



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja & Gas | Sverige | 18 oktober 2022

Maha Energy

Goda förutsättningar för att Brasilien ska accelerera framöver

Efter att Starboard köpt en majoritetspost...

I slutet av september köpte det brasilianska investmentbolaget Starboard 10% av Maha Energy från huvudägaren Kvalitena som sedan har kvar ca 8%. Starboard har sedermera köpt 2-5% i marknaden och har kallat en extra bolagsstämma där de har föreslagit att de tar tre av sex styrelseposter inklusive ordföranderollen. Starboard har en bakgrund av att utveckla oljetillgångar i Brasilien. Exempel är 3R som byggdes upp genom utköp av delar av Petrobras tillgångar. Bolaget har således en gedigen bakgrund av olja och gas-sektorn i Brasilien.

...tror vi det finns förutsättningar för en acceleration av Tie

Vår uppfattning är att de kontinuerliga problemen i Tie-fältet i Brasilien är mekaniska snarare än geologiska och att förseningarna till stor del har berott på att MAHA inte har lyckats få tag på utrustning såsom borrhjor och reservdelar. Med sina gedigna nätverk och lokala kännedom tror vi att Starboard kan hjälpa MAHA att bli prioriterad och att volymerna i Tie därmed skulle kunna accelerera kraftigt kommande kvartal. Även med prognoser långt under bolagets egna produktionsprofil och med långsiktiga oljepriser på USD 50/fat värderar vi enbart Tie till nästan 20% mer än nuvarande kurs (för hela MAHA). Vi tror att en acceleration av volymerna i Tie skulle frigöra stora värden i MAHA-aktien.

Acceleration av volymer och nya källor i pipeline

Vi justerar våra produktionsprognoser för att reflektera bolagets nya guidance och ser nu 3 750 fat per dag 2022 (4 500 fat per dag), vilket leder till 19% lägre EPS 2022e. Då vi räknar med att volymerna kommer tillbaka under 2023 är prognosjusteringarna betydligt mindre från 2023 men de lägre prognoserna leder ändå till att vi sänker vårt motiverade värde till 24-26 kr (29-31 kr). Vi tror att ökade volymer i framför allt Brasilien är en trigger för aktien och när produktionen är återställd tror vi att vi kan komma att se köp av nya källor i närheten av de nuvarande.

Estimatändring (US\$)					Prognos (mUS\$)				Värde och risk		
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	24 - 26 kr
Totala intäkter	102	-9,4	120	-1,1	Totala intäkter	68	102	120	167	Aktiekurs	12,0 kr
EBITDA, just.	65	-14,0	88	0,0	Intäktstillväxt	75%	50%	17%	39%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	0,3	-18,7	0,4	-2,0	EBITDA, just.	48	65	88	103		
					EBIT, just.	39	51	73	80		
					EPS, just.	0,2	0,3	0,4	0,5		
					EPS-tillväxt	298%	36%	51%	21%		
					EK/aktie	0,8	1,0	1,4	1,9		
					Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
					EBIT-marginal	57,4%	49,6%	61,2%	47,9%		
					ROE, just.	29,4%	29,1%	32,1%	28,7%		
					ROCE, just.	31,9%	30,0%	38,6%	37,1%		
					EV/Sales	2,6x	1,6x	1,0x	0,5x		
					EV/EBITDA	3,8x	2,6x	1,4x	0,8x		
					EV/EBIT	4,6x	3,3x	1,7x	1,0x		
					P/E, just.	6,4x	4,1x	2,7x	2,2x		
					P/EK	1,5x	1,0x	0,8x	0,6x		
					FCF yield	-12%	-5%	36%	35%		
					Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,6x	0,0x	-0,4x		

Kommande händelser	
Q3 - rapport	15 november 2022
Q4 - rapport	28 februari 2023

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	120
Börsvärde	127
Nettoskuld	41
EV	168
Free float	79%
Daglig handelsvolym, snitt	1 108(k)

Analytiker	
Markus Almerud	
markus.almerud@penser.se	

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Drivet av oljekällorna Tie i Brasilien och Mafraq Oman räknar vi med en snabb ökning av produktionsvolymerna kommande år. Kombinerat med oljepriser som har stigit kraftigt sedan botten under pandemin bör det leda till väsentligt högre vinst. Ändå har aktiekursen inte följt med. Vi estimerar en genomsnittlig vinsttillväxt de kommande fem åren på runt 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 55/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 Mafraq 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.
- Mafraq är ett grunt utvecklat 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 Mafraq och 10% för Illinois. På grund av de låga produktionskostnaderna (<USD 5,5/fat) står Tie för över tre fjärdedelar av det totala värdet på tillgångarna. Motiverat värde uppgår till 24-26 kr.

Motiverat värde

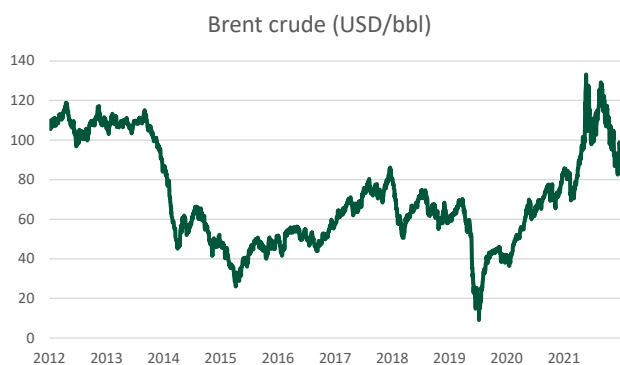
24-26 kr

Aktiekursen avspeglar inte oljeprisutvecklingen

Oljepriserna har stigit signifikant sedan botten i pandemin och sköt i höjden efter Rysslands attack på Ukraina. Under sommaren och hösten har oljepriserna kommit tillbaka från de tidigare toppnivåerna men de är fortfarande på historiskt höga nivåer (Diagram 1). Balansen mellan utbud och efterfrågan är strukturellt utmanande. Medan efterfrågan är tillbaka på samma nivå som vi såg före pandemin har investeringarna minskat kraftigt – uppströms-capex är ned 57% sedan toppen 2014 (Diagram 3-6). Estimaterna i Maha har gått upp och ner med oljepriserna men diskrepansen mellan vinstutveckling och aktiekurs är fortsatt hög (Diagram 7-8).

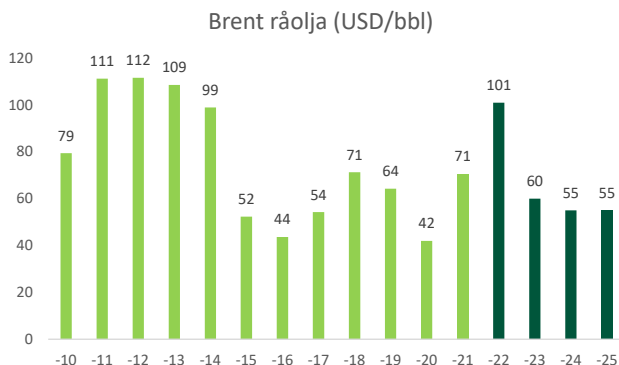
Vi tror att anledningen till diskrepansen är de kontinuerliga utmaningarna i Brasilien. Med de nya storägarna är vi hoppfulla om att problemen kan lösas – då problemen är mekaniska snarare än geologiska och då de nya ägarna har ett brett lokalt nätverk hoppas vi på acceleration av volymerna i närtid. Detta kommer i sin tur att driva en kraftig vinsttillväxt. Vi värderar Mahas tillgångar till nästan USD 300m vilket motsvarar ett värde per aktie på runt 25 kr per aktie.

Diagram 1: Även om de har fallit från toppen är oljepriserna fortsatt på en historiskt hög nivå



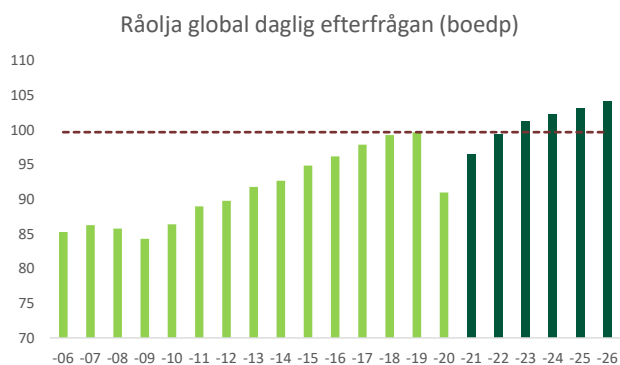
Källa: Factset, EPB

Diagram 2: USD 55/fat i långsiktigt oljepris



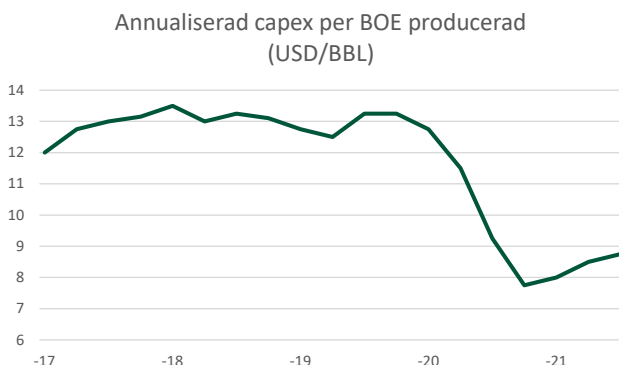
Källa: Factset, EPB

Diagram 3: Efterfrågan är tillbaka på 2019 års nivåer...



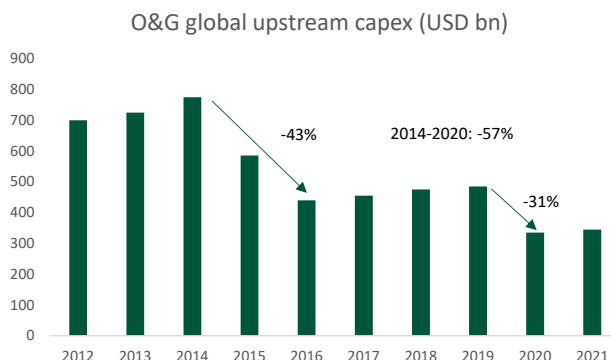
Källa: IEA, EPB

Diagram 4: ...men oljeproducenterna har ändrat beteende...



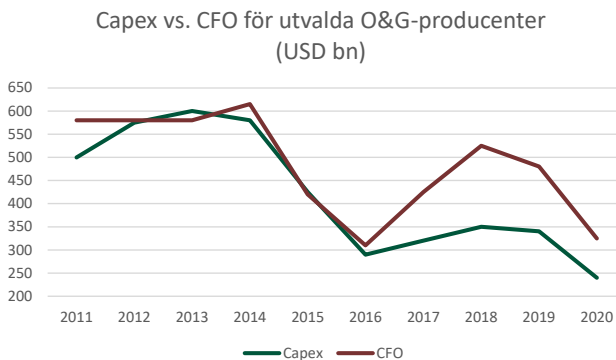
Källa: IEA, EPB

Diagram 5: Upstream O&-capex är ner 57% sedan toppen 2014



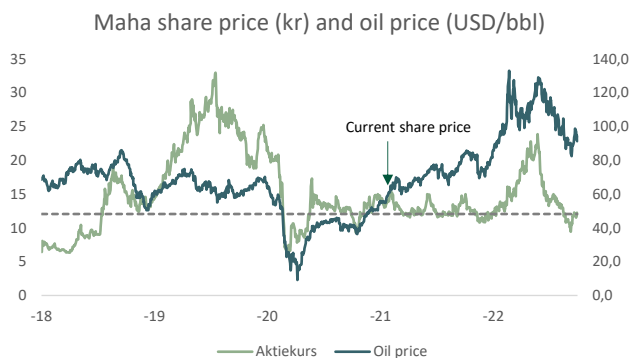
Källa: IEA, EPB

Diagram 6: Bolagen investerar 30% mindre per producerat fat



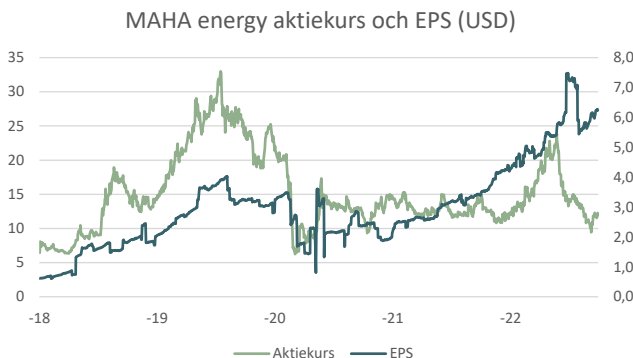
Källa: IEA, EPB

Diagram 7: Även om aktiekursen har följt med oljepriserna upp och ner...



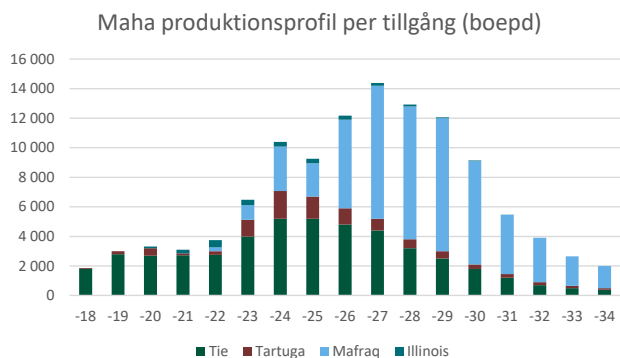
Källa: Factset, EPB

Diagram 8: ...finns en klar diskrepans mellan vinstnivå och aktiekurs



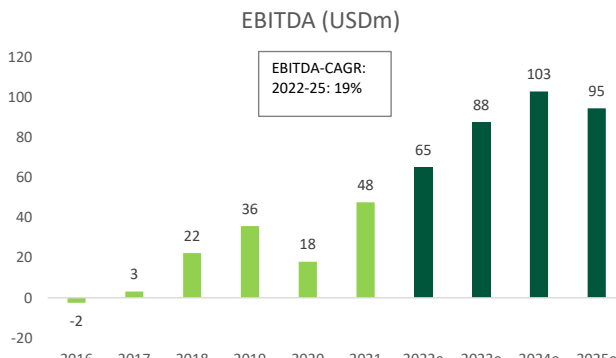
Källa: Factset, EPB

Diagram 9: Kraftiga produktionsökningar kommande år...



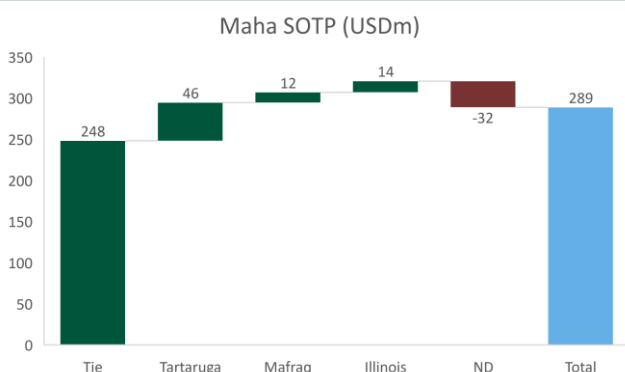
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 10: ...ger kraftig ökning av vinsten



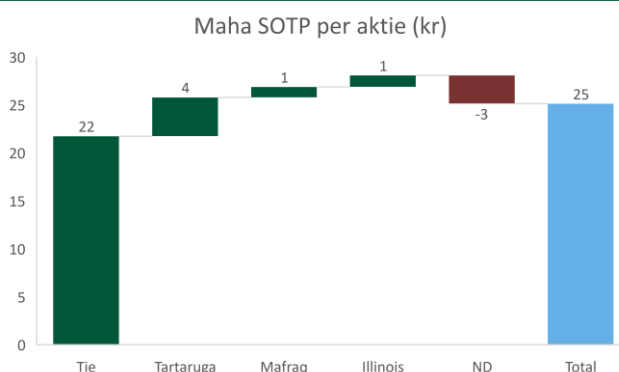
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 11: Majoriteten av värdet är i Tie



Källa: EPB

Diagram 12: Vårt SOTP ger ett värde på 25 kr per aktie



Källa: EPB

Värdering och känslighet per källa

Vi värderar MAHA med DCF per källa där vi diskonterar Tie-fältet i Brasilien, Tartaruga i Brasilien och Mafraq i Oman till 12% samt Illinois i USA till 10%. Tie-fältet står för runt 70% av värdet.

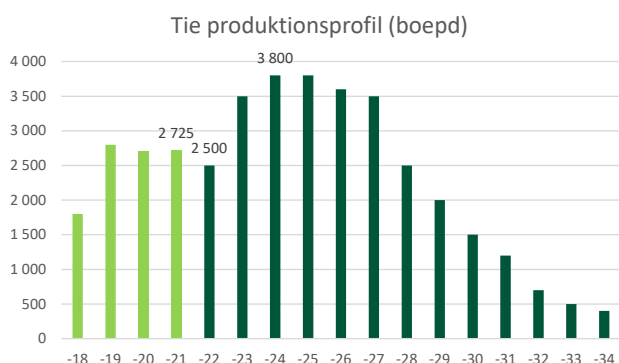
Tie är värt 24 kr per aktie med nedsida till 16 kr om priserna går ner samt att de inte når planerade topp-volymer

Vi drar ner våra produktionsprognoser i Tie för 2022 men behåller produktionsprofilen oförändrad från 2023. Vi tror att problemen i Tie är mekaniska snarare än geologiska och tror att Starboard kan hjälpa till att anskaffa utrustning för att återställa produktionen. En stor del av värdet ligger de närmsta åren på grund av diskonteringsfaktorn – ca 70% av värdet ligger de kommande fem åren.

Det har varit kontinuerliga förseningar i borrningarna i Tie-fältet. Om vi antar att problemen fortsätter och att toppvolymerna dessutom ligger tre fjärdedelar lägre samt blir 2 år försenade jämfört med vårt huvudscenario (som i stort överensstämmer med bolagets produktionsprofil) är Tie-källan värd 18 kr per aktie, med samma oljeprisprognos som i vårt huvudscenario.

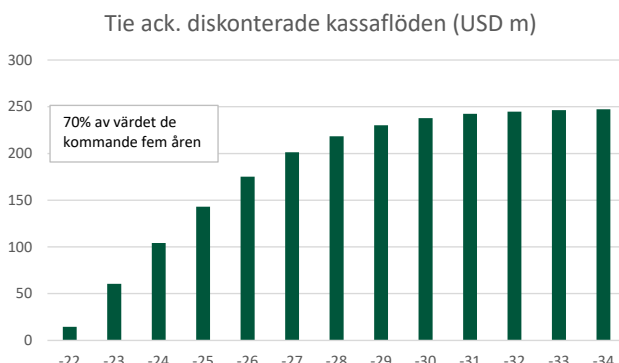
Om oljepriserna faller kraftigt under H2 och vi får ett genomsnitt på USD 65/fat för 2022, samt att det långsiktiga priset skulle vara USD 50/fat, skulle värdet på Tie vara 18 kr per aktie. Om både lägre priser och volymer skulle materialiseras skulle Tie vara värd 14 kr per aktie.

Diagram 13: Vi räknar med att volymerna i Tie kommer upp nästa år



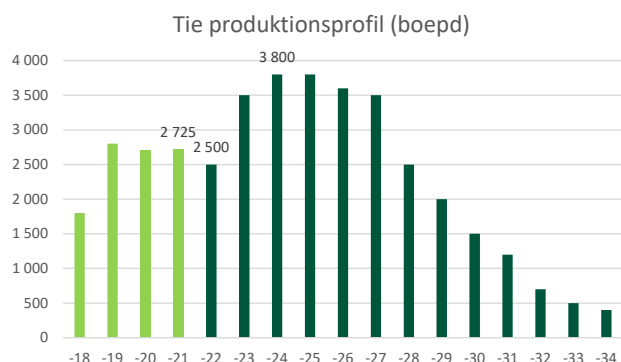
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 14: 70% av värdet de kommande fem åren



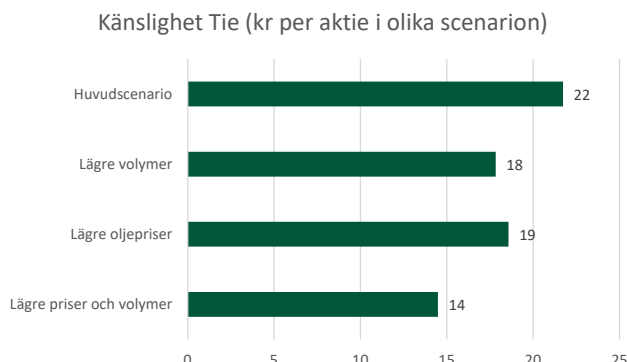
Källa: EPB

Diagram 15: Produktionsprofil med en fjärdedels lägre toppvolym



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 16: Med lägre toppvolym och USD 50/fat långsiktiga oljepriser är Tie värt 14 kr



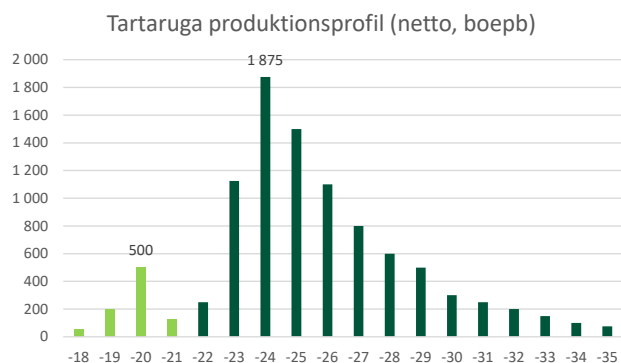
Källa: EPB

Tartaruga är värt 4 kr per aktie med nedsida till nästan noll kr om priserna går ner samt att de inte når planerade toppvolym

Våra prognoser för Tartaruga ligger i linje med den produktionsprofil som publicerades i mars 2021. Borrningen har dock försenats och det finns risk att volymerna inte kommer materialiseras. Om vi antar att brunnen aldrig når toppvolym utan att man inte kommer över tidigare toppnivåer (500 boepd) så skulle värdet, med samma oljeprisprognoser, sjunka till c.1 kr per aktie.

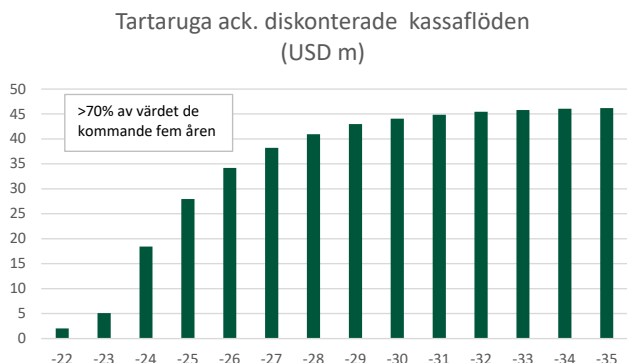
Om de långsiktiga oljepriserna skulle vara USD 50/fat skulle värdet på Tartaruga vara 3 kr per aktie, och om både lägre priser och volymer skulle materialiseras skulle Tartaruga vara värd 0,6 kr per aktie.

Diagram 17: Kraftig ökning av volymerna i Tartaruga kommande år



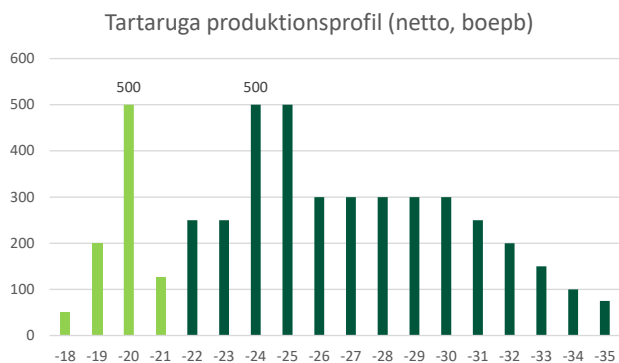
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 18: Mer än 70% av värdet de kommande fem åren



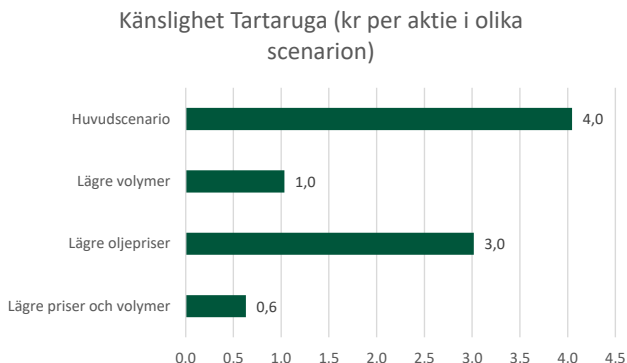
Källa: EPB

Diagram 19: Produktionsprofil med volymer i linje med 2020



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 20: Med lägre toppvolymer och oljepriser är Tartaruga värt mindre än en krona

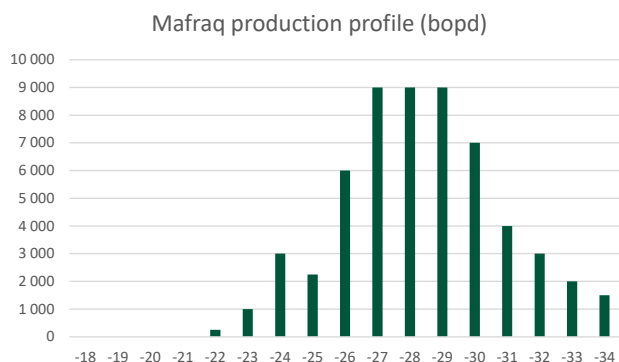


Källa: EPB

Mafraq är värt 3 kr per aktie med nedsida till nästan 0 kr om priserna går ner samt att de inte når planerade toppvolymer

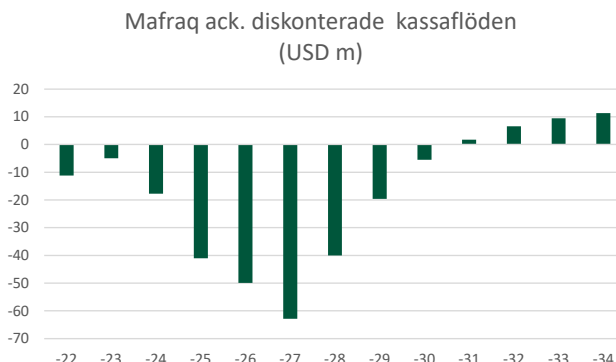
I Oman har bolaget nu kontrakterat att borra sex initiala brunnar och planen är att börja borra i slutet av juni 2022. Vi borde således få mer feedback om Mafraq under H2 2022.

Diagram 21: Vi väntar oss att volymerna toppar 2027-2029



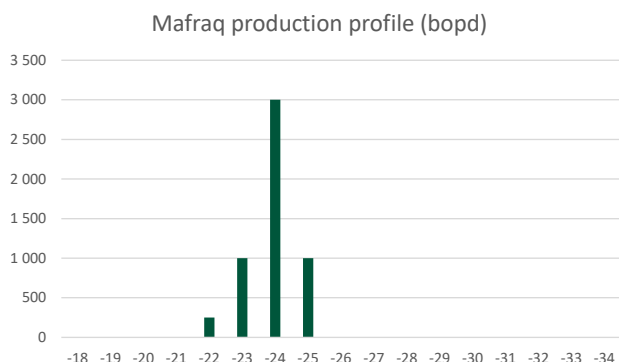
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 22: Att produktionsvolymerna ligger flera år bort tynger värderingen



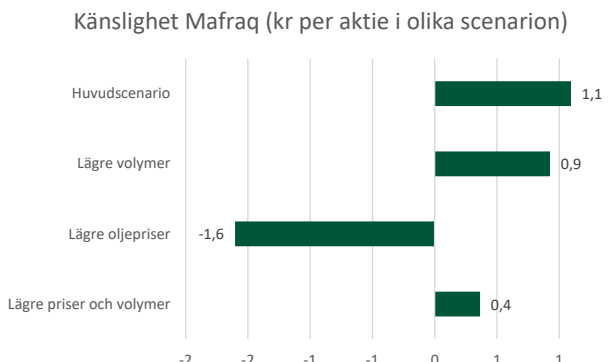
Källa: EPB

Diagram 23: Produktionsprofil med volymer i linje med 2020



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 24: Med lägre toppvolymer och oljepriser är Tartaruga värt mindre än en krona

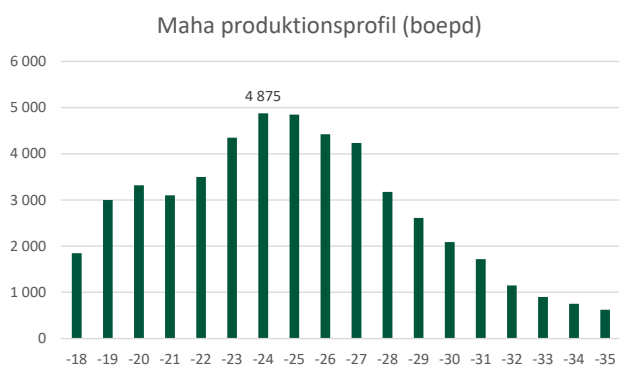


Källa: EPB

Våra prognoser ligger i linje med den produktionsprofil som publicerades i mars 2021. På grund av investeringarna är värdet av Mafrag baktungt. Om det skulle visa sig efter borringarna, som kommer ge viss volym och därmed delvis finansiera borringarna, att det inte är värt att fortsätta är källan i princip inte värd någonting. Investeringarna kommer inte att ske och Mafrag kommer endast bidra med den olja som produceras under testborringarna.

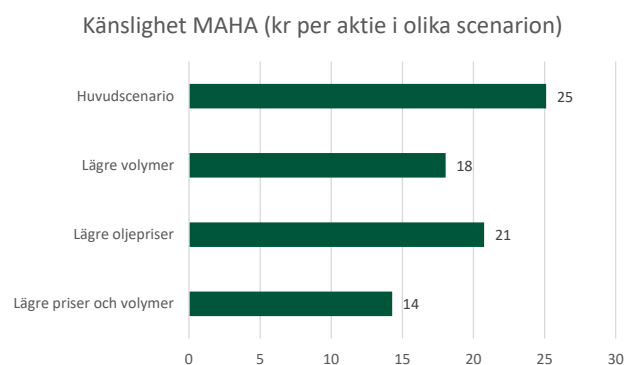
Då Illinois står för en så liten del av värdet (1 kr per aktie) känslighetstestar vi inte källan. I vårt försiktiga scenario i vår känslighetsanalys ser vi totalt runt 3 500-4 000 fat/dag både 2022e och 2023e samt en topp på strax under 5 000 fat/dag 2025-2026. I ett sådant scenario skulle aktien vara värd 18 kr. Om varken volymerna materialiseras eller priserna håller uppe så är den värd 14 kr.

Diagram 25: Med toppvolymerna på strax under 5 000 boepd...



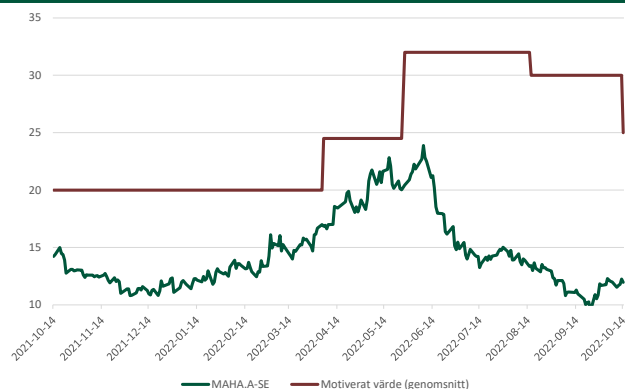
Källa: EPB

Diagram 26: ...ser vi ändå ett värde på 14 kr per aktie



Källa: EPB

Diagram 27: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EBP

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	15	38	56	39	68	102	120	167
Rörelsekostnader	-11	-16	-20	-21	-21	-37	-32	-64
EBITDA, justerad	3	22	36	18	48	65	88	103
Avskrivningar	-2	-3	-7	-6	-9	-14	-14	-23
EBIT, justerad	1	20	29	12	39	51	73	80
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-21	0	0	0	0
EBIT	1	20	29	-9	39	51	73	80
Finansiella poster	-4	-5	-4	-5	-10	-9	-10	-3
Resultat före skatt	-3	15	25	-14	29	42	64	77
Skatter	0	11	-5	3	-8	-11	-17	-20
Nettoresultat, justerad	-3	26	20	11	22	31	47	57
Nettoresultat	-3	26	20	-10	22	31	47	57

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	1	20	29	-9	39	51	73	80
Övriga kassaflödespåverkande poster	-5	-4	-7	22	-17	-22	-28	-24
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	18	29	19	31	43	60	79
Investeringar	-2	-13	-28	-20	-44	-47	-11	-32
Fritt kassaflöde	-4	3	0	-1	-16	-7	46	45
Nyemission / återköp	18	0	0	0	9	0	0	0
Förvärv	-33	0	0	-15	0	0	0	0
Förändringar av lån	33	0	0	0	19	8	-44	-8
Övriga poster	0	0	0	0	-1	-1	-1	-2
Kassaflöde	11	4	3	-14	20	0	0	35
Omräkningsdifferenser	1	-3	-1	-2	-1	0	0	0
Nettoskuld	14	11	9	34	33	41	-3	-46

Källa: EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Materiella anläggningstillgångar	47	59	76	86	113	147	145	156
Övriga anläggningstillgångar	18	21	21	11	14	16	19	22
Summa anläggningstillgångar	65	91	106	112	135	172	172	186
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	1
Kundfordringar	2	4	5	3	6	5	5	8
Övriga omsättningstillgångar	1	1	1	1	1	2	2	3
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	20	22	7	26	26	26	61
Summa omsättningstillgångar	25	28	30	12	33	33	33	73
SUMMA TILLGÅNGAR	90	119	136	124	168	204	205	259
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	48	69	88	56	91	123	169	226
Summa eget kapital	48	69	88	56	91	123	169	226
Långfristiga räntebärande skulder	33	31	31	0	44	52	8	0
Övriga långfristiga skulder	2	2	2	3	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	35	41	41	11	50	57	13	5
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	36	11	11	11	11
Leverantörsskulder	4	4	5	11	10	7	6	8
Övriga kortfristiga skulder	4	5	2	10	5	5	5	7
Summa kortfristiga skulder	8	9	7	58	27	25	23	27
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	90	119	136	124	168	204	205	259

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	161%	46%	N.m.	75%	50%	17%	39%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	597%	60%	N.m.	164%	37%	34%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	1861%	47%	N.m.	221%	30%	44%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	878%	N.m.	N.m.	89%	36%	51%	21%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	22,0%	58,8%	64,5%	Neg.	69,9%	63,7%	73,0%	61,5%
EBITDA-marginal, justerad	22,0%	58,8%	64,5%	46,4%	69,9%	63,7%	73,0%	61,5%
EBIT-marginal	6,9%	52,0%	52,5%	Neg.	57,4%	49,6%	61,2%	47,9%
EBIT-marginal, justerad	6,9%	52,0%	52,5%	31,4%	57,4%	49,6%	61,2%	47,9%
Vinst-marginal, justerad	-	47,3%	35,4%	27,5%	31,6%	30,3%	39,0%	33,9%

Källa: EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	44%	25%	15%	29%	29%	32%	29%
ROCE, justerad	-	23%	27%	11%	32%	30%	39%	37%
ROIC, justerad	-	28%	33%	13%	37%	35%	45%	46%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	2%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Kundfordringar / totala intäkter	15%	11%	9%	8%	9%	5%	4%	5%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	68%	56%	36%	137%	132%	66%	71%	43%
Rörelsekapital / totala intäkter	-9%	-2%	1%	-43%	-12%	-6%	-4%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,5x	0,4x	0,5x	0,5x	0,6x	0,7x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	14	11	9	34	33	41	-3	-46
Soliditet	53%	58%	65%	45%	54%	60%	82%	87%
Nettoskulsättningsgrad	0,3x	0,2x	0,1x	0,6x	0,4x	0,3x	0,0x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	4,3x	0,5x	0,2x	-11,8x	0,7x	0,6x	0,0x	-0,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,03	0,25	0,18	-0,10	0,19	0,26	0,39	0,47
EPS, justerad	-0,03	0,25	0,18	0,10	0,19	0,26	0,39	0,47
FCF per aktie	-0,05	0,03	0,00	-0,01	-0,14	-0,05	0,38	0,37
Eget kapital per aktie	0,56	0,68	0,81	0,52	0,81	1,02	1,41	1,89
Antal aktier vid årets slut, m	86,6	102	108	106	113	120	120	120
Antal aktier efter utspädning, snitt	86,6	102	108	106	113	120	120	120

Källa: EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-22,7x	5,8x	14,6x	18,0x	6,4x	4,1x	2,7x	2,2x
P/EK	1,3x	2,2x	3,3x	3,5x	1,5x	1,0x	0,8x	0,6x
P/FCF	-15,8x	53,5x	583,7x	-155,7x	-8,7x	-19,5x	2,8x	2,8x
FCF-yield	-6%	2%	0%	-1%	-12%	-5%	36%	35%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	5,3x	4,0x	4,9x	5,6x	2,6x	1,6x	1,0x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	24,1x	6,9x	7,6x	12,0x	3,8x	2,6x	1,4x	0,8x
EV/EBIT, justerad	76,7x	7,8x	9,3x	17,8x	4,6x	3,3x	1,7x	1,0x
EV	77	154	272	218	180	168	124	81
Aktiekurs	0,7	1,5	2,6	1,8	1,2	1,1	1,1	1,1

Källa: 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 frånsäger 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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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