

Konklusion

Markante fremskridt i selskabets turnaround-proces er indtrådt i Q1. Det bygger på effekten af opstramninger, idet omsætningen stagnerer. Et frasalg af Building Systems Division reducerer den operationelle gearing og dermed risikoprofilen. Cash Flowet udvikler sig stærkt positivt. Det langsigtede mål er at udnytte potentialet i stordrift, idet kapaciteten kan klare et betydeligt større aktivitetsomfang. Risikoprofilen må anses som høj. Aktien kendetegnes ved beskedne omsætning og dermed store spreads i prisdannelsen.



Aktuel Kurs: 4,9

Børs: First North

Markedsværdi: 19,8 mio. DKK

Antal aktier: 4,04 mio. styk

Næste regnskab: Q2 offentliggøres 25-02-2011



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

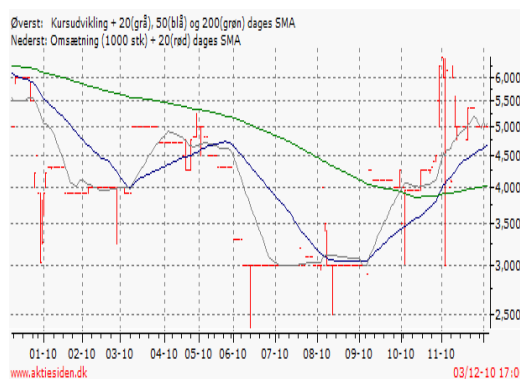
Kursudvikling 0-6 mdr.: 3,0 – 6,5

Kursudvikling 12-18 mdr.: 7 – 10

Tidligere anbefaling: Ingen

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Omsætningen forventes at blive 59 mio. kr. med et EBITDA bidrag på 9-11 mio. kr. og et overskud før skat på 2,5-3,5 mio. kr. Building Systems Division er frasolgt pr. 30-09. Udviklingen i Q1 har været markant positiv i indtjening trods stagnation i omsætningen. Resultat efter skat for Q1 er 1,7 mio. kr., hvoraf 0,74 mio. kr. vedrører de ophørte aktiviteter.



12 mdr.

Høj 6,45

Lav 2,04



Muligheder

Indtjeningsevnen skal genskabe tilliden til den indre styrke. Udnyttelse af potentialet i stordrift inden for IT-outsourcing service udgør den største mulighed. Et markant løft i aktivitetsniveauet kan håndteres. Det beror på succes i eget salg og samarbejde/fusion med andre udbydere. Nye opgaver for E-Solutions inden for energistyring o.lign. vil kunne give denne nedroslede enhed nyt liv. Forøgelse af den finansielle styrke i takt med indtjeningens forbedring vil give grundlag for nye ekspansive tiltag. Et løft i størrelse fra First North til den almindelige aktieliste vil kunne styrke interessen for aktien. Et generelt opsving i økonomien vil have stor positiv indflydelse.

Risici

Virksomheden har en høj operationel risikoprofil pga. strenge krav til driftens forløb og faste omkostninger. Indirekte salg via partnere medfører afstand til End User kunderne. Konkurrencen i branchen er splittet op. Hvis de største aktører invaderer segmentet i markedet for mindre virksomheder kan salgspriserne blive ramt. E-Solutions Division skal udvikle nye produkter. Selskabets gæld reducerer handlefriheden, og et finansielt beredskab skal opbygges. Eventuelle negative udsving i konjunkturforløbet kan ramme selskabet. Aktien er lille og svinger kraftigt i børskurs.

Facts om Athena IT-Group

Virkefelt: Selskabet udbyder en række services inden for IT som outsourcing-partner til offentlige kunder og private virksomheder omkring drift af servere, Hosting, IT-systemer, sikkerhed og Back-up mv. Omfanget varierer og spænder op til fuld dækning af kundens IT-behov. Denne division benævnes Infrastructure & Outsourcing. E-Solutions udvikler webbaserede software løsninger primært baseret på Microsoft .NET teknologi, og med fokus på bl.a. Energistyring, hvor Danfoss er en central 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 driftsikkerhed, hvor nedbrud er minimale takket være døgnovervågning og stand-by faciliteter mv. Hovedkontoret er placeret i Vojens. Et datterselskab i Flensborg blev erhvervet i 2007. Software-løsninger udvikles desuden inden for specifikke områder med energistyring som særlig vigtigt område efter frasalget i år af aktiviteten inden for IT til konstruktion af bygninger.

Indtægtsfordeling: Infrastructure & Outsourcing 94, E-Solutions 6 %.

Ledelse: Peter Kroul er adm. direktør (født 1975); Jens Erik Thorndal er formand.

Medarbejderantal: 41.

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. I december 2007 købtes Munk Hosting for 60 mio. kr. (heraf 15 mio. kr. ved udstedelse af aktier). Stordriftsfordele er vigtige i branchen.

Ejerforhold: Rzs Holding af 2007 ApS 19,8 %, Helge Munk Holding ApS 19,0 %, Kroul Holding GmbH 19,2 %, Erik Jensen 11,0 %, Msp Holding af 2007 ApS 9,9 %. Selskabet har ca. 160 aktionærer.

Beskrivelse

Strategien fokuserer på udnyttelse af stordriftsfordelene inden for drift af IT-systemer. Kunderne blandt små og mellemstore virksomheder gives herved adgang til effektive og topmoderne IT-faciliteter uden selv at behøve anvende operationelle ressourcer i dagligdagen. Som den næststørste operatør i Danmark i dette segment efter TDC er udgangspunktet stærkt for at kunne ekspandere profitabelt. Athena har fordel af stadig skrappere krav til sikkerhed både ud fra kundernes rent driftsmæssige hensyn og udviklingen af formelle regelsæt herom. Datasikkerhed for offentlige organisationer stiller specielt høje krav hertil, og udviklingen ser ud til at bevæge sig i retning af yderligere skærpelse af mindstekravene for stadig flere driftsenheder.

Ekspansionen i 2007 foregik kun et år før Finanskrisens afbræk, der ændrede en lang periode med høj vækst i økonomien til en pludselig nedgang med krise og besparelser blandt både private og offentlige kunder. Ledelsen har derfor gennemført en dybtgående proces med effektivisering og koncentration af aktiviteten. Medarbejderstaben, der i 2008/09 var oppe på 73 personer, er nu reduceret til 41. Frasalget af Building Systems Division omfattede 12 ansatte. Rettighederne til det administrative IT-system WTM til styring af Tid/Sag blev frasolgt i 2009/10. Aktiviteten inden for udvikling af egne software-løsninger styres i forhold til efterspørgslen ved aftaler med kunder, således at der ikke burde være nogen risiko på det punkt men derimod Upside potentiale fra yderligere salg.

Salgsmæssigt står Athena stærkest med sit produkttilbud over for 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-funktionsevnen. Store kunder har selv mulighed for at klare den operationelle drift med egne ressourcer, men eksempelvis en butikskæde som Imerco har valgt at outsource til Athena. For mindre kunder skal behovet afvejes i forhold til omkostningen, og Athena står derfor som en god partner over for små og mellemstore virksomheder uanset om det er offentlige enheder eller private firmaer. Kontraktforholdene dækker typisk 12-48 måneder. Med en gengtningsrate på 96 % har selskabet høj stabilitet på indtægtssiden inden for Infrastructure & Outsourcing, der pt. står for 94 % af omsætningen. E-Solutions arbejder med specifikke opgaver af kortere varighed.

Et væsentligt element udgøres af den engros lignende omsætning, hvor forskellige IT-leverandører benytter Athena til på deres vegne at klare driften af serveradgang. De faktiske End User kunder bliver således kanaliseret igennem Athena uden selv at vide det. Tilgang af volumen via sådanne rammeaftaler indebærer adgang til en stor indirekte salgsflade uden behov for egen salgssindsats.

Kapaciteten og kvaliteten i driften skal holdes oppe døgnet rundt. Selskabet garanterer en høj standard i opetid til kunderne 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 mængden af data og omkring et omfattende beredskab af modforanstaltninger til at klare situationer med nedbrud. Force majeure klausuler burde derfor forhindre fremkomst af væsentlige erstatningskrav fra kundernes side.

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

Fremtidsudsigter

Koncentration og konsolidering har været temaet igennem de to seneste år med modgang og underskud. Den operationelle gearing (omsætning set i forhold til kapitalindsats) er således droslet ned med lavere risikoprofil til følge. Det skyldes i højere grad den størrelsesmæssige reduktion end selve de opnåede beløb ved frasalget af to aktiviteter. Cash Flow'et er forbedret fra driften som følge af en markant forbedring af effektiviteten på omkostningssiden, der for alvor er slået igennem i Q1-regnskabet. Samtidig styres pengeforbruget til investeringer stramt. Ledelsen er blevet styrket ved ansættelse af Poul Sindberg som chef for administration og finans. Omsætningen udvikler sig derimod kun svagt positivt for hovedaktiviteten. E-Solutions påvirkes af frasalget af WTM-produktets omsætning. Datterselskabet i Flensborg er trappet ned og mere end halveret til kun 6 ansatte pga. utilfredsstillende resultater.

På kort sigt skal der således føres en balanceret linje mellem fastholdelse af den forbedrede indtjening og bestræbelsen på at opnå tilgang af flere kunder ved øget indsats i salget. Større omsætning hos de allerede eksisterende kunder er vanskelig at opnå, da de fleste virksomheder styrer omkostningerne stramt. Mulighederne ligger i tilbud om flere ydelser og ændringer af produktpakker, altså mersalg.

På langt sigt findes potentialet på indtjeningssiden primært i muligheden for stordrift, hvor man kan forøge udnyttelsen af rammerne i den eksisterende, velfungerende driftsorganisation (Leverage effekt). Serviceydelse indebærer et højt dækningsbidrag og dermed stor elasticitet i indtjeningen ved udvidelse af indtægterne. Situationen i øjeblikket må betegnes som en stabiliseringsfase, der så skal blive udgangspunkt for en fornyet dynamisk udvikling i afsætningen. Snuptagsløsninger for at frembringe et niveauskift er der ikke udsigt til. Risikoen herved er for stor, og opkøb/fusion med betaling i form af aktier vil indebære en kraftig udvanding af de eksisterende aktionærs værdi pga. den pt. lave børskurs. I stedet kan det tænkes, at ledelsen vil satse på indgåelse af samarbejdsaftaler med andre udbydere, der for deres vedkommende kan se en fordel i at benytte Athena's solide tekniske platform.

Strukturen i branchen må forventes at udvikle sig i retning af færre og større udbydere. På det punkt er markedet delt op, således at store IT-koncerner som KMD og IBM samler deres indsats om store kunder uden interesse for salg til de mange mindre kunder. Athena's evne til at servicere sine kunder godt giver stor stabilitet omkring forlængelse af kontrakterne og opbygger derved implicit goodwill værdi.

Målsætningen for forretningens udvikling er at opnå en omsætning på 100 mio. kr. i regnskabsåret 2012/13, en EBITDA-bruttomarginal på 20 % og en dækning med løbende kontrakter på 80 %. Opkøb og fusioner indgår som mulige led i dette ambitiøse oplæg. Med en forventet omsætning i indeværende regnskabsår (01-07/30-06) på 59 mio.kr. skal der altså gennemføres et markant løft i de kommende to år. Indtjeningsevnen er derimod allerede i Q1-regnskabet blevet genrejst til 20,6 % for EBITDA mod 9,4 % i samme periode året tidligere som en flot præstation.

Økonomisk er det afgørende at dokumentere en robust indtjeningsevne fra driften. Gælden udgjorde 30,2 mio. kr. pr. 30-06-10, og i Q1 er likviditeten forbedret med hele 8,8 mio. kr. Bankforbindelsen Jyske Bank har annonceret en markant renteforhøjelse over for selskabet, hvilket understreger behovet for en reduktion af gælden og opretning af et passende finansielt beredskab for at sikre god handlefrihed. Udviklingen er dog atter på rette spor, men de kortsigtede hensyn til økonomien vil fortsat dominere. Flere kvartaler med solid indtjening vil genopbygge tilliden. Først i næste regnskabsår vil man med dokumentation i Proven Performance for alvor igen kunne dreje indsatsen over mod offensiv indsats i salget og fornyet udvikling af specialområdet E-Solutions.

Aktien som investering

Aktien domineres af selskabets proces med en turnaround situation efter to år med underskud. Udviklingen i Q1 har været særdeles stærk med et rebound i indtjeningen, og dermed forekommer processen med genrejning for alvor at materialisere sig. Hertil kommer en uspecificeret avance ved frasalget af Building Systems Division. For hele året forventes et overskud før skat på 2,5-3,5 mio. kr.. Dette mindstebeløb må næsten allerede være opnået i Q1, idet der oplyses et tal på 1,69 mio. kr. for overskuddet efter skat. Investorerne er dog forsigtige med at skifte holdning i positiv retning og kræver flere data, før man føler sig sikker. Minimal fremgang i omsætningen understreger samtidig, at den nuværende fase med genopretning af indtjeningen via opstramningerne vil blive afløst af en ny satsning på vækst, der skal gennemføres i et marked med matte efterspørgselsforhold. De ydre forhold er fortsat "op ad bakke".

Aktiens indre værdi er høj (9,73 kr.), men egenkapitalen på 39,3 mio. kr. beror primært på immaterielle aktiver, der er bogført med 53 mio.kr. i goodwill mv. Værdien af denne type aktiv er følsom, hvilket dog opvejes af en meget lav bogført værdi af materiel og udstyr. Forrentningen af egenkapitalen i 2010/11 kan ud fra ledelsens prognose skønnes til 7 %. Som påpeget forekommer dette skøn meget forsigtigt og vil reelt betyde et tilbagefald i driftens bidrag i forhold til præstationen i Q1. Indtjeningen pr. aktie (EPS) kan estimeres til at udgøre ca. 0,68 kr. Aktien handles kun sporadisk på First North, hvilket i sig selv har medvirket til at trække kursniveauet ned i et lavt leje. Ved den pt. gældende udbudskurs på 4,9 kr. er P/E kun 7,2. Aktien indeholder således stor udviklingsmulighed i takt med voksende tillid baseret på fremgang i de kommende kvartaler.

Regnskabstal

1.000 kr.	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11E
Omsætning	21.451	32.069	40.226	71.969	80.245	77.989	59.000
Bruttofortjeneste	11.374	16.861	23.033	46.662	58.208	55.684	45.500
EBITDA	1.008	1.988	1.818	4.879	4.020	7.633	11.000
Afskrivninger (D)	616	849	947	4.067	7.099	7.773	6.000
EBITA	392	1.139	871	812	-3.018	-140	5.000
Amortisering (A)	1.259	0	0	1.399	-257	-4.296	0
EBIT	1.651	1.139	871	2.211	-3.336	-4.436	5.000
Renter	-311	-183	-112	-446	-1.892	-2.057	-1.500
EBT	1.340	956	758	1.765	-5.228	-6.493	3.500
Skat	-342	-321	-192	-501	1.058	-263	-750
Nettoresultat	998	634	566	1.264	-4.170	-6.756	2.750
Balance	11.593	12.446	40.915	97.035	96.301	86.809	75.000
Immaterielle aktiver	1.230	2.640	2.427	58.223	57.559	53.626	52.000
Nettogæld	-4.167	-2.600	20.770	-26.217	-33.049	-30.075	-20.000
Egenkapital	906	1.058	32.368	47.164	44.426	37.653	40.400
Antal ansatte	18	30	48	65	73	63	51
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	1.192	1.069	838	1.107	1.099	1.238	1.157
Bruttofortjeneste	632	562	480	718	797	884	892
Løn udgiftsført	362	315	291	465	514	511	500
Driftsoverskud (EBITA)	22	38	18	12	-41	-2	98
EBITDA/Omsætning %	4,7	6,2	4,5	6,8	5,0	9,8	18,6
EBITA/Omsætning %	1,8	3,5	2,2	0,1	-3,8	-0,2	8,5
Egenkapitalforr. %	NA	64,6	NA	NA	NA	NA	6,9
Antal aktier 1.000 styk	2.000	2.000	3.334	4.042	4.042	4.042	4.042
Res. pr. aktie kr.	0,50	0,32	0,16	0,35	-1,03	-1,67	0,68
Udbytte	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	0,45	0,53	9,71	11,67	10,99	9,32	10,00

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.

