



BILAG TIL SELSKABSMEDDELELSE NR. 07/2019

**OVERORDNET REDEGØRELSE FRA BESTYRELSEN I ATHENA INVESTMENTS A/S VEDR. TILBUD
FRA ARDIAN INFRASTRUCTURE OG GLENNMONT PARTNERS MODTAGET DEN 8. MAJ**

REDEGØRELSEN ER EN OVERSÆTTELSE AF DEN ENGELSKE VERSION

Redegørelse fra bestyrelsen

INDHOLD

1	INDLEDNING	3
1.1	Athenas historie og virksomhed	3
1.2	Athenas nuværende situation	3
2	TILBUDDENE	4
2.1	Transaktionsperimetrene	4
2.2	Vilkår i Tilbuddene	5
2.3	Bestyrelsens overvejelser	6
3	ATHENAS FORVENTNINGER TIL REGNSKABSÅRET 2019	6
4	BESTYRELSENS VURDERING AF FORDELE OG ULEMPER VED TILBUDDENE	7
5	OPLYSNINGER OM VISSE INTERESSER	8
6	AKTIONÆRAFSTEMNING	9
7	ANBEFALING TIL AKTIONÆRERNE	9

INDLEDNING

1.1 Athenas historie og virksomhed

Selskabet begyndte som en lokal sparekasse og udviklede sig efterfølgende til en investeringsbank. I 1998 skiftede selskabet navn til Greentech Energy Systems A/S ("Greentech") og flyttede sit fokus over på opkøb og drift af vedvarende energiprojekter. Greentech (nu Athena) fusionerede med GWM Renewable Energy SpA ("GWM RE") i 2011 til "Nye Greentech". Den forretningsmæssige kombination af Greentechs vindmølleparker og GWM RE's solanlæg var det første skridt mod en diversificeret portefølje målrettet mod at reducere afhængigheden af en enkel teknologi. Den teknologiske diversificering førte også Athena ind i det miljømæssige forretningsområde gennem Gruppo Zilio, et selskab der er ledende indenfor rent drikkevand og rensning af spildevand. Siden den nye ledelse blev indsat i 2010 har Athena primært, ud over færdiggørelsen af igangværende projekter i Italien, fokuseret på at opnå en vis størrelse, som er central for at gøre sig gældende på markedet for vedvarende energi. Athena undersøgte i den forbindelse en række forskellige M&A-muligheder i flere forskellige lande, men ingen af dem blev desværre til noget. I 2014 overvejede Athena at indstille såvel førnævnte proces som udviklingsprojekter i Polen og fokusere på optimering af eksisterende portefølje og driftsaktiviteter med henblik på at maksimere Athenas pengestrømme. Efter i 2015 at have gennemført en omfattende omstrukturering gennemførte Athena sin første udbytteudbetaling nogensinde i 2016. Hen over 2016 og 2017 solgte Athena Gruppo Zilio og stod med en række muligheder for at påbegynde en selektiv rotation af sin portefølje, med frasalg af aktiver i Polen, Danmark, Tyskland og Spanien samt erhvervelsen af 50 % af ejerskabet i solanlægget La Castilleja, foretaget i Spanien til en yderst interessant pris, til at eje et aktiv af en industriel størrelse (over 10MW), som også er mere effektiv at drive. I samme periode påbegyndtes i Italien og Spanien en meget omfattende konsolideringsproces, som løftede markedets værdiansættelse af aktiverne betragteligt. Denne stigning i værdiansættelserne var hæmmende for køb af yderligere aktiver, fordi de potentielle afkast på porteføljen uundgåeligt ville dale. Alternativet var at allokere de genererede betydelige pengestrømme over i andre industrier end vedvarende energi. I 2017 skiftede Selskabet navn til Athena Investments A/S og udvidede formålsbeskrivelsen for at opnå et bredere fremtidigt forretningsgrundlag med potentielt komplementære eller uafhængige aktiviteter. Ved at udvide sit forretningsområde til også at omfatte investeringer i industrielle, kommercielle eller tekniske aktiviteter, forsknings- og udviklingsaktiviteter, serviceydelser og/eller finansielle aktiviteter ønskede Selskabet at maksimere værdiskabelsen til gavn for sine aktionærer.

1.2 Athenas nuværende situation

I 4. kvartal 2017 skiftede Athena navn fra Greentech Energy Systems A/S til Athena Investments A/S, ligesom også selskabets formål blev ændret. Samtidig udvidede Athena sin forretningsplatform og vedtog sin nye strategi- og forretningsmodel. I 2018 påbegyndte Athena sin strategiske transformation med henblik på at blive et industrielt holdingselskab med en diversificeret portefølje. Med denne spredning på investeringer ville man opnå en balancering af porteføljen branchemæssigt og geografisk, idet Selskabet i dag kun har investeringer inden for vedvarende energi i Italien og Spanien. Spredningen ville blive foretaget ved investeringer i andre, mindre kapitalkrævende sektorer og i tilgrænsende geografiske områder. Den nødvendige kapital ville blive tilvejebragt via egne pengestrømme og visse frasalg, hvor sådanne måtte være hensigtsmæssige. Kapitalen ville blive anbragt i modne og skalerbare virksomheder til brug for vækst og langsigtet værdiskabelse (såkaldt "permanent kapital"). Ændringerne i Athenas strategi førte i årets løb til vurderinger og overvejelser om forskellige nye investeringsmuligheder, men ingen af dem fandtes at kunne leve op til strategiens investeringskriterier. Ikke mindst udviklingen i det makroøkonomiske landskab afholdt Athena fra at forfølge visse investeringsmuligheder, idet investeringsmulighederne manglede den nødvendige balance mellem vækst og afkast.

Selskabet vurderede, at det nuværende makroøkonomiske landskab var for usikkert og for ustabil, bl.a. som følge af handelskonflikten mellem USA og Kina, den politiske uro i mange europæiske lande, og at mange

Redegørelse fra bestyrelsen

industrier er i fare for ikke at kunne opfylde deres finansielle forpligtelser, hvis renten skulle stige kraftigt som tilbage i 2008.

Da Athena samtidig havde oparbejdet betydelige kontante reserver, fandt selskabet, at det, frem for at betale negative rentesatser, ville være at foretrække, hvis disse i stedet kom aktionærerne til gode i form af udbytte, som hver aktionær så kunne anvende på potentielle investeringsmuligheder, der måtte passe den pågældendes egen risk/reward-profil. Dette er baggrunden for Athenas forslag på den ordinære generalforsamling 2019, om en meget betydelig udbytteudlodning på EUR 42 mio. (EUR 0,414 pr. aktie).

På mellemlangt sigt vil Athena fortsætte med en progressiv rotation af porteføljen, og hvis usikkerheden på det makroøkonomiske landskab varer ved uden der viser sig nogle væsentlige investeringsmuligheder med den ønskede balance mellem vækst og afkast, vil det fortsat være Athenas anbefaling til aktionærerne, at så megen værdi som muligt udloddes som udbytte.

2 TILBUDDENE

Bestyrelsen i Athena Investments A/S ("**Athena**") modtog den 8. maj 2019 bindende tilbud fra Ardian Infrastructure ("**Ardian**") og Glennmont Partners ("**Glennmont**") (under ét benævnt "**Tilbuddene**") om erhvervelse af følgende selskaber i Athena koncernen.

2.1 Transaktionsperimetrene

Ardian tilbyder at erhverve følgende ("Ardian TP"):

- Vind
 - 100 % af aktierne i Global Onega S.L.U.
 - 100 % af aktierne i Respeto al Medio Ambiente S.L.U., (samt koncerninternt tilgodehavende)
 - Indirekte 100 % af aktierne i Sistemas Energetics Conesa I S.A., aktuelt ejet af Global Onega S.L.U. (ejer 50 % af aktiekapitalen), og Respeto al Medio Ambiente S.L.U. (ejer de resterende 50 % af aktiekapitalen)
 - 50 % af aktierne i Greentech Monte Grighine S.r.l. (repræsenterende alle Athenas aktier i Greentech Monte Grighine S.r.l. De resterende aktier ejes af tredjeparter)
- Sol
 - 100 % af aktierne i Cerveteri Energia S.r.l. (samt koncerninternt tilgodehavende)
 - 100 % af aktierne i De Stern 12 S.r.l. (samt koncerninternt tilgodehavende)
 - 100 % af aktierne i La Castilleja Energia S.L.U.

Den tilbudte købesum for Ardian TP er EUR 49,9 mio.

Glennmont tilbyder at erhverve følgende transaktionsperimeter ("Glennmont TP"):

- Vind
 - 100 % af aktierne i Minerva Messina S.r.l. (samt koncerninternt tilgodehavende)

Den tilbudte købesum for Glennmont TP er EUR 41.0 mio.

Den samlede tilbudte købesum er EUR 90,9 mio.

Redegørelse fra bestyrelsen

Hvis generalforsamlingen beslutter at acceptere Tilbuddene, vil følgende af Athenas vind- og solanlæg i Italien og Spanien således (indirekte) blive frasolgt, forudsat betingelserne for transaktionernes gennemførelse opfyldes:

Til Ardian:

- Vindmølleparken Monte Grighine (98,9 MW)
- Solanlægget Cerveteri (8,7 MW)
- Solanlægget Nardò Caputo (9,8 MW)
- Solanlægget La Castilleja (9,8 MW)
- Vindmølleparken Conesa (30,0 MW)

Til Glennmont:

- Vindmølleparken Minerva Messina (48,3 MW)

For klarheds skyld bekræftes, at TP'erne ikke indeholder:

- Asset Management Division (de medarbejdere som på nuværende tidspunkt har ansvar for forvaltningen af Athenas portefølje af vedvarende aktiver)
- Corporate items, såsom de nylige afgørelser i voldgiftssagerne mod Spanien og Italien.

Den i aktieoverdragelsesaftalerne tilbudte købesum er EUR 90,9 mio. i alt, og Athenas overordnede, maksimale forpligtelse er fastsat til i alt EUR 12 mio. ("Deponeringsbeløbet"), fordelt mellem Ardian (ca. EUR 8 mio.) og Glennmont (ca. EUR 4 mio.).

Deponeringsbeløbet skal på tidspunktet for transaktionernes gennemførelse indsættes på en deponeringskonto i UBS bank og forblive der i en periode på tre år. Hvis hverken Ardian eller Glennmont inden for denne periode på 36 måneder succesfuldt har krav på udbetaling fra deponeringskontoen vil det fulde beløb blive frigivet til Athena.

2.2 Vilkår i Tilbuddene

De afgivne garantier vil være kvalificeret af de i forbindelse med due diligence-undersøgelsen fremkomne oplysninger, bortset fra forhold anført i et såkaldt "Position Paper", som er et bilag til aktieoverdragelsesaftalerne.

Ydermere vil et beløb på EUR 3,5 mio. i første omgang blive fratrukket Købesummen som et tilbageholdt beløb, der vil blive frigivet af Glennmont til Athena, når konfiskationssagen vedrørende visse områder af vindmølleparken Minerva Messina er afsluttet. Konfiskationen er en del af en større proces i Italien, men har aldrig haft nogen indvirkning på Athenas driftsaktiviteter. Athena vil fortsat have kontrol med og lede eventuelle handlinger og initiativer i relation til denne proces også efter gennemførelse af Transaktionen.

Aktieoverdragelsesaftalerne indeholder følgende relevante betingelser for Transaktionens gennemførelse ("**Betingelser for Closing**") til fordel for Ardian og Glennmont:

- at de finansielle institutioner godkender overgang af ejerskab til de af TP'en omfattede aktiver
- at der mellem udlejer og Cerveteri indgås en aftale (en "deed") om tildeling af en ret på de relevante grunde, hvor solanlæggene er opført, i stedet for den nuværende lejerettighed
- at EDF frafalder sin forkøbsret og medsalgsret vedr. aktierne i Greentech Monte Grighine S.r.l.
- at der ikke fremsættes krav og/eller anmodning, bortset fra af en domstol, om betaling af det koncerninterne udestående vedrørende Minerva Messina

Der er en væsentlig Betingelse for Closing til fordel for Athena: Uanset at Transaktionen splittes op i 2 Perimetre, med hver sin aktieoverdragelsesaftale, anses Transaktionen som én samlet Transaktion. Det betyder, at hvis en eller flere af Betingelserne for Gennemførelse ikke opfyldes, og Ardian eller Glennmont derfor ikke gennemfører transaktionen inden for deres respektive Perimetre (eller, for så vidt angår Ardian,

Redegørelse fra bestyrelsen

nogen del deraf), er Athena berettiget til - efter eget skøn - at vælge at gennemføre resten af Transaktionen eller afvise Transaktionen i sin helhed.

Det er vores vurdering, at Athena har brug for 60-90 dage fra Underskrivelse for at kunne opfylde Betingelser for Closing.

Ardian og Glenmont har på baggrund af de ovenfor beskrevne Tilbud anmodet om en ny eksklusivtetsperiode frem til underskriftsdatoen 5. juni 2019. Dette har ledelsen godkendt som værende i aktionærernes interesse.

2.3 Bestyrelsens overvejelser

Bestyrelsen har vurderet en række faktorer i relation til Tilbuddene, jf. nedenfor.

- Modparternes troværdighed;
- Den udtrykte værdiansættelse;
- Den foreslåede pris;
- Betingelserne for transaktionernes gennemførelse og betalingsmekanismen;
- Graden af foretagne due diligence-undersøgelser og de af modparterne krævede garantier;
- Konsekvenser for Selskabets organisation, herunder særligt antallet af medarbejdere;
- Anvendelse af provenuet.

I forhold til den værdiansættelse, som Tilbuddene er baseret på, har Athena udpeget UniCredit til som finansiel rådgiver at bistå bestyrelsen med at vurdere værdiansættelsen og afgive en fri og uafhængig udtalelse om rimeligheden af vederlaget ud fra et finansielt synspunkt.

3 ATHENAS FORVENTNINGER TIL REGNSKABSÅRET 2019

Athenas forventninger til regnskabsåret 2019 er indeholdt i årsrapporten for 2018 (s. 11), under afsnittet "Earnings Forecast 2019". Forventningerne byggede på skøn og antagelser udarbejdet i overensstemmelse med de i de internationale regnskabsstandarder (IFRS) fastsatte krav til indregning og måling samt Athenas almindelige interne procedurer for udarbejdelsen af sådanne forventninger. Hovedforudsætningerne for selskabets forventninger til regnskabsåret 2019 er:

- Ændringer i perimetret
- Vejrforhold
- Energi priser og ændringer i love og bestemmelser
- Forbedret kontrol med driftsomkostninger

Mere specifikt kan i forhold til ændringer i perimetret oplyses, at der ikke er indgået nye kontrakter, og den installerede kapacitet blev anset som uændret.

Hvis Athena accepterer Tilbuddene, vil der som følge af ændringerne i perimetret ske en reduktion af de nøgletal (Net production, Revenue, EBITDA), der er anført i ovenstående forventninger, pga. af TP omfattede aktiver ikke længere indgår i de konsoliderede tal. Eftersom datoen for transaktionens gennemførelse endnu ikke er fastlagt, kan Athena ikke på nuværende tidspunkt udarbejde reviderede forventninger, men disse vil blive meddelt snarest muligt.

Forventningen er således, at påvirkningen fra frasalget i regnskabsåret 2019 vil være en reduktion af Total Revenue med EUR 43-46 mio. og en reduktion af Total EBITDA med EUR 36-39 mio. Alle væsentlige indikatorer er vist nedenfor:

Redegørelse fra bestyrelsen

OUTLOOK	2019	Transaction Perimeter **
MEUR		
Net production (GWh)	310 - 335	235 - 255
Revenue	49 - 52	35 - 37
Revenue from Joint Ventures	8 - 9	8 - 9
Total Revenue	57 - 61	43 - 46
EBITDA*	34 - 37	29 - 31
EBITDA from Joint Ventures	7 - 8	7 - 8
Total EBITDA	41 - 45	36 - 39
Total EBITDA margin	71% - 73%	84% - 85%

* Adjusted for income from Joint Ventures and Special Items

** Impact of the deconsolidation on a yearly basis

Vedrørende Net Financial Position (NFP) oplyses det, at beløbet i relation til det pr. 31. december 2018 konsoliderede transaktionsperimeter var på ca. EUR 101 mio. (undtaget Monte Grighine, som er konsolideret ved anvendelse af "equity metoden").

Fsva. den mulige effekt på Athenas regnskab oplyses, at Transaktionen må forventes at medføre et kapitaltab på ca. EUR 29 mio. på koncernniveau idet den bogførte værdi af TP pr. 31. december 2018 var på ca. EUR 118 mio..

Derudover har ledelsen, fordi man anser transaktionen som en klar værdiforringelsesindikator, foretaget en foreløbig opdatering af værdiforringelsestesten på grundlag af IFRS-regnskabskravene (IAS 36). Udover det ovenfor anførte viser værdiforringelsestesten de tilbageværende aktiver påvirkes af tabet er ca. EUR 8,5 mio. Det endelige resultat af værdiforringelsestesten vil blive forklaret nærmere i halvårsregnskabet for 1. halvår 2019, som offentliggøres 1. august 2019.

4 BESTYRELSENS VURDERING AF FORDELE OG ULEMPER VED TILBUDDENE

Bestyrelsen foretager sin vurdering af den foreslåede transaktion på baggrund af bl.a. følgende:

Fordele

- Ardian er en pålidelig modpart med stor erfaring inden for transaktioner af denne art. Fx samarbejdede AIF fra 2007 i Italien med Tozzi-koncernen om en "build-up process" af mange hundrede MW og erhvervede til sidst Tozzi's ejerandel i 2016
- Glenmont er en pålidelig modpart med stor erfaring inden for transaktioner af denne art. I Italien ejer selskabet allerede 285 MW installeret vindkapacitet, 85 MW installeret solkapacitet og har yderligere 60 MW vindkapacitet under opførelse
- Transaktionen er meget enkel fsva. perimeter og governance
- Athenas eksponering over for yderligere forpligtelser er begrænset til 13 % af købesummen, hvilket er yderst rimeligt
- Umiddelbar cash-in er ca. EUR 75,5 mio. (plus ca. EUR 1,5 mio. for overdragelse af i koncerninternt tilgodehavende fra TP'en)

Ulemper

Redegørelse fra bestyrelsen

- Selskabets aktiviteter vil blive reduceret væsentligt
- Transaktionen vil medføre et kapitaltab på ca. EUR 29 mio.
- Salg af en del af porteføljen vil medføre en værdiforringelse på resten af porteføljen på ca. EUR 8,5 mio.

Bestyrelsen har vurderet disse ulemper og har i den forbindelse ræsonneret som følger:

- Transaktionen vil være en meget betragtelig acceleration af den porteføljerotation, som Athena har fulgt i de seneste tre år, og vil kunne gennemføres i overensstemmelse med markedsværdiansættelsen for denne type aktiver
- Kapitaltabet skyldes forskellen i værdiansættelseskriterierne i regnskabssammenhæng, hhv. ved et markedstilbud. I førstnævnte tilfælde forudsættes, at værdien lægges ud over aktivernes resterende levetid gennem de forudsete pengestrømme på disse. I sidstnævnte forudsættes, at køber køber denne værdi mod en købesum her og nu. Denne købesum vil nødvendigvis være lavere, idet den ikke alene skal tage højde for købers forventede afkast, men også den implicitte risiko for pengestrømme over aktivernes forventede resterende levetid, som overgår til køber
- Værdiforringelsen på den resterende portefølje er ikke en direkte konsekvens af Transaktionen. Følsomheden af den med udgangen af 2018 foretagne værdiforringelsestest (Note 14 til årsrapporten for 2018, s. 69) indikerede allerede, hvordan Athenas portefølje, og ikke mindst visse aktiver ikke omfattet af TP'en (f.eks. Energia Verde), var eksponeret for fremtidig negativ værdiforringelse som følge af udviklingen i hovedforudsætningerne.

Alternativet til denne transaktion er at anlægge en langsommere porteføljerotation, hvor selskabet har fordel af ejerskabet af aktiverne, men samtidig bærer de geopolitiske, driftsmæssige og finansielle risici i stedet for at overdrage dem til tredjemand.

Dertil kommer, at Athena med en langsommere porteføljerotation fortsat ville bære de nuværende G&A-omkostninger, frem for at strømline sin organisation til et rent industrielt holdingselskab, hvormed selskabet vil opnå betydelige besparelser og forbedre sin pengestrømsgenerering og sin evne til at foretage udbytteudlodning.

I forhold til fremtidig strategi og anvendelse af provenu fra denne transaktion vil Athena følge samme principper som anført i pkt. 1.2 ovenfor.

Athena vil fortsat sprede sine investeringer for dermed at opnå en afbalancering af porteføljen branchemæssigt og geografisk, idet Selskabet i dag kun har investeringer inden for vedvarende energi og alene ejer aktiver i Italien og Spanien. Spredningen ville blive foretaget ved investeringer i andre, mindre kapitalkrævende sektorer og i tilgrænsende geografiske områder.

Hvis usikkerheden på det makroøkonomiske landskab varer ved, og der ikke viser sig nogen væsentlige investeringsmuligheder med den ønskede balance mellem vækst og afkast, vil det fortsat være Selskabets anbefaling til aktionærerne, at så megen værdi som muligt udloddes som udbytte.

5 OPLYSNINGER OM VISSE INTERESSER

Medlemmerne af selskabets direktion og/eller bestyrelse har aktier i selskabet som anført i årsrapporten for 2018 (s. 33), men har ingen direkte eller indirekte ejerandel i hverken Glenmont eller Ardian.

Der er ingen incitamenter for Bestyrelsen forbundet med Tilbuddene.

6 AKTIONÆRAFSTEMNING

På grund af størrelsen og karakteren af Tilbuddene har bestyrelsen besluttet at bede aktionærerne i Athena ("Aktionærerne") om at overveje Tilbuddene og træffe beslutning. Bestyrelsen indkalder derfor til ekstraordinær generalforsamling og har i den forbindelse udarbejdet denne overordnede redegørelse for at oplyse om Tilbuddene og fremlægge bestyrelsens vurdering og anbefaling til Aktionærerne.

Denne redegørelse er udarbejdet på engelsk og efterfølgende oversat til dansk.

Redegørelsen indeholder udsagn og udtalelser om fremtidige forhold eller begivenheder, herunder, men ikke begrænset hertil, om fremtidige resultater eller vækst, og andre forudsigelser om udviklingen og fordele forbundet med Tilbuddene. Udsagn heri, som ikke præsenterer historiske kendsgerninger, men omhandler fremtidige begivenheder eller udsigter, udgør fremadrettede udsagn. Bestyrelsen baserer sådanne fremadrettede udsagn på sine aktuelle synspunkter i forhold til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater. Disse synspunkter er med forbehold for en række risici og usikkerheder, som vil kunne betyde, at de reelle resultater potentielt kan afvige betydeligt fra det, der er forventningen i sådanne fremadrettede udsagn, og fra Athenas tidligere resultater. Athena har ikke pligt til at opdatere eller på anden måde revidere fremadrettede udsagn, hverken som følge af nye oplysninger, fremtidige begivenheder eller andet, undtagen i det efter love og regler krævede omfang.

7 ANBEFALING TIL AKTIONÆRERNE

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

På baggrund af ovenstående analyse har bestyrelsen vurderet, at prisen fra et finansielt synspunkt er fair og anbefaler Aktionærerne at stemme for en accept af Tilbuddene.