

# Opus Group

Sektor: Industrial Goods &amp; Services

## Dämpad tillväxt, stigande marginaler

Opus andra kvartal var resultatmässigt lite bättre än väntat, återigen. Totalt sett en klart godkänd rapport där koncernens EBITA-marginal når en ny toppnivå på 17 procent. Men med ett par frågetecken för utvecklingen i de mindre enheterna IVS och Latin America. Intäkterna steg med 9 procent Y/Y, varav 2 procent organisk tillväxt. EBITA ökade till 120 MSEK (108 MSEK i Q2-18). Resultatlyftet kommer i huvudsak från segmentet Vehicle Inspection US & Asia som noterar nya toppnivåer för både resultat och marginaler. Den största positiva överraskningen stod däremot Opus Bilprovning i Sverige för, med ett oförändrat resultat Y/Y.

### Röda siffror för IVS och Latin America

De båda mindre segmenten, IVS och Latin America, hade svagare resultatutvecklingen än vi hade räknat med. Båda visar fortsatt tillväxt och har i ett lite längre perspektiv onekligen fortsatt goda förutsättningar. Men resultatet hamnade under nollstrecket nu i Q2 och är uppenbarligen svårare att förutspå än vi trodde. Peso-kollapsen i Argentina under sommaren ökar givetvis också osäkerheten i våra prognoser.

### EaaS ångar på, snart även i Filipinerna

EaaS fortsätter att växa och nådde 31 MUSD i årstakt på hyresintäkterna under juni månad. Det är 35 procent högre Y/Y och 50 procent räknat i svenska kronor. Av rapporten framgår också att Opus är på väg in i på den filippinska marknaden. Bolaget hoppas kunna ta de första affärerna redan nu i Q3. Marknadspotentialen är hyfsat stor och bilprovning har funnits i landet länge, vilket borde innebära att riskerna är hanterbara.

### Små prognosjusteringar

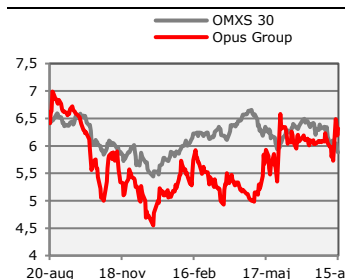
Sammantaget kan vi återigen höja resultatprognoserna något. Framför allt då det största affärssegmentet, U.S. & Asia, visar bättre lönsamhet än väntat. Valutaeffekter i finansnetto kommer visserligen tynga årets resultat, men påverkar inte kassaflödena och därför inte heller värderingen. Vår nya ratingmodell ger också ett lägre avkastningskrav (WACC). Med 9 procent WACC (tidigare 10 procent) ökar motiverat värde i vårt Base Case till 10 SEK per aktie (tidigare 8,6 SEK).

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	1860	2497	2705	2839	2997	3147
EBITDA	308	504	641	687	728	713
EBIT	107	206	255	300	371	409
EPS (adj.)	0,3	0,1	0,1	0,4	0,7	0,8
EV/Sales	1,5	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,3	6,2	4,8	4,1	3,4	3,0
EV/EBIT	26,9	15,1	12,2	9,3	6,6	5,2
P/E	23,2	59,6	77,6	12,8	8,6	7,1

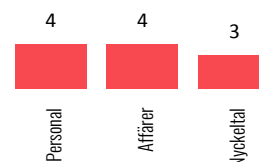
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
6,0	10,0	13,0

### OPUS.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

Ticker	OPUS.ST
Lista	Nasdaq
Aktiekurs (SEK)	6,0
Börsvärde (MSEK)	1740
Nettoskuld 19E (MSEK)	1735
Free Float	58 %
Dagl oms. ('000)	240

### ANALYTIKER

Henrik Alveskog  
 henrik.alveskog@redeye.se  
 Viktor Westman  
 viktor.westman@redeye.se

## Dämpad tillväxt, stigande marginaler

Utfallet i Q2-rapporten är sammantaget lite bättre än vi hade räknat med. Trots att omsättningen denna gång blev något lägre än vi hade räknat med så hamnade resultatet, ner till EBIT-nivå, en bit över vår prognos. Resultat före skatt blev ändå som väntat: 37 MSEK, då finansnettot tyngdes av orealiserade valutakursförluster. Denna gång främst till följd av att den pakistanska rupien försvagades.

Kassaflödet förbättrades: 132 MSEK före investeringar (Q2-18: 111 MSEK) och EBITA-marginalen nådde en ny toppnivå på 17 procent. På EBIT-nivå är resultatlyftet ännu större Y/Y då avskrivningar på immateriella tillgångar har minskat. Denna post kommer fortsätta att sjunka vilket innebär att redovisat resultat förbättras i motsvarande mån.

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q2'18	Q2'19E	Utfall	Diff
Nettoomsättning	651	715	708	-1%
EBITDA (exkl IFRS 16)	142	150	155	3%
EBITA	108	111	120	8%
EBIT	60	69	84	22%
PTP *	-19	38	37	-3%
Omsättningstillväxt	37%	10%	9%	
Varav organisk tillväxt	12%	3%	2%	
EBITA marginal	16,6%	15,5%	17,0%	
EBIT marginal	9,2%	9,7%	11,9%	

\* Finansnettot tyngdes av fx-effekter om -20 MSEK i Q2-19 (Q2-18: -48 MSEK).

Källa: Opus Group, Redeye Research

Koncernens organiska tillväxt var bara 2 procent under kvartalet. Men den lägre nivån beror till stor del på att Q2-18 var riktigt starkt (12 procent) och innehöll ovanligt mycket försäljning av utrustning i USA. EaaS bidrog mest till koncernens tillväxt följt av Latin America och IVS. Bilprovningen i Sverige (segment Europe) var oförändrad Y/Y, vilket var överraskande bra. Vi hade räknat med en skaplig nedgång då totalmarknaden har krympt och Opus andelar likaså.

Opus marginaler har stadigt förbättrats under en längre tid. 17 procent på EBITA-nivå är en ny toppnotering. Årets andra kvartal är förvisso deras säsongsmässigt starkaste så helårssiffran kommer hamna lägre. Möjligen når bolaget sitt eget mål om 15 procent EBITA-marginal.

## Kvartalsvis utveckling

MSEK	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	Q1'19	Q2'19
Nettoomsättning	475	458	496	555	651	634	657	633	708
EBITDA	90	84	62	100	142	129	132	144	180
EBITA	60	55	32	69	108	91	90	87	120
Avskrivningar	-50	-49	-52	-50	-82	-81	-84	-99	-96
EBIT	41	34	10	50	60	48	48	45	84
PTP	18	4	-24	24	-19	3	42	-6	37
Tillväxt, Y/Y	5%	9%	15%	29%	37%	38%	32%	14%	9%
Varav organisk	-2%	3%	10%	9%	12%	8%	8%	3%	2%
EBITA-marginal	12,6%	11,9%	6,4%	12,5%	16,6%	14,3%	13,6%	13,7%	17,0%

Källa: Opus Group, Redeye Research

## Q2-high-lights:

- **Vehicle Inspection US & Asia** ökade intäkterna med 9 procent Y/Y tack vare dollarförstärkningen mot den svenska kronan. Även om EaaS haft fortsatt god tillväxt (se nedan), blev den organiska tillväxten noll för segmentet. I Q2-18 hade Opus ovanligt mycket försäljning av utrustning och i år var denna andel betydligt lägre. EBITA-marginalerna förbättrades ännu ett snäpp till 22 procent. I **Pakistan** har nu 26 stationer öppnats. Den senaste siffran vi hörde var 12 (någon gång under 2018). Förhoppningsvis är detta ett tecken på att det nu börjar lossna för denna verksamhet.
- **EaaS** nådde under juni 31 MUSD i årstakt på hyresintäkterna, vilket är 35 procent högre Y/Y, och ännu mer i svenska kronor. Opus räknar med att växa vidare i Pennsylvania under kommande höst och i Texas även under nästa år.
- **Ny marknad: Filipinerna.** Opus meddelade också att de är på väg att etablera konceptet (EaaS) i Filipinerna. De första kontrakten kan komma redan nu i Q3. Filipinerna har redan ett bilprovningssystem men kommer höja kraven på utrustning. Det passar Opus väldigt väl eftersom många stationer sannolikt överväger att hyra istället för att köpa dyr utrustning. Samtidigt är intäkterna relativt förutsägbara då bilprovning inte är något nytt och man känner till efterlevnadsgraden. Opus har sannolikt hållit en låg profil i Filipinerna för att inte locka till sig konkurrenter i onödan. För oss var detta en nyhet.
- **Vehicle Inspection Latin America** visar rejäl tillväxt, främst genom fjolårets förvärv av argentinska VTV. Besiktningssavgifterna har inflationsjusterats i Argentina, men efter den senaste Peso-kollapsen kommer ytterligare stora justeringar bli nödvändiga. Vi hade räknat med lite bättre siffror från detta segment och vet egentligen inte var avvikelserna ligger. Verksamheten i Chile verkar gå bra med ökande volymer och tre nya stationer under hösten. Totalt kommer Opus då ha 11 stationer i Chile.
- **Intelligent Vehicle Support** hade 7 Procent organisk tillväxt i Q2, men resultatet halkade ner på minus. Expansionskostnader och en engångskostnad relaterad till en rättslig process tyngde resultatet. Lanseringen av den nya Drive-plattformen går enligt Opus ungefär som planerat. Men det kommer antagligen ta ytterligare 2-3 kvartal innan vi riktigt kan se hur den tas emot av kunderna. En ny och potentiellt stor affär togs nyligen då IVS skrev kontrakt med amerikanska Mitchell inom "collision repair scanning". Mitchell kommer använda sig av IVS scanningverktyg för kollisionsskadade bilar i USA. Denna affär annonserades även av Mitchell, den 24 juli.

## Divisioner &amp; segment

MSEK	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018		
					Helår	Q1'19	Q2'19
<b>Division Vehicle Inspection</b>							
<b>US &amp; Asia</b>							
Nettoomsättning	335	389	391	381	1496	385	422
EBITA	70	74	74	68	286	82	91
EBITA-marginal	21%	19%	19%	18%	19%	21%	22%
<b>Europe</b>							
Nettoomsättning	148	188	142	148	626	141	186
EBITA	5	39	15	4	64	0	39
EBITA-marginal	4%	21%	11%	2%	10%	0%	21%
<b>Latin America</b>							
Nettoomsättning	20	17	37	35	109	35	30
EBITA	-6	-9	3	-4	-16	3	-3
EBITA-marginal	neg	neg	7%	neg	neg	10%	neg
<b>Division Intelligent Vehicle Support</b>							
Nettoomsättning	59	71	75	103	308	78	81
EBITA	3	9	0	27	40	3	-3
EBITA-marginal	5%	13%	0%	27%	13%	4%	neg

Källa: Opus Group

- **Vehicle Inspection Europe**, det vill säga Opus Bilprovning i Sverige, hade oförändrad nivå på både intäkter och resultat Y/Y. Det var överraskande och klart positivt. I synnerhet mot bakgrund av att totalmarknaden har minskat uppskattningsvis 7-8 procent jämfört med fjolåret. Detta beror delvis på att Opus haft högre intäkter från tilläggstjänster, som inte är lagstadgade kontrollbesiktningar. Snittpriserna för besiktningar har också ökat vilket bekräftades av både Opus och Svensk Bilprovning. Och vi ser även generellt att rabattkampanjerna på den svenska marknaden har minskat. Dessutom har Opus som bekant också sett över sina kostnader och trimmat organisationen.
- Opus marknadsandelar har i år varit relativt stabila kring 25 procent. Under årets andra halva bör totalmarknaden i Sverige ligga ungefär på samma nivå som under fjolåret, vad gäller antalet besiktningar. Och med högre priser bör totalmarknaden växa lite. Beaktat Opus effektiviseringsprogram finns nu förutsättningar att också förbättra resultatet den närmaste tiden.
- **Irland ser ut att gå till Applus**. Spanska Applus, som under flera år har drivit bilprovningssystemet i Irland, ser ut att få förnyat förtroende. Enligt bolaget själva har de fått positivt besked från myndigheten. Det återstår att skriva nytt kontrakt, men det mest troliga är nu att Applus behåller bilprovningssystemet i Irland. Fyra andra bolag deltog, men vi har inte sett något överklagande från något håll.

### Marknadsandelar

Besiktningsföretag	2018			2019		
	april	maj	juni	apr	maj	juni
AB Svensk Bilprovning	26,2%	26,6%	26,0%	26,5%	26,9%	26,7%
Opus Bilprovning	26,1%	27,2%	27,0%	25,8%	26,2%	25,4%
Besikta Bilprovning	26,1%	25,2%	25,4%	23,5%	23,5%	23,7%
Carspect (A-Katsastus)	12,8%	12,5%	11,8%	14,2%	13,9%	14,3%
DEKRA	8,2%	7,8%	9,0%	9,4%	8,9%	9,3%
Övriga (5 st)	0,7%	0,7%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>Totalt (10 st)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Källa: Transportstyrelsen

## Prognos & Värdering

Sammantaget har vi nu höjt våra resultatprognoser för de närmaste åren. Det beror främst på att det största segmentet, Vehicle Inspection US & Asia, levererar bättre marginaler än vi hade räknat med. Vad gäller IVS och Latin America är vi kortsiktigt mer försiktiga och sänker förväntningarna till följd av utfallet i Q2-rapporten och peso-kollapsen i Argentina.

- **US & Asia** har en stabil utveckling med viss tillväxt och förbättrade marginaler. EaaS kommer fortsätta bidra till både tillväxt och lönsamhet åtminstone under det kommande året, och kanske även fortsättningsvis i exempelvis Filipinerna. Pakistan bör nu kunna röra sig åt rätt håll, men vi in-tecknar ännu inget större lyft. I de övriga programmen räknar vi med i huvudsak oförändrad utveckling de närmaste åren.
- **Europe** (Opus Bilprovning Sverige) har haft en liten svacka det senaste året då totalmarknaden minskade. Intäkter och lönsamhet bör kunna förbättras något då vi räknar med stigande priser för besiktningar och Opus har trimmat organisationen.
- **Latin America** verkar fortsätta växa bra i både Chile och Argentina, men i det korta perspektivet kommer siffrorna troligen tyngas rejält av den argentinska Pesons fall. Opus fortsatta expansion i regionen har vi ingen anledning att betvivla. Men det är givetvis svårt att försöka förutse var eller i vilken takt den kommer att ske med.
- **Intelligent Vehicle Support** har påbörjat lanseringen av Drive-plattformen. Vi har fortfarande svårt att bedöma vad det kommer innebära i det korta perspektivet. Hävstången i denna affär är betydande vilket vi också hoppas kunna se inom 2-3 kvartal.

### Redeyes prognoser

MSEK	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Division Vehicle Inspection</b>						
<b>US &amp; Asia</b>						
Nettoomsättning	n.a.	1 048	1 496	1 650	1 693	1 738
EBITA	n.a.	n.a.	286	342	348	355
EBITA-marginal			19%	21%	21%	20%
<b>Europe</b>						
Nettoomsättning	623	626	626	621	652	680
EBITA	n.a.	n.a.	64	62	69	75
EBITA-marginal			10%	10%	11%	11%
<b>Latin America</b>						
Nettoomsättning	n.a.	40	109	128	168	218
EBITA	n.a.	n.a.	-16	1	9	17
EBITA-marginal			neg	1%	5%	8%
<b>Division Intelligent Vehicle Support</b>						
Nettoomsättning	n.a.	172	308	332	365	402
EBITA	n.a.	n.a.	40	10	29	48
EBITA-marginal			13%	3%	8%	12%
<b>Sa: Intäkter</b>	<b>1 698</b>	<b>1 856</b>	<b>2 497</b>	<b>2 696</b>	<b>2 839</b>	<b>2 997</b>
Tillväxt	3%	9%	35%	8%	5%	6%
<b>EBITDA</b>	<b>332</b>	<b>308</b>	<b>504</b>	<b>641</b>	<b>687</b>	<b>728</b>
Avskrivningar materiell tillgångar	-107	-120	-146	-238	-248	-248
<b>EBITA</b>	<b>225</b>	<b>188</b>	<b>358</b>	<b>403</b>	<b>440</b>	<b>480</b>
Nedskrivning immateriella tillgångar	-76	-81	-152	-148	-140	-109
<b>EBIT</b>	<b>149</b>	<b>107</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>300</b>	<b>371</b>
EBITA-marginal	13,2%	10,1%	14,3%	14,9%	15,5%	16,0%
EBIT-marginal	8,8%	5,7%	8,3%	9,5%	10,6%	12,4%

Källa: Opus Group, Redeye Research

## Värdering

Motiverat värde:  
~10 SEK per aktie

Vår kassaflödesmodell värderar verksamheten till cirka 4,5 mdr SEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld 1 597 MSEK, per senaste årsskifte, ger det ett motiverat börsvärde omkring 2,9 mdr SEK, eller **10 kronor per aktie**.

Lägre WACC med ny ratingmodell

I vår senaste analysuppdatering, från maj 2019, var motsvarande värde 8,6 SEK per aktie. Skillnaden förklaras i princip enbart av ett lägre avkastningskrav (WACC) än tidigare. Detta beror i sin tur på att hela vår ratingmodell har förändrats. Vår WACC är nu 9,0 procent, mot 10,0 procent tidigare. Trots denna relativt lilla förändring i avkastningskrav blir skillnaden i värdering stor på grund av Opus höga finansiella hävstång.

### Övriga antaganden för värderingen

EBIT och EBITA kommer över tid att konvergera, förutsatt att inga nya förvärv adderar nya förvärvsavskrivningar. EBITA-marginalen är i dagsläget 14-15 procent och vi räknar med en viss förbättring fram till år 2021. Antagandet om uthålliga EBIT-marginaler omkring 13 procent är alltså lite lägre, vilket är rimligt då osäkerhet i prognoserna ökar framåt i tiden.

- Uthålliga EBIT-marginaler omkring 13%.
- För perioden 2022-27 har vi antagit en årlig tillväxttakt om 5%. Opus eget nya tillväxtmål är som bekant 5-10 procent per år, inklusive kompletteringsförvärv.
- Från år 2028 (så kallad terminal growth rate): 2%.
- Avkastningskravet (WACC): 9,0 procent.

I tabellen nedan varieras WACC och uthållig lönsamhet i form av EBIT-marginal. Rutan markerar antagandena för vårt huvudscenario, Base case. Även med lite lägre uthålliga marginaler än 13 procent framstår aktien som klart undervärderad.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	9%	11%	13%	15%	17%
<b>WACC</b>					
<b>8,0%</b>	8,0	10,3	12,5	14,8	17,1
<b>9,0%</b>	6,3	8,1	<b>10,0</b>	11,9	13,7
<b>10,0%</b>	5,0	6,6	8,2	9,8	11,4

Källa: Redeye Research

Resultatmåtten 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. Observera att EV/EBITDA inkluderar leasingkulder, medan övriga EV-multiplar är **exklusive** leasingkulder.

Värderingsmultiplar						
Kurs: 6,0 SEK	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>P/E</b>	22,0	23,2	59,6	80,7	13,3	8,9
<b>EV/EBIT</b>	17,3	23,5	15,2	13,3	11,3	9,1
<b>EV/EBITA</b>	10,0	11,0	8,9	6,9	6,2	5,5
<b>EV/EBITDA</b>	7,7	8,1	6,2	5,7	5,3	5,0

Multiplarna fortsatt låga mot historiska nivåer

Källa: Opus Group, Redeye Research

## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport: Helt ny ratingmodell

#### Personal: 4

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. Ledning och styrelse har stora engagemang genom sitt ägande i bolaget. Både grundaren och tidigare vd Magnus Greko och Lothar Geilen, som tog över som koncernchef 2017, har betydande aktieinnehav. Därtill finns ett antal större institutioner som kan skjuta till kapital vid behov. Däremot är den enskilt största aktieägaren inte representerad i styrelsen.

#### Affärer: 4

Affärsmöjligheterna och marknadsutsikterna är generellt sett goda och Opus tickar många av boxarna för uthållig och lönsam tillväxt. Bolaget har uppenbara konkurrensfördelar, som skalfördelar och goda referenser, vilket skapar förutsättningar att fortsätta växa med bibehållen eller stigande marginaler. I västvärlden är den underliggande marknadstillväxten begränsad, men i andra delar av världen finns en betydande långsiktig potential.

#### Nyckeltal: 3

Verksamheten har visat god lönsamhet och stabila positiva kassaflöden under en lång tid. Höga avskrivningar, främst på immateriella tillgångar från tidigare förvärv, gör dock att de redovisade resultaten och avkastningstalen varit blygsamma. Lönsamhet och nyckeltal kommer sannolikt att förbättras de närmaste åren i takt med bolagets planerade expansion. 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 sannolikt vara fortsatt hög de närmaste åren, trots starka kassaflöden från verksamheten.

RESULTRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	1 860	2 497	2 705	2 839	2 997
Summa rörelsekostnader	-1 552	-1 993	-2 064	-2 152	-2 269
EBITDA	308	504	641	687	728
Avskrivningar materiella tillg.	-120	-146	-238	-248	-248
Avskrivningar immateriella tillg.	-81	-152	-148	-140	-109
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	107	206	255	300	371
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-104	-155	-183	-108	-83
Valutakursdifferenser	-39	0	0	0	0
Resultat före skatt	3	51	72	192	288
Skatt	71	-57	-50	-61	-92
Nettoreultat	81	26	22	131	196

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	643	384	650	437	461
Kundfordringar	102	129	140	146	155
Lager	133	133	144	152	160
Andra fordringar	109	125	202	202	202
Summa omsätt.	986	771	1 136	937	978
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	831	990	952	855	757
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	25	59	59	59	59
Goodwill	1 045	1 460	1 460	1 460	1 460
Imm. tillg. vid förväv	389	507	359	219	109
Övr. immater. tillg.	23	53	83	113	143
Övr. anlägg. tillg.	0	0	200	200	200
Summa anlägg.	2 312	3 069	3 113	2 906	2 728
Uppsk. skatteford	32	27	27	27	27
Summa tillgångar	3 331	3 867	4 276	3 869	3 733
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	497	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	201	263	285	299	316
Övriga kortfristiga skulder	300	300	360	360	360
Summa kort. skuld	998	563	645	659	676
Räntebr. skulder	1 112	1 980	2 100	1 569	1 249
L. icke räntebr. skulder	0	0	200	200	200
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	2 110	2 543	2 945	2 428	2 125
Uppskj. skatteskuld	200	200	200	200	200
Avsättningar	74	137	137	137	137
Eget kapital	940	1 001	1 008	1 119	1 285
Minoritet	7	-14	-14	-14	-14
Minoritet & E. Kap.	947	987	994	1 104	1 271
Summa skulder och E. Kap.	3 331	3 867	4 276	3 869	3 733

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	1 860	2 497	2 705	2 839	2 997
Sum. Rörelsekostnader	-1 552	-1 993	-2 064	-2 152	-2 269
Avskrivningar	-201	-298	-386	-388	-357
EBIT	107	206	255	300	371
Skatt på EBIT	-34	-66	-82	-96	-119
NOPLAT	73	140	173	204	252
Avskrivningar	201	298	386	388	357
Bruttokassaflöde	274	438	559	591	609
Föränd. i rörelseskap	75	-10	-17	0	0
Investeringar	-355	-1 055	-430	-180	-180
Fritt kassaflöde	-6	-627	112	411	429

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	28%	26%	23%	29%	34%
Skuldsättningsgrad	171%	198%	208%	140%	97%
Nettoskuld	966	1 596	1 450	1 132	788
Sysselsatt kapital	1 912	2 583	2 444	2 236	2 059
Kapit. oms. hastighet	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	10%	34%	8%	5%	6%
VPA tillväxt (just.)	-5%	-68%	-16%	505%	50%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	9,0 %	NPV FCF (2019-2021)	943
		NPV FCF (2022-2027)	1262
		NPV FCF (2028-)	2282
		Rörelsefrämmande tillgångar	393
		Räntebärande skulder	-1980
		Motiverat värde MSEK	2900
Antaganden 2022-2027 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	5 %	Motiverat värde per aktie, SEK	10,0
EBIT marginal	13 %	Aktiekurs, SEK	6,0

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	8%	3%	2%	12%	16%
ROCE	3%	8%	8%	10%	14%
ROIC	4%	7%	7%	8%	11%
EBITDA marginal	17%	20%	24%	24%	24%
EBIT marginal	6%	8%	9%	11%	12%
Nettomarginal	4%	1%	1%	5%	7%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	0,28	0,09	0,07	0,45	0,67
VPA just.	0,27	0,09	0,07	0,44	0,66
Utdelning	0,05	0,05	0,07	0,10	0,15
Nettoskuld	3,33	5,50	4,99	3,90	2,71
Antal aktier	290,30	290,30	290,30	290,30	290,30

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	2 866,6	3 112,6	3 101,4	2 785,9	2 444,6
P/E	23,2	59,6	77,6	12,8	8,6
P/E diluted	23,9	61,3	79,8	13,2	8,8
P/Sales	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/Sales	1,5	1,2	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	9,3	6,2	4,8	4,1	3,4
EV/EBIT	26,9	15,1	12,2	9,3	6,6
P/BV	2,0	1,5	1,7	1,5	1,3

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	16/18
1 mån	-4,6 %	Omsättning	20,6 %
3 mån	-2,7 %	Rörelseresultat, just.	54,5 %
12 mån	-12,7 %	V/A, just	-48,5 %
Årets början	20,7 %	EK	2,5 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
RWC Asset Management	19,9 %	19,9 %
Magnus Greko och Jörgen Hentschel	14,6 %	14,6 %
Lothar Geilen	6,8 %	6,8 %
Andra AP-fonden	6,4 %	6,4 %
Henrik Wagner Jørgensen	3,5 %	3,5 %
Dimensional Fund Advisors	3,2 %	3,2 %
Rickard Andersson	2,9 %	2,9 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	OPUS.ST
Lista	Nasdaq Mid Cap
Kurs	5,8
Antal aktier, milj.	290,3
Börsvärde, MSEK	1675,0

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Lothar Geilen
CFO	Linus Brandt
IR	Helene Carlsson
Ordf	Katarina Bonde

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q3 report	November 14, 2019
FY 2019 Results	February 18, 2020

ANALYTIKER		Redeye AB
Henrik Alveskog		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se		111 57 Stockholm

Viktor Westman  
viktor.westman@redeye.se



## Redeye Rating: Bakgrund och definition

### Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal.

Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality diagrammet.

### Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier: Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

### Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier: Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

### Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier: Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet.

## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**

bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**

hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Jonas Amnesten**

jonas.amnesten@redeye.se

**Henrik Alveskog**

henrik.alveskog@redeye.se

**Dennis Berggren**

dennis.berggren@redeye.se

**Havan Hanna**

havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**

kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Oskar Vilhelmsson**

oskar.vilhelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

**Linus Sigurdsson (Trainee)**

linus.sigurdsson@redeye.se

### Editorial

**Jim Andersson**

jim.andersson@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Mark Sjöstedt**

mark.sjostedt@redeye.se

**Johan Kårestedt (Trainee)**

johan.karestedt@redeye.se

### Life Science Team

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**

arvid.necander@redeye.se

**Erik Nordström**

erik.nordstrom@redeye.se

**Klas Palin**

klas.palin@redeye.se

**Jakob Svensson**

jakob.svensson@redeye.se

**Ludvig Svensson**

ludvig.svensson@redeye.se

**Oskar Bergman (Trainee)**

oskar.bergman@redeye.se

**Alexander Ribrant (Trainee)**

alexander.ribrant@redeye.se

## 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 så har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag 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 (2019-08-19)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	8	6	0
3p - 4p	41	33	23
0p - 2p	28	38	54
Antal bolag	77	77	77

### 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.

---

### Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Ja  
Viktor Westman äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

---