

## Konklusion

Indtjeningen har udviklet sig flot i regnskabsåret 2010/11. Forretningen er blevet koncentreret, og risikoprofilen reduceret. 2011/12 tegner til at blive et overgangsår uden udsigt til vækst, idet det især drejer sig om at opveje et forestående bortfald af indtægter fra en betydelig kunde. Aktien er på kort sigt belastet af usikkerhed om evnen til at håndtere denne udfordring, men den genskabte rentabilitet bliver formentlig kun belastet kortvarigt. På langt sigt rummer selskabet og dermed aktien et godt udviklingspotentiale enten selvstændigt eller via et opkøb.



Aktuel Kurs: 6,15

Børs: First North

Markedsværdi: 24,8 mio. DKK

Antal aktier: 4,04 mio. styk

Næste regnskab: Q1 offentliggøres 27-10-2011



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

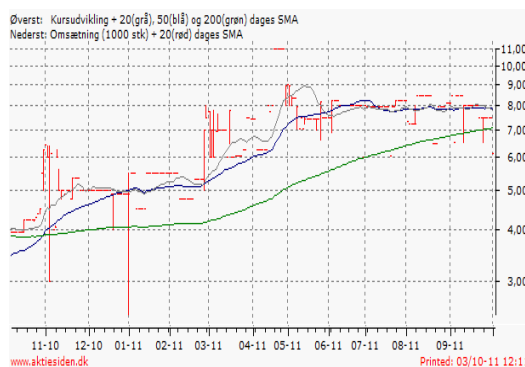
Kursudvikling 0-6 mdr.: 6,5 – 8,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 8,5 – 12,0

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved 6,0 pr. 16-05-2011

### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I det nye regnskabsår 2011/12 ventes en omsætning på 53-55 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 12-14 mio. kr. Fokus vil være rettet mod organisk vækst og yderligere optimering af driften. En betydelig kunde har opsagt kontrakten med Athena med virkning fra 01-10-2011. Det kan medføre en opbremsning i forbedringen af resultatet i en periode til nye kontrakter kompenseres for den mistede omsætning og indtjening.



12 mdr.

Høj	11,00
Lav	3,0



### Muligheder

Selskabet fokuserer udelukkende på kerneforretningerne IT-outsourcing og Hosting. Gælden er blevet bragt ned og medarbejderantallet tilpasset. Der er fortsat et stort behov hos virksomheder for at overlade hosting og andre IT-opgaver til en ekstern specialist. Derfor er der mulighed for organisk vækst med øget salg og forbedret driftsresultat. Udbredelsen af Cloud er hastigt voksende, og netop her står Athena stærkt i konkurrencen med andre udbydere. Et markant løft i aktivitetsniveauet kan håndteres. Udnyttelse heraf afhænger af succes i salget og samarbejde eller fusion med andre udbydere. E-Solutions med energistyring o. lign. har basis i en langsigtet aftale om udviklingsarbejde.

### Risici

Virksomheden skal leve op til strenge kvalitetskrav for IT-systemernes drift. Faste omkostninger giver en høj operationel gearing. Stor omsætning opnået via partnere medfører afstand til End User kunderne. Hvis de største aktører invaderer segmentet i markedet for mindre virksomheder, kan salgspriserne her blive ramt. E-Solutions Division er afhængig af evne til succes i udvikling af nye produkter og samarbejdet omkring outsourcing med Danfoss Solutions A/S. Goodwill udgør det største aktiv, og værdien heraf kan ændres. Eventuelle negative udsving i konjunkturforløbet kan ramme selskabet. Omsætningen i aktien er meget lille, og lav likviditet i aktien er en hæmsko for investorernes lyst til aktien.

## Facts om Athena IT-Group

Virkefelt: Athena tilbyder IT-drift, hosting, udlejning af hardware, software og terminal services samt overvågning af systemer og data (herunder back-up) inden for IT som outsourcing-partner til offentlige kunder og private virksomheder. Opgavernes omfang varierer og spænder op til fuld dækning af kundernes IT-behov. Denne vision benævnes Infrastructure & Outsourcing. E-Solutions udvikler webbaserede software-løsninger primært baseret på Microsoft.NET teknologi. Fokus er lagt på energi-, miljø- og ressourcestyring. Danfoss Montage er den afgørende kunde.

Forretningsform: Driftscentret for servere har sikkerhedsmæssig topkvalitet ved at være placeret i boks-anlægget i den tidligere Nationalbank-bygning i Odense. Kunderne garanteres optimal driftssikkerhed. Nedbrud er minimale takket være døgnovervågning og stand-by faciliteter mv. Hovedkontoret er placeret i Vojens. Software-løsninger (E-Solutions) udvikles inden for specifikke områder med energistyring som særlig vigtigt område.

Indtægtsfordeling: Infrastructure & Outsourcing 93 %, E-Solutions 7 %.

Ledelse: Peter Kroul er adm. direktør (født 1975); Poul Sindberg er CFO; Jens Erik Thorndahl er formand.

Strukturforhold: Virksomheden blev startet i 1995 og har siden udviklet sig fra Hardware til drift og udvikling af Software (IT-systemer). I maj 2007 tilførtes 30,7 mio. kr. ved introduktionen på First North. I juni 2007 købtes More IT Group GmbH, Flensborg, men denne del – kaldet Athena IT-Group GmbH - er blevet frasolgt pr. 01-01-2011. I december 2007 købtes Munk Hosting for 60 mio. kr. (heraf 15 mio. kr. ved udstedelse af aktier). Athena Building Systems Division er blevet solgt til svenske Addnode. Stordriftsfordele er vigtige i branchen generelt, hvilket skærpes af kvalitetskravene til systemernes garanterede "opetid".

Ejerforhold: Rzs Holding af 2007 ApS 19,8 %, Helge Munk Holding ApS 19,0 %, Kroul Holding GmbH 19,2 %, Erik Vesterris 13,5 %, Msp Holding af 2007 ApS 9,9 %, Associated Management Serv. A/S 1,2%, Jens Erik Thorndahl 0,4%. Selskabet har ca. 160 aktionærer.

## Beskrivelse

Strategien fokuserer på udnyttelse af stordriftsfordelene inden for drift af IT-systemer. Høj kvalitet i driften og topmoderne faciliteter er vigtige parametre. Kunderne blandt små og mellemstore virksomheder får herved adgang til effektive og opdaterede IT-faciliteter uden selv at behøve anvende operationelle ressourcer i dagligdagen. Athena er den næststørste operatør i Danmark efter TDC i segmentet for små og mellemstore virksomheder. Man har med sin kapacitet et godt udgangspunkt for profitabel vækst. IT-udbydere har generelt fordel af de stadig skrappe krav til sikkerhed både driftsmæssigt og i de formelle regelsæt herom. Kravene til datasikkerhed i offentlige organisationer er specielt høje, og udviklingen ser ud til at bevæge sig i retning af yderligere skærpe af mindstekravene.

Ledelsen har i de senere år gennemført en proces med effektivisering og koncentration af aktiviteten. Medarbejderstaben, der i 2008/09 var oppe på 73 personer, er nu reduceret til 34. En del heraf skyldes dog frasalg af Building Systems Division og datterselskabet i Tyskland. Aktiviteten inden for udvikling af egne software-løsninger sker på grundlag af aftaler med kunder, således at der ikke burde være nogen risiko på det punkt men derimod fortsat et Upside-potentiale fra yderligere salg og værdiskabelse hos Athena i form af kompetenceopbygning.

Salgsmæssigt står Athena stærkt med tilbud til kunder med høje krav til systemernes opetid, altså evnen til at undgå situationer, hvor den pågældendes drift sættes ud af spillet pga. problemer med IT-funktionerne. Store kunder har mulighed for at klare den operationelle drift ved egen hjælp, men sikring af perfekt IT-drift bliver stadig vigtigere i alle virksomheder. Samtidig er der stor interesse for hurtig adgang til nye systemløsninger, og en ekstern serviceleverandør kan lettere sikre dette. Netop dette er ideen i Cloud. Kunden må vurdere sit behov i forhold til omkostningen. Athena fremstår som en god partner over for små og mellemstore virksomheder, uanset om det er en offentlig aktivitet eller private firmaer. Kontraktforholdene dækker typisk 12-48 måneder. Med en høj gætningsrate (tidligere niveau 96 %) har selskabet normalt en god stabilitet på indtægtssiden inden for Infrastructure & Outsourcing. En vigtig kunde har dog valgt pr. 01-10-2011 at opsiges samarbejdet. Det kan presse omsætning og indtjening på kort sigt indtil nye kontrakter har kompenseret for dette omsætningstab. De resterende 7 % af omsætningen består af E-Solutions, der arbejder med specifikke opgaver af normalt kortere varighed. Her er der dog indgået en 5 årig rammeaftale med den største kunde.

Et væsentligt element udgøres af den engros-lignende omsætning, hvor andre IT-udbydere benytter Athena til på deres vegne at klare driften af serveradgang. Disse faktiske End User kunder bliver således kanaliseret igennem Athena uden selv at vide det. Sådanne rammeaftaler indebærer adgang til en stor indirekte salgsflade uden behov for egen salgsindsats og giver volumen. Kapaciteten og kvaliteten i driften skal holdes oppe døgnet rundt. Selskabet garanterer en høj standard i opetid til sine kunder som sikkerhed for disse i valget af at bruge Athena i rollen som den afgørende IT-underleverandør. Selskabets faciliteter forekommer at være dimensioneret fuldt forsvarligt i forhold til opgavemængden af data. Der opretholdes også et beredskab af modforanstaltninger til at klare eventuelle nedbrud. Force majeure klausuler i kontrakterne burde forhindre fremkomst af væsentlige erstatningskrav fra kundernes side mht. driftsstop.

Ressourcemæssigt satser Athena på adgang til den førende og mest moderne teknologi inden for Hardware og Software, hvilket indebærer køb og samarbejde fra selskabets side med leverandører som Fujitsu-Siemens, Cisco, HP, Microsoft m.fl.

## Fremtidsudsigter

Opdeling af selskabets produkter i en forenklet produktmatrix gør koncernen mere gennemsigtig for kunderne. Med frasalgene er risikoprofilen reduceret væsentligt, ligesom den operationelle gearing på omkostningssiden er nedbragt kraftigt. Cash Flow'et er forbedret markant og har reduceret gælden med 10 mio. kr. igennem det netop overståede regnskabsår til nu 18,0 mio. kr. 2010/11 har levet op til selskabets egne forventninger, der i februar 2011 blev opjusteret. Salget skuffer dog en anelse med en stigning på blot 3,5 %. Effektivisering har imidlertid ført til en betydelig vækst i indtjeningen, idet EBITDA er steget fra 7,3 mio. kr. til 14,0 mio. kr. Netto ender årets resultat på 3,1 mio. kr., hvilket er en klar forbedring fra et underskud på 7,9 mio. kr. året før. En ny strategi med vækst via strategiske partnerskaber og forhandlere skal sikre en stigning i aktiviteterne fremover. For det nye regnskabsår ventes en mindre tilbagegang, hvilket skyldes fragangen af en stor kunde i oktober i år. EBITDA forventes i niveauet 12-14 mio. kr. (14,0). Stagnation er således udsigten.

Vi betragter i lighed med ledelsens udmelding opbremsningen i aktiviteterne som midlertidig. Ledelsen forekommer at være ganske optimistisk, idet målsætningen fortsat er at øge salget til 100 mio. kr. i regnskabsåret 2013/2014, altså på bare to år, idet prognosen for indeværende år er stagnation. Målsætningen skal nås ved organisk vækst og fusion/opkøb. EBITDA-margin skal som målsætning stige til 30 %, hvilket forekommer opnåeligt (22-25 % forventes for 2011/12). Desuden er intentionen at være gældfri i 2013, hvilket burde kunne lade sig gøre ud fra den anførte vækstprognose for omsætningen.

Konkurrencemæssigt står Athena stærkt, idet store aktører som KMD og IBM næppe har interesse i at bevæge sig ned i segmentet af mellemstore kunder, hvor Athena har sin kerne. Fokusering på software leveret som Cloud løsninger kan blive en positiv drivkraft, idet flere og flere anvender denne teknologien. Cloud underbygger desuden ideen om End Users fordel ved at knytte sig til en IT-leverandør frem for selv at købe produkter og varetage den efterfølgende håndtering. Der åbner sig sandsynligvis store muligheder ad denne vej. Mersalg til kunder er en vigtig proces med stor gennemslagskraft på indtjeningen, og her kan Athena tilbyde sine kunder mere og mere. En faktor ved Cloud strukturen, som også må forventes at få betydning, er et højere tempo fremover i opdateringer og udskiftning af software ved brug af sådanne eksterne software-udlejere. Kunderne vil ikke længere selv skulle afgøre, hvilken barriere der anses for afgørende for beslutning om et skift til en ny udgave af basissystemerne. Innovationstempoets udrulning vil blive speedet op.

Strukturen i Athena's virksomhed indebærer stordriftsfordele. Volumen er afgørende, idet et højt dækningsbidrag kombineret med store faste omkostninger giver en vægtstangseffekt på indtjeningen (Leverage). Derfor er man endnu mere interesseret i at ekspandere sit salg og eventuelt at indgå aftale med andre udbydere af lignende produkter for at kunne indhøste og dele mulige økonomiske gevinster. Det kan være vejen mod opfyldelse af den meget ambitiøse målsætning for 2013/2014. På kort sigt er det dog ikke vækst, der præger udmeldingen for indeværende regnskabsår. Hovedkontoret i Vojens neddrøses i størrelse, idet man har valgt at købe sig fri af den bestående lejekontrakt formedelst 2,2 mio. kr. med virkning fra 01-11-2011. Det vil give en årlig besparelse på huslejen på 1,5 mio. kr., og tilpasse faciliteternes størrelse til den koncentration af aktiviteten med færre medarbejdere, som har fundet sted. Athena trimmer sig med andre ord og tilpasser organisationen til fremtidens udfordringer. Tilpasning af omkostningerne er således igangsat, hvilket synes at kunne ske uden at fravige målet om fortsat vækst og sandsynligvis uden yderligere reduktion i medarbejderstaben.

Der er ikke på kort sigt udsigt til fremkomst af væsentlige nyheder (Triggers), som kan påvirke opfattelsen af udsigterne for selskabet og dermed værdien af aktien afgørende. Fokus fra aktiemarkedets side er at følge udviklingen i processen med økonomisk styrkelse. Et passende niveau for bankgælden er sandsynligvis 10 mio. kr., henset til selskabets nu reducerede lejepligtelser. Regnskabsteknisk er værdien af den bogførte goodwill vigtig, da dette aktiv har den absolut største vægt (49 mio. kr.). Dette tal skal ses i forhold til egenkapitalen på 41 mio. kr. Hvert år testes værdien af goodwill i forhold til udsigterne for indtjeningsevnen fremover, renteniveau mv. Tilpasning kan derfor forekomme i årsregnskaberne, hvilket i det seneste regnskabsår er sket i forbindelse frasalget af det tyske selskab og aktiviteterne indenfor Building Desk-området. Der kan ikke opnås fradrag i skatten for de foretagne nedskrivninger på goodwill og kapitalandele, hvilket har medført en høj skatteprocent i 2010/11. Strukturen er fornuftig med et solidt frit Cash Flow og stigning i salget. Spørgsmålet om strukturændringer i branchen er åbent, og den slags sker i reglen overraskende. For Athena's vedkommende udgør udstedelse af nye aktier muligheden for opkøb (fusion). Omvendt kan tilbud også blive fremsat på selskabet fra en større aktørs side.

## Aktien som investering

Resultatforbedringen i 2010/11 og udsigt til en fortsat god indtjening i 2011/12 er særdeles positivt. På kort sigt handler det om, hvor hurtigt det vil lykkes for selskabet at få nye kunder, som kan kompensere for indtægtsfaldet fra den omtalte store kunde. Ledelsen forekommer at være realistisk med udmeldingen for 2011/12. Muligheden for at gennemføre en voldsom vækst i henhold til målsætningen om et salg i 2013/14 på 100 mio. kr. forekommer kun mulig, såfremt man får hurtig succes med sit nye salgskoncept om en aktiv partnerstrategi. Målsætningen om i 2013/14 at opnå en EBITDA margin på 30 % og at være gældfri er langt mere sandsynlig.

Konsolidering i branchen må påregnes, hvilket burde føre til lavere konkurrence og højere indtjening på længere sigt. Selskabets Economic Value er summen af børsværdien på 25 mio. kr. og nettogælden på ca. 18 mio. kr., i alt 43 mio. kr. Det kan sammenholdes med et driftsoverskud (EBITA) på ca. 13 mio. kr. dvs. Payback tiden er blot 3,3 år før skat (43/13). Selskabets Take Over værdi burde være markant højere. P/E 2011/12E ligger på 6,6 (6,15/0,93). Indre værdi er bogført til kr. 10,11, og aktien handler med en discount i form af en Kurs/Indre værdi på (6,15/10,11) på blot 0,6. En meget stor del af egenkapitalen udgøres imidlertid af goodwill, der som værdi

kan blive anfægtet. Det forventes dog ikke at ske, såfremt ledelsen formår at efterleve egne målsætninger. Aktien er på kort sigt belastet af usikkerhed om evnen til at håndtere indtægtsnedgangen, men den genskabte rentabilitet bliver formentlig kun belastet kortvarigt. På langt sigt rummer selskabet og dermed aktien et godt udviklingspotentiale enten selvstændigt eller via et opkøb.

## Regnskabstal

1.000 kr.	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12E
Omsætning	32.069	40.226	71.969	80.245	77.989	55.888	54.000
Bruttofortjeneste	16.861	23.033	46.662	58.208	55.684	46.036	48.000
EBITDA	1.988	1.818	4.879	4.020	7.633	14.050	14.000
Afskrivninger (D)	849	947	4.067	7.099	7.773	6.251	6.100
EBITA	1.139	871	812	-3.018	-140	7.798	7.900
Amortisering (A)	0	0	1.399	-257	-4.296	-1.484	-2.200
EBIT	1.139	871	2.211	-3.336	-4.436	6.314	5.700
Renter	-183	-112	-446	-1.892	-2.057	-1.450	-800
EBT	956	758	1.765	-5.228	-6.493	4.864	4.900
Skat	-321	-192	-501	1.058	-263	-1.758	-1.200
Nettoresultat	634	566	1.264	-4.170	-6.756	3.106	3.700
Balance	12.446	40.915	97.035	96.301	86.809	73.814	77.000
Immaterielle aktiver	2.640	2.427	58.223	57.559	53.626	49.716	49.000
Nettogæld	-2.600	-20.770	-26.217	-33.049	-30.075	-17.957	-13.000
Egenkapital	1.058	32.368	47.164	44.426	37.653	40.875	44.600
Antal ansatte	30	48	65	73	63	34	35
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	1.069	838	1.107	1.099	1.238	1.644	1.542
Bruttofortjeneste	562	480	718	797	884	1.354	1.371
Løn udgiftsført	315	291	465	514	511	593	550
Driftsoverskud (EBITA)	38	18	12	-41	-2	229	232
EBITDA/Omsætning %	6,2	4,5	6,8	5,0	9,8	25,1	25,9
EBITA/Omsætning %	3,5	2,2	0,1	-3,8	-0,2	14,0	14,6
Egenkapitalforr. %	65	NA	NA	NA	NA	7,9	8,7
Antal aktier 1.000 styk	2.000	3.334	4.042	4.042	4.042	4.042	4.042
Res. pr. aktie kr.	0,32	0,16	0,35	-1,03	-1,67	0,77	0,92
Udbytte	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	0,53	9,71	11,67	10,99	9,32	10,11	11,0

NB: Amortisering omfatter regulering ved frasalg af aktiviteter.

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Athena IT-Group, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i Athena IT-Group på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

