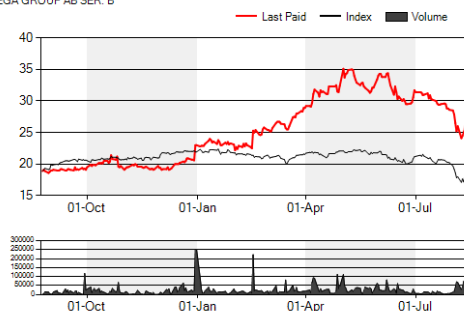
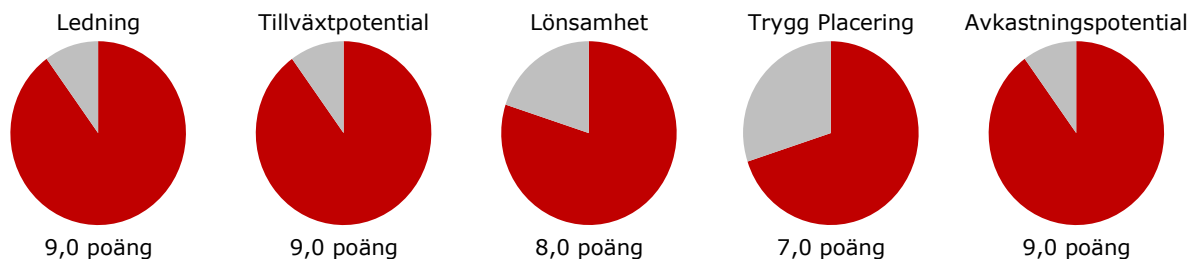


Sammanfattning
Avega Group (AVEGb.ST)
Bra tillväxt och rekrytering

- Avega Group visade stark tillväxt och stabil lönsamhet i Q2. Tillväxten uppgick till 35% samtidigt som EBIT-marginalen förbättrades till 12,2%. Nettorekryteringen var starkare än väntat, både under Q2 och efter perioden. Antal medarbetare ökade med 34% i Q2 y/y, vilket bäddar för en fortsatt bra tillväxt.
- Vi har justerat upp våra estimat för 2011 och 2012 då bolaget håller bättre rekryteringstakt än beräknat samtidigt som det sker utan större löneinflation. EBIT-marginalen beräknas uppgå till 13% de närmaste åren.
- Aktien handlas till P/E 10,1x och 8,3x för 2011 och 2012 samtidigt som vinsttillväxten beräknas uppgå till 70% och 22% för respektive år. Relativvärderingen indikerar att Avega Group värderas med rabatt mot sektorn och DCF-värdet om 44 kr/aktie antyder en uppvärderingspotential om 64%. Avkastningspotential har höjts till 9p.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 305 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	378	457	535	Aktiekurs (SEK)	26,9
Tillväxt	8%	29%	34%	21%	17%	Antal aktier (milj)	11,3
EBITDA	25	27	49	60	70	Börsvärde (MSEK)	305
EBITDA-marginal	11%	10%	13%	13%	13%	Nettoskuld (MSEK)	-45
EBIT	24	27	48	59	69	Free float (%)	58,8
EBIT-marginal	11%	9%	13%	13%	13%	Dagl oms. ('000)	23
Resultat före skatt	24	27	49	60	71		
Nettoresultat	15	17	30	37	43	Analytiker:	
Nettomarginal	7%	6%	8%	8%	8%	Christian Lee	
Utdelning	0,3	1,5	1,6	1,7	2,0	christian.lee@redeye.se	
VPA	1,48	1,52	2,65	3,23	3,82	08-545 013 47	
VPA just	1,48	1,52	2,65	3,23	3,82		
P/E just	18,2	17,7	10,1	8,3	7,0	Erik Kramming	
P/S	1,4	1,1	0,8	0,7	0,6	erik.kramming@redeye.se	
EV/S	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5	08-545 013 38	
EV/EBITDA just	11,0	9,6	5,3	4,4	3,7		

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) konjunkturkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet 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.

Bra tillväxt och rekrytering

*Solid Q2-rapport
överträffade våra estimat*

Avega Group släppte åter en stabil kvartalsrapport som överträffade våra förväntningar. Omsättningen kom in 3 procent bättre än väntat och utfallet för såväl rörelseresultatet som VPA blev 4 procent bättre än beräknat. EBITDA-marginalen uppgick till 12,2 procent och inföll i linje med våra estimat. Avega Group visade en organisk omsättningstillväxt om 35 procent jämfört med motsvarande period ifjol och räknat på rullande 12 månader uppgår omsättningen till 341 MSEK, vilket motsvarar en årlig tillväxt om 43 procent. Det som driver denna tillväxt är bolagets starka nettorekrytering av specialiserade konsulter, givetvis i kombination med att bolaget lyckas ta in nya uppdrag.

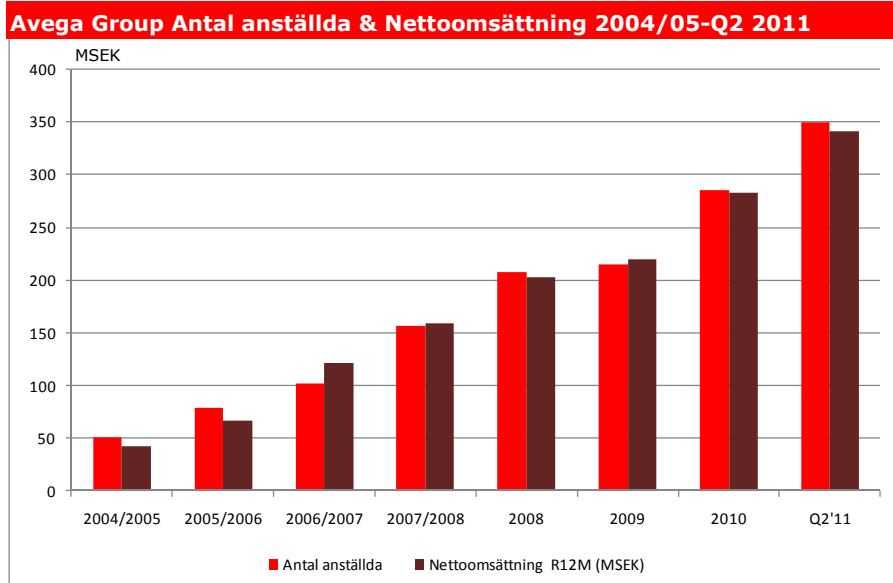
Avega Group - Förväntat vs. Utfall				
SEKm	Q2'10	Q2'11E	Utfall	Diff
Försäljning	71,9	94,1	97,3	3%
EBITDA	8,0	11,5	11,9	4%
EBIT	7,8	11,3	11,7	4%
PTP	8,3	11,6	11,9	3%
VPA, SEK	0,52	0,63	0,65	4%
Försäljningstillväxt	22,5%	30,9%	35,3%	
EBITDA marginal	11,1%	12,2%	12,2%	
EBIT marginal	10,8%	12,0%	12,0%	
VPA tillväxt (y/y)	11%	20%	25%	

Källa: Redeye Research, Avega Group

I Q2 har Avega Group nettorekryterat 22 medarbetare jämfört med utgången av föregående kvartal vilket motsvarar en ökning om 34 procent jämfört med Q2 ifjol. Avega Group uppger att konsulter rekryterats inom samtliga kompetensområden och att de gärna vill växa mer i Malmö och Göteborg. Bolaget kan även tänka sig etablera sig utanför Sverige, där främst Oslo och Köpenhamn kan vara intressanta marknader.

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

Efter periodens slut har ytterligare 23 medarbetare rekryterats och därmed uppgår antal medarbetare till 350 i inledningen av det tredje kvartalet. Det överträffar Redeyes tidigare prognos om 335 medarbetare vid slutet av innevarande år. Bolaget uppger dessutom att de kommer att fortsätta rekrytera under det andra halvåret vilket ger signaler om att våra prognoser för omsättningen och antal medarbetare för såväl 2011 som 2012 kan vara något lågt satta.

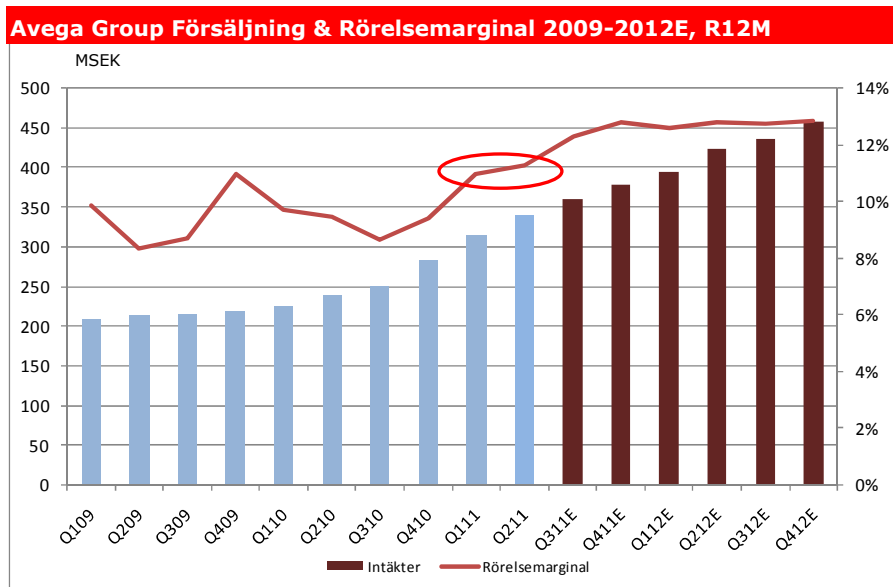


Källa: Redeye Research, Avega Group

Kontrollerad expansion

Den starka ökningen av antal medarbetare sker enligt vår uppfattning kontrollerat. Personalomsättningen uppgår till 10-11 procent, vilket kan jämföras med vissa konkurrenter som har över 20 procent. Avega Group uppger inte vad beläggningsgraden uppgår till men vår uppfattning är att den inte påverkats negativt till följd av den starka rekryteringen. Vanligtvis kan det uppstå en infasningsperiod av de nya konsulterna till projekten, vilket kan leda till att de går obelagda under en kortvarig period. Vi kan dock se i nedanstående figur att lönsamheten inte försämrats under det första halvåret vilket ger en indikation på att beläggningsgraden inte påverkats i en negativ riktning.

Mycket tyder på att rekryteringen inte tynger beläggningsgraden



Källa: Redeye Research, Avega Group

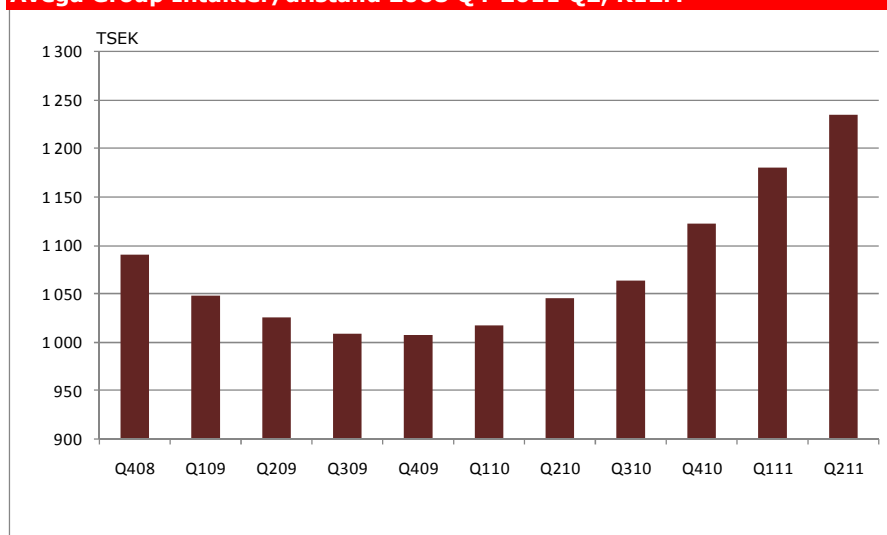
Avega Groups ledning uppger dessutom att de noggrant övervakar kundbehovet och det som sker på marknaden. Bolaget har ännu inte märkt av några tecken på en konjunkturavmattning eller att kunderna blivit mer försiktiga med sina investeringsbeslut som pekar mot att bolagets expansion kommer att mattas av.

Nyckeltalen fortsätter att förbättras

Två av de mest intressanta nyckeltalen att följa över tid för att kunna göra en bedömning om bolaget växer under kontrollerade former är intäkter per anställd och kostnader per anställd. Räknat på rullande 12 månader uppgick bolagets intäkter per anställd till 1234 TSEK, vilket är en förbättring om 5 procent jämfört med föregående kvartal och 18 procent bättre än motsvarande kvartal ifjol. Det ser vi som ett tecken på att bolaget haft en bra beläggning på de nyrekryterade konsulterna. En annan bidragande orsak kan vara de prishöjningar om 3 procent som genomfördes under 2010 som troligtvis börjat slå igenom och synas allt mer på intäktssidan. En tredje förklaring kan vara att Avega Group lyckats förflytta sig mer mot tjänsteområden som genererar bättre timpenning, såsom strategi och IT-ledning. Bolaget lyfte även fram att efterfrågan på konsulter inom affärssystem och Business Intelligence (BI) visar bra utveckling. Det torde i så fall kunna fortsätta ge en större hävstång på intäktssidan framöver.

Intäkter/anställd räknat på R12M har förbättrats i Q2

Avega Group Intäkter/anställd 2008 Q4-2011 Q2, R12M

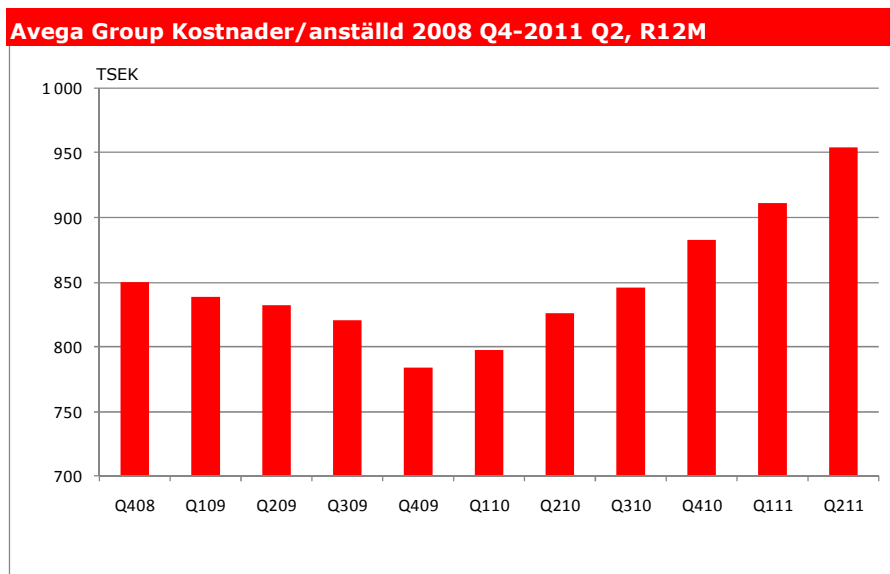


Källa: Redeye Research, Avega Group

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

Personalkostnaderna svarar för mellan 80-90 procent av bolagets totala rörelsekostnader och är därför den viktigaste enskilda kostnadsposten att följa. Vi ser här att kostnader per anställd räknat på rullande 12 månader ökat med 5 procent jämfört med Q1, vilket motsvarar den relativa intäktsökningen. Jämfört med Q2 ifjol har kostnader per anställd ökat med 16 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. Det ger en bra grundförutsättning för att bolaget ska kunna förbättra lönsamheten från de nuvarande nivåerna.



Källa: Redeye Research, Avega Group

Prognosjusteringar

Vi har med anledning av den starka nettorekryteringen och den påvisade kostnadskontrollen höjt våra prognoser för omsättningen 2011 och 2012 med 2 procent respektive 4 procent. EBIT-marginalen har höjts en aning till strax under 13 procent. VPA justeras upp 4 procent respektive 3 procent för 2011 och 2012 och beräknas uppgå till 2,65 kronor per aktie respektive 3,27 kronor per aktie.

Vi har justerat upp våra prognoser för 2011 och 2012

Minoritetsintressen förväntas svara för 16% av nettovinsten 2011

Skattesatsen uppgick till 26,1 procent i Q2 men vi räknar med att den höjs till 28 procent under det andra halvåret. Minoritetsintressen uppgick till 15,9 procent av nettovinsten i Q2 och förmodas minska något till 15 procent under resten av innevarande år. För helåret 2011 beräknas minoritetsintressen svara för 16 procent av nettovinsten. För de kommande åren räknar vi med att minoritetsintressen svarar för 15 procent av nettovinsten. Minoritetsintressen är exkluderade i vår beräkning av VPA. Vinstillväxten för 2011 och 2012 beräknas uppgå till 70 procent och 22 procent. En detaljerad sammanställning över våra estimat finns på sidan 9.

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 2,7 procent (3,4) medan beta höjts till 1,2 (1,1). 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 19 procent samtidigt som rörelsemarginalen antas förbättras från 9,4 procent 2010 till 12,9 procent 2013. Under perioden 2014-2023 har vi räknat med en genomsnittlig tillväxt om 10,6 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 64 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 10,1x respektive 8,3x för 2011E och 2012E samtidigt som medianvärdet för sektorn uppgår till 8,8x respektive 8,4x. 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 21 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	1523	11,3	10,2	9,8	7,3	6,7	6,4	1,1	1,0	1,0
KNOW IT AB	972	8,7	8,8	9,4	5,3	5,7	6,0	0,6	0,6	0,6
CONNECTA AB	686	8,7	7,7	6,7	5,9	5,0	4,5	0,7	0,6	0,6
SIGMA AB-B SHARES	539	8,8	8,0	7,2	5,9	5,4	5,2	0,4	0,4	0,4
ACANDO AB	1016	15,1	11,1	10,6	7,3	6,9	6,7	0,6	0,6	0,5
CYBERCOM	440	neg	5,6	5,0	7,7	3,8	3,6	0,4	0,4	0,3
Medel		10,5	8,6	8,1	6,6	5,6	5,4	0,6	0,6	0,6
Median		8,8	8,4	8,3	6,6	5,6	5,6	0,6	0,6	0,6
Avega Group	305	10,1	8,3	7,0	5,3	4,4	3,7	0,7	0,6	0,5

Källa: Redeye Research (kurser 23 augusti 2011)

Överkapitaliserat

Avega Group har en utdelningspolicy som är attraktiv då bolaget delar ut 50 procent av nettovinsten. För år 2010 uppgick utdelningen till 1,5 kronor per aktie och då nettokassan uppgår till 40 MSEK och kassaflödet från den löpande verksamheten beräknas uppgå till 36 MSEK för innevarande år anser vi att bolaget är överkapitaliserat och har medel att skifta ut en extrautdelning om 1 krona per aktie utöver en ordinarie utdelning om 1,6 kronor per aktie för verksamhetsåret 2011 utan att det har en negativ påverkan på verksamheten. Det skulle i så fall innebära en direktavkastning om 10 procent baserad på nuvarande aktiekurs. Ett annat attraktivt alternativ kan vara att köpa ut dotterbolagen för att minska minoritetsandelarna som idag upptar en relativt stor andel av vinsten. Avega Group har målsättningen att fortsätta växa organiskt, därför är ett företagsförvärv troligtvis inte prioriterat. Den sammanlagda bilden ger oss 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 2,6
kr/aktie, motsvarande
10% 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 värde drivaren 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 15 procent per år och visar en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om 19 procent för perioden 2011-2013. Rörelsemarginalen beräknas uppgå till närmare 13 procent under denna period. Avega Group är dessutom skuldfritt och överkapitaliserat. Givet de starka kassaflödena de närmaste kommande åren ser vi utrymme för bolaget att förutom ordinarie utdelning om 18 MSEK utnyttja ytterligare 11 MSEK i extrautdelning, aktieåterköp eller bolagsförvärv för att optimera kapitalstrukturen.

Avega Group värderas till P/E 10,1x och 8,3x för 2011 respektive 2012, vilket är i linje med vad sektorn värderas till. Ser vi till den förväntade vinsttillväxten som beräknas uppgå till 70 procent och 22 procent för respektive år anser vi att värderingen är attraktiv. Tar vi dessutom hänsyn till Avega Groups stora kassa om 40 MSEK ser värderingen ännu mer aptitlig ut. EV/EBITDA uppgår till 5,3x och 4,4x 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 64 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

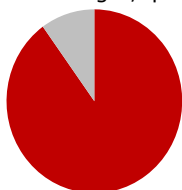
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

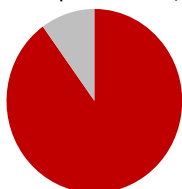
Vi har höjt ratingen på Avkastningspotential till 9,0p (8,0) efter en större nedgång av aktiepriset än vad som är motiverat.

Ledning 9,0p



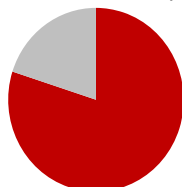
Kommentar: VD har tidigare haft ledande befattningar inom Connecta och har stor erfarenhet av konsultbranschen. Marknadskommunikationen är öppen och tydlig. VD och SO äger genom Rosek Invest 36,1% av kapitalet.

Tillväxtpotential 9,0p



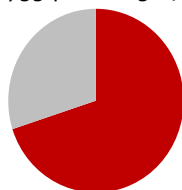
Kommentar: Avega Group kan visa en organisk tillväxt på över 20% per år under en längre period. Konsultmarknaden är stark i Sverige som är den primära marknaden för Avega. Bolaget stärker inom strategi och IT-ledning, vilket innebär högre inträdesbarriärer.

Lönsamhet 8,0p



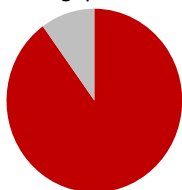
Kommentar: Avega Group har visat vinst sedan start och visat en stabil vinstutveckling och lönsamhet. EBIT-marginalen de senaste 7-8 åren har i snitt uppgått till 10%.

Trygg placering 7,0p



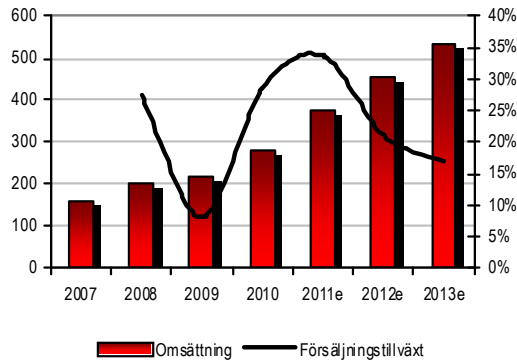
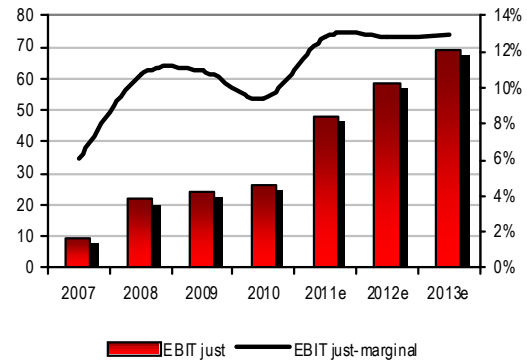
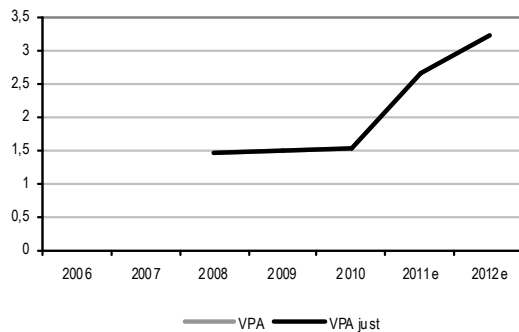
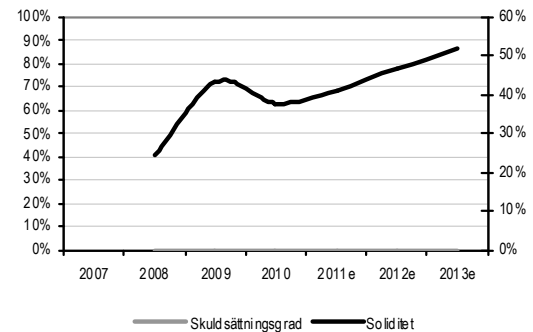
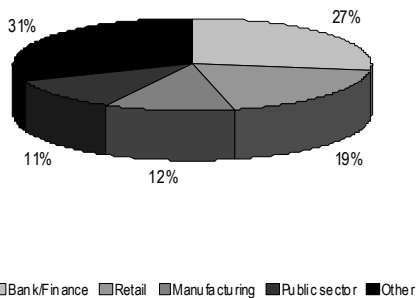
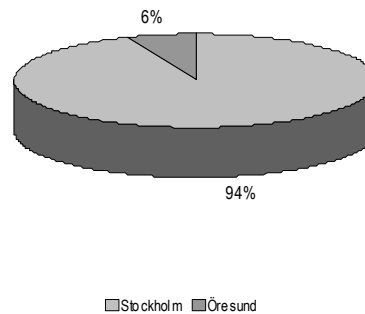
Kommentar: Avega Group har en stark ägare och en solid finansiell situation. Direktavkastningen uppgår till drygt 6%. Konjunkturkänslig verksamhet. Något svag aktielikviditet.

Avkastningspotential 9,0p



Kommentar: DCF-värdet indikerar en uppvärderingspotential på närmare 70%. Marknadens kännedom om Avega Group är låg.

Resultaträkning, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Omsättning	220	282	378	457	535
Summa rörelsekostnader	-195	-255	-328	-398	-465
EBITDA	25	27	49	60	70
Avskrivningar	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	24	27	48	59	69
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella intäkter	0	1	1	1	2
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	24	27	49	60	71
Skatt	-7	-8	-13	-17	-20
Nettoresultat	15	17	30	37	43
Resultaträkning just, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	25	27	49	60	70
EBIT just	24	27	48	59	69
PTP just	24	27	49	60	71
Nettoresultat just	15	17	30	37	43
Balansräkning, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	32	42	58	80	108
Kundfordringar	34	54	68	78	91
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	5	5	8	14	16
Summa omsättningstillg.	71	100	134	171	215
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	2	2	2	2	3
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	1	1	1	1	1
Balans. utv. kostn.	1	2	0	0	0
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	4	5	2	3	3
Summa tillgångar	75	105	137	174	219
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	6	8	11	13	15
Övriga icke ränteb. skulder	37	58	70	80	91
Summa kortfristiga skulder	43	66	80	93	106
Långa icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Räntebärande skulder	0	0	0	0	0
Summa skulder	43	66	80	93	106
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	31	37	50	69	93
Minoritet	2	3	6	12	20
Minoritet & Eget Kapital	32	40	56	81	113
Summa skulder och eget kapital	75	105	137	174	219
Fritt kassaflöde, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Omsättning	220	282	378	457	535
Summa rörelsekostnader	-195	-255	-328	-398	-465
Avskrivningar	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	24	27	48	59	69
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	-20	-9	-9	-17	-20
NOPLAT	4	18	39	42	49
Avskrivningar	1	1	1	1	1
Bruttokassaflöde	4	19	40	43	50
Förändring i rörelsekapital	-15	4	-4	-3	-2
Investeringar	-1	-1	0	-1	-1
Fritt kassaflöde	-12	22	35	39	46
Kapitalstruktur	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Soliditet	43%	38%	41%	47%	52%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-32	-42	-58	-80	-108
Sysselsatt kapital	32	40	56	81	113
Kapitalets oms. hastighet	8,7	7,9	7,9	6,7	5,5
Tillväxt	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Försäljningstillväxt	8%	29%	34%	21%	17%
VPA-tillväxt (just)	2%	3%	75%	22%	18%
Tillväxt eget kapital	74%	22%	35%	37%	35%
DCF värdering					
Riskpremie (%)	6,9				
Betavärde	1,2				
Risikfri ränta (%)	2,7				
Räntepremie (%)	1,0				
WACC (%)	11,0				
Antaganden 2014-23 (%)					
Genomsn. förs. tillv.	10,6				
EBIT-marginal	8,0				
Kassaflöden, MSEK					
NV FCF (2011-13)	103,5				
NV FCF (2014-23)	224,7				
NV FCF (2024-)	131,6				
Rörelsefrämjade tillgångar	41,5				
Räntebärande skulder	0,0				
Motiverat värde	501,4				
Motiverat värde per aktie, SEK	44,3				
Börskurs, SEK	26,9				
Lönsamhet	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Avk. på eget kapital (ROE)	64%	51%	69%	62%	54%
ROCE	96%	74%	101%	85%	71%
ROIC	14%	50%	81%	61%	51%
EBITDA just-marginal	11%	10%	13%	13%	13%
EBIT just-marginal	11%	9%	13%	13%	13%
Netto just-marginal	7%	6%	8%	8%	8%
Data per aktie, SEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e
VPA	1,48	1,52	2,65	3,23	3,82
VPA just	1,48	1,52	2,65	3,23	3,82
Utdelning	0,3	1,5	1,6	1,7	2,0
Nettoskuld	-3,0	-3,7	-5,1	-7,0	-9,6
Antal aktier	10,4	11,3	11,3	11,3	11,3
Värdering	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Enterprise value	273	263	260	260	260
P/E	18,2	17,7	10,1	8,3	7,0
P/E just	18,2	17,7	10,1	8,3	7,0
P/S	1,4	1,1	0,8	0,7	0,6
EV/S	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA just	11,0	9,6	5,3	4,4	3,7
EV/EBIT just	11,4	9,9	5,4	4,4	3,8
P/BV	10,0	8,2	6,1	4,4	3,3
Aktiens utveckling					
1 mån	-8,8%				
3 mån	-14,9%				
12 mån	40,8%				
Årets Början	17,0%				
Tillväxt/år					
Omsättning					31,1%
Rörelseresultat, just					42,0%
V/A, just					33,9%
EK					28,3%
Aktiestructur %	Röster	Kapital			
Rosek Invest AB	78,7	36,1			
Avanza Pension Försäkring	1,5	6,9			
Lannebo MicroCap	1,4	6,5			
Schultze Mats	8,4	5,1			
PSG Small Cap	0,6	4,1			
Eddaconsult AB	0,9	2,8			
Engborg Sven	0,5	2,1			
Nordnet Pensionsförsäkring	0,5	2,1			
Broström Fredric	0,4	2,0			
Sundelin Ulf	0,4	1,9			
Aktien					
Reuterskod		AVEGb.ST			
Lista		Small cap			
Kurs, SEK		26,9			
Antal aktier, milj		11,3			
Börsvärde, MSEK		305			
Börspost		1			
Bolagsledning & styrelse					
VD	Jan Rosenholm				
CFO	Elisabet Jarnbring				
IR	Catharina Burch				
Ordf	Lars-Erik Eriksson				
Nästkommade rapportdatum					
Kvartalsrapport 3	2011-10-25				
Kvartalsrapport 4	2012-02-15				
Analytiker					
Christian Lee		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr			
christian.lee@redeye.se		114 35 Stockholm			
Erik Kramming					
erik.kramming@redeye.se					

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 350 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 (2011-08-22)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	28	19	19	19	22
3,5p - 7,0p	46	58	34	50	51
0,0p - 3,0p	3	0	24	8	4
Antal bolag	77	77	77	77	77

*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.