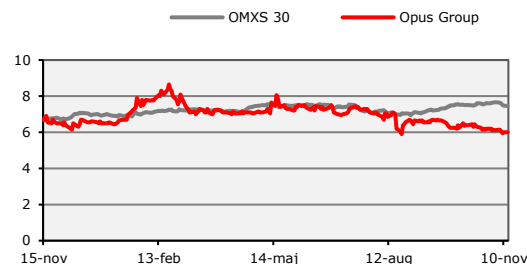


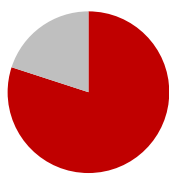
Sammanfattning
Opus Group (OPUS.ST)
I väntan på New Jersey

- Q3-rapporten var sammantaget klart godkänd och lite bättre än väntat på några viktiga punkter. EBITDA 84 MSEK är visserligen i princip oförändrad Y/Y men dryga 10 MSEK över vår prognos.
- Alla nya och växande affärer, inklusive nyförvärvet Autologic, ser ut att utvecklas bra. Flera av dessa kommer börja ge positiva resultatbidrag under nästa år. Mest avgörande i det korta perspektivet är dock besked från New Jersey där Opus vunnit kontraktet, vilket den nuvarande operatören har överklagat.
- En bra rapport och förstärkt dollarkurs ger stöd för lite högre prognoser. Vi inkluderar inte New Jersey ännu även om vi tror att Opus kommer få affären. Vår värdering har ökat en aning och ger ett motiverat värde för vårt Base case scenario runt 10 SEK per aktie

Lista: Nasdaq Mid Cap
 Börsvärde: 1 742 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Lothar Geilen
 Styrelseordf: Katarina Bonde

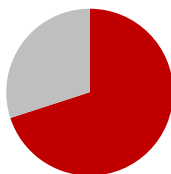

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



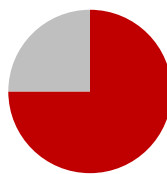
8,0 poäng

Ägarskap



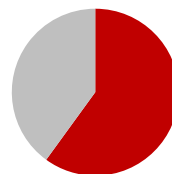
7,0 poäng

Vinstutsikter



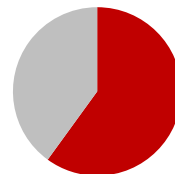
7,5 poäng

Lönsamhet



6,0 poäng

Finansiell styrka



6,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1 652	1 698	1 848	2 077	2 246	Aktiekurs (SEK)	6,0
Tillväxt	13%	3%	9%	12%	8%	Antal aktier (milj)	290,3
EBITDA	275	332	321	376	443	Börsvärde (MSEK)	1 742
EBITDA-marginal	17%	20%	17%	18%	20%	Nettoskuld (MSEK)	939
EBIT	109	149	121	145	206	Free float (%)	73 %
EBIT-marginal	7%	9%	7%	7%	9%	Dagl oms. ('000)	600
Resultat före skatt	80	145	38	54	115	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	66	85	60	39	82		
Nettomarginal	4%	5%	3%	2%	4%		
Utdelning/Aktie	0,10	0,12	0,12	0,14	0,16		
VPA	0,22	0,29	0,20	0,13	0,27		
P/E	26,9	22,6	29,8	46,4	21,9		
EV/S	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1		
EV/EBITDA	8,9	7,8	8,3	7,0	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.

I väntan på New Jersey

Q3-rapporten var något bättre än vi hade räknat med. Inga stora överraskningar men på ett par punkter stärks vi i uppfattningen att bolaget helt klart är på rätt spår. Nytilskotten, Autologic och verksamheten i Argentina, uppges gå planenligt. De egna tillväxtaffärerna, i synnerhet EaaS men också RAP och Fastlign, växer på ordentligt. Kommentarererna från ledningen andas också ordentlig optimism. Mest spännande den allra närmaste tiden blir beskedet från New Jersey kring överklagandet av det kontrakt som Opus har vunnit.

Lite bättre än väntat över hela linjen

Förväntat vs. utfall

MSEK	Q3'16	Q3'17P	Utfall	Diff
Nettoomsättning	419	443	458	3%
EBITDA	87	72	84	16%
EBIT	41	21	34	63%
PTP *	35	3	4	20%
Nettoresultat	11	2	13	>100%
Omsättningstillväxt	9%	6%	9%	
Varav organisk tillväxt	8%	1%	3%	
EBITDA marginal	20,7%	16,3%	18,2%	
EBIT marginal	9,9%	4,7%	7,5%	

* Resultatpåverkan av Fx-effekter i Q3-16: +10 MSEK och Q3-17: -15 MSEK
Källa: Opus Group, Redeye Research

Både den svenska och internationella verksamheten var klart godkända under Q3, även om marginalerna är lägre Y/Y. Båda visar 3-4 procent organisk tillväxt och några MSEK bättre resultat än vi hade räknat med.

Kvartalsvis utveckling per segment

MSEK	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17
Bilprovning Sverige						
Intäkter	184	138	160	146	176	141
EBITDA	45	30	22	15	38	26
EBITDA-marginal	24,3%	22,0%	14,0%	10,1%	21,8%	18,2%
D.o. 12m	13,6%	15,9%	16,8%	17,9%	17,1%	16,2%
Bilprovning Internationellt						
Intäkter	274	287	275	288	305	321
EBITDA *	74	71	56	64	64	66
EBITDA-marginal *	27,2%	24,8%	20,4%	22,1%	20,8%	20,6%
E.o. poster	-1	-12	-8	-5	-8	-5
Summa intäkter	452	420	431	429	476	458
EBITDA *	117	99	76	77	99	89
EBITDA-marginal *	25,9%	23,6%	17,6%	17,9%	20,7%	19,4%
Rapporterad EBITDA	116	87	68	72	90	84
Avskrivningar	-43	-45	-50	-50	-50	-49
EBIT	73	41	17	22	41	34

* Exklusive förvärvs och uppstartskostnader för nya program och affärer.

Källa: Opus Group, Redeye Research

High-lights i Q3

Bilprovning Internationellt

- **Nytt kontrakt i New Jersey(?)** Opus tilldelades i slutet av augusti bilprovningskontraktet för delstaten New Jersey. Därefter har som bekant Parsons, som är den nuvarande operatören, lämnat in sin protest. Ur deras synvinkel är det helt självklart att protestera eftersom verksamheten rullar vidare så länge de kan förhålla alla förändringar. Förhoppningsvis avslås protesten och Opus får klartecken inom kort. Det finns annars risk att tilltron till branschen skulle skadas. För Opus del ligger också en riktigt stor affär i potten. Med 20 MUSD i årliga intäkter skulle New Jersey sannolikt bli deras enskilt största kontrakt. Implementeringen väntas gå snabbt, bara 3 månader. Delvis tack vare att de tar över och hyr befintliga offentliga fastigheter vilket ingår i avtalet. Det innebär också att det initiala investeringsbehovet är ganska begränsat.
- **Uthyrningsaffären, EaaS**, fortsatte att växa rejält under det tredje kvartalet. Omsättningstakten på årsbasis var vid utgången av Q3 uppe i 18,1 MUSD. Det är en ökning med 16 procent under kvartalet och 65 procent sedan årsskiftet. Opus ledning är nu helt övertygade om att målsättningen: 30 MUSD år 2021 kommer nås långt tidigare. Den närmaste tiden fortsätter utrullningen i Kalifornien och därefter med fokus på Pennsylvania.
- **RAP** service har också fortsatt växa, dock inte med samma våldsamma takt som under första halvåret. Totalt har nu 2000 enheter levererats, mot 1800 första halvåret. **FastLign** har nu gjort drygt 40 installationer. Första halvåret var motsvarande siffra dryga 30.
- **Autologic**, som förvärvades i juni, hade intäkter motsvarande 33 MSEK och ett nollresultat. De lägger nu ned stora resurser på att uppdatera sitt erbjudande för att återta de affärer som bolaget tappat det senaste året till följd av tidigare ägares strategiska felbedömningar. Opus räknar med att Autologic under 2018 skall komma tillbaka till samma nivå som år 2016 då intäkterna var motsvarande 184 MSEK och EBITDA 29 MSEK.
- **Pakistan** har varit lite trögt för Opus och som de tidigare har rapporterat om så har etableringen försenats. Nu verkar de mer positiva om att det har lossnat och att utbyggnaden av stationsnätet i fas 2 kan genomföras. Ytterligare 37 stationer skall byggas och tas i drift 2017-18.

Bilprovning Sverige

- Både intäkter och resultat var lite bättre än vi hade räknat med under Q3. Marginalerna är dock lite lägre Y/Y, till följd av kostnader relaterade till nyöppnade stationer som ännu inte kommit upp i full snurr.
- Opus marknadsandelar har varit relativt stabila kring 26 procent under 2017. Men jämfört med fjolåret är de nu lite lägre. Detta kompenseras av högre genomsnittligt pris per besiktning och kanske i någon mån även av en växande bilpark.
- Eftersom alla aktörer nu har differentierade priser kan man som utomstående inte längre se om det sker några prishöjningar. Vi tror att priserna kommer fortsätta uppåt en bit till. Främsta orsaken är att det i dagsläget bara är Opus och Besikta som har en tillräckligt bra lönsamhet. AB Svensk Bilprovning och Carspect har tunna marginaler och Dekra visade åtminstone i bokslutet för 2016 förlust.
- Opus öppnade två nya stationer under kvartalet, i Halmstad samt Göteborg. Det senaste året har bolaget öppnat sex nya stationer och det tar sannolikt minst ett år innan en ny station kommer upp i tillräcklig beläggning för att bli lönsam.
- Hittills i år har branschen totalt sett öppnat 18 nya besiktningsstationer i Sverige (enligt AB Svensk Bilprovning Q3-rapport). Ifjol var ökningstakten lägre till följd av osäkerheten kring eventuella förändringar av besiktningsintervallerna och då Besikta köpte Clearcar och därför lade ner några stationer som överlappade varandra. Alla verkar ha en fortsatt ambition om att vilja ta marknadsandelar. Tyvärr är ju totalmarknaden begränsad. Men som nämndes ovan bör fler etableringar också leda till fortsatta prishöjningar.

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

Källa: Transportstyrelsen

Prognos & Värdering

Bara små
prognosförändringar

Vi har inte inkluderat
New Jersey... ännu

Bättre transparens i
rapporteringen 2018

Våra prognosförändringar är små även om utfallet i Q3-rapporten får en viss positiv effekt innevarande år. Den senaste tidens dollarförstärkning gentemot svenska kronan får däremot mer bestående genomslag. Även om vi tror att Opus får ett positivt besked kring New Jersey har vi inte inkluderat detta kontrakt i våra prognoser. Affären skulle på sikt addera uppskattningsvis cirka 10 procent till koncernens EBITDA. Några av de nya och växande affärerna är potentiellt mycket lönsamma, men vi är lite försiktiga med att inteckna även detta fullt ut ännu. Från och med 2018 blir Opus externa rapportering mer transparent vilket bör ge en bättre bild av utvecklingen i dessa expanderande affärer.

Bilprovning Sverige väntas fortsätta växa med några procent årligen. Vi tror att priserna kommer fortsätta stiga de närmaste åren vilket gör att de kan försvara sina marginaler och i bästa fall höja dem något.

Bilprovning Internationellt får en skaplig tillväxt de kommande åren. Inledningsvis främst från Autologicförvärvet och EaaS, men också i Pakistan och Latinamerika. RAP och FastLign är ännu på en blygsam nivå men kan på sikt bli betydelsefulla.

Höga investeringar och avskrivningar

Investeringarna kommer ligga kvar på en hög nivå de närmaste åren till följd av utlandsexpansionen och EaaS. Avskrivningsnivån kommer fortsätta att stiga och maskerar den underliggande lönsamheten. EBITDA är därför ett mer rättvisande marginalmätt än EBIT.

Redeyes prognoser						
MSEK	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Bilprovning Sverige						
Omsättning	560	587	623	626	657	681
EBITDA	86	80	105	100	106	110
EBITDA-marginal	15,3%	13,7%	16,8%	16,0%	16,1%	16,1%
Bilprovning Internationellt						
Omsättning	783	1 017	1 093	1 242	1 440	1 584
EBITDA	161	214	246	236	290	353
EBITDA-marginal	20,6%	21,1%	22,5%	19,0%	20,2%	22,3%
Koncernjusteringar mm						
EBITDA	-9	-23	-19	-15	-20	-20
Sa: Intäkter	1 460	1 644	1 698	1 848	2 077	2 245
Tillväxt	38%	13%	3%	9%	12%	8%
EBITDA	246	275	332	321	376	443
EBITDA-marginal	16,9%	16,7%	19,6%	17,4%	18,1%	19,7%
Av- och nedskrivningar	-98	-166	-183	-200	-231	-237
EBIT	148	109	149	121	145	206
EBIT-marginal	10,2%	6,6%	8,8%	6,5%	7,0%	9,2%

Källa: Opus Group, Redeye Research

Motiverat värde:
~9,9 kronor per aktie

Värdering

Vår kassaflödesmodell värderar verksamheten till 3,6 mdr SEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld MSEK om 0,7 mdr SEK ger det ett motiverat börsvärde strax under 2,9 mdr SEK, eller **9,9 kronor per aktie**. Det är bara aningen högre än motsvarande värde vid tillfället för vår senaste analysuppdatering, per 20 augusti 2017.

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 åren 2017-21.
- 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 antaganden framstår aktien ändå som klart undervärderad.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	11%	13%	15%	17%	19%
WACC					
8,5%	8,6	10,3	11,9	13,6	15,3
9,5%	7,0	8,4	9,9	11,3	12,7
10,5%	5,9	7,0	8,3	9,5	10,7

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.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 6,0 SEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
P/E	26,2	22,0	29,0	45,2	21,3
EV/EBIT	22,4	17,2	22,2	18,5	13,0
EV/EBITA	12,1	10,0	11,2	9,3	7,5
EV/EBITDA	8,9	7,7	8,4	7,1	6,1

Källa: Redeye Research

RWC fonder över 15 procent

I slutet av september flaggade RWC fonder för att deras innehav översteg 15 procent vilket innebär att de nu är Opus största ägare, aningen större än Kommandoran som ägs av grundarna Magnus Greko och Jörgen Hentschel. Ägarförändringen får kanske inte någon praktisk betydelse då RWC fonder redan har en representant i valberedningen.

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	1800	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	25%			DCF-värde	15,3
EBIT-marginal	18%				
Base Case					
MSEK	År 2021E	Antaganden år:	2017-21	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	2523	Årlig tillväxt	7%	EV	12,4
EBITDA	560	CAPEX	600	Nettoskuld	-2,4
EBITDA-marginal	22%			DCF-värde	9,9
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%			DCF-värde	6,1
EBIT-marginal	12%				

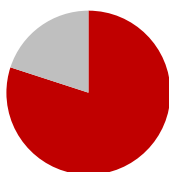
Källa: Redeye Research

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.

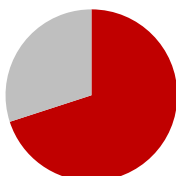
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 8,0p



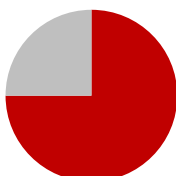
Opus ledning har lyckats synnerligen väl med att växa bolaget under senare år. Både genom att ta nya lönsamma affärer och några riktigt stora förvärv. Branschfarenheten är betydande och bolagskulturen förefaller vara stark.

Ägarskap 7,0p



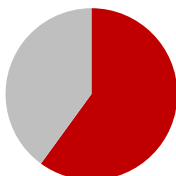
Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både grundaren och tidigare vd Magnus Greko och Lothar Geilen, som nyligen tog över som koncernchef, har betydande aktieinnehav. Därtill finns ett antal större institutioner som kan skjuta till kapital vid behov. Däremot finns ingen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

Vinstutsikter 7,5p



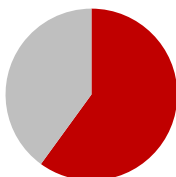
Tillväxtutsikterna är mycket goda och Opus tickar många av boxarna för uthållig och lönsam tillväxt. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med bibehållen och på sikt till och med stigande marginaler. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten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

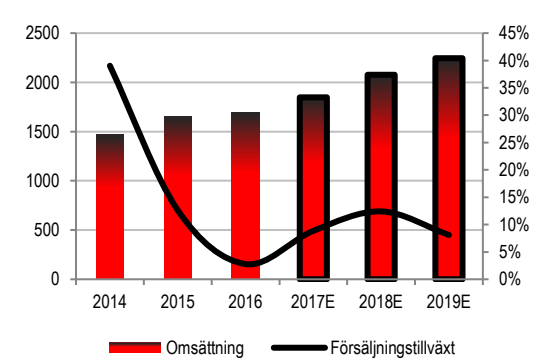
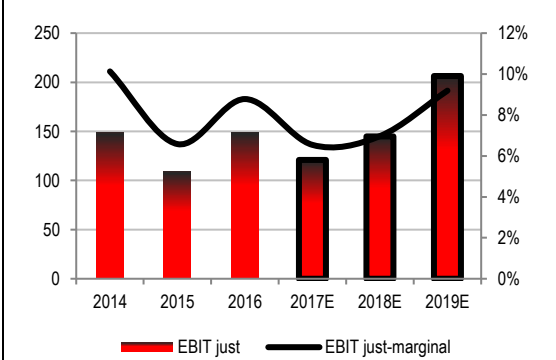
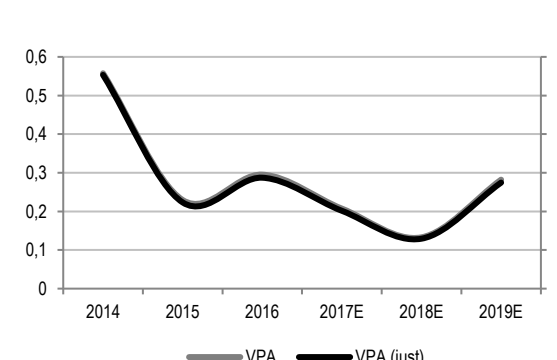
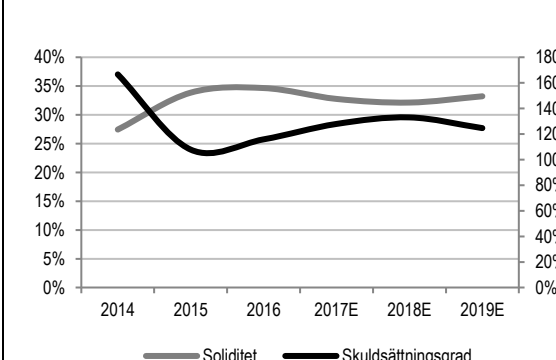
Finansiell styrka 6,0p



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	1 848	2 077	2 246
Summa rörelsekostnader	-1 377	-1 366	-1 527	-1 701	-1 803
EBITDA	275	332	321	376	443
Avskrivningar materiella tillg.	-92	-107	-119	-143	-152
Avskrivningar immateriella tillg.	-74	-76	-81	-88	-84
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	109	149	121	145	206
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-29	-4	-83	-91	-91
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	80	145	38	54	115
Skatt	-14	-60	20	-16	-33
Nettoresultat	66	85	60	39	82
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	256	507	462	519	561
Kundfordringar	97	100	148	166	180
Lager	81	85	129	125	135
Andra fordringar	165	224	224	224	224
Summa omsätt.	599	917	963	1034	1100
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	739	815	896	952	950
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	14	23	23	23	23
Goodwill	791	791	851	851	851
Imm. tillg. vid förväv	427	381	441	382	328
Övr. immater. tillg.	33	49	53	60	65
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	2003	2058	2263	2268	2216
Uppsk. skatteford.	29	32	32	32	32
Summa tillgångar	2631	3007	3257	3334	3347
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	39	42	111	125	135
Kortfristiga skulder	264	204	231	241	235
Övriga kortfristiga skulder	392	350	350	350	350
Summa kort. skuld	695	597	692	716	719
Räntebr. skulder	696	988	1118	1167	1136
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	1391	1585	1810	1882	1855
Uppskj. skatteskuld	234	280	280	280	280
Avsättningar	115	100	100	100	100
Eget kapital	891	1029	1055	1058	1100
Minoritet	0	13	13	13	13
Minoritet & E. Kap.	891	1042	1067	1071	1112
Summa skulder och E. Kap.	2631	3007	3257	3334	3347
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	1 652	1 698	1 848	2 077	2 246
Sum rörelsekost.	-1 377	-1 366	-1 527	-1 701	-1 803
Avskrivningar	-166	-183	-200	-231	-237
EBIT	109	149	121	145	206
Skatt på EBIT	-19	-62	-35	-42	-60
NOPLAT	90	87	86	103	147
Avskrivningar	166	183	200	231	237
Bruttokassaflöde	256	271	286	334	383
Föränd. i rörelsekap	16	-105	-23	0	-13
Investeringar	-561	-239	-404	-237	-185
Fritt kassaflöde	-290	-73	-142	98	185
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	34%	35%	33%	32%	33%
Skuldsättningsgrad	108%	116%	128%	133%	125%
Nettoskuld	704	685	887	888	809
Sysselsatt kapital	1 595	1 727	1 954	1 959	1 921
Kapit. oms. hastighet	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	13%	3%	9%	12%	8%
VPA-tillväxt (just)	-59%	29%	-30%	-36%	112%

DCF värdering	WACC	9,5 %	Kassaflöden, MSEK	NPV FCF (2017-2019)	130
				NPV FCF (2020-2026)	1412
				NPV FCF (2027-)	2056
				Rörelsefrämjade tillgångar	452
				Räntebärande skulder	-1192
				Motiverat värde MSEK	2858
Antaganden 2020-2025	Genomsn. förs. tillv.	6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	9,9	
	FRIT-marginal	15 %	Rörskurs SEK	6.0	
Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	9%	9%	6%	4%	8%
ROCE	6%	7%	5%	6%	8%
ROIC	7%	5%	5%	5%	7%
EBITDA-marginal	17%	20%	17%	18%	20%
EBIT-marginal	7%	9%	7%	7%	9%
Netto-marginal	4%	5%	3%	2%	4%
Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,23	0,30	0,21	0,13	0,28
VPA just	0,22	0,29	0,20	0,13	0,27
Utdelning	0,10	0,12	0,12	0,14	0,16
Nettoskuld	2,44	2,37	3,06	3,06	2,79
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	2 649,4	2 650,6	2 570,4
P/E	26,2	22,0	29,0	45,2	21,3
P/S	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8
EV/S	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1
EV/EBITDA	8,9	7,8	8,3	7,0	5,8
EV/EBIT	22,4	17,3	21,9	18,3	12,5
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6
Aktiens utveckling	Tillväxt/år	15/17e			
1 mån	-6,3 %	Omsättning	5,8 %		
3 mån	-15,5 %	Rörelseresultat, just	5,46 %		
12 mån	-10,5 %	V/A, just	-5,0 %		
Årets Början	-7,7 %	EK	9,5 %		
Aktiestruktur %	Röster	Kapital			
RWC Fonder	15,2 %	15,2 %			
Kommandoran	14,6 %	14,6 %			
Lothar Geilen	6,8 %	6,8 %			
Avanza Pension	6,6 %	6,6 %			
Andra AP-fonden	6,4 %	6,4 %			
Dimensional Fund Advisors	2,7 %	2,7 %			
Nordnet Pensionsförsäkring	1,4 %	1,4 %			
Schroders	1,3 %	1,3 %			
COGEFI Gestion	1,0 %	1,0 %			
Per Hamberg	0,9 %	0,9 %			
Aktien					
Reuterskod		OPUS.ST			
Lista		Mid Cap			
Kurs, SEK		6,0			
Antal aktier, milj		290,3			
Börsvärde, MSEK		1741,8			
Bolagsledning & styrelse					
VD		Lothar Geilen			
CFO		Linus Brandt			
IR		Helene Carlson			
Ordf		Katarina Bonde			
Nästkommende rapportdatum					
FY 2017 Results		February 16, 2018			
Analytiker					
Henrik Alveskog		Redeye AB			
henrik.alveskog@redeye.se		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr			
		114 35 Stockholm			

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt</p>	 <p>Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: — VPA — VPA (just)</p>	 <p>Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Ja Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	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.

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 (2017-11-15)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	43	40	17	11	22
3,5p - 7,0p	69	64	96	34	44
0,0p - 3,0p	17	25	16	84	63
Antal bolag	129	129	129	129	129

*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.