

Frivilligt offentligt købstilbud – bestyrelsens redegørelse

Selskabsmeddelelse nr. 17/2020
3. november 2020

Som offentliggjort i selskabsmeddelelse nr. 16/2020 modtog Athena Investments A/S ("Athena") den 19. oktober 2020 et frivilligt købstilbud fra FIDIM SRL ("Fidim") om køb af alle aktier i Athena.

Athenas bestyrelse har nu sammen med relevante rådgivere gennemgået tilbuddet fra Fidim.

Bestyrelsens analyse og konklusioner vedlægges som bilag til denne selskabsmeddelelse.

Bestyrelsen

For yderligere information:

Peter Høstgaard-Jensen, Bestyrelsesformand, tlf.: +45 40 10 88 71
Francesco Vittori, adm. direktør, tlf.: +45 33 36 42 02

Athena Investments A/S – Harbour House, Sundkrogsgade 21, 2100 København Ø - www.athenainvestments.com

Bestyrelsens redegørelse

BILAG TIL SELSKABSMEDDELELSE NR. 17/2020

**SAMLET REDEGØRELSE FRA BESTYRELSEN FOR ATHENA INVESTMENTS A/S VEDRØRENDE
TILBUDET FREMSAT AF FIDIM SRL DEN 19. OKTOBER 2020**

Bestyrelsens redegørelse

INDHOLDSFORTEGNELSE

1.	INDLEDNING	4
1.1	Købstilbuddet	4
1.2	Tilbudsgiver	6
1.3	Baggrund for Købstilbuddet og strategiplaner	6
1.4	Kontraktbestemmelser, der aktiveres ved accept af Købstilbuddet	7
1.5	Formålet med redegørelsen	7
2.	BESTYRELSENS ANALYSE AF KØBSTILBUDET	7
2.1	Athenas historie og forretningsaktiviteter	7
2.2	Selskabsretlige forhold	8
2.3	Finansielle nøgletal og resultatforventninger	8
2.4	Athenas forventninger til regnskabsåret 2020	12
3.	BESTYRELSENS VURDERING AF FORDELE OG ULEMPER VED KØBSTILBUDET	13
3.1	Tilbudskursen	13
3.2	Fordele for Aktionærerne	14
3.3	Ulemper for Aktionærerne	14
3.4	Konsekvenser af Købstilbuddet for Selskabets interesser og beskæftigelsessituation	14
4.	OPLYSNINGER OM VISSE INTERESSER	15
5.	ANBEFALING TIL AKTIONÆRERNE	15

Bestyrelsens redegørelse

Redegørelse fra bestyrelsen for Athena Investments A/S ("**Bestyrelsen**") i henhold til § 22 i bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud ("**Overtagelsesbekendtgørelsen**") vedrørende det af FIDIM SRL den 19. oktober 2020 fremsatte frivillige offentlige købstilbud.

1. INDLEDNING

1.1 Købstilbuddet

FIDIM SRL ("**Fidim**" eller "**Tilbudsgiver**") meddelte den 15. oktober 2020, at selskabet havde besluttet at fremsætte et frivilligt offentligt kontant købstilbud til aktionærene ("**Aktionærene**") i Athena Investments A/S ("**Athena**" eller "**Selskabet**") ("**Købstilbuddet**"). Vilklårene for Købstilbuddet, som blev offentliggjort den 19. oktober 2020, fremgår af tilbudsdokumentet af 19. oktober 2020 ("**Tilbudsdokumentet**"), som er udarbejdet af Fidim og godkendt af Finanstilsynet.

Tilbudsgiver, FIDIM SRL, er et kapitalselskab stiftet den 21. juli 1986 i henhold til italiensk ret og registreret i handelsregistret i Milano Monza Brianza Lodi under selskabsregistreringsnr. 08432100157 med hjemsted på adressen Via Valosa di Sopra 9, 20900 Monza (MB), Italien. På datoen for Tilbudsdokumentets offentliggørelse forvaltes 99,9% af aktierne i Tilbudsgiver af SPAFID Trust SRL (selskabsregistreringsnr. 04625660966) for LR Trust, og de resterende 0,1% forvaltes af Società Italiana di Revisione Fiduciaria S.p.A. (selskabsregistreringsnr. 01840910150) på vegne af Lucio Rovati og Luca Rovati (bestyrelsesmedlemmer i Tilbudsgiver). På datoen for Tilbudsdokumentets offentliggørelse er Tilbudsgiver ikke direkte indehaver af aktier eller stemmerettigheder i Athena. Tilbudsgiver ejer dog 45,93% af aktierne i GWM Renewable Energy I S.p.A., der igen - indirekte gennem GWM Renewable Energy II S.r.l. - ejer 50,73% af aktierne i Athena. Tilbudsgiver har således en indirekte aktiepost i Athena svarende til ca. 23,30%.

Tilbudsgiver tilbyder i henhold til Tilbudsdokumentet at købe alle aktier i Athena à nominelt DKK 5,00 ("**Aktierne**") mod betaling af et kontant vederlag på DKK 3,70 pr. Aktie ("**Tilbudskursen**") med forbehold for regulering i henhold til Tilbudsdokumentets vilkår og betingelser (herunder for betaling af eventuelt udbytte forud for gennemførelse af Købstilbuddet).

Købstilbuddet er betinget af, at der ikke i perioden fra den 22. november 2019 frem til gennemførelsen af Købstilbuddet er foretaget udlodninger til aktionærene eller indgået væsentlige aftaler med nærtstående parter, som Selskabet ikke har offentliggjort i en selskabsmeddelelse forud for offentliggørelse af Tilbudsgivers beslutning om at fremsætte Købstilbuddet. Såfremt Tilbudsgiver giver afkald på denne betingelse, forbeholder Tilbudsgiver sig ret til at nedsætte den Tilbudskurs, der skal betales i henhold til Købstilbuddet, med udbytte- eller udlodningsbeløbet pr. Aktie krone-for-krone (eller svarende til markedsværdien af eventuelle udlodninger til Aktionærene i andre værdier end kontanter).

Købstilbuddet gælder i henhold til Tilbudsdokumentet fra og med den 19. oktober 2020, og tilbudsperioden udløber den 25. november 2020 kl. 23.59 (CET), medmindre Tilbudsgiver forlænger tilbudsperioden i henhold til gældende love og regler og som anført i Tilbudsdokumentet ("**Tilbudsperioden**").

Købstilbuddet fremsættes under forudsætning af, at de i Tilbudsdokumentet (og nedenfor) anførte betingelser opfyldes eller (i henhold til gældende love og regler) frafalder, eller omfanget af disse reduceres af Tilbudsgiver. Gennemførelse af Købstilbuddet er betinget af følgende ("**Betingelser for Gennemførelse**):

- (a) At Tilbudsgiver ved udløb af Tilbudsperioden ejer eller har modtaget gyldig og bindende accept fra Aktionærer, der repræsenterer i alt mere end 90 procent af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Selskabet.
- (b) At der ikke siden den 22. november 2019 og før Gennemførelse er foretaget udlodninger til aktionærer eller indgået væsentlige aftaler med nærtstående parter, som Selskabet ikke har offentliggjort i en selskabsmeddelelse forud for offentliggørelse af Tilbudsgivers beslutning om at fremsætte Tilbuddet af 15. oktober 2020.

Bestyrelsens redegørelse

- (c) At der ikke forud for Gennemførelsen er foretaget ændring af Selskabets vedtægter eller aktiekapital, ligesom der ikke foreligger et bindende tilsagn om at ændre Selskabets aktiekapital eller vedtægter i forhold til Selskabets senest offentliggjorte vedtægter af 23. april 2020.
- (d) At Selskabets Aktier forbliver optaget til handel og officiel notering indtil Gennemførelsen.
- (e) At det i Tilbudsperioden ikke konstateres, at oplysningerne i Selskabets årsrapport for 2019 og halvårsregnskab for perioden 1. januar - 30. juni 2020 ikke giver et retvisende billede i enhver henseende, og at Selskabet fra den 31. december 2019 og frem til Gennemførelsen har opfyldt sin forpligtelse til at offentliggøre væsentlige oplysninger i overensstemmelse med gældende love og regler.
- (f) At Selskabet ikke forud for Gennemførelsen (a) træffer beslutning om spaltning eller fusion (herunder Bestyrelsens godkendelse af en fusions- eller spaltningsplan), (b) indgår aftaler om køb eller sale eller øvrige transaktioner for så vidt angår en væsentlig del (defineret som mere end 2 procent) af Athenas aktiver, rettigheder eller aktiviteter og/eller (c) indgår et joint venture, en alliance eller tilsvarende forpligtelse eller aftale.
- (g) At hverken Selskabet eller nogen af Selskabets Datterselskaber forud for Gennemførelsen har solgt, indgået aftale om at sælge eller opsiges eller indgået aftale om at opsiges eller på anden måde disponere over Aktier ejet af Athena på tidspunktet for Offentliggørelse.
- (h) At Selskabet ikke forud for Gennemførelsen udsteder (eller tillader udstedelse af) eller bemyndiger udstedelse af nogen warrants, optioner, konvertible lån eller andre instrumenter, der direkte eller indirekte kan konverteres til, træde i stedet for eller fungere som erstatning for, aktier i Selskabet, og at ingen Datterselskaber udsteder (eller tillader udstedelse af) sådanne værdipapirer.
- (i) At Selskabet ikke siden 7. august 2020 og forud for Gennemførelsen har foretaget noget væsentlige ændringer i aftaler og ansættelseskontrakter med medlemmerne af Bestyrelsen og Direktionen.
- (j) At der ikke er vedtaget nogen ugunstig lovgivning, og at der ikke er henholdsvis indledt, varslet eller afgjort nogen tvister eller processer (herunder voldgiftssager, administrative sager, offentlige og tilsynsmæssige undersøgelser eller retssager) eller truffet nogen afgørelser af offentlige myndigheder, som med rimelig sandsynlighed ville kunne forhindre Tilbuddets Gennemførelse (og den herved foreslåede og påtænkte transaktion) og/eller den relaterede finansiering af Tilbuddet, på de vilkår, der er angivet i Tilbudsdokumentet, på en måde, der er til ugunst for Tilbudsgiver.
- (k) At der ikke forud for Gennemførelsen er fremsat Væsentlige Krav mod Selskabet (af andre end Tilbudsgiver).
- (l) At der ikke er indledt insolvensbehandling i henhold til dansk ret vedrørende Selskabets aktiver (bortset fra af Tilbudsgiver), og at hverken Bestyrelsen eller Direktionen har begæret en sådan behandling indledt forud for Gennemførelsen af Tilbuddet, og at Selskabet ikke er opløst eller likvideret forud for Gennemførelsen af Tilbuddet.
- (m) At der ikke er indtruffet nogen Væsentlig Negativ Ændring (som defineret i punkt 11, "Definitioner"), og at Selskabet ikke i Tilbudsperioden og frem til Gennemførelsen af Tilbuddet har offentliggjort eller vil offentliggøre oplysninger, hvis indhold udgør en Væsentlig Negativ Ændring.

I henhold til Tilbudsdokumentet omfatter Købstilbuddet ikke Aktier ejet af (i) Athena eller (ii) Aktionærer hjemmehørende i en jurisdiktion, hvor fremsættelse eller accept heraf ville stride mod værdipapirlovgivningen eller andre love og regler i denne jurisdiktion eller ville kræve registrering, godkendelse eller anmeldelse til en tilsynsmyndighed, som ikke udtrykkeligt er påtænkt i Tilbudsdokumentet ("**Udelukkede Jurisdiktioner**"). Købstilbuddet omfatter heller ikke andre finansielle instrumenter udstedt af Athena.

Købstilbuddet fremsættes som et frivilligt offentligt kontant købstilbud i henhold til kapitalmarksloven og Overtagelsesbekendtgørelsen. Købstilbuddet og enhver accept heraf er underlagt dansk ret. Købstilbuddet er underlagt oplysningsforpligtelserne i henhold til dansk ret, som på væsentlige områder kan afgive fra reglerne i USA. Købstilbuddet fremsættes i USA i henhold til section 14(e) i - og Regulation 14E udstedt i medfør af - den amerikanske Securities Exchange Act of 1934 med senere ændringer ("**US Exchange Act**") og i øvrigt i henhold til dansk ret. Købstilbuddet er ikke underlagt section 14(d)(1) i - eller Regulation 14D udstedt i medfør

Bestyrelsens redegørelse

af - US Exchange Act og fremsættes for så vidt angår Aktierne i overensstemmelse med undtagelsen i Rule 14d-1(c) deri.

Der henvises endvidere til Tilbudsdokumentet, som indeholder en nærmere beskrivelse af vilkårene for Købstilbuddet.

1.2 Tilbudsgiver

For en beskrivelse af Tilbudsgiver og de indirekte medinvestorer i Tilbudsgivers koncern henvises til afsnit 8 i Tilbudsdokumentet.

1.3 Baggrund for Købstilbuddet og strategiplaner

Formålet med Købstilbuddet er, at Tilbudsgiver erhverver alle Aktier (eksklusive eventuelle Aktier ejet af Athena og Aktionærer hjemmehørende i Udelukkede Jurisdiktioner) og efterfølgende anmoder Nasdaq Copenhagen om afnotering af alle Aktier.

Athena solgte i 2019 nogle af sine største vind- og solenergianlæg i Italien og Spanien.

Derudover afsøger Athena mulighederne for at afhænde den resterende portefølje af vedvarende energianlæg. I lyset af den væsentlige reduktion af virksomhedens størrelse og Aktiernes begrænsede likviditet er det Tilbudsgivers opfattelse, at det ville være i Athenas og Athenas interessenters interesse at lade Selskabet indtræde i en likvidationsproces, som unoteret selskab, eller at bruge Selskabet til andre aktiviteter.

Tilbudsgiver har til hensigt at samarbejde med de nuværende medarbejdere på ansættelsesvilkår, der i al væsentlighed er uændrede. Det er ikke Tilbudsgivers hensigt at ændre sammensætningen af Bestyrelsen og direktionen.

Athenas hjemsted er beliggende på adressen c/o Harbour House, Sundkrogsgade 21, DK-2100 København Ø.

Selskabets hovedaktiviteter er placeret i Italien, hvor Athena ejer vind- og solenergianlæg med en samlet installeret kapacitet på 57 MW.

Tilbudsgiver har til hensigt at gennemføre en tvangsindløsning af de Aktionærer, der måtte være tilbage i Selskabet efter gennemførelsen af Købstilbuddet. Det er endvidere Tilbudsgivers hensigt at afnotere alle Aktier fra Nasdaq Copenhagen efter gennemførelsen af Købstilbuddet.

Vederlaget for Aktierne, der erhverves i henhold til Købstilbuddet, består alene af en kontant betaling, som finansieres af Tilbudsgivers kapitalberedskab og kredittilsagn. Tilbudsgiver oplyser og indestår for at være i besiddelse af de midler, der er nødvendige for at købe og betale for de Aktier, der indgår i Købstilbuddet, på de i Tilbudsdokumentet fastsatte vilkår og betingelser.

Det er Tilbudsgivers opfattelse, at ingen personer handler i forståelse med Tilbudsgiver i relation til Købstilbuddet.

I henhold til kapitalmarkslovens § 45 har en aktionær, der opnår kontrol (defineret i lovens § 44 som besiddelse af mindst en tredjedel (1/3) af de til aktierne knyttede stemmerettigheder) over et selskab, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, pligt til at fremsætte et offentligt købstilbud (pligtmæssigt tilbud) om at erhverve de resterende aktier i selskabet. I henhold til kapitalmarkslovens § 46, nr. 1, skal det frivillige købstilbud dog ikke efterfølges af et pligtmæssigt tilbud, hvis grænsen er nået gennem et frivilligt købstilbud, forudsat at det oprindelige købstilbud omfattede alle aktier i målselskabet, og tilbudsgiver som resultat af det frivillige købstilbud har opnået mere end halvdelen (1/2) af stemmerettighederne i selskabet. Tilbudsgiver forventer ikke, at gennemførelsen af Købstilbuddet vil medføre en forpligtelse for Tilbudsgiver til

Bestyrelsens redegørelse

at fremsætte et efterfølgende pligtmæssigt købstilbud i henhold til kapitalmarkedslovens § 45, da Tilbudsgiver forventer at erhverve Aktier svarende til mere end 90% af stemmerettighederne og aktiekapitalen i Athena.

1.4 Kontraktbestemmelser, der aktiveres ved accept af Købstilbuddet

Athena har ikke indgået nogen væsentlige aftaler indeholdende bestemmelser, der aktiveres ved gennemførelse af Købstilbuddet.

1.5 Formålet med redegørelsen

Bestyrelsen for et børsnoteret selskab, der bliver genstand for et offentligt købstilbud, skal i henhold til § 22, stk. 1, i Overtagelsesbekendtgørelsen udarbejde og offentliggøre en redegørelse, som indeholder bestyrelsens holdning til tilbuddet og begrundelsen herfor. Bestyrelsen skal redegøre for sin holdning til konsekvenserne af at acceptere købstilbuddet for alle selskabets interesser og til tilbudsgivers strategiske planer for målselskabet samt de sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og selskabets driftssteder.

Denne redegørelse er udarbejdet af Athenas Bestyrelse med henblik på at opfylde Bestyrelsens forpligtelser i henhold til Overtagelsesbekendtgørelsens § 22.

Redegørelsen er udarbejdet i både en dansk- og en engelsksproget version. I tilfælde af uoverensstemmelser mellem disse er den danske version gældende.

Redegørelsen er underlagt dansk ret.

2. BESTYRELSENS ANALYSE AF KØBSTILBUDET

Bestyrelsen har vurderet en række faktorer i relation til Købstilbuddet som beskrevet nedenfor.

I forbindelse med analysen af Købstilbuddet har Bestyrelsen bedt UniCredit om at vurdere Tilbudskursen ud fra et økonomisk perspektiv ("**Fairness Opinion**"). Bestyrelsen har endvidere bedt det svenske advokatfirma Mannheimer Swartling om at udarbejde en opdateret redegørelse for den forventede procesmæssige udvikling i relation til de nedenfor nævnte voldgiftssager, inkl. den forventede varighed heraf.

2.1 Athenas historie og forretningsaktiviteter

Selskabet blev stiftet i 1924 og drev oprindeligt bank- og finansieringsvirksomhed. I 1998 skiftede Selskabet navn til Greentech Energy Systems A/S og begyndte at fokusere på køb og udvikling af vedvarende energiprojekter. Selskabets virksomhed har siden da primært haft fokus på produktion af vedvarende energi og omfatter drift af vedvarende energianlæg inden for vind- og solenergi. Selskabet ændrede i 2017 navn til Athena Investments og fik samtidig ny formålsparagraf med henblik på at udvide sin fremtidige forretning med eventuelle komplementære eller selvstændige aktiviteter. Der er på tidspunktet for offentliggørelse af Tilbudsdokumentet dog ikke fundet nye forretningsmuligheder, som er egnede eller tilstrækkeligt attraktive.

I de senere år har Selskabet løbende indskrænket sine aktiviteter inden for vedvarende energi og sin geografiske tilstedeværelse, navnlig ved det af generalforsamlingen godkendte salg af mere end 70% af Selskabets vedvarende energiportefølje i juli 2019. Selskabets nuværende aktiviteter omfatter drift af vindenergianlæg med en samlet installeret nettokapacitet på 45 MW fordelt på to vindmølleparker i Sardinien, Italien, og to solenergianlæg med en samlet installeret nettokapacitet på 12,4 MW fordelt på 12 mindre anlæg i Italien. Selskabet afsøger mulighederne for at afhænde den resterende portefølje af vind- og solenergianlæg.

Bestyrelsens redegørelse

2.2 Selskabsretlige forhold

Athena er stiftet i henhold til dansk ret som et aktieselskab. Athena har én aktieklasse. Aktierne er optaget til handel og officiel notering på Nasdaq Copenhagen under symbolet "ATHENA" og ISIN-kode DK0010240514.

På datoen for offentliggørelse af Tilbudsdokumentet udgør Athenas registrerede aktiekapital DKK 533.313.475 fordelt på aktier à nominelt DKK 5,00 og multipla deraf. Aktierne handles på Nasdaq Copenhagen i en stykstørrelse på DKK 5,00 pr. Aktie, og der er således optaget 106.662.695 Aktier til handel svarende til nominelt DKK 5 pr. Aktie. Aktierne er omsætningspapirer og er frit omsættelige.

Athena havde pr. 31. december 2019 4.354 navnenoterede Aktionærer og en beholdning af egne Aktier på 5.295.314 svarende til ca. 4,96% af den samlede aktiekapital. Bestyrelsen har ikke til hensigt at sælge, annullere eller anvende Selskabets egne Aktier i andre sager.

På datoen for offentliggørelse af Tilbudsdokumentet havde Athena følgende storaktionærer (dvs. Aktionærer, der i medfør af kapitalmarkedslovens § 38 har meddelt Athena, at de ejer mindst fem (5) % af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Athena):

- GWM Renewable Energy II S.r.l. (50,73%)
- SDP RAIF (29,10%)

På datoen for offentliggørelse af Tilbudsdokumentet udgøres Athenas Bestyrelse af Peter Høstgaard-Jensen (formand), Michèle Claudine Bellon og Jean-Marc Lucien Janailhac. Selskabets direktion består af CEO Francesco Vittori.

Tilbudsgiver betaler ikke noget vederlag til medlemmerne af Bestyrelsen eller direktionen i forbindelse med Købstilbuddet bortset fra vederlag, som de i deres egenskab af Aktionærer er berettiget til at modtage ved accept af Købstilbuddet, eller hvis de vælger at sælge deres Aktier til Tilbudsgiver som led i en anden transaktion.

2.3 Finansielle nøgletal og resultatforventninger

Nedenstående finansielle nøgletal er offentliggjort i Selskabets årsrapport for regnskabsåret 2019 og i Selskabets seneste halvårsregnskab offentliggjort den 4. august 2020 for perioden 1. januar 2020 til 30. juni 2020:

Bestyrelsens redegørelse

Hoved- og nøgletal	1. halvår 2020	2019	2018 *	2017	2016
EUR'000					
Resultatopgørelse					
Omsætning	100	386	272	56.443	46.586
Bruttoresultat	100	-78	-306	26.908	20.534
EBITDA **	-2.017	-6.160	-5.501	39.308	30.411
Resultat før renter og skat (EBIT) før nedskrivninger	-3.031	-6.202	-5.551	23.023	17.667
Resultat af finansielle poster	-31	-905	152	-11.184	-8.522
Resultat for perioden fra fortsættende aktiviteter	-3.040	-9.721	-6.606	8.808	11.399
Resultat for perioden fra ophørte aktiviteter	-65	-37.031	11.549	-	-5.864
Resultat for perioden	-3.105	-46.752	4.943	8.808	5.535
Totalindkomst for perioden	-2.979	-46.726	6.877	13.164	6.590
Balance					
Langfristede aktiver	13.811	15.841	311.287	335.924	366.550
Kortfristede aktiver	30.164	32.997	90.908	77.546	57.014
Aktiver bestemt for salg og ophørte aktiviteter	77.845	79.426	1.100	8.975	2.218
Aktiver i alt	121.820	128.264	403.295	422.445	425.782
Aktiekapital	71.623	71.623	71.623	71.623	71.623
Egenkapital	70.050	73.005	212.205	209.358	198.421
Langfristede forpligtelser	1.132	422	159.950	180.842	152.796
Kortfristede forpligtelser	831	3.880	31.140	31.557	72.347
Forpligtelser bestemt for salg og ophørte aktiviteter	49.807	50.957	-	688	2.218
Nettoarbejdskapital (NWC)	2.932	-148	13.412	16.367	14.392
Pengestrømme					
Pengestrømme fra driftsaktiviteter	-2.027	12.818	27.099	23.834	16.155
Pengestrømme fra/uudnyttede investeringsaktiviteter	-26	62.141	10.152	6.891	3.160
Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter	-2.003	-103.210	-20.809	-11.275	-13.724
Pengestrømme fra fortsættende aktiviteter, i alt	-2.992	-89.217	12.290	19.450	7.108
Pengestrømme fra ophørte aktiviteter, i alt	-1.064	60.966	4.151	-	-1.517
Pengestrømme i alt	-4.056	-28.251	16.441	19.450	5.591
Nøgletal					
Bruttomargin før nedskrivninger	N/A	-20,2%	-112,7%	47,7%	44,1%
EBITDA-margin **	N/A	N/A	N/A	69,6%	65,3%
EBIT-margin	N/A	N/A	N/A	40,8%	37,9%
Soliditetsgrad	57,5%	56,9%	52,6%	49,6%	46,1%
Afkast af investeret kapital	-19,7%	-5,5%	-2,0%	6,7%	6,3%
Egenkapitalforrentning	-4,3%	-32,8%	2,3%	4,3%	2,8%
Finansiell gearing	-0,4	-0,4	0,4	0,6	0,8
Nøgletal pr. aktie					
Gennemsnitligt antal aktier, 1000 aktier	101.367	101.367	101.367	101.367	101.367
Antal aktier ved periodens udgang, 1000 aktier	101.367	101.367	101.367	101.367	101.367
Indtjening pr. aktie (basic EPS) EUR før ophørte aktiviteter	-0,03	-0,10	-0,07	0,09	0,11
Indtjening pr. aktie (basic EPS) EUR efter ophørte aktiviteter	-0,03	-0,46	0,05	0,09	0,05
Net Asset Value pr. aktie, EUR	0,69	0,72	2,09	2,07	1,96
Kurs/Net Asset Value	0,64	0,69	0,40	0,55	0,45
Aktuel P/E	neg.	neg.	17,14	13,14	16,08
Udbytte pr. aktie	-	0,91	0,03	0,02	-
Udbytteprocent (%)	neg.	neg.	40%	40%	-
Børskurs ved periodens udgang, EUR	0,4	0,50	0,84	1,14	0,88
Gennemsnitligt antal medarbejdere	8	28	30	32	52
Antal medarbejdere	7	26	29	32	50
Heraf konsulenter	-	1	1	1	1
Heraf opsagte medarbejdere	-	19	-	2	2
Driftsrelaterede nøgletal					
Produktion i GWh	31,1	267,7	368,5	373,9	372,4
Heraf joint ventures	-	37,5	55,8	60,5	74,0
Nettokapacitet (MW)	57,4	213,5	213,5	238,6	254,0
Heraf joint ventures	-	49,5	49,5	49,5	49,5

* Tilpasset som følge af IFRS 5 – Ophørte aktiviteter (resultatopgørelse og pengestrømme)

** Resultat af primær drift før nedskrivninger, ekskl. afskrivninger, indkomst fra investeringer i joint ventures og særlige poster

Bestyrelsens redegørelse

Baseret på de seneste finansielle oplysninger offentliggjort den 4. august 2020 udgør koncernens egenkapital ca. MEUR 70, svarende til ca. DKK 5,15 pr. aktie. Athenas egenkapital består af følgende:

EUR'000

1. HALVÅR 2020

EGENKAPITAL I ALT	70.050
heraf:	
Likvid beholdning	25.447
Vind- og sol-aktiver bestemt for salg	28.038
Deponeringskonto vedrørende Ardian/Glenmont-transaktionen	10.297
Tilbageholdt beløb vedrørende Ardian/Glenmont-transaktionen	3.500
Lån til EDF Polska	3.300
Hensættelser	-1.000
Andre aktiver/passiver	468

Ud over den likvide beholdning på ca. MEUR 25,4 pr. 30. juni 2020 består Athenas egenkapital af forskellige aktiver, hvis værdi bl.a. afhænger af opfyldelse af visse betingelser, der hver især er beskrevet nedenfor.

Klassifikation af vind- og solenergiporteføljen som aktiver bestemt for salg

I 2019 solgte Athena en stor del af sin vind- og solenergiportefølje til Ardian og Glennmont svarende til en samlet nettokapacitet på ca. 156 MW. Herefter består de tilbageværende aktiviteter inden for vedvarende energi af vind- og solenergianlæg i Italien med en samlet nettokapacitet på ca. 57 MW. Som nævnt ovenfor afsøger Athena mulighederne for at afhænde den resterende vind- og solenergiportefølje. På baggrund heraf og i overensstemmelse med kravene i IFRS 5 blev både de solgte aktiver og den resterende vind- og solenergiportefølje i slutningen af 2019 omklassificeret som aktiver bestemt for salg og ophørte aktiviteter. Ifølge IFRS 5 skal anlægsaktiver, der er bestemt for salg, måles til den laveste værdi af aktivernes regnskabsmæssige værdi og dagsværdien fratrukket salgsomkostninger. Athena anvender gennemsnittet af de modtagne foreløbige tilbud ved anvendelse af IFRS 5-kravene.

Athena er på tidspunktet for denne redegørelse involveret i to mulige salgsprocesser. Udfaldet af disse salgsprocesser er meget usikkert både med hensyn til timing og værdiansættelse, primært som følge af ændringer i de makroøkonomiske forhold og Covid-19-situationen. Selskabet forventer at afslutte begge transaktioner senest ved udgangen af første halvår 2021 på basis af forhandlede vilkår om pris og fremtidige kontraktuelle forpligtelser i en balanceret kombination. De faldende energipriser, som er reduceret med 30% i forhold til 2019, og udviklingen i den vedvarende energiportefølje, der i 2020 har været påvirket af en kombination af dårlige vejrforhold og uventede tekniske problemer, kan have en negativ effekt på værdien af de aktiver, som skal afhændes.

Deponeringskonto vedrørende Ardian/Glenmont-transaktionen

Der er deponeret nominelt MEUR 12,0 til fordel for Ardian og Glennmont til dækning af Athenas potentielle ansvar i henhold til aftalen indgået i juli 2019. Beløbet er pt. deponeret hos UBS Bank i en periode på 36 måneder (udløbsdatoen er 25. juli 2022). Såfremt der ikke fremsættes nogen krav fra Ardians eller Glennmonts side i perioden, vil beløbet blive frigivet til fordel for Athena. I starten af 2020 frigav Glennmont en del af deponeringsbeløbet svarende til MEUR 1,0 som følge af den positive aftalemæssige afvikling af mellemværendet med Nica Holding vedrørende Minerva Messina-vindmølleparken. Som beskrevet i årsrapporten for 2019 og i halvårsrapporten for 1. halvår af 2020 har Athena modtaget en række krav. Kravene, hvis størrelse ikke kan opgøres, er blevet afvist. Disse krav er således ikke dækket af særlige reserver. Der

Bestyrelsens redegørelse

pågår stadig drøftelser med modparterne med henblik på at nå frem til en aftale. Derudover kan Athena ikke på tidspunktet for denne redegørelse garantere, at der ikke vil blive fremsat yderligere krav i den resterende del af garantiperioden. Endelig vil potentielle tvister mellem Athena og køberne (f.eks. voldgiftssager) kunne forsinke frigivelsen af deponeringsbeløbet helt eller delvist, indtil der foreligger endelige afgørelser.

Tilbageholdelse af en del af købesummen i Ardian/Glennmont-transaktionen

Med udgangspunkt i aftalen indgået i juli 2019 med Ardian og Glennmont er der i første omgang tilbageholdt MEUR 3,5 af købesummen, som vil blive frigivet af Glennmont til Athena efter afslutningen af sagen med beslaglæggelse af Minerva Messina-vindmølleparkens jordstykker. Beslaglæggelsen er en del af en verserende sag i Italien, men har aldrig haft nogen indvirkning på Athenas drift. Det tilbageholdte beløb vil blive frigivet ved indgåelse af en bindende aftale med "National Agency for the Administration of Assets Seized from Organized Crime", hvorved ejendomsretten til de beslaglagte områder overdrages til Minerva Messina. Athena forventer at indgå aftalen i løbet af 2021, idet Covid-19 har forsinket processen. Det bemærkes, at såfremt der ikke opnås nogen ejendomsret, vil den tilbageholdte del af købesummen blive udbetalt med ca. MEUR 0,5 pr. år startende i 2024.

Lån til EDF EN Polska

I 2016 indgik Athena og EDF Energies Nouvelles (gennem datterselskabet EDF EN Polska) en aftale om salg af Athenas polske vindmølleprojekter under udvikling. I henhold til den indgåede aftale købte EDF EN Polska Athenas projekter med en forventede samlet kapacitet på 105 MW og ydede - i lyset af de af Athena afholdte omkostninger på daværende tidspunkt - en kredit, der vil blive udbetalt eller konverteret til en minoritetsandel i projekterne, når og hvis de sættes i drift. I 2019 foretog Athena en nedskrivning på MEUR 0,3 efter i februar 2020 at have modtaget MEUR 1,2 fra EDF EN Polska i forbindelse med det positive udfald af Ustka og Parnowo-udviklingsprocessen. Den resterende del på MEUR 3,3 er betinget af et positivt udfald af udviklingsfasen (herunder den auktion, der er nødvendig for at opnå feed-in-tariffen) for Smolecin-vindmølleprojektet, der tidligst forventes inden for de næste 24 måneder.

Voldgiftssager

Ud over ovennævnte aktiver og passiver, som allerede er medtaget i Athenas årsregnskab, har Selskabet visse potentielle eventualaktiver vedrørende de to voldgiftskendelser mod Spanien og Italien, som er anfægtet og anket til SVEA Hovretten i Stockholm og dermed endnu ikke kan indregnes i Athenas regnskab.

Bestyrelsen har bedt det svenske advokatfirma Mannheimer Swartling, der bistår Selskabet i den verserende retssag, om at udarbejde en opdateret redegørelse for retssagen, der kan sammenfattes som følger:

I 2018 blev begge voldgiftssager afgjort til Selskabets fordel (jf. selskabsmeddelelse nr. 17/2018 og nr. 21/2018). Både den spanske og italienske stat har efterfølgende anlagt sag ved SVEA Hovretten i Stockholm med henblik på at få kendelserne tilsidesat. Selskabet har anfægtet appelsagerne.

Spanien:

I slutningen af oktober 2020 afviste SVEA Hovretten i Stockholm Spaniens anmodning om henvisning til EU-domstolen og gav EU-Kommissionen tilladelse til at intervenere i indsigelsessagen ved indlevering af et skriftligt indlæg i anden halvdel af december 2020. Appelsagen ved SVEA Hovretten i Stockholm fortsætter således, og endelig dom i sagerne forventes om ca. 1,5-5 år, idet den mest sandsynlige tidshorisont er 3-3,5 år.

Best-case-scenariet vil være en proces uden yderligere væsentlige indlæg, forsinkelser eller udsættelser og forventet dom i 2. kvartal 2022. Hvis der gives tilladelse til at anke til højesteret, forventes der dom i slutningen af 2023 og - såfremt der sker henvisning til EU-domstolen - i 2025.

Bestyrelsens redegørelse

Italien:

I lyset af SVEA Hovretten i Stockholms afgørelse vedrørende Spanien anser Athena det for sandsynligt, at appelretten også vil afvise Italiens anmodning om henvisning.

Den skønnede tidshorizont for Spanien gælder også sagen mod Italien, forudsat at appelretten træffer afgørelse om henvisning inden udgangen af 2020. En senere afgørelse vil sandsynligvis medføre en tilsvarende forsinkelse af de efterfølgende processuelle skridt.

Da der ikke findes nogen lignende sager, som allerede er afgjort på tidspunktet for denne redegørelse, er begge sager fortsat uforudsigelige, både med hensyn til timing og udfald.

Indtil da vil Selskabet fortsat forsøge at få kendelserne stadfæstet i henhold til 1958 New York Convention med henblik på fuldbyrdelse. Da appelsagerne stadig verserer, er stadfæstelsesproceduren dog sat i bero. Selv om SVEA Hovretten i Stockholm måtte give Selskabet medhold i begge appelsager, er stadfæstelsesproceduren og den efterfølgende fuldbyrdelse således forbundet med betydelig usikkerhed og risiko for yderligere væsentlige forsinkelser.

2.4 Athenas forventninger til regnskabsåret 2020

Athenas forventninger til regnskabsåret 2020 er indeholdt i årsrapporten for 2019 (s. 9), afsnittet "Forventninger til 2020". Athenas forventninger til regnskabsåret 2020 er baseret på skøn og antagelser udarbejdet i overensstemmelse med indregnings- og målingskravene i de internationale regnskabsstandarder (IFRS) og Selskabets almindelige interne procedurer for udarbejdelse af prognoser.

Selskabets forventninger til 2020 er primært baseret på følgende antagelser:

- Afhændelse af den resterende portefølje og opstart af nye aktiviteter.
- Lavere omkostningsniveau.

De regnskabsmæssige skøn er mere specifikt baseret på følgende antagelser:

- Selv om Athena er på udkig efter nye forretningsmuligheder med henblik på at ændre sit forretningsmæssige fokus, er der ikke medtaget nye aktiviteter i forventningerne til 2020. De tilbageværende vind- og solenergianlæg er klassificeret som ophørte aktiviteter.
- Ved udgangen af 2019 foretog Athena en omstrukturering med henblik på at nedbringe driftsomkostningerne og forenkle omkostningsstrukturen. Athena forventer herefter en årlig omkostningsbesparelse på ca. MEUR 2,0 ekskl. potentielle engangsudgifter.

Forventningerne til 2020 påvirkes negativt af salget af porteføljen i årets løb og af de ophørte aktiviteter. I 2020 forventes et negativt EBITDA på ca. MEUR -3,0-4,0, hvilket svarer til Athenas nye omkostningsniveau. Dette anses for tilstrækkeligt til udvikling af nye aktiviteter og/eller løbende afvikling af Athenas eksisterende aktiviteter. Implementeringen og konsolideringen af nye aktiviteter vil ændre de finansielle nøgletal for koncernen.

I Athenas halvårsregnskab for 1. halvår af 2020 er forventningerne til 2020 endvidere revideret som følger:

Bestyrelsens redegørelse

FORVENTNINGER	Faktisk 2018 *	Faktisk 2019	Oprindelige forventninger (Mar. 2020)	Reviderede forventninger (Aug. 2020)
MEUR				
EBITDA	-5,5	-6,2	-3,0 /-4,0	-4,5 /-5,5
NETTORESULTAT	4,9	-46,8	-3,0 /-4,0	-4,5 /-5,5

* Tilpasset som følge af IFRS 5 - Ophørte aktiviteter

De reviderede forventninger skyldes primært en forventet eventualpost på MEUR 1,0, der er klassificeret som en særlig post i halvårsregnskabet for 1. halvår 2020.

I lyset af det forventede nettoresultat ifølge de reviderede forventninger offentliggjort den 4. august 2020 bør koncernens samlede egenkapital ultimo 2020 udgøre ca. MEUR 67,5 svarende til ca. DKK 4,96 pr. aktie. I dette beløb er der ikke taget højde for potentielle negative konsekvenser af de ovenfor beskrevne salgsprocesser.

3. BESTYRELSENS VURDERING AF FORDELE OG ULEMPER VED KØBSTILBUDET

Bestyrelsen har vurderet en række faktorer i relation til Købstilbuddet som beskrevet nedenfor.

3.1 Tilbudskursen

Tabellen nedenfor viser Tilbudskursen i forhold til markedskursen på Nasdaq Copenhagen i visse historiske perioder.

Dato/Periode	Aktiekurs (DKK)	Præmie, som tilbudskursen repræsenterer (%)
Lukkekurs den 14. oktober 2020 (*)	3,16	17%
Den vægtede gennemsnitkurs i de seneste 30 dage frem til og med den 14. oktober 2020	3,15	17%
Den vægtede gennemsnitkurs i de seneste 90 dage frem til og med den 14. oktober 2020	3,23	14%

(*) 14. oktober 2020 var den sidste handelsdag på Nasdaq Copenhagen forud for Fidim's meddelelse om at fremsætte tilbuddet.

Bestyrelsens redegørelse

3.2 Fordele for Aktionærerne

Bestyrelsens vurderer, at Købstilbuddet indebærer følgende fordele for Aktionærerne:

- Tilbudskursen svarer til en præmie på ca. 14-17% sammenlignet med markedskursen på Nasdaq Copenhagen på visse tidspunkter i en periode på 90 handelsdage forud for FIDIM SRL's meddelelse den 15. oktober 2020.
- Selv om Tilbudskursen er lavere end Athenas forventede egenkapital ultimo 2020 (ca. 25%), er der stadig tale om en attraktiv kurs sammenlignet med de strategiske alternativer, som Athenas aktionærer har, særligt i lyset af Athena-aktiens begrænsede likviditet og Selskabets historiske aktionærstruktur.
- Hvis de accepterer Tilbudskursen, vil Athena-aktionærerne undgå de potentielle negative konsekvenser, der knytter sig til de forskellige aktiver, hvis værdi afhænger af opfyldelsen af visse betingelser, der vil kunne få Selskabets markedsværdi til at falde yderligere.
- Tilbuddet er alene betinget af et begrænset antal sædvanlige betingelser som beskrevet i Tilbudsdokumentet.
- Købstilbuddet er ikke betinget af gennemførelse af en due diligence.
- Tilbudskursen afregnes kontant til Aktionærerne (og ikke i form af værdipapirer eller andet), og Købstilbuddet er fuldt finansieret.

3.3 Ulemper for Aktionærerne

Bestyrelsen vurderer, at Købstilbuddet indebærer følgende ulemper for Aktionærerne:

- Efter gennemførelse af Købstilbuddet (herunder evt. afnotering af Aktierne på Nasdaq Copenhagen og tvangsindløsning af de tilbageværende Aktionærer) vil Aktionærerne ikke længere kunne deltage i en potentiel fremtidig værditilvækst i Athena.
- Aktionærerne vil som udgangspunkt blive beskattet af en realiseret gevinst, hvis de vælger at sælge deres Aktier, hvilket kan medføre en fremrykket beskatning. Da de skattemæssige konsekvenser af at acceptere Købstilbuddet afhænger af den enkelte Aktionærs skatteforhold, anbefales Aktionærerne at vurdere deres egne skatteforhold og om nødvendigt rådføre sig med deres egne professionelle rådgivere.

3.4 Konsekvenser af Købstilbuddet for Selskabets interesser og beskæftigelsessituation

Bestyrelsen vurderer, at følgende oplyste planer (som anført i Tilbudsdokumentet) vil kunne påvirke Selskabets interesser:

- Formålet med Købstilbuddet er, at Tilbudsgiver erhverver alle Aktier (eksklusive eventuelle Aktier ejet af Athena og Aktionærer hjemmehørende i Udelukkede Jurisdiktioner) og efterfølgende anmoder Nasdaq Copenhagen om afnotering deraf.
- I lyset af den væsentlige reduktion af virksomhedens størrelse og Aktiernes begrænsede likviditet er det Tilbudsgivers opfattelse, at det ville være i Athenas og Athenas interessenters interesse at lade Selskabet indtræde i en likvidationsproces, som unoteret selskab, eller at bruge Selskabet til andre aktiviteter.
- Tilbudsgiver har til hensigt at samarbejde med de nuværende medarbejdere på ansættelsesvilkår, der i al væsentlighed er uændrede.
- Det er ikke Tilbudsgivers hensigt at ændre sammensætningen af Bestyrelsen og direktionen.
- Tilbudsgiver har til hensigt at gennemføre en tvangsindløsning af de Aktionærer, der er tilbage i Selskabet efter gennemførelsen af Købstilbuddet.

Bestyrelsens redegørelse

4. OPLYSNINGER OM VISSE INTERESSER

Medlemmerne af direktionen og/eller Bestyrelsen har aktier i Selskabet som beskrevet i årsrapporten for 2019 (side 30).

Hverken medlemmerne af Bestyrelsen eller medlemmerne af direktionen har nogen direkte eller indirekte ejerandele i Fidim.

Ifølge Tilbudsdokumentet betaler Tilbudsgiver ikke noget vederlag til medlemmerne af Bestyrelsen eller direktionen i forbindelse med Købstilbuddet bortset fra vederlag, som de i deres egenskab af Aktionærer er berettiget til at modtage ved accept af Købstilbuddet, eller hvis de vælger at sælge deres Aktier til Tilbudsgiver som led i en anden transaktion. Der er ingen øvrige incitamenter for Bestyrelsen i forbindelse med Købstilbuddet.

5. ANBEFALING TIL AKTIONÆRERNE

Nedenstående anbefaling skal læses i sammenhæng med redegørelsen i sin helhed.

På baggrund af de fordele og ulemper, der er forbundet med Tilbuddet, og de øvrige forhold, der er beskrevet i denne redegørelse, herunder den udarbejdede Fairness Opinion, har Bestyrelsen konkluderet som følger:

- Det af Fidim tilbudte kontante vederlag på DKK 3,7 pr. aktie er lavere end Athenas nuværende regnskabsmæssige værdi, men der skal bl.a. tages højde for følgende:
 - Den regnskabsmæssige værdi er baseret på en "aktiv-side"-værdiansættelse. Fra et aktionærsynspunkt bør det overvejes at anvende en "egenkapital"-metode til at opgøre det diskonterede dividendeflow ved anvendelse af en diskonteringsfaktor, der bl.a. tager højde for den naturlige risiko, der er forbundet med Selskabets aktiviteter.
 - Dagsværdien af de vind- og solenergiaktiver, der pt. søges afhændet, kan påvirkes af faldet i energiprisen i 2020 og af den negative udvikling i den vedvarende energiportefølje, som har fundet sted i årets løb.
 - Bestyrelsen kan ikke vurdere om eller garantere, at der ikke vil blive fremsat yderligere krav i garantiperioden i relation til det beløb, der er deponeret til fordel for Ardian og Glennmont. Derudover skal det nævnes, at potentielle tvister mellem Athena og køberne (f.eks. voldgiftssager) vil kunne forsinke frigivelsen af deponeringsbeløbet, indtil der foreligger endelige afgørelser.
 - Såvel tilbageholdelsen i forbindelse med Minerva Messina-vindmølleparken og lånet til EDF Polska afhænger af udefrakommende forhold, som Selskabet ikke er herre over.
- Fidims tilbud på DKK 3,7 pr. aktie vurderes at repræsentere en rimelig kurs i lyset af Athena-aktiens begrænsede likviditet i markedet og den historiske udvikling af kursen. Bestyrelsen vurderer, at aktierne i Athena Investment A/S generelt har haft en meget lav handelslikviditet i markedet, og Tilbuddet giver således aktionæerne mulighed for at sælge deres position i et børsnoteret selskab med lav likviditet uden nogen yderligere potentiel negativ påvirkning af aktiekursen.
- Bestyrelsen ser ikke noget sikkert vækstpotentiale for Selskabet i den nærmeste fremtid, i lyset af at de to verserende voldgiftssager først forventes endeligt afgjort om 1,5 – 5 år med risiko for yderligere langtrukne og usikre stadfæstelses- og fuldbyrdelsessager. Den mulige økonomiske værdi af et eventuelt provenu fra voldgiftssagerne med fradrag af omkostninger og skattemæssige konsekvenser og behørigt diskonteret ved anvendelse af en passende diskonteringsfaktor vurderes at være temmelig begrænset.

På den baggrund har Bestyrelsen enstemmigt besluttet at anbefale Aktionæerne at acceptere Tilbuddet.