

Konklusion

Selskabet har med succes gennemført en turnaround, reduceret risikoprofilen og forbedret cash flow og indtjening markant. Nu gælder det om at fastholde denne positive linje, så usikkerheden om den økonomiske styrke fjernes. Aktien er nemlig fortsat prissat lavt (P/E 6,3), og her påvirkes børskursen af goodwill som en afgørende og følsom aktivpost. TDC's opkøb af konkurrenten DIR understreger udviklingen i retning af koncentration. På kort sigt må der nu forventes en pause pga. afventende holdning. Langsigtet er potentialet interessant. Risikoprofilen må anses som høj. Aktien kendetegnes ved beskeden omsætning og dermed store spreads i prisdannelsen.



Aktuel Kurs: 6,0

Børs: First North

Markedsværdi: 24,2 mio. DKK

Antal aktier: 4,04 mio. styk

Næste regnskab: Q3 offentliggøres i maj 2011



Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

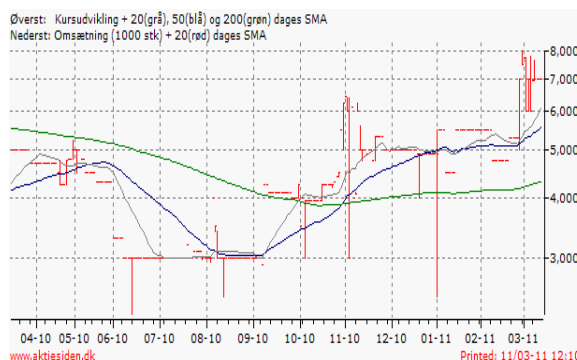
Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,0 – 8,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 7,0 – 12,0

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 4,9 den 16-12-2010

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Omsætningen i første halvår var på 28,0 mio. kr. (26,5). Der forventes for hele året et EBITDA bidrag på 12-14 mio. kr. og et overskud før skat på 4-6 mio. kr. Building Systems Division blev frasolgt pr. 30-09, og det tabgivende tyske datterselskab er afhændet med virkning fra 01-01-2011. Selskabet har i halvåret præsteret en imponerende forbedring af likviditeten med 10,7 mio. kr. Markedet udvikler sig positivt, og ledelsen fokuserer på udnyttelse af interessen for Cloud løsninger.



12 mdr.

Høj 8,00

Lav 2,04



Muligheder

Selskabet har efter frasalg samlet kræfterne om kerneforretningen. Indtjeningen er atter tilfredsstillende. Udnyttelse af potentialet i stordrift inden for IT-outsourcing service udgør den største mulighed. Voksende interesse for benyttelse af Cloud bekræfter de store forretningsmuligheder. Et markant løft i aktivitetsniveauet kan håndteres. Udnyttelse heraf afhænger af succes i salget og samarbejde eller fusion med andre udbydere. E-Solutions inden for energistyring o. lign. har basis i en langsigtet aftale om udviklingsarbejde. Selskabet må tilsvarende selv anses at have mulighed for at kunne blive genstand for et take over bud pga. konsolidering i branchen.

Risici

Virksomheden har en høj operationel risikoprofil pga. strenge kvalitetskrav til IT-systemernes drift 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 er afhængig af evne til succes i udvikling af nye produkter. Selskabets gæld reducerer handlefriheden. Det finansielle beredskab skal forbedres. Goodwill udgør det største aktiv, og værdien heraf kan ændres. 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. Opgavernes omfang 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. Fokus er lagt på 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 driftssikkerhed, hvor nedbrud er minimale takket være døgnovervågning og stand-by faciliteter mv. Hovedkontoret er placeret i Vojens. Software-løsninger (E-Solutions) udvikles desuden inden for specifikke områder med energistyring som særlig vigtigt område efter frasalget 30-09-2010 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: 36.

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 selskabet er igen frasolgt pr. 01-01-2011. I december 2007 købtes Munk Hosting for 60 mio. kr. (heraf 15 mio. kr. ved udstedelse af aktier). Stordriftsfordele er vigtige i branchen generelt, hvilket skærpes af kvalitetskrav til systemernes garanterede "opetid".

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. Athena er den næststørste operatør i Danmark efter TDC i segmentet for små og mellemstore virksomheder. Imerco-kæden er et eksempel på en af selskabets større kunder.

Man har et godt udgangspunkt for at kunne ekspandere profitabelt. IT-udbydere har generelt fordel af stadig skrapere krav til sikkerhed både rent 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 skærpelse af mindstekravene for stadig flere af disse enheder.

Ekspansionen i 2007 foregik kun et år før Finanskrisens afbræk. En lang periode med høj vækst i økonomien blev vendt til en pludselig nedgang med krise og besparelser hos 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 36. Her indgår frasalget af Building Systems Division og datterselskabet i Tyskland. 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 ud fra direkte aftaler med kunder, således at der ikke burde være nogen risiko på det punkt men derimod fortsat et Upside-potentiale fra yderligere salg.

Salgsmæssigt står Athena stærkest med sine 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-funktionsevnen. Store kunder har selv mulighed for at klare den operationelle drift ved egen hjælp, men perfekt IT-drift bliver stadig vigtigere i alle virksomheder. Man må vurdere sit behov i forhold til omkostningen. Athena står derfor som en god partner over for små og mellemstore virksomheder, uanset om det er offentlig aktivitet eller private firmaer. Kontraktforholdene dækker typisk 12-48 måneder. Med en gentegningsrate på 96 % har selskabet høj stabilitet på indtægtsiden inden for Infrastructure & Outsourcing, der udgør 94 % af omsætningen. Resten består af E-Solutions, der arbejder med specifikke opgaver af normalt kortere varighed. Her er der dog også en 5 årig rammeaftale med den største kunde.

Et væsentligt element udgøres af den engros-lignende omsætning, hvor forskellige andre 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. Sådanne rammeaftaler indebærer adgang til en stor indirekte salgsflade uden behov for egen salgsindsats.

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. 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.

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

Fremtidsudsigter

Aktiviteten er nu fuldt tilpasset og koncentreret om hovedforretningen i Danmark suppleret af E-Solutions. Risikoprofilen er dermed reduceret væsentligt, idet den operationelle gearing på omkostningssiden er nedbragt med knapt 40 %. Ledelsen er blevet styrket ved ansættelse af Poul Sindberg som CFO med ansvar for administration og finansforhold. Investeringsbehovet i kapacitet er beskedent, og udnyttelsesgraden forbedres løbende. Cash Flow'et er kraftigt stigende med reduktion af gælden som virkning.

Efterspørgslen udvikler sig igen positivt med +9 % opgjort for seneste halvår (målt år/år). Konkurrenceforholdene er fornuftige uden at være udsat for andet end normal udvikling med løbende pres. Strukturen i branchen er netop blevet ændret i retning af øget koncentration, idet TDC Hosting den 7. marts har købt selskabet DIR (24 medarbejdere) i Århus. Der er dog næppe i øjeblikket interesse fra de store aktørers side (KMD og IBM) om at involvere sig i segmentet af mellemstore kunder, hvor Athena har sin kerne.

Software leveret via Cloud løsninger anses af ledelsen for en forlængelse af den generelle trend. Det forventes ikke at betyde afgørende forandringer for Athena's virksomhed. Cloud underbygger ideen om End Users fordele ved at knytte sig til en IT-leverandør frem for selv at købe produkter og varetage den efterfølgende håndtering. Der åbner sig således yderligere store muligheder ad denne vej. Mersalg til kunder er altid en vigtig proces med stor gennemslagskraft på indtjeningen, og her kan Athena tilbyde sine kunder mere og mere.

En faktor i Cloud, som 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. Konkurrencetempoet vil blive speedet op.

Strukturen i Athena's virksomhed indebærer stordriftsfordele. Volumen er vigtig, da 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 mulige økonomiske gevinster. Vækstplanernes mål er endnu ikke opdateret efter frasalget af de to aktiviteter i indeværende regnskabsår, men dimensionen må ud fra de tidligere planer indebære bestræbelse på at opnå en udvidelse af omsætningen på mindst 10 % om året i de kommende år.

For indtjeningen er ambitionen en EBITDA bruttomarginal på over 20 %, hvilket faktisk blev opnået i første halvår for den fortsættende virksomhed (22,8 %). Det sikrer Cash Flow'et til nedbringelse af nettogælden, der må skønnes til pt. knapt 20 mio. kr.

Der er ikke på kort sigt udsigt til fremkomst af væsentlige nyheder (Triggers), der kan påvirke opfattelsen af udsigterne for selskabet og dermed værdien af aktien afgørende. I stedet vil man fra aktiemarkedets side følge udviklingen i processen med økonomisk styrkelse. Et passende niveau for bankgælden er sandsynligvis 10 mio. kr. Regnskabsteknisk er værdien af den bogførte goodwill vigtig, da dette aktiv har den absolut største vægt (53 mio. kr.). Dette tal skal ses i forhold til egenkapitalens størrelse på 40 mio. kr. Hvert år testes værdien af goodwill i forhold til udsigterne for indtjeningsevnen fremover, renteniveau mv. Nedskrivning kan derfor forekomme i årsregnskabet.

Samlet bevæger udviklingen sig således i positiv retning. Fornyet vækst balanceret i forhold til økonomisk konsolidering er linjen.

Aktien som investering

Selskabet har med succes gennemført en Turn-around efter to år med underskud. Frasalgene indebærer lavere risiko. Ledelsen kan nu fokusere indsatsen på de aktiviteter man er bedst til, og dermed kan opnå det største afkast ved at udvikle. Man ser ud til at være trådt ud som ejer af det underskudsgivende tyske datterselskab med et beskedent tab. Det må anses for gunstige betingelser, og dermed ophører denne belastning. Salget med en avance af de overskudsgivende IT-produkter til byggeri er udtryk for en naturlig konsolideringsproces. Samlet giver de to transaktioner angiveligt et minimalt overskud.

Med udsigt til et pænt overskud i år på ca. 4 mio. kr. og et meget stort Cash Flow forbedres den økonomiske stilling væsentligt. Tilliden vokser samtidig som en ledsagende, vigtig faktor. Denne udvikling skal fortsættes for at give fornuftigt råderum og dermed handlefrihed. Kravet til lav gældsætning beror på sammenhængen mellem indtjening-goodwill-egenkapital, der er tæt knyttet og dermed følsomt over for indtjeningens udvikling, som er grundlaget. Driftens forløb er med andre ord afgørende.

Aktiens børskurs på 6,0 afspejler en forsigtig prisfastsættelse med en stor risikopræmie indregnet. P/E ligger på kun 6,3. Det skyldes, at opturen i indtjeningen er kommet langt kraftigere, end man kunne forestille sig. Anvendelse af indre værdi til vurdering af aktien er vanskelig, da det afhænger af goodwill spørgsmålet. Reelt handler det om branchens strukturudvikling med opkøb eller blodig kamp i konkurrencen. TDC's overtagelse af DIR i denne måned understreger trenden med udnyttelse af stordriftsfordele ved opkøb.

I takt med at usikkerheden reduceres, vil aktiens lave børskurs indeholde et potentiale som kan udfolde sig i form af en opregulering af værdiopfattelsen. Fokus ligger derfor fra investorenes side på ledelsens vilje og evne til at styrke selskabets økonomiske præstationsevne og stilling. På kort sigt afventer man dette. På langt sigt mener vi, at Athena vil kunne udvikle sig positivt. Take Over forløbet for konkurrenten DIR må anses for et positivt signal.

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	58.000
Bruttofortjeneste	11.374	16.861	23.033	46.662	58.208	55.684	47.000
EBITDA	1.008	1.988	1.818	4.879	4.020	7.633	13.000
Afskrivninger (D)	616	849	947	4.067	7.099	7.773	6.400
EBITA	392	1.139	871	812	-3.018	-140	6.600
Amortisering (A)	1.259	0	0	1.399	-257	-4.296	0
EBIT	1.651	1.139	871	2.211	-3.336	-4.436	6.600
Renter	-311	-183	-112	-446	-1.892	-2.057	-1.400
EBT	1.340	956	758	1.765	-5.228	-6.493	5.200
Skat	-342	-321	-192	-501	1.058	-263	-1.300
Nettoresultat	998	634	566	1.264	-4.170	-6.756	3.900
Balance	11.593	12.446	40.915	97.035	96.301	86.809	74.000
Immaterielle aktiver	1.230	2.640	2.427	58.223	57.559	53.626	53.000
Nettogæld	-4.167	-2.600	20.770	-26.217	-33.049	-30.075	-18.000
Egenkapital	906	1.058	32.368	47.164	44.426	37.653	41.500
Antal ansatte	18	30	48	65	73	63	37
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	1.192	1.069	838	1.107	1.099	1.238	1.568
Bruttofortjeneste	632	562	480	718	797	884	1.270
Løn udgiftsført	362	315	291	465	514	511	500
Driftsoverskud (EBITA)	22	38	18	12	-41	-2	178
EBITDA/Omsætning %	4,7	6,2	4,5	6,8	5,0	9,8	22,4
EBITA/Omsætning %	1,8	3,5	2,2	0,1	-3,8	-0,2	11,4
Egenkapitalforr. %	NA	64,6	NA	NA	NA	NA	9,8
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	0,96
Udbytte	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	0,45	0,53	9,71	11,67	10,99	9,32	10,27

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.

