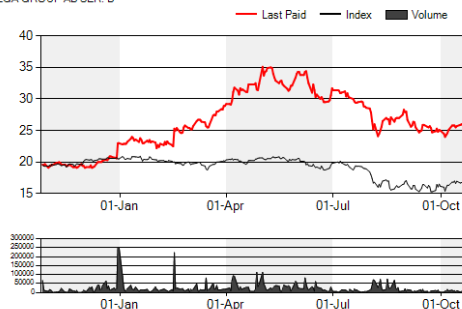
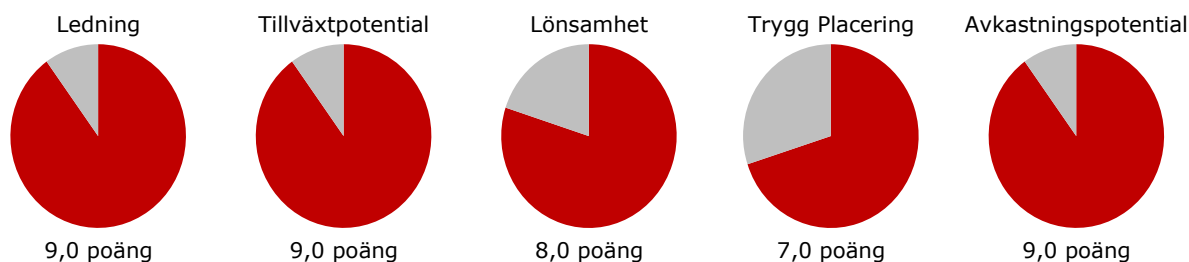


Sammanfattning
Avega Group (AVEGb.ST)
Positionerad för fortsatt tillväxt

- Q3-rapporten var solid och mötte våra högt ställda förväntningar. Tillväxten uppgick till 35% y/y och EBIT-marginalen uppgick till 8,3%, vilket är en klar förbättring jämfört med fjolårets 6,5%. VPA överträffade vår prognos med 14% efter att bolaget betalat mindre skatt och minoritetsintressen bidragit positivt.
- Avega Group har fortsatt sin nettorekrytering och har ökat antal medarbetare med 28% y/y. Bolaget indikerar fortsatta rekryteringar framgent och mot bakgrund av att expansionen sker med bra kostnadskontroll bäddar det för fortsatt stark tillväxt framöver.
- Vår prognos på VPA 2011 har justerats upp 2% medan VPA 2012 har reviderats ned 7% efter sänkta marginalantaganden. Aktien handlas till P/E 10,4x och 9,3x för 2011 respektive 2012. DCF-värdet om 44 kr/aktie är oförändrat och indikerar en uppvärderingspotential om 57%.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 318 MSEK
 Bransch: IT
 VD: Jan Rosenholm
 Styrelseordf: Lars-Erik Eriksson

AVEGA GROUP AB SER. B


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2009	2010	2011e	2012e	2013e	Fakta	
Omsättning, MSEK	220	282	382	457	528	Aktiekurs (SEK)	28,1
Tillväxt	8%	29%	35%	20%	16%	Antal aktier (milj)	11,3
EBITDA	25	27	47	56	64	Börsvärde (MSEK)	318
EBITDA-marginal	11%	10%	12%	12%	12%	Nettoskuld (MSEK)	-29
EBIT	24	27	46	55	63	Free float (%)	58,8
EBIT-marginal	11%	9%	12%	12%	12%	Dagl oms. ('000)	22
Resultat före skatt	24	27	47	56	64		
Nettoresultat	15	17	30	34	39		
Nettomarginal	7%	6%	8%	7%	7%		
Utdelning	0,3	1,5	1,6	1,7	2,0		
VPA	1,48	1,52	2,69	3,01	3,48		
VPA just	1,48	1,52	2,69	3,01	3,48		
P/E just	19,0	18,5	10,4	9,3	8,1		
P/S	1,4	1,1	0,8	0,7	0,6		
EV/S	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5		
EV/EBITDA just	11,6	10,1	6,2	5,2	4,5		

Analytiker:
 Christian Lee
 christian.lee@redeye.se
 08-545 01 347
 Erik Kramming
 erik.kramming@redeye.se
 08-545 01 338

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) konjunktürkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunktürkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) oupptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, oupptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Positionerad för tillväxt

Solid Q3-rapport mötte våra högt ställda förväntningar

Avega Group publicerade återigen en solid rapport som mötte våra högt ställda förväntningar. Omsättningen om 77 MSEK var i linje med våra estimat, vilket innebar att tillväxten uppgick till 35 procent jämfört med motsvarande kvartal ifjol. Med tanke på att tillväxten skett helt och hållet organiskt så är utfallet imponerande. Räknat på rullande 12 månader uppgår omsättningen till 361 MSEK, vilket motsvarar en årlig tillväxt om 44 procent. Såväl rörelseresultatet som rörelsemarginalen var dock lägre än vad vi hade estimerat men orsaken till detta var att vi hade för låga prognoser på personalkostnader. EBIT-marginalen uppgick till 8,3 procent, vilket är en klar förbättring jämfört med fjolårets 6,5 procent (rensat för noteringskostnader om 1,6 MSEK). VPA överträffade vår prognos med 14 procent efter att bolaget betalat mindre skatt och minoritetsintressen bidragit positivt. Under det första halvåret har minoritetsintressen svarat för 16,8 procent av nettovinsten med följderna att aktieägarnas andel av vinsten påverkats negativt, men i Q3 blev det istället en positiv effekt som en följd av att det nystartade segmentet Väst visat förlust. Vi räknar dock med att ordningen återställs i Q4 och att minoritetsintressen åter har en negativ effekt på vinsten.

Avega Group - Förväntat vs. Utfall				
SEKm	Q3'10	Q3'11E	Utfall	Diff
Försäljning	57,1	76,9	77,0	0%
EBITDA	2,3	8,1	6,6	-19%
EBIT	2,1	7,9	6,4	-19%
PTP	2,1	8,1	6,6	-19%
VPA, SEK	0,11	0,44	0,50	14%
Försäljningstillväxt	24,4%	35,0%	34,9%	
EBITDA marginal	4,0%	10,5%	8,6%	
EBIT marginal	3,7%	10,3%	8,3%	
VPA tillväxt (y/y)	-38%	311%	373%	

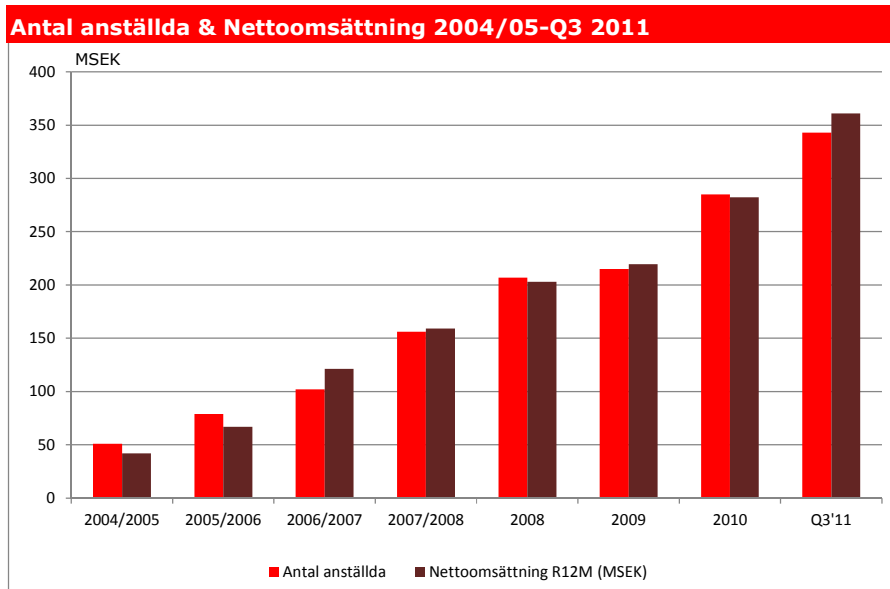
Källa: Redeye Research, Avega Group

Antal medarbetare ökar i hög takt

I Q3 har Avega Group fortsatt sin nettorekrytering och ökat med 16 nya medarbetare jämfört med utgången av föregående kvartal. Det motsvarar en ökning om 28 procent jämfört med Q3 ifjol. Efter periodens slut har ytterligare drygt 20 medarbetare rekryterats och därmed uppgår antal medarbetare till omkring 370 när vi går in i det fjärde kvartalet. Det överträffar Redeyes tidigare prognos om 355 medarbetare vid slutet av innevarande år. Bolaget uppger dessutom att de kommer att fortsätta rekrytera framgent men att det är viktigt med rekrytering av rätt typ av kompetens. Vår uppfattning är att bolaget kommer att vara något mer återhållsamma i sin rekrytering jämfört med det senaste året, även om ledningen uppger att de ännu inte märkt av att kundernas efterfrågan

Avega Group fortsätter visa stark nettorekryteringstakt, vilket bäddar för fortsatt bra tillväxt

avtagit. Det medför att även om vi justerar upp vår prognos över antal medarbetare för innevarande år från 355 medarbetare till 363 medarbetare, så reviderar vi samtidigt ned prognosen för 2012 från 410 medarbetare till 403 medarbetare från.



Källa: Redeye Research, Avega Group

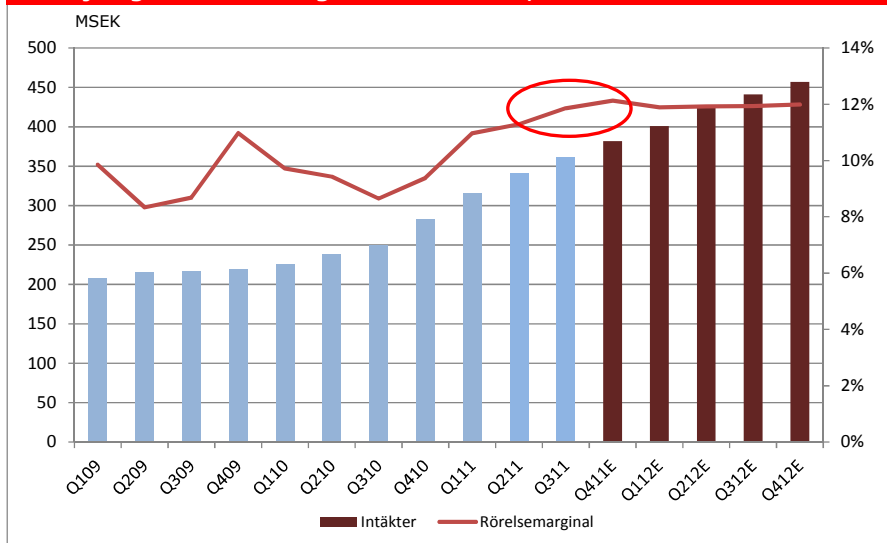
Personalomsättningen uppgår till 10%, vilket är imponerande lågt

Personalomsättningen under innevarande års nio första månader uppges ha uppgått till 10 procent, vilket är imponerande lågt och tyder på att medarbetarna ser Avega Group som ett attraktivt företag. De konsulter som slutar hos Avega Group uppges ta en anställning hos kunderna eller bli en egen konsult, vilket låter troligt med tanke på att bolagets konsulter har långa erfarenheter. Bolagets medarbetare har snittåldern 39 år och har i genomsnitt tio års erfarenhet.

Fortsatt positiv lönsamhetstrend

Positiv lönsamhetstrend tyder på att bolagets höga rekryteringstakt inte tyngt beläggningsgraden

Trots att Avega Group redovisade en lägre rörelsemarginal än vad vi hade förväntat oss fortsätter lönsamhetstrenden att utvecklas i positiv riktning. Räknat på rullande 12 månader uppgår rörelsemarginalen till 11,9 procent, vilket enligt vår mening indikerar att bolagets lyckats hålla en bra beläggningsgrad, trots den höga rekryteringstakten under innevarande år.

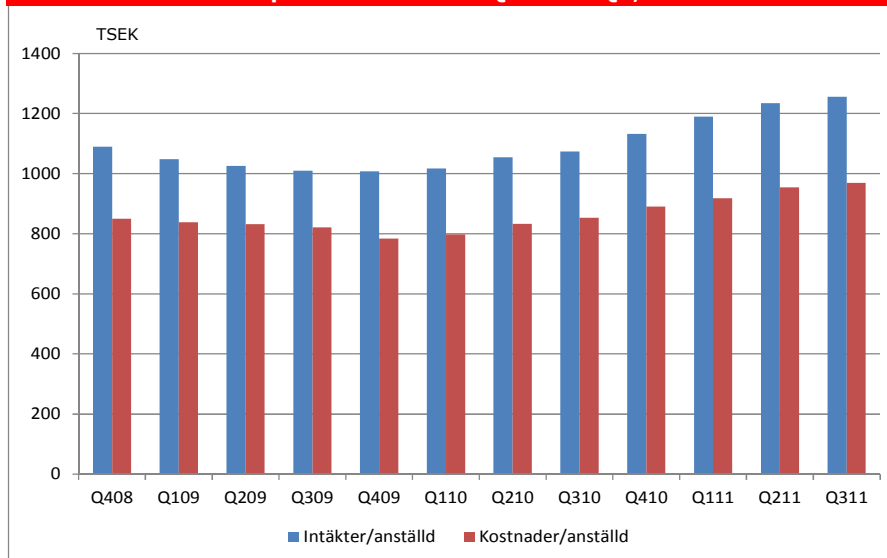
Försäljning & Rörelsemarginal 2009-2012E, R12M


Källa: Redeye Research, Avega Group

Intäkterna ökar snabbare än kostnaderna

Nyckeltalen intäkter och kostnader per anställd stödjer vår syn att bolaget expanderar under kontrollerade former. Räknat på rullande 12 månader uppgick bolagets intäkter per anställd till 1 255 TSEK i Q3, vilket är en förbättring om 2 procent jämfört med föregående kvartal och 17 procent bättre än motsvarande kvartal ifjol. Förutom en bra beläggningsgrad bedömer vi att de prishöjningar om 3 procent som genomfördes ifjol troligtvis slagit igenom i årets prissättning varvid intäkter per anställd ökat. Avega Group fokuserar dessutom i allt större grad på att positionera sig som en "trusted advisor" inom tjänsteområden som management consulting och strategi som generellt sett betingar högre timpenning.

Intäkter/anställd räknat på R12M har förbättrats i Q3, både mot föregående kvartal och mot fjolårets Q3

Intäkter & kostnader per anställd 2008 Q4-2011 Q3, R12M


Källa: Redeye Research, Avega Group

Intäkterna har ökat snabbare än kostnaderna de senaste 12 månaderna vilket tyder på att bolagets rekrytering skett utan större löneinflation

Även kostnader per anställd räknat på rullande 12 månader har ökat med 2 procent jämfört med Q2, vilket motsvarar den relativa intäktsökningen. Jämfört med Q3 ifjol har dock kostnader per anställd rullande 12 månader ökat med endast 14 procent. Intäkterna har med andra ord ökat snabbare än kostnaderna under de senaste 12 månaderna vilket tyder på att bolagets rekrytering av nya medarbetare skett utan någon tyngande löneinflation. Vår uppfattning är därför att Avega Group är positionerad för att fortsätta visa stark tillväxt.

Kassaflödet något svagare än väntat

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -10,6 MSEK, vilket var svagare än förväntade -5,4 MSEK. Avvikelsen berodde på ett stort uttag av semester under sommarmånaderna, vilket ledde till en större minskning av rörelseskulder avseende resultatlöner och moms än beräknat. Det är dock en säsongrelaterad variation och vi räknar med att rörelseskulderna åter ökar i Q4 och att kassaflödet från den löpande verksamheten uppgår till 20 MSEK i det fjärde kvartalet. För helåret räknar vi med att kassaflödet uppgår till strax under 27 MSEK.

Prognosjusteringar

Vi har med anledning av den starka nettorekryteringen och den påvisade kostnadskontrollen höjt vår omsättningsprognos för 2011 med 1 procent medan prognosen för 2012 lämnas oförändrad. EBIT-marginalen har dock trimmats ned till 12,1 procent för 2011 och 12,0 procent för 2012. VPA justeras upp 2 procent för 2011 men revideras ned 7 procent för 2012 då vi har sänkt vårt marginalantagande. VPA 2011 och 2012 beräknas uppgå till 2,69 kronor per aktie respektive 3,01 kronor per aktie.

Skattesatsen uppgick till 25,8 procent i Q3 men vi räknar med att den höjs till 28 procent för Q4 och att skattesatsen för helåret uppgår till 26,9 procent. Vinsttillväxten för 2011 och 2012 beräknas uppgå till 73 procent och 12 procent. En detaljerad sammanställning över våra estimat finns på sidan 10.

Vi har justerat upp våra prognoser för 2011 men reviderat ned VPA för 2012 med 7%

Värdering

I vår värdering av Avega Group använder vi oss av diskonterad kassaflödesvärdering (DCF) och en relativvärdering där vi tittar på hur olika svenska konsultbolag värderas.

DCF-värdering

Vi har använt en diskonteringsränta (WACC) om 11,0 procent. Den riskfria räntan har justerats ned till 2,0 procent (2,7) medan beta höjts till 1,3 (1,2). Vi har som riskpremie använt 6,9 procent, vilket reflekterar den småbolagsrabatt som vi anser att aktien bör handlas med samt den svaga likviditeten i aktien. För perioden 2011-2013E räknar vi med en genomsnittlig tillväxt om 18 procent samtidigt som rörelsemarginalen antas förbättras från 9,4 procent 2010 till 11,9 procent 2013. Under perioden 2014-2023 har vi räknat med en genomsnittlig tillväxt om 10,5 procent och en genomsnittlig rörelsemarginal om 8,0 procent. Investeringarna antas uppgå till 0,5 procent av försäljningen under denna period. Vi har vidare använt en skattesats om 28 procent för samtliga år, vilket är högre än gällande bolagsskatt i Sverige. Terminal tillväxt antas uppgå till 3 procent.

WACC 11,0% har använts...

... vilket ger ett DCF-värde om 44 SEK/aktie

Vår DCF-värdering indikerar då ett **motiverat värde om 44 SEK per aktie**, vilket motsvarar en uppvärderingspotential om 57 procent från nuvarande nivå.

Relativvärdering

Vi tittar även på hur Avega Group värderas jämfört med andra svenska konsultbolag. Tittar vi på P/E handlas Avega Group till 10,4x respektive 9,3x för 2011E och 2012E samtidigt som medianvärdet för sektorn uppgår till 10,4x respektive 8,9x. Det indikerar Avega Group värderas i linje med sektorn för nästa års vinstestimat. Tittar vi istället på EV/EBITDA som även tar hänsyn till nettokassan värderas Avega Group med en rabatt om upp till 24 procent vilket vi anser är omotiverat.

Relativvärdering										
Bolag	Börsvärde [SEKm]	P/E			EV/EBITDA			EV/S		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
HIQ INTERNATIONAL AB	1502	11,1	10,1	9,7	7,2	6,6	6,3	1,1	1,0	1,0
KNOW IT AB	855	7,6	7,8	8,3	4,7	5,1	5,4	0,5	0,5	0,5
CONNECTA AB	738	10,4	10,1	10,2	7,0	6,9	7,0	0,8	0,8	0,7
SIGMA AB-B SHARES	502	8,2	7,5	6,7	5,5	5,1	4,9	0,4	0,4	0,4
ACANDO AB	1072	16,0	11,7	11,2	7,7	7,3	7,1	0,6	0,6	0,6
CYBERCOM	451	neg	7,6	8,3	8,9	4,7	5,0	0,4	0,4	0,4
Medel		10,7	9,1	9,0	6,8	5,9	5,9	0,6	0,6	0,6
Median		10,4	8,9	9,0	7,1	5,8	5,9	0,6	0,6	0,5
Avega Group	318	10,4	9,3	8,1	6,2	5,2	4,5	0,8	0,6	0,5

Källa: Redeye Research (kurser 26 oktober 2011)

Goda möjligheter med generösa utdelningar

Avega Group har en utdelningspolicy som är attraktiv då bolaget delar ut 50 procent av nettovinsten. Då nettokassan beräknas uppgå till 49 MSEK vid årets slut och kassaflödet från den löpande verksamheten beräknas uppgå till 27 MSEK för innevarande år anser vi att bolaget har goda möjligheter med generösa utdelningar de närmaste kommande åren och samtidigt uppfylla soliditetsmålet om 25 procent. För år 2010 uppgick utdelningen till 1,5 kronor per aktie. För verksamhetsåret 2011 räknar vi med att Avega Group delar ut 1,6 kronor per aktie, vilket motsvarar en direktavkastning om 5,7 procent. Vi anser att Avega Group erbjuder en attraktiv kombination av en väsentlig kurspotential och en god direktavkastning till relativt låg risk, vilket torde vara intressant för den långsiktige investeraren.

*Avega Group har
möjlighet att dela ut 1,6
kr/aktie för 2011,
motsvarande 5,7% i
direktavkastning*

Investerings slutsats

Avega Group är ett konsultföretag med 15 dotterbolag specialiserade inom IT- och verksamhetsutveckling med huvudsakligt fokus på regionerna Stockholm, Öresund och Göteborg. Omsättningen 2010 uppgick till 282 MSEK och antalet medarbetare uppgår till cirka 350. Sedan det brutna räkenskapsåret 2002/2003 har Avega Group visat en organisk genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 35 procent per år med en rörelsemarginal som i snitt uppgått till drygt 10 procent under denna period. Bolaget har för avsikt att fortsätta växa organiskt och har ett finansiellt tillväxtmål om 15 procent årligen över en konjunkturcykel. Rörelsemarginalen ska uppgå till minst 10 procent över en konjunkturcykel.

Avega Group har omkring 40 ramavtal med kunder som Nordea, ICA och Ericsson som torde leda till en god inströmning av nya uppdrag. Bolaget ser dessutom goda möjligheter att höja priserna under 2011. En nyckelfråga är dock om prishöjningarna och en förbättrad debiteringsgrad kan kompensera för de kommande lönehöjningarna. Bolagets medarbetare har en möjlighet att välja en stor andel rörlig lön. För varje ökad procent i personalkostnad måste debiteringsgraden allt annat lika stärkas med 2,8 procent för att lönsamheten inte ska påverkas negativt. I takt med att marknaden förbättras torde fler av Avega Groups medarbetare välja en större andel rörlig lön, vilket vi bedömer hindrar full utväxling från en förbättrad debiteringsgrad.

Vi anser därför att den största värdedrivaren i Avega Group är en fortsatt hög omsättningstillväxt. Förutsättningarna ser goda ut då den svenska konsultmarknaden visar stark efterfrågan. Vi räknar med att Avega Group genom sin attraktiva lönomodell ökar antal medarbetare med drygt 17 procent per år och visar en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om 18 procent för perioden 2011-2013. Rörelsemarginalen beräknas uppgå till 12 procent under denna period. Avega Group är dessutom skuldfritt och överkapitaliserat. Givet de starka kassaflödena de närmaste kommande åren ser vi utrymme för bolaget dela ut generösa utdelningar de kommande åren, alternativt genomföra aktieåterköp eller bolagsförvärv för att optimera kapitalstrukturen.

Avega Group värderas till P/E 10,4x och 9,3x för 2011 respektive 2012, vilket är i linje med vad sektorn värderas till. Ser vi till den förväntade vinststillväxten som beräknas uppgå till 73 procent och 12 procent för respektive år anser vi att värderingen är attraktiv. Tar vi dessutom hänsyn till Avega Groups stora kassa om 49 MSEK vid slutet av 2011 ser värderingen ännu mer aptitlig ut. EV/EBITDA uppgår till 6,2x och 5,2x för 2011 respektive 2012 och indikerar att Avega Group värderas med en rabatt. DCF-värderingen indikerar ett motiverat värde om 44 kronor per aktie, vilket antyder en uppvärderingspotential om 57 procent.

Detaljerade estimat

Avega Group

SEKm	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	2010	Q1'11	Q2'11	Q3'11E	Q4'11E	2011E	2012E
Försäljning	63,9	71,9	57,1	89,4	282,4	97,1	97,3	76,9	106,3	377,5	457,1
Personalkostnader	-52,0	-56,3	-46,9	-66,4	-221,6	-73,5	-76,3	-59,6	-79,7	-289,1	-352,2
Övriga externa kostnader	-4,4	-5,2	-5,7	-9,2	-24,5	-6,6	-6,6	-6,7	-8,2	-28,1	-32,1
Kostnader för underkonsulter	-1,6	-2,4	-2,2	-2,7	-8,9	-3,0	-2,5	-2,5	-3,2	-11,2	-13,3
EBITDA	5,9	8,0	2,3	11,1	27,4	14,0	11,9	8,1	15,1	49,1	59,5
varav Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9
EBIT	5,7	7,8	2,1	10,9	26,6	13,8	11,7	7,9	15,0	48,4	58,6
Finansnetto	0,0	0,5	0,0	0,1	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	1,2
Resultat före skatt	5,7	8,3	2,1	11,0	27,1	14,0	11,9	8,1	15,1	49,1	59,8
Skatt	-1,5	-2,2	-0,6	-3,4	-7,7	-3,8	-3,1	-2,3	-4,2	-13,4	-16,7
Minoritetsintressen	-0,4	-0,5	-0,3	-1,0	-2,2	-1,8	-1,4	-0,9	-1,6	-5,7	-6,5
Nettoresultat	3,8	5,6	1,2	6,6	17,2	8,4	7,4	5,0	9,3	30,0	36,6
VPA, SEK	0,35	0,52	0,11	0,58	1,56	0,74	0,65	0,44	0,82	2,65	3,23
Försäljningstillväxt	10%	22%	24%	57%	29%	52%	35%	35%	19%	34%	21%
VPA tillväxt	-32%	11%	-38%	76%	5%	110%	25%	311%	40%	70%	22%
EBITDA marginal	9,2%	11,1%	4,0%	12,4%	9,7%	14,4%	12,2%	10,5%	14,2%	13,0%	13,0%
EBIT marginal	8,9%	10,8%	3,7%	12,2%	9,4%	14,2%	12,0%	10,3%	14,1%	12,8%	12,8%
Antal medarbetare	242	244	268	285	285	305	327	350	355	355	410
Intäkt/anställd (SEkt)	280	305	227	320	1130	338	349	245	333	1260	1289
Kostnad/anställd (SEkt)	-228	-239	-186	-238	-886	-256	-273	-190	-250	-965	-993
Nettoskuld	-28	-28	-20	-42	-42	-45	-40	-34	-58	-58	-80

Källa: Redeye Research, Avega Group

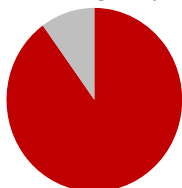
Sammanfattning Redeye Rating

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:

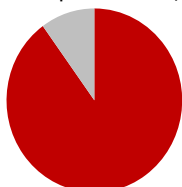
Inga förändringar.

Ledning 9,0p



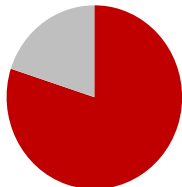
Kommentar: VD har tidigare haft ledande befattningar inom Connecta och har stor erfarenhet av konsultbranschen. Marknadskommunikationen är öppen och tydlig. VD och SO äger genom Rosek Invest 36,1% av kapitalet.

Tillväxtpotential 9,0p



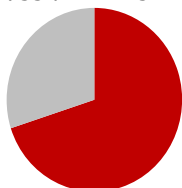
Kommentar: Avega Group kan visa en organisk tillväxt på över 20% per år under en längre period. Konsultmarknaden är stark i Sverige som är den primära marknaden för Avega. Bolaget stärker inom strategi och IT-ledning, vilket innebär högre inträdesbarriärer.

Lönsamhet 8,0p



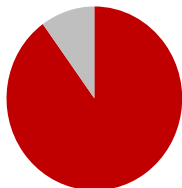
Kommentar: Avega Group har visat vinst sedan start och visat en stabil vinstutveckling och lönsamhet. EBIT-marginalen de senaste 7-8 åren har i snitt uppgått till 10%.

Trygg placering 7,0p



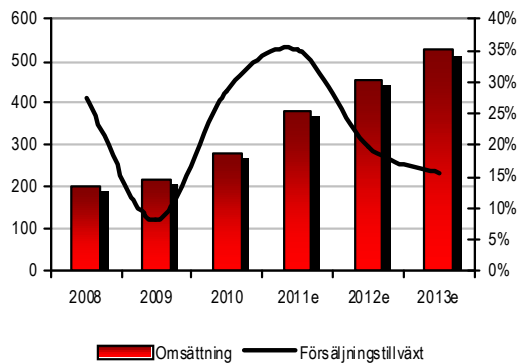
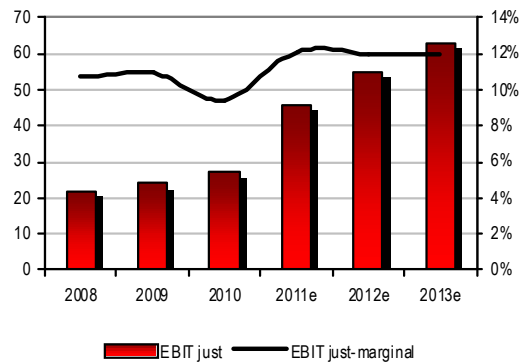
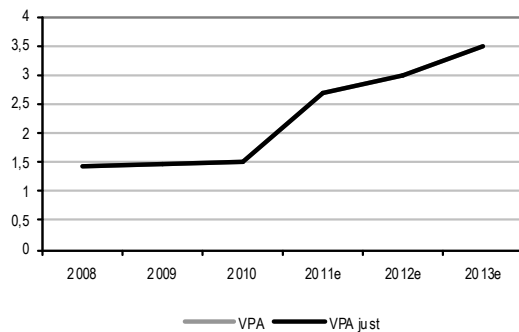
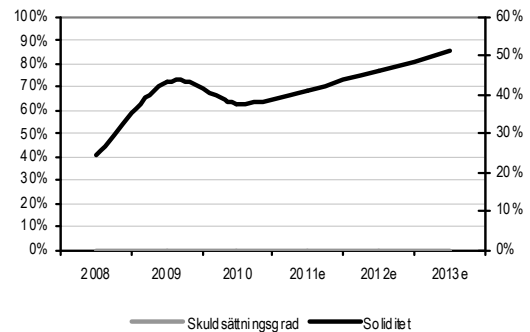
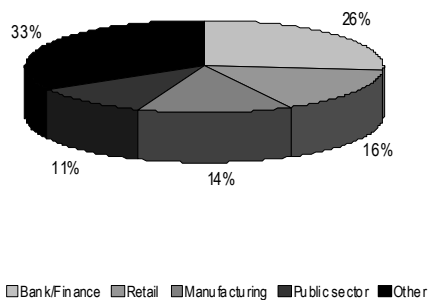
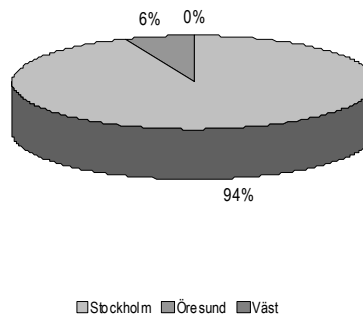
Kommentar: Avega Group har en stark ägare och en solid finansiell situation. Direktavkastningen uppgår till 6%. Konjunkturkänslig verksamhet. Något svag aktielikviditet.

Avkastningspotential 9,0p



Kommentar: DCF-värdet indikerar en uppvärderingspotential på drygt 50%. Marknadens kännedom om Avega Group är låg.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
Omsättning	220	282	382	457	528	Riskpremie (%)	6,9	NV FCF (2011-13)	93,7		
Summa rörelsekostnader	-195	-255	-335	-401	-465	Betavärde	1,3	NV FCF (2014-23)	229,1		
EBITDA	25	27	47	56	64	Risikfri ränta (%)	2,0	NV FCF (2024-)	131,2		
Avskrivningar	-1	-1	-1	-1	-1	Räntepremie (%)	1,0	Rörelsefrämjade tillgångar	41,5		
EBIT	24	27	46	55	63	WACC (%)	11,0	Räntebärande skulder	0,0		
Resultatandelar	0	0	0	0	0	Antaganden 2014-23 (%)		Motiverat värde	495,5		
Finansiella intäkter	0	1	1	1	1	Genomsn. förs. tillv.	10,5	Motiverat värde per aktie, SEK	43,7		
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0	EBIT-marginal	8,0	Börskurs, SEK	28,1		
Resultat före skatt	24	27	47	56	64						
Skatt	-7	-8	-13	-16	-18	Lönsamhet					
Nettoresultat	15	17	30	34	39	Avk. på eget kapital (ROE)	64%	51%	69%	58%	51%
Resultaträkning just, MSEK						ROCE	96%	74%	98%	83%	70%
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	ROIC	14%	50%	77%	59%	50%
EBITDA just	25	27	47	56	64	EBITDA-marginal (just)	11%	10%	12%	12%	12%
EBIT just	24	27	46	55	63	EBIT just-marginal	11%	9%	12%	12%	12%
PTP just	24	27	47	56	64	Netto just-marginal	7%	6%	8%	7%	7%
Nettoresultat just	15	17	30	34	39	Data per aktie, SEK					
Balansräkning, MSEK						VPA	1,48	1,52	2,69	3,01	3,48
Tillgångar						VPA just	1,48	1,52	2,69	3,01	3,48
Omsättningstillgångar						Utdelning	0,3	1,5	1,6	1,7	2,0
Kassa och bank	32	42	49	72	96	Nettoskuld	-3,0	-3,7	-4,3	-6,3	-8,4
Kundfordringar	34	54	73	78	90	Antal aktier	10,4	11,3	11,3	11,3	11,3
Lager	0	0	0	0	0	Värdering					
Andra fordringar	5	5	10	14	16	Enterprise value	287	277	290	290	290
Summa omsättningstillg.	71	100	131	163	201	P/E	19,0	18,5	10,4	9,3	8,1
Anläggningstillgångar						P/E just	19,0	18,5	10,4	9,3	8,1
Materiella anl.tillg.	2	2	2	2	3	P/S	1,4	1,1	0,8	0,7	0,6
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0	EV/S	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5
Goodwill	1	1	1	1	1	EV/EBITDA just	11,6	10,1	6,2	5,2	4,5
Balans. utv. kostn.	1	2	0	0	0	EV/EBIT just	11,9	10,4	6,3	5,3	4,6
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0	P/BV	10,4	8,6	6,3	4,8	3,7
Summa anläggningstillg.	4	5	3	3	3	Aktiens utveckling					
Summa tillgångar						1 mån	12,6%	Tillväxt/år		10/12e	
	75	105	133	166	204	3 mån	-6,1%	Omsättning	26,9%		
Skulder						12 mån	34,3%	Rörelseresultat, just	39,7%		
Kortfristiga skulder						Årets Början	22,2%	V/A, just	6,8%		
Leverantörsskulder	6	8	8	9	11			EK	31,6%		
Övriga icke ränteb. skulder	37	58	71	80	90	Aktiestructur %					
Summa kortfristiga skulder	43	66	78	89	100	Rosek Invest AB		Röster	78,7	Kapital	
Långa icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0	Lannebo MicroCap			1,6	7,3	
Räntebärande skulder	0	0	0	0	0	Försäkringsaktiebolaget Avanza Pension			1,4	6,3	
Summa skulder	43	66	78	89	100	Schultze Mats			8,4	5,1	
Avsättningar	0	0	0	0	0	PSG Small Cap			0,9	4,3	
Eget kapital	31	37	51	67	87	Eddaconsult AB			0,6	2,8	
Minoritet	2	3	4	10	17	Nordnet Pensionsförsäkring			0,6	2,6	
Minoritet & Eget Kapital	32	40	55	77	104	Engborg Sven			0,5	2,1	
	75	105	133	166	204	Broström Fredric			0,4	2,0	
						Sundelin Ulf			0,4	1,9	
Fritt kassaflöde, MSEK						Aktien					
Omsättning	220	282	382	457	528	Reuterskod				AVEGb.ST	
Summa rörelsekostnader	-195	-255	-335	-401	-465	Lista				Small cap	
Avskrivningar	-1	-1	-1	-1	-1	Kurs, SEK				28,1	
EBIT	24	27	46	55	63	Antal aktier, milj				11,3	
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	-20	-9	-10	-16	-18	Börsvärde, MSEK				318	
NOPLAT	4	18	36	39	45	Börspost				1	
Avskrivningar	1	1	1	1	1	Bolagsledning & styrelse					
Bruttokassaflöde	4	19	37	40	46	VD	Jan Rosenholm				
Förändring i rörelsekapital	-15	4	-11	2	-3	CFO	Elisabet Jarnbring				
Investeringar	-1	-1	-1	-1	-1	IR	Catharina Burch				
Fritt kassaflöde	-12	22	25	40	42	Ordf	Lars-Erik Eriksson				
Kapitalstruktur						Nästkommande rapportdatum					
Soliditet	43%	38%	41%	46%	51%	Kvartalsrapport 4	2012-02-15				
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%	Kvartalsrapport 1	2012-04-25				
Nettoskuld	-32	-42	-49	-72	-96	Analytiker					
Sysselsatt kapital	32	40	55	77	104	Christian Lee				Redeye AB	
Kapitalets oms. hastighet	8,7	7,9	8,1	6,9	5,8	christian.lee@redeye.se				Mäster Samuelsgatan 42, 10tr	
						Erik Kramming				114 35 Stockholm	
						erik.kramming@redeye.se					
Tillväxt											
Försäljningstillväxt	8%	29%	35%	20%	16%						
VPA-tillväxt (just)	2%	3%	77%	12%	16%						
Tillväxt eget kapital	74%	22%	37%	32%	30%						

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Branscher

Geografiska områden

Intressekonflikter

Christian Lee äger aktier i bolaget Avega Group: Nej

Erik Kramming äger aktier i bolaget Avega Group: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

Avega Group är ett svenskt konsultbolag med dotterbolag specialiserade inom IT- och verksamhetsutveckling. Bolaget finns etablerat i Stockholm, Öresund och Göteborg. Avega Groups kunder finns inom bank och finans, detaljhandel, offentlig sektor och teleoperatörer/telekom. Bolaget styrs av VD Jan Rosenholm och har cirka 370 medarbetare.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget erbjuder aktierelaterade tjänster till börsbolag, investerare, media och den aktieintresserade allmänheten. Redeye har tillstånd att mottaga och vidarebefordra finansiella instrument, att lämna investeringsrådgivning avseende finansiella instrument samt att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument, enligt 2 kap. 1-2 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

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 och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- 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 uttryckningen 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. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2011-10-24)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	27	18	19	19	25
3,5p - 7,0p	48	60	34	50	51
0,0p - 3,0p	3	0	25	9	2
Antal bolag	78	78	78	78	78

*För investmentbolag byts Tillväxtpotential och Lönsamhet ut mot Portföljförvaltning och Direktavkastning.

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.