



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja & Gas | Sverige | 04 April 2022

Maha Energy

Det högre oljepriset driver vinsten och kassaflödet

Volymerna framskjutna på grund av de försenade borrningarna...

Även om resultaten för borrningen av Tie-4 indikerar att brunnen kan bli Mahas mest framgångsrika hittills så innebär de försenade borrningarna att volymprofilen skjuts cirka ett år fram i tiden. Vi väntar oss nu ~4 500 boepd 2022e och ~6 500 boepd 2023e (3 400 boepd 2021) varav 80% kommer från Tie-fältet i Brasilien. Den tidigare prognosen låg på 6 500 och 10 400 boepd för 2022-2023e.

...medan oljepriserna verkar strukturellt högre

Enligt OPEC och EIA kommer efterfrågan på olja vara tillbaka på 2019 års nivåer i år. Samtidigt föll E&P capex med i storleksordningen en tredjedel y/y 2020 och var även ner 20% från 2016. De låga investeringarna skapar en ansträngd balans på sikt även utan hänsyn tagen till Ukraina-kriget. Som följd höjer vi våra långsiktiga oljeprognoiser till USD 60/fat (USD 55).

Sänker estimaten 2022-2023 på lägre volymer men höjer motiverat värde på högre långsiktiga oljepriser

Med de lägre volymerna sänker vi 2022-2023e EPS med 17% och 37% (vi använder oljepris på USD 70/fat för 2022e och USD 60/fat för 2023e och framåt). Med högre långsiktiga oljeprisprognoser höjer vi dock motiverat värde till 24-25 kr (19-21 kr).

| Estimatändring (USD) | | | | Prognos (USD) | | | | | Värde och risk | |
|----------------------|-----|------|--------|------------------|---------|--------|--------|-----------------|----------------|-------|
| | Nu | Förr | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 24.0 - 25.0 | |
| EPS, justerad 22e | 0.3 | 0.4 | -16.6% | Omsättning, mkr | 68 | 88 | 107 | 174 | Aktiekurs | \$1.6 |
| EPS, justerad 23e | 0.4 | 0.6 | -36.7% | Tillväxt | 75% | 29% | 21% | 63% | Riskenivå | High |
| EPS, justerad 24e | 0.6 | 0.6 | 0.0% | EBITDA, mkr | 48 | 75 | 80 | 119 | | |
| | | | | EBIT, mkr | 39 | 65 | 66 | 96 | | |
| | | | | EPS, justerad | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | | |
| | | | | EPS tillväxt | 276% | 81% | 1% | 64% | | |
| | | | | EK/aktie | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 2.0 | | |
| | | | | Utdelning/aktie | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | |
| | | | | EBIT-marginal | 57.4% | 73.8% | 61.8% | 55.3% | | |
| | | | | ROE (%) | 29.4% | 36.9% | 27.3% | 32.9% | | |
| | | | | ROCE | 31.3% | 37.3% | 33.7% | 42.1% | | |
| | | | | EV/Sales | 3.3x | 2.6x | 2.1x | 1.3x | | |
| | | | | EV/EBITDA | 4.8x | 3.0x | 2.8x | 1.9x | | |
| | | | | EV/EBIT | 5.8x | 3.5x | 3.4x | 2.4x | | |
| | | | | P/E, justerad | 8.5x | 4.7x | 4.6x | 2.8x | | |
| | | | | P/EK | 2.1x | 1.5x | 1.1x | 0.8x | | |
| | | | | Direktavkastning | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | |
| | | | | FCF yield | (10.4)% | (0.4)% | 27.4% | 37.9% | | |
| | | | | Nettosk./EBITDA | 0.7g | 0.5g | (0.1)g | (0.5)g | | |

| Kommande händelser | |
|-----------------------|------------|
| Delårsrapport Q1 2022 | 2022-05-19 |
| Delårsrapport Q2 2022 | 2022-08-15 |
| Delårsrapport Q3 2022 | 2022-11-14 |

| Bolagsfakta (USDm) | |
|----------------------------|-------------------|
| Antal aktier | 120m |
| Börsvärde | 194 |
| Nettoskuld | 33 |
| EV | 227 |
| Free float | 74% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 1,488(k) |
| Reuters/Bloomberg | MAHAa.ST/MAHAA SS |

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

markus.almerud@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja & Gas | Sverige | 04 April 2022

Sammanfattning

Det högre oljepriset driver vinsten och kassaflödet

Investment Case

Drivet av oljekällorna Tie i Brasilien och Mafrag Oman räknar vi med en snabb ökning av produktionsvolymerna kommande år. Kombinationen med oljepriser som har stigit kraftigt sedan botten under pandemin borde leda till väsentligt högre vinst. Ändå har aktiekursen inte följt med. Vi estimerar en genomsnittlig vinststillväxt de kommande fem åren på 20% per år.

Efter förseningar av borrningen producerar nu Tie-4 i Brasilien och vi väntar oss en kraftig acceleration av produktionen under kommande år. Bolaget guidar nu på 4 000-5 000 fat per dag för 2022 vilket var samma guidance man hade för 2021 - det verkar som om produktionsprofilen helt enkelt har skjutits ett år framåt i tiden.

Maha är mitt i en investeringsfas. Efter att ha investerat USD 65m 2018-2020 investerade de USD 44m 2021 och USD 47m 2022. Vi estimerar totala investeringar på ~USD 250m de kommande sju åren. Med ett långsiktigt oljepris på USD 60/fat räknar vi med att internt kassaflöde kommer vara tillräckligt för att finansiera dessa investeringar.

Bolagsprofil

Maha är ett svenskt, internationellt oljebolag verksamt inom prospektering och utvinning av underpresterande olje- och gastillgångar med hjälp av modern teknologi för oljeutvinning (Enhanced Oil Recovery (EOR)). Bolaget har fem tillgångar i tre länder (Tie och Tartaruga i Brasilien, LAK och Illinois i USA och Mafrag i Oman) och ökade bevisade reserver med 183% under 2020.

- Lättoljefältet Tie är Mahas kronjuvel och står i dagsläget för merparten av koncernens produktion. Tie har en långsiktig operativ kostnad på mindre än USD 5,5/fat.
- Tartaruga, även det ett lättoljefält, ökade produktionen med 586% 2017-2020 och har producerat mer än en miljon fat sedan fältet upptäcktes. Tartaruga har operativ kostnad på ca USD 15/fat.
- Illinois Basin är ett konventionellt lättoljefält. Bassängen har hittills producerat ca 4,2 mdr fat och uppskattningar finns om att det finns omkring 10 mdr fat som inte utvunnits enbart i kända fält i Illinois Basin.
- LAK Ranch är ett tungoljefält som hittills producerat 150 000 fat. LAK producerar för tillfället inte.
- Mafrag är ett grunt outvecklat tungoljefält i Block 70 som ligger mitt i den oljerika, oljeproducerande Ghaba-bassängen i centrala Oman.

Värdering

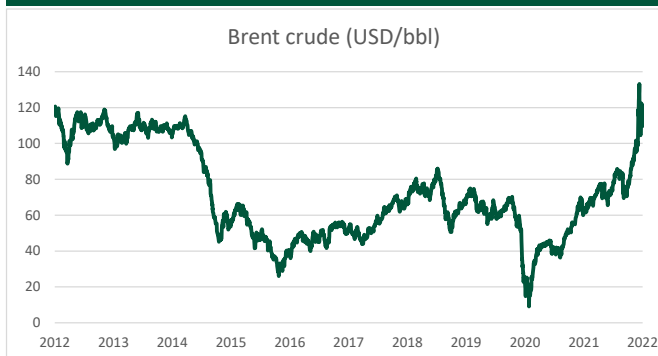
Vi har värderat Maha med en SOTP där vi har värderat varje källa var för sig. Basen för värderingen är den produktionsprofil och de kostnadsestimat som publicerades i deras femårsstrategi i mars 2021. Produktionsprofilen motsvaras av bevisade och sannolika reserver vilket minskar risken. Vi använder 12% WACC för Tie och Tartaruga, 15% för Mafrag och 10% för Illinois. På grund av de låga kostnaderna (<USD 5,5/fat) står Tie för över tre fjärdedelar av det totala värdet på tillgångarna. Motiverat värde uppgår till 24-25 kr.

Aktiekursen återspeglar inte högre oljepriser

Oljepriserna kom upp signifikant sedan botten i pandemin och sköt i höjden efter Rysslands attack på Ukraina. Detta har drivit upp estimaten i Maha, men samtidigt har inte aktiekursen följt med.

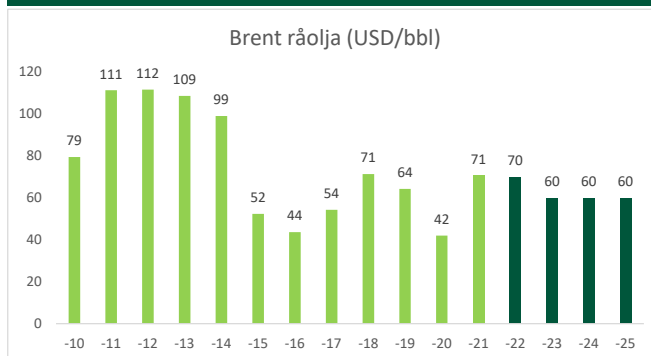
Även om det har funnits utmaningar som lett till förseningar i borrningen i Brasilien räknar vi med att detta är tillfälligt och att vi kommer se kraftig tillväxt av produktionsvolymerna kommande år. Detta kommer i sin tur driva en kraftig vinsttillväxt. Vi värderar Mahas tillgångar till nästan USD 330m vilket motsvarar ett värde per aktie på runt 24 kr.

Oljepriserna har stigit kraftigt sedan botten...



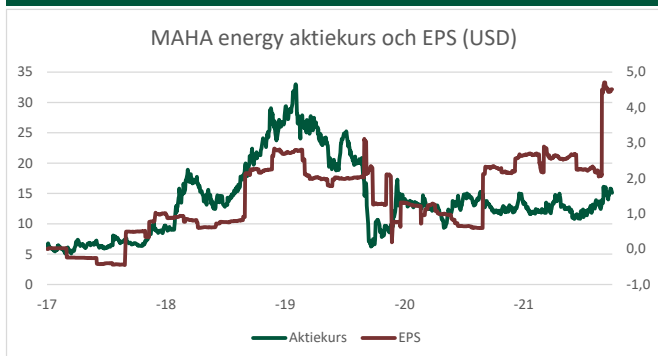
Factset, EPB

...och är på högsta nivån på flera år



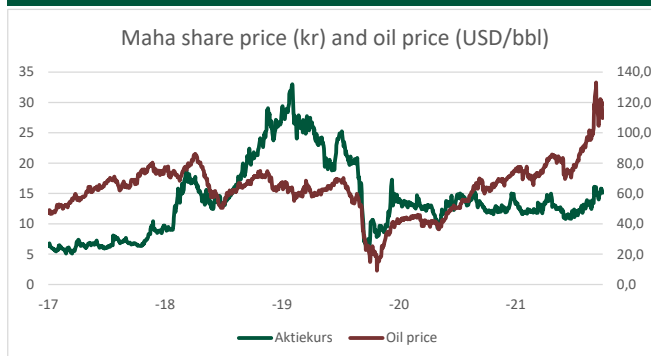
Factset, EPB

Oljepriserna har drivit upp estimaten...



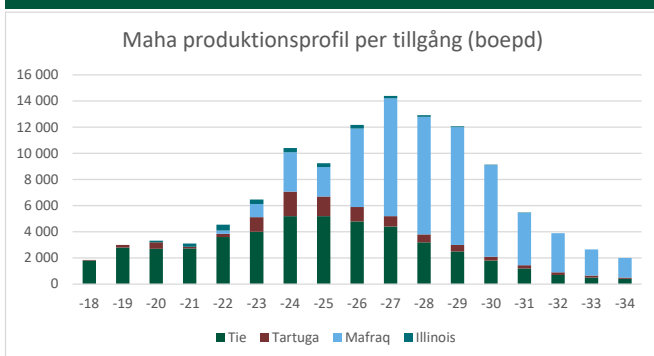
Factset, EPB

...men aktiekursen har inte följt med oljepriset upp

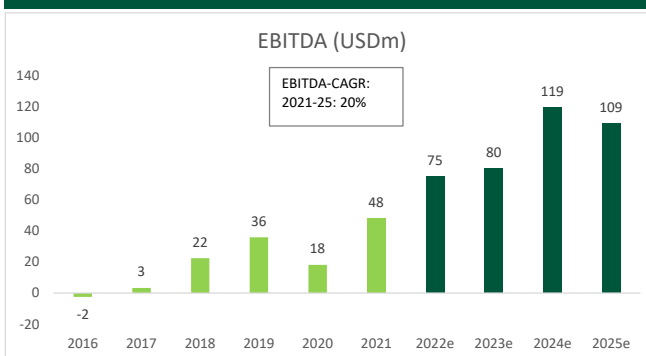


Factset, EPB

Kraftiga produktionsökningar kommande år...



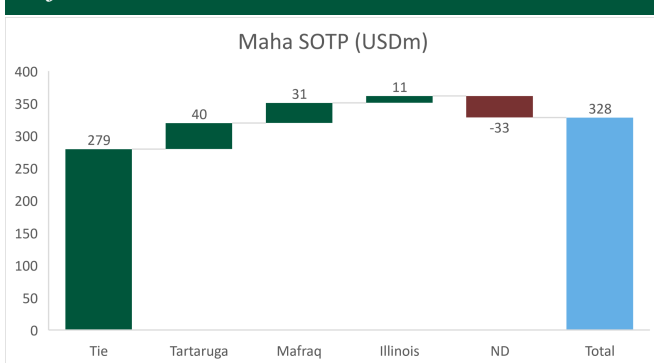
...ger kraftig ökning av vinsten



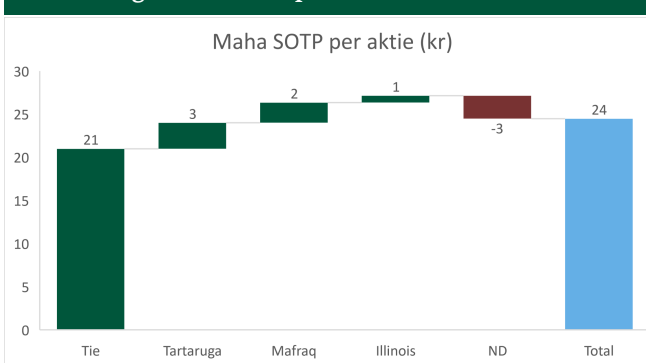
Bolaget, EPB

Bolaget, EPB

Majoriteten av värdet är i TIE



Vår SOTP ger ett värde på 24 kr/aktie



EPB

EPB

Resultaträkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Försäljning av olja | 38 132 | 55 589 | 39 018 | 68 306 | 87 804 | 106 649 | 174 164 |
| Royalties | -4 805 | -7 449 | -5 829 | -9 384 | -13 171 | -15 997 | -26 125 |
| Produktionskostnader | -6 410 | -6 601 | -9 666 | -12 862 | 7 117 | -793 | -13 395 |
| Avskrivningar | -3 762 | -5 671 | -5 624 | -8 535 | -9 965 | -14 180 | -22 838 |
| Övriga rörelsekostnader | -3 344 | -6 684 | -26 664 | 1 695 | -6 943 | -9 754 | -15 526 |
| EBIT (rapporterat) | 19 811 | 29 184 | -8 765 | 39 220 | 64 843 | 65 924 | 96 280 |
| Jämförelsestörande poster | 0 | 0 | -21 000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT (justerat) | 19 811 | 29 184 | 12 235 | 39 220 | 64 843 | 65 924 | 96 280 |
| <i>EBIT-marginal</i> | 52,0% | 52,5% | 31,4% | 57,4% | 73,8% | 61,8% | 55,3% |
| Avskrivningar | -3 762 | -5 671 | -5 624 | -8 535 | -9 965 | -14 180 | -22 838 |
| Andra justeringar | 1 169 | -1 013 | -245 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA (rapporterat) | 22 404 | 35 868 | -2 896 | 47 725 | 74 807 | 80 105 | 119 118 |
| EBITDA (justerat) | 22 404 | 35 868 | 18 104 | 47 725 | 74 807 | 80 105 | 119 118 |
| <i>EBITDA-marginal</i> | 58,8% | 64,5% | 46,4% | 69,9% | 85,2% | 75,1% | 68,4% |
| Finansiella intäkter | 643 | 449 | 119 | 119 | 119 | 119 | 119 |
| Finansiella kostnader | -5 358 | -4 925 | -5 101 | -10 082 | -8 841 | -9 083 | -2 942 |
| Resultat före skatt | 15 096 | 24 708 | -13 747 | 29 257 | 56 121 | 56 961 | 93 457 |
| Skatter | 10 549 | -5 054 | 3 488 | -7 670 | -14 713 | -14 933 | -24 501 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat (rapporterat) | 25 645 | 19 654 | -10 259 | 21 587 | 41 408 | 42 028 | 68 956 |
| Nettoresultat (justerat) | 25 645 | 19 654 | 5 413 | 21 587 | 41 408 | 42 028 | 68 956 |

Bolaget, EPB

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | |
| Materiella anläggningstillgångar | 58 834 | 76 243 | 91 045 | 117 411 | 155 515 | 153 633 | 164 715 |
| Prospekterings- och utvärderingstillgångar | 20 685 | 21 216 | 11 014 | 13 660 | 15 410 | 17 160 | 18 910 |
| Uppskjutna skattefordringar | 11 259 | 7 955 | 9 978 | 3 583 | 3 583 | 3 583 | 3 583 |
| Övriga anläggningstillgångar | 177 | 178 | 432 | 491 | 491 | 491 | 491 |
| Summa anläggningstillgångar | 90 955 | 105 592 | 112 469 | 135 145 | 174 999 | 174 867 | 187 699 |
| Förutbetalda kostnader och depositioner | 686 | 1 255 | 1 434 | 1 239 | 1 593 | 1 934 | 3 159 |
| Varulager av råolja | 57 | 414 | 347 | 247 | 318 | 386 | 630 |
| Kundfordringar | 4 368 | 4 739 | 3 092 | 5 948 | 4 390 | 4 266 | 8 708 |
| Likvida medel | 23 059 | 24 017 | 6 681 | 25 535 | 25 535 | 25 535 | 76 918 |
| Summa omsättningstillgångar | 28 170 | 30 425 | 11 554 | 32 969 | 31 835 | 32 121 | 89 415 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 119 125 | 136 017 | 124 023 | 168 114 | 206 835 | 206 989 | 277 114 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | |
| Eget kapital | 69 274 | 87 859 | 55 556 | 91 425 | 132 833 | 174 861 | 243 817 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa eget kapital | 69 274 | 87 859 | 55 556 | 91 425 | 132 833 | 174 861 | 243 817 |
| Långfristiga finansiella skulder | 31 180 | 30 621 | 0 | 44 234 | 45 843 | 4 907 | 0 |
| Avsättningar för återställningskostnader | 1 720 | 2 175 | 2 597 | 2 264 | 2 264 | 2 264 | 2 264 |
| Leasingskulder | 0 | 380 | 3 450 | 2 385 | 2 385 | 2 385 | 2 385 |
| Övriga långfristiga skulder och avsättningar | 8 093 | 7 812 | 4 825 | 651 | 651 | 651 | 651 |
| Summa långfristiga skulder | 40 993 | 40 988 | 10 872 | 49 534 | 51 143 | 10 207 | 5 300 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 0 | 0 | 36 022 | 11 250 | 11 250 | 11 250 | 11 250 |
| Leverantörsskulder | 4 029 | 4 533 | 10 731 | 9 644 | 6 146 | 5 332 | 8 708 |
| Upplupna kostnader och avsättningar | 4 829 | 2 406 | 9 599 | 5 189 | 4 390 | 4 266 | 6 967 |
| Leasingskulder | 0 | 231 | 1 243 | 1 072 | 1 072 | 1 072 | 1 072 |
| Summa kortfristiga skulder | 8 858 | 7 170 | 57 595 | 27 155 | 22 858 | 21 920 | 27 997 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 119 125 | 136 017 | 124 023 | 168 114 | 206 835 | 206 989 | 277 114 |

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| Nettoresultat (rapporterat) | 25 645 | 19 654 | -10 259 | 21 587 | 41 408 | 42 028 | 68 956 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | -3 172 | 9 886 | 22 773 | 12 134 | 9 965 | 14 180 | 22 838 |
| Förändringar i rörelsekapital | -4 130 | -716 | 6 470 | -2 716 | -3 163 | -1 224 | 165 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 18 343 | 28 824 | 18 984 | 31 005 | 48 210 | 54 985 | 91 960 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | -15 541 | -28 334 | -20 224 | -46 979 | -48 750 | -12 750 | -33 550 |
| Fritt kassaflöde | 2 802 | 490 | -1 240 | -15 974 | -540 | 42 235 | 58 410 |
| Förvärv och avyttringar | 0 | 0 | -14 502 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Utdelningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nyemission / återköp | 0 | 0 | 0 | 9 047 | 0 | 0 | 0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | -215 | 910 | 696 | 17 698 | 540 | -42 235 | -7 027 |
| Kassaflöde | 2 587 | 1 400 | -15 046 | 10 771 | 0 | 0 | 51 383 |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel | -2 782 | -831 | -1 665 | -1 105 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoskuld (inkl. IFRS 16) | 8 121 | 7 215 | 34 034 | 33 406 | 35 015 | -5 921 | -62 211 |

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|----------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | 161% | 46% | -30% | 75% | 29% | 21% | 63% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | 597% | 60% | -50% | 164% | 57% | 7% | 49% |
| EBIT-tillväxt, justerad | n.m | 47% | -58% | 221% | 65% | 2% | 46% |
| EPS-tillväxt, justerad | n.m | -27% | -72% | 276% | 81% | 1% | 64% |
| EBITDA-marginal (justerad) | 59% | 65% | 46% | 70% | 85% | 75% | 68% |
| EBIT-marginal (justerad) | 52% | 52% | 31% | 57% | 74% | 62% | 55% |
| Skattesats | -70% | 20% | 25% | 26% | 26% | 26% | 26% |

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | 44% | 25% | 8% | 29% | 37% | 27% | 33% |
| ROCE, justerad | 22% | 27% | 11% | 31% | 37% | 34% | 42% |
| ROIC | 48% | 26% | 10% | 26% | 32% | 29% | 40% |
| Investeringar / omsättning | 41% | 51% | 52% | 69% | 56% | 12% | 19% |
| Rörelsekapital / omsättning | -10% | -1% | -40% | -11% | -5% | -3% | -2% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,3x | 0,4x | 0,3x | 0,4x | 0,4x | 0,5x | 0,6x |

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Nettoskuld | 8 121 | 7 215 | 34 034 | 33 406 | 35 015 | -5 921 | -62 211 |
| Soliditet | 58% | 65% | 45% | 54% | 64% | 84% | 88% |
| Nettoskuldsättningsgrad | 12% | 8% | 61% | 37% | 26% | -3% | -26% |
| Nettoskuld / EBITDA | 0,4x | 0,2x | 1,9x | 0,7x | 0,5x | -0,1x | -0,5x |

Bolaget, EPB

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | 0,26 | 0,20 | -0,10 | 0,19 | 0,35 | 0,35 | 0,58 |
| EPS, justerad (USD) | 0,25 | 0,18 | 0,05 | 0,19 | 0,35 | 0,35 | 0,58 |
| EPS, justerad (SEK) | 2,23 | 1,70 | 0,42 | 1,65 | 3,21 | 3,26 | 5,35 |
| FCF per aktie (USD) | 0,03 | 0,00 | -0,01 | -0,13 | 0,00 | 0,35 | 0,49 |
| FCF per aktie (SEK) | 0,25 | 0,05 | -0,10 | -1,15 | -0,04 | 3,28 | 4,54 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie (USD) | 0,7 | 0,9 | 0,5 | 0,8 | 1,1 | 1,5 | 2,0 |
| Eget kapital per aktie (SEK) | 6,3 | 8,3 | 4,5 | 7,0 | 10,3 | 13,6 | 19,0 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner) | 102,2 | 107,9 | 106,5 | 113,1 | 119,9 | 119,9 | 119,9 |

Bolaget, EPB

Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------|-------|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| P/E, justerat | 5,8x | 14,6x | 35,7x | 6,7x | 3,7x | 3,7x | 2,2x |
| P/EK | 2,1x | 3,0x | 3,3x | 1,6x | 1,2x | 0,9x | 0,6x |
| P/FCF | 51,1x | 536,9x | neg | neg | neg | 3,6x | 2,6x |
| FCF-yield | 2% | 0% | -1% | -10% | 0% | 27% | 38% |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Utdelningsandel, justerad | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| EV/Sales | 4,0x | 4,9x | 5,6x | 2,7x | 2,2x | 1,4x | 0,5x |
| EV/EBITDA | 6,7x | 7,5x | 12,0x | 3,9x | 2,5x | 1,8x | 0,8x |
| EV/EBIT, justerat | 7,6x | 9,3x | 17,8x | 4,8x | 2,9x | 2,2x | 1,0x |
| Aktiekurs, årets slut (USD) | 1,5 | 2,6 | 1,8 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Aktiekurs, årets slut (SEK) | 13,0 | 24,8 | 14,9 | 11,1 | 15,1 | 15,1 | 15,1 |
| EV, årets slut | 151 | 270 | 218 | 188 | 189 | 148 | 92 |

Bolaget, EPB

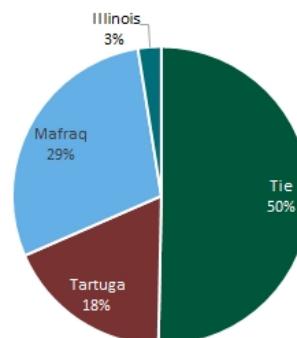
Bolagsfakta

| Största aktieägare | Aktier |
|---------------------|--------|
| Kvalitena | 18,0% |
| Nerthus Investments | 8,7% |
| Banco BTG Pactual | 6,2% |
| Avanza Pension | 5,2% |
| Jonas Lindvall | 4,1% |

| | |
|------------------------|--|
| Ordförande | Harald Pousette |
| Verkställande direktör | Jonas Lindvall |
| Finansdirektör | Andres Modarelli |
| Investerarkontakt | Victoria Berg |
| Hemsida | www.mahaenergy.ca |

Holdings, EPB

Produktion per tillgång 2023



EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se