut. Baserat på våra prognoser har Opus historiskt värderats klart högre än de gör i dagsläget.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 6,2 SEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
P/E	26,2	22,0	66,5	40,8	20,2
EV/EBIT	22,4	17,2	25,5	17,5	12,4
EV/EBITA	12,1	10,0	11,5	9,2	7,4
EV/EBITDA	8,9	7,7	8,6	7,1	6,1

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 **strax under 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	1800	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	2478	Årlig tillväxt	7%	EV	12,2
EBITDA	545	CAPEX	600	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	22%			<b>DCF-värde</b>	<b>9,7</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	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	20%			<b>DCF-värde</b>	<b>6,1</b>
EBIT-marginal	12%				

Källa: Redeye Research

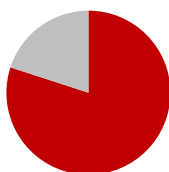
## Sammanfattning Redeye Rating

---

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

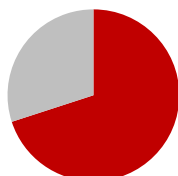
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 8,0p



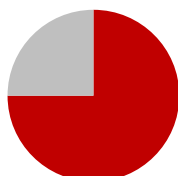
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Branschfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller vara stark.

Ägarskap 7,0p



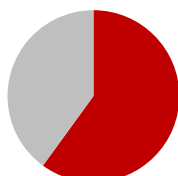
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både grundaren och tidigare vd Magnus Greko och Lothar Geilen, som nyligen tog över som koncernchef, har betydande aktieinnehav. Därtill finns ett antal större institutioner som kan skjuta till kapital vid behov. Däremot finns ingen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

Vinstutsikter 7,5p



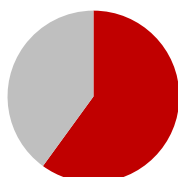
Tillväxtutsikterna är mycket goda och Opus tickar många av boxarna för uthållig och lönsam tillväxt. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med bibehållen och på sikt till och med stigande marginaler. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten 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	1 879	2 073	2 197
Summa rörelsekostnader	-1 377	-1 366	-1 566	-1 693	-1 760
<b>EBITDA</b>	<b>275</b>	<b>332</b>	<b>313</b>	<b>380</b>	<b>437</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-92	-107	-128	-139	-145
Avskrivningar immateriella tillg.	-74	-76	-80	-88	-75
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>105</b>	<b>153</b>	<b>216</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-29	-4	-74	-78	-76
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>32</b>	<b>76</b>	<b>139</b>

Skatt	-14	-60	-8	-22	-40
<b>Nettoresultat</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>27</b>	<b>54</b>	<b>99</b>

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	256	507	470	518	549
Kundfordringar	97	100	150	166	176
Lager	81	85	132	124	132
Andra fordringar	165	224	224	224	224
<b>Summa omsätt.</b>	<b>599</b>	<b>917</b>	<b>976</b>	<b>1033</b>	<b>1081</b>

Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	739	815	867	908	913
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	14	23	23	23	23
Goodwill	791	791	831	831	831
Imm. tillg. vid förväv	427	381	401	343	298
Övr. immater. tillg.	33	49	54	60	63
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>2003</b>	<b>2058</b>	<b>2176</b>	<b>2164</b>	<b>2127</b>
Uppsk. skatteford.	29	32	32	32	32

<b>Summa tillgångar</b>	<b>2631</b>	<b>3007</b>	<b>3183</b>	<b>3228</b>	<b>3239</b>
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

<b>Skulder</b>					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	39	42	113	124	132
Kortfristiga skulder	264	204	224	227	217
Övriga kortfristiga skulder	392	350	350	350	350
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>695</b>	<b>597</b>	<b>686</b>	<b>701</b>	<b>699</b>
Ränteb. skulder	696	988	1082	1097	1051
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>1768</b>	<b>1798</b>	<b>1750</b>
Uppskj. skatteskuld	234	280	280	280	280
Avsättningar	115	100	100	100	100
Eget kapital	<b>891</b>	<b>1029</b>	<b>1022</b>	<b>1038</b>	<b>1096</b>
Minoritet	0	13	13	13	13
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>891</b>	<b>1042</b>	<b>1034</b>	<b>1050</b>	<b>1109</b>

<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>2631</b>	<b>3007</b>	<b>3183</b>	<b>3228</b>	<b>3239</b>
----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	1 652	1 698	1 879	2 073	2 197
Sum rörelsekost.	-1 377	-1 366	-1 566	-1 693	-1 760
Avskrivningar	-166	-183	-208	-227	-221
<b>EBIT</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>105</b>	<b>153</b>	<b>216</b>
Skatt på EBIT	-19	-62	-25	-44	-63
<b>NOPLAT</b>	<b>90</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>153</b>
Avskrivningar	166	183	208	227	221
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>256</b>	<b>271</b>	<b>288</b>	<b>336</b>	<b>374</b>
Föränd. i rörelsekap	16	-105	-26	3	-10
Investeringar	-561	-239	-325	-216	-184

<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-290</b>	<b>-73</b>	<b>-63</b>	<b>123</b>	<b>181</b>
-------------------------	-------------	------------	------------	------------	------------

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	34%	35%	32%	33%	34%
Skuldsättningsgrad	108%	116%	128%	128%	116%
Nettoskuld	704	685	836	805	719
Sysselsatt kapital	1 595	1 727	1 870	1 855	1 828
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	13%	3%	11%	10%	6%
VPA-tillväxt (just)	-59%	29%	-68%	99%	84%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	9,5 %	NPV FCF (2017-2019)	193
		NPV FCF (2020-2026)	1372
		NPV FCF (2027-)	1984
		Rörelsefrämjade tillgångar	451
		Räntebärande skulder	-1192
		Motiverat värde MSEK	2808

Antaganden 2020-2025			
Genomsn. förs. tillv.	6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	9,7
FRIT-marginal	15 %	Rörskurs SEK	6,2

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	9%	9%	3%	5%	9%
ROCE	6%	7%	5%	7%	9%
ROIC	7%	5%	5%	6%	8%
EBITDA-marginal	17%	20%	17%	18%	20%
EBIT-marginal	7%	9%	6%	7%	10%
Netto-marginal	4%	5%	1%	3%	5%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,23	0,30	0,09	0,19	0,34
VPA just	0,22	0,29	0,09	0,18	0,33
Utdelning	0,10	0,12	0,13	0,14	0,16
Nettoskuld	2,44	2,37	2,88	2,77	2,48
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	2 657,6	2 626,6	2 539,7
P/E	26,2	22,0	66,5	33,5	18,2
P/S	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/S	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	8,9	7,8	8,5	6,9	5,8
EV/EBIT	22,4	17,3	25,3	17,1	11,8
P/BV	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	-15,1 %	Omsättning	6,7 %
3 mån	-16,2 %	Rörelseresultat, just	-1,63 %
12 mån	-5,3 %	V/A, just	-36,2 %
Årets Början	-4,6 %	EK	7,8 %

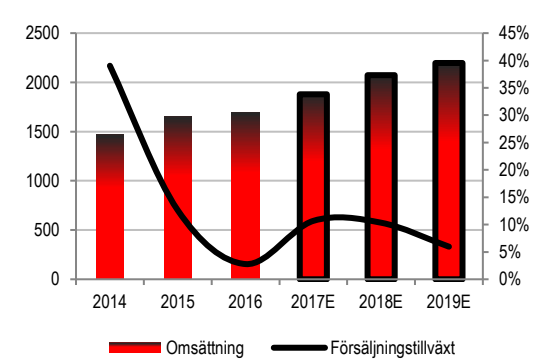
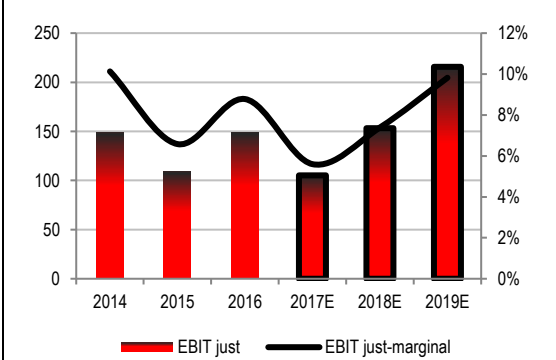
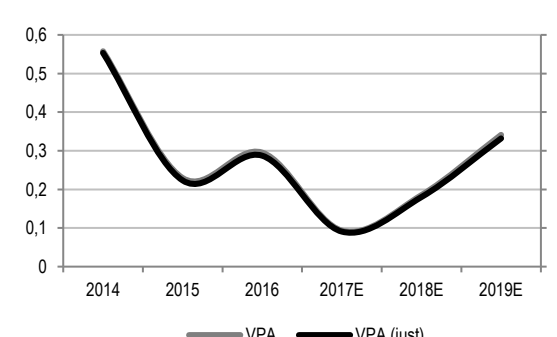
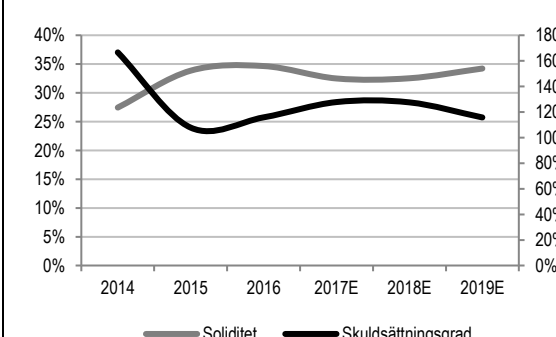
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Kommandoran AB & närstående	14,7 %	14,7 %
RWC Fonder	10,0 %	10,0 %
Lothar Geilen	6,8 %	6,8 %
Andra AP-Fonden	6,4 %	6,4 %
Avanza Pension	6,3 %	6,3 %
Dimensional Fund Advisors	2,3 %	2,3 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1,5 %	1,5 %
Schroders	1,1 %	1,1 %
Aberdeen Asset Management	1,0 %	1,0 %
Per Hamberg	0,9 %	0,9 %

Aktien	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Mid Cap
Kurs, SEK	6,2
Antal aktier, milj	290,3
Börsvärde, MSEK	1799,9

Bolagsledning & styrelse	
VD	Lothar Geilen
CFO	Linus Brandt
IR	Helene Carlson
Ordf	Katarina Bonde

Nästkommende rapportdatum	
Q3 report	November 10, 2017
FY 2017 Results	February 21, 2018

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 objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2017-08-20)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	42	17	11	22
3,5p - 7,0p	71	65	99	35	45
0,0p - 3,0p	12	20	11	81	60
Antal bolag	127	127	127	127	127

\*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.