



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja & Gas | Sweden | 25 August 2020

## Maha Energy

### Går stark genom krisen

#### Svarta siffror trots covid-19

Trots ett utmanande kvartal för oljebolag lyckades Maha rapportera svarta siffror ända ner till nettoresultatet. Produktionen på 3 602 boepd översteg knappt senaste rekordkvartalet Q3'19, medan intäkterna minskade 44% jämfört med samma period förra året. EBITDA på USD 3,4m översteg vår förväntan på USD 1,7m. Justerat för lägre G&A i kvartalet är bolaget kassaflödespositivt ner till ett Brentpris på USD 16.

#### Åter till fullspäckt arbetsprogram

Efter en stökig start på Q2, med sänkningen av CAPEX-planerna till USD 15,5m, så har oljan stabiliserats och aktiviteten på fälten är nu nästan tillbaka på nivåerna före krisen. Arbetena på GTE-4 är nu avslutade med en produktion på 800 bopd, och bolaget har ett fullspäckt program av åtgärder för att lyfta produktionen ytterligare. Fältet som köptes av Dome i Illinois, USA producerade 144 bopd i kvartalet.

#### Hög potential till medelhög risk

Med en stabil kassa på knappt USD 16m fortsätter vi räkna med en produktionsökning till 4400 boepd i år och 6200 nästa år. En möjlig temporär sänkning av brasilianska statens royalty med 5ppt kan dessutom lyfta vinsterna ytterligare. Vi fortsätter se ett NAV per aktie långt över dagens kurs, motiverat värde 20-22 kr, men noterar att det är helt beroende av en återhämtning i oljepriset från 2021 och framåt.

Estimatändring (USD)				Prognos (USD)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	20.00 - 22.00	
EPS, just 20e	0.14	0.08	79.1%	Sales,m	56	57	100	146	Current price	1.51
EPS, just 21e	0.33	0.28	15.2%	Sales Growth	45.8%	3.4%	73.7%	45.8%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	0.55	0.55	0.0%	EBITDA, m	35	32	62	98	Kurspotential	High
				EBIT, m	29.6	26.0	54.3	88.0		
				EPS, adj	0.20	0.14	0.33	0.55		
				EPS Growth	(24.9)%	(28.5)%	132.9%	67.9%		
				Equity/Share	0.9	0.8	1.2	1.8		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	53.2%	45.2%	54.4%	60.4%		
				ROE (%)	25.0%	16.7%	32.8%	36.6%		
				ROCE	33.5%	28.3%	55.0%	73.4%		
				EV/Sales	2.93x	2.83x	1.63x	1.12x		
				EV/EBITDA	4.6x	5.1x	2.6x	1.7x		
				EV/EBIT	5.5x	6.3x	3.0x	1.9x		
				P/E, adj	7.7x	10.8x	4.6x	2.8x		
				P/Equity	1.7x	1.9x	1.3x	0.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.6%	5.8%	10.0%	27.6%		
				Net Debt/EBITDA	0.2g	0.2g	(0.2)g	(0.5)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 report	23 nov 2020		
Q4 report	26 feb 2021		

Bolagsfakta (USDm)		Analytiker	
Antal aktier	101.2m	Analytiker: johan.widmark@penser.se Analysavdelningen	
Market cap	153		
Nettoskuld	10		
EV	163		
Free Float	69.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	763.0(k)		
Reuters/Bloomberg	MAHA.ST/MAHA SS		



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja & Gas | Sweden | 25 August 2020

# Sammanfattning

---

## Går stark genom krisen

### Investment Case

---

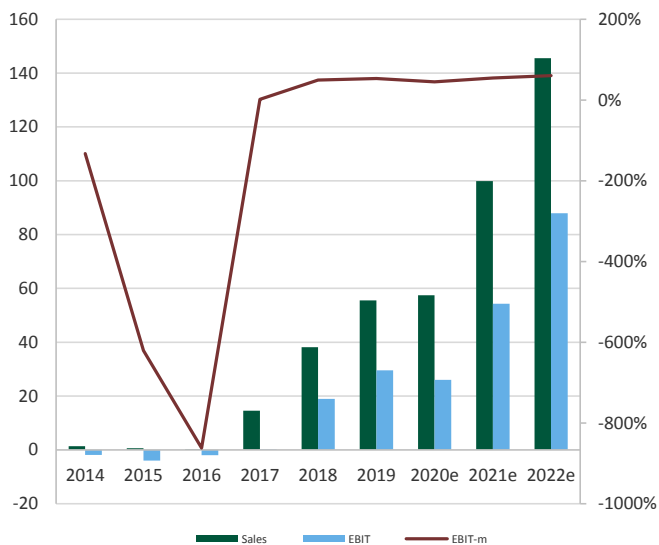
Trots pressen på oljesektorn under våren lyckas Maha rapportera svarta siffror ända ner till sista raden i Q2'20. Mahas cash flow break even motsvarar ett Brentpris runt USD 16 per fat, vilket innebär gott om utrymme till dagens Brentpris på knappt USD 45 per fat. Med en kassa på USD 16m ser vi därför ingen större finansiell risk och fortsätter räkna med en produktionsökning till 4400 boepd i år och 6200 nästa år. Vi fortsätter se ett motiverat värde långt över dagens kurs, men noterar att det är helt beroende av en återhämtning i oljepriset från 2021 och framåt. Sammantaget ser vi därför ett motiverat värde på 20-22 kr och en hög potential till en medelhög risk.

### Värdering

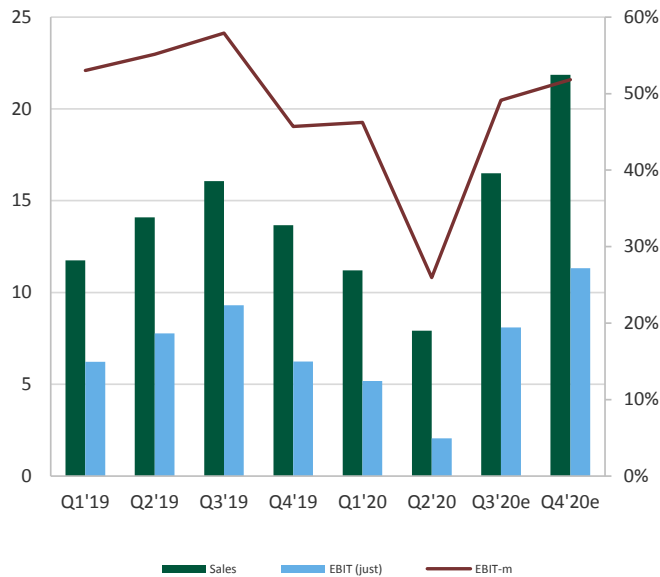
---

Tidigare externa reservvärderingar (vid lägre oljepris och med längre reserver), värderade bolagets tillgångar till USD 478m, där det nyliga förvärvet av Illinois utgör USD 31m. Det kan jämföras med bolagets börsvärde idag på USD 84m eller cirka 840 mkr. Utöver reserverna finns en ansenlig utforskad potential. För att realisera hela det diskonterade nuvärde som finns i oljan i fälten så kommer det krävas betydande investeringar. Med de USD 16m som fanns i kassan vid Q2'20 och de löpande kassaflödena som fälten nu genererar så bedömer vi att det finns tillräckligt med pengar för att täcka den nu justerade investeringsnivån på USD 15,5m för 2020e. Men hur snabbt bolaget kan bygga ut och investera i fälten 2021 och framåt kommer i slutändan bero på oljeprisets utveckling. Med stöd av en diskonterad kassaflödesmodell och en värderingsjämförelse med EV/EBITDA i sektorn ser vi ett motiverat värde för Maha på 20-22 kr. Detta baseras på ett långsiktigt antagande om ett Brentoljepris på USD 60. Av naturliga skäl har dock förändringar i antaganden om långsiktigt oljepris en kraftig påverkan på beräknat motiverat värde där en skillnad på USD 5 i långsiktigt oljepris motsvarar 2,2 kr i kursen. En förändring av bolagets finansieringssituation, där det mest sannolika är att bolaget blir skuldfritt inom vår prognosperiod, kommer också gynna diskonteringsräntan i DCF-modellen och motivera ett ännu högre värde.

## Intäkter, EBIT och EBIT-marginal



## Intäkter, EBIT och EBIT-marginal



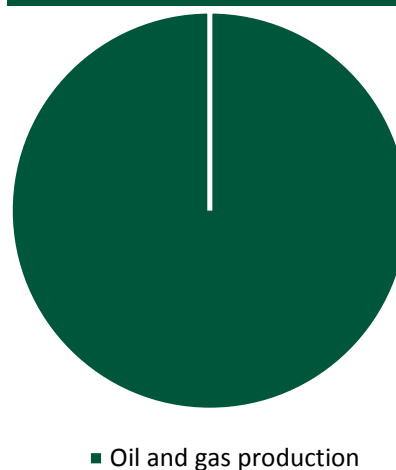
## Ägardata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Kvalitena AB	28,6%	28,6%
Amha Swedish Exchange Co AB	10,2%	10,2%
Jonas Lindvall	9,3%	9,3%
Avanza Pension	3,7%	3,7%
Övriga	37,1%	37,1%

Ordförande	Anders Ehrenblad
Verkställande direktör	Jonas Lindvall
Finansdirektör	Andres Modarelli
Investerarkontakt	Victoria Berg
Telefon / Internet	+46 8 611 0511 / mahaenergy.ca

## Intäktsfördelning



## Resultaträkning, Balansräkning och Kassaflödesanalys

### Resultaträkning (USD)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>14,6</b>	<b>38,1</b>	<b>55,6</b>	<b>57,5</b>	<b>99,8</b>	<b>145,6</b>
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Royalties	-0,3	-0,1	0,0	-2,2	-4,8	-7,4	-9,0	-15,0	-20,4
Bruttovinst	1,1	0,5	0,2	12,4	33,3	48,1	48,5	84,9	125,2
Production and operating (OPEX)	-0,4	-0,4	-0,2	-3,7	-6,4	-6,6	-10,1	-14,2	-18,5
G&A	-1,2	-1,3	-1,9	-5,3	-4,2	-5,5	-4,8	-7,1	-7,1
Stock based compensation	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga kostnader	-0,7	0,0	-0,4	-0,4	0,3	-0,6	-1,0	-0,8	-0,9
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>22,8</b>	<b>35,2</b>	<b>32,2</b>	<b>62,4</b>	<b>98,5</b>
Avskrivningar	-0,4	-2,6	0,5	-2,8	-3,8	-5,7	-6,2	-8,1	-10,5
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>19,0</b>	<b>29,6</b>	<b>26,0</b>	<b>54,3</b>	<b>88,0</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>19,0</b>	<b>29,6</b>	<b>26,0</b>	<b>54,3</b>	<b>88,0</b>
Finanssella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,6
Finanssella kostnader	0,0	0,0	-0,7	-4,2	-3,9	-4,8	-4,7	-4,6	-4,6
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>15,1</b>	<b>24,7</b>	<b>21,4</b>	<b>50,0</b>	<b>83,9</b>
Skatter	0,0	0,0	0,0	-0,3	10,5	-5,1	-7,3	-17,0	-28,5
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>25,6</b>	<b>19,7</b>	<b>14,1</b>	<b>33,0</b>	<b>55,4</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>25,6</b>	<b>19,7</b>	<b>14,1</b>	<b>33,0</b>	<b>55,4</b>

### Balansräkning (USD)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar	13,3	16,3	22,9	17,8	20,7	21,2	21,4	28,6	33,3
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	4,7	1,9	2,3	46,4	70,3	84,4	73,2	80,4	85,2
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>18,0</b>	<b>18,2</b>	<b>25,2</b>	<b>64,2</b>	<b>91,0</b>	<b>105,6</b>	<b>94,6</b>	<b>109,0</b>	<b>118,5</b>
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,4	0,7	1,2	1,6
Kundfodringar	0,2	0,0	0,1	2,5	4,4	4,7	3,5	5,9	7,8
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,2	0,2	0,9	3,5	2,8	2,3	2,3	2,3
Likvida medel	10,3	4,6	6,8	21,8	20,3	22,5	20,4	31,4	75,9
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>10,4</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>25,4</b>	<b>28,2</b>	<b>30,4</b>	<b>26,9</b>	<b>40,8</b>	<b>87,6</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>28,4</b>	<b>23,0</b>	<b>32,3</b>	<b>89,6</b>	<b>119,1</b>	<b>136,0</b>	<b>121,6</b>	<b>149,7</b>	<b>206,1</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	25,5	21,8	31,1	47,6	69,3	87,9	79,8	113,1	177,5
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>25,5</b>	<b>21,8</b>	<b>31,1</b>	<b>47,6</b>	<b>69,3</b>	<b>87,9</b>	<b>79,8</b>	<b>113,1</b>	<b>177,5</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	32,6	31,2	33,5	32,7	29,1	29,1
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	4,3	9,8	10,1	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>36,9</b>	<b>41,0</b>	<b>43,6</b>	<b>32,7</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,1	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	3,0	1,2	1,1	5,0	4,8	3,7	9,0	7,5	-0,6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>5,1</b>	<b>8,9</b>	<b>4,6</b>	<b>9,1</b>	<b>7,5</b>	<b>-0,6</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>28,4</b>	<b>23,0</b>	<b>32,3</b>	<b>89,6</b>	<b>119,1</b>	<b>136,0</b>	<b>121,6</b>	<b>149,7</b>	<b>206,1</b>

### Kassaflödesanalys (USD)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	-1,9	-3,9	-2,6	-4,2	25,6	19,7	14,1	33,0	55,4
Icke kassaflödespåverkande poster	0,7	2,7	-0,3	4,3	-3,9	9,9	7,4	13,2	18,7
Förändringar i rörelsekapital	0,3	-0,1	-0,2	-1,8	-3,4	-0,7	4,3	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>18,3</b>	<b>28,8</b>	<b>25,9</b>	<b>46,2</b>	<b>74,1</b>
Investeringar	-6,0	-4,4	-0,9	-2,2	-15,8	-27,2	-16,7	-30,4	-30,4
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>9,2</b>	<b>15,8</b>	<b>43,7</b>
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	19,6	0,0	11,8	18,3	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Förvärv	-2,4	0,0	-5,6	-33,4	0,0	0,0	-4,2	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-1,1	0,0	0,0	32,6	-2,8	1,4	0,5	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>9,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>2,2</b>	<b>13,5</b>	<b>1,5</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>	<b>15,8</b>	<b>43,7</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>-9,8</b>	<b>-53,5</b>

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 grundas 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.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 berörda 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](http://www.penser.se)