



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Olja & Gas | Sweden | 24 November 2020

Maha Energy

Tillväxt att vänta med vinst i ryggen

Fortsatt svarta siffror i Q3'20

Maha Energy levererade vinst på nedersta raden även i Q3'20, med en nettovinst på 1,8 MUSD (6,6), samt EBITDA på 5,5 MUSD (10,7). Produktionen uppgick i snitt till 3,580 fat oljeekvivalenter per dag med en operativ netback på 7 MUSD, eller ca 21 USD/fat. Detta var det tolfte kvartalet i följd med svarta siffror, på en marknad i turbulens till följd av covid-19 och dess följdverkningar på oljeindustrin.

Utstakad väg för tillväxt över fem år

Investeringsbudgeten uppgår till 15,5 MUSD 2020, och Maha Energy planerar därefter för ett intensivt investeringsprogram för de kommande åren. Ca 100 MUSD planeras för 2021 - 2023, med stora produktionsökningar som följd. Maha Energy räknar med att nå en produktionsnivå vid utgången av 2020 i målspannet 5,200 - 5,700 fat per dag.

Väl hanterat 2020

Vi har sänkt prognoserna något efter rapporten till följd av ett lägre oljeprisantagande, samtidigt som vi ser en högre tillväxt i produktionen i linje med den femårsstrategi Maha Energy lagt fram. Vi ser ett motiverat värde på 15-16 kr per aktie, samt en hög risk till följd av osäkerheten på oljemarknaden. Uppsidan kan dock vara större på sikt.

Estimatändring (USD)				Prognos (USD)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	15.00 - 16.00	
EPS, just 20e	0.09	0.14	-38.1%	Sales,m	56	45	99	134	Current price	\$1.46
EPS, just 21e	0.28	0.33	-15.4%	Sales Growth	45.8%	(18.8)%	119.0%	35.7%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	0.4	0.55	-26.4%	EBITDA, m	35	23.3	59	82	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, m	29.6	17.4	46.0	65.1		
Q4 2020	26 februari 2021			EPS, adj	0.20	0.09	0.28	0.40		
-	-			EPS Growth	(24.9)%	(55.8)%	218.6%	46.0%		
-	-			Equity/Share	0.9	1.0	1.2	1.6		
Bolagsfakta (USDm)				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
Antal aktier	101.5m			EBIT Marginal	53.2%	38.5%	46.5%	48.5%		
Market cap	148			ROE (%)	25.0%	9.1%	22.5%	24.7%		
Nettoskuld	15			ROCE	33.5%	13.3%	29.0%	32.6%		
EV	162			EV/Sales	2.92x	3.60x	1.64x	1.21x		
Free Float	74.30%			EV/EBITDA	4.6x	7.0x	2.8x	2.0x		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	880.0(k)			EV/EBIT	5.5x	9.4x	3.5x	2.5x		
Reuters/Bloomberg MAHA-A.ST/MAHAA SS				P/E, adj	7.4x	16.8x	5.3x	3.6x		
				P/Equity	1.7x	1.5x	1.2x	0.9x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.6%	0.7%	0.4%	12.0%		
				Net Debt/EBITDA	0.2g	0.6g	0.2g	(0.0)g		

Analytiker

alexander.vilval@penser.se
Analysavdelningen



Sammanfattning

Tillväxt att vänta med vinst i ryggen

Investment Case

Maha Energy rapporterade fortsatt svarta siffror även i Q3'20. 2020 har varit mycket turbulent, dels med kraftiga prissvängningar på oljemarknaden, men även internt till följd av covid-19. Även om Maha har lyckats navigera svårigheterna i spåren av pandemi väl, så nämner de att de i vissa avseenden sett effektivitetsproblem i häraden 20-25% som följd. Detta avser framför allt Brasilien, som har drabbats hård. Detta kan i sin tur innebära en viss kudde i prognoserna när vi ser in i 2021 med förhoppningen om att pandemin tonas ned. Maha Energy ser framför sig ett ambitiöst investeringsprogram, motsvarande ca 100 MUSD under perioden 2021 - 2023, med en kraftig tillväxt som följd. I den femårsstrategi bolaget lagt fram ser Maha möjligheten att växa produktionen till en nivå motsvarande ca 4 gånger de kring 4,000 fat/dag som produceras 2020. Det nyligen ingångna produktionsdelningsavtalet avseende block 70 i Oman, där MD Jonas Lindvall har lång erfarenhet, kommer att ta över staffetpinnen gällande produktionstillväxt under den senare delen av perioden.

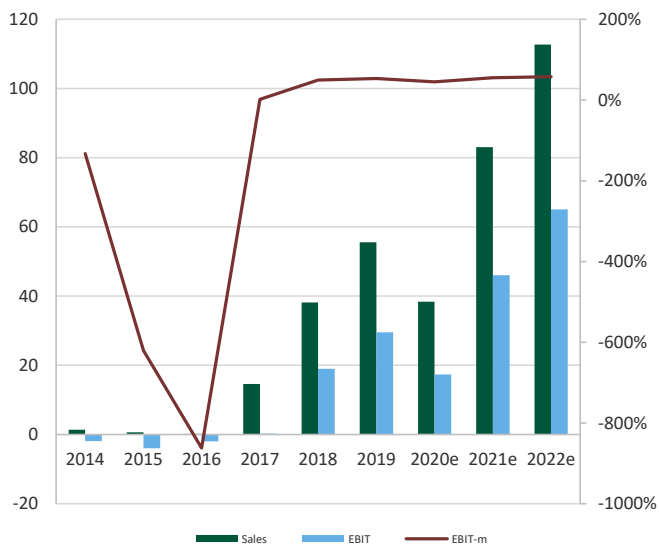
Värdering

Vi har justerat våra prognoser något, med en högre tillväxt än vad vi tidigare räknade med, i linje med vad bolaget presenterade i samband med deras femårsstrategi. Samtidigt har vi sänkt antagandena kring oljepriset till terminskurvan, med priser kring 45 - 50 dollar per fat (brent) framöver. Totalt sett resulterar det i sänkta EBITDA-prognoser om ca -5% till -15% för de närmaste åren. Maha etablerar fler ben att stå på i verksamheten och har även visat att de klarar av att hantera ett så turbulent år som 2020. Detta kan medföra att marknaden successivt prisar in även framtida affärer och investeringsprojekt, med större uppsida som följd. Vi ser hög risk till följd av osäkerheten och volatiliteten på oljemarknaden totalt sett.

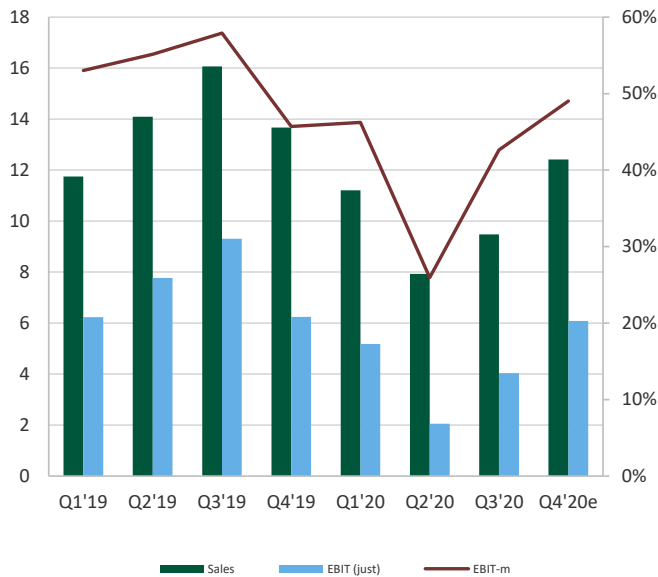
Motiverat värde

Motiverat värde uppgår till 15-16 kr.

Intäkter, EBIT och EBIT-marginal



Intäkter, EBIT och EBIT-marginal

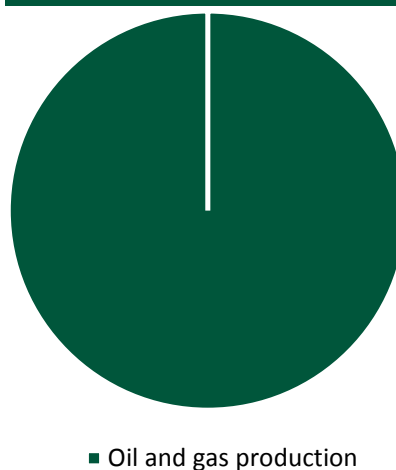


Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Kvalitena AB	21,0%	21,0%
Avanza Pension	5,6%	5,6%
Jonas Lindvall	4,7%	4,7%
Ålandsbanken i ägares ställe	2,1%	2,1%
Övriga	66,7%	66,7%

Ordförande	Harald Pousette
Verkställande direktör	Jonas Lindvall
Finansdirektör	Andres Modarelli
Investerarkontakt	Victoria Berg
Telefon / Internet	+46 8 611 05 11 / mahaenergy.ca

Intäktsfördelning



Resultaträkning, Kassaflöde, Balansräkning

Resultaträkning (USD)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	1,4	0,6	0,2	14,6	38,1	55,6	45,1	98,9	134,2
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	-6,8	-15,8	-21,5
Bruttovinst	1,1	0,5	0,2	12,4	33,3	48,1	38,4	83,0	112,7
Production and operating (OPEX)	-0,4	-0,4	-0,2	-3,7	-6,4	-6,6	-9,8	-19,2	-25,6
G&A	-1,2	-1,3	-1,9	-5,3	-4,2	-5,5	-4,8	-5,2	-5,2
Stock based compensation	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0
Övriga kostnader	-0,7	0,0	-0,4	-0,4	0,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1
Rörelseresultat (EBITDA)	-1,5	-1,4	-2,4	3,1	22,8	35,2	23,3	58,6	81,9
Avskrivningar	-0,4	-2,6	0,5	-2,8	-3,8	-5,7	-5,9	-12,6	-16,8
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-1,9	-3,9	-2,0	0,3	19,0	29,6	17,4	46,0	65,1
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-1,9	-3,9	-2,0	0,3	19,0	29,6	17,4	46,0	65,1
Finansella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	-0,7	-4,2	-3,9	-4,8	-4,8	-4,5	-4,5
Resultat före skatt	-1,9	-3,9	-2,6	-4,0	15,1	24,7	12,6	41,5	60,6
Skatter	0,0	0,0	0,0	-0,3	10,5	-5,1	-3,8	-13,5	-19,7
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-1,9	-3,9	-2,6	-4,2	25,6	19,7	8,8	28,0	40,9

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	8,8	28,0	40,9
Icke kassaflödespåverkande poster	0,7	2,7	-0,3	4,3	-3,9	9,9	5,9	12,6	16,8
Förändringar i rörelsekapital	0,3	-0,1	-0,2	-1,8	-3,4	-0,7	2,0	-0,4	-0,2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-0,9	-1,3	-3,1	-1,8	18,3	28,8	16,7	40,2	57,4
Investeringar	-6,0	-4,4	-0,9	-2,2	-15,8	-27,2	-15,8	-39,7	-39,7
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-6,9	-5,7	-4,0	-4,0	2,6	1,6	1,0	0,5	17,7
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	0,7	0,0	0,0
Kassaflöde	9,2	-5,7	2,2	13,5	1,5	3,0	-2,5	0,5	17,7

Balansräkning (USD)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
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	30,3	43,8	55,3
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	89,3	102,8	114,3
Summa anläggningstillgångar	18,0	18,2	25,2	64,2	91,0	105,6	119,6	146,7	169,6
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	0,9
Kundfordringar	0,2	0,0	0,1	2,5	4,4	4,7	11,3	24,7	33,5
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,2	0,2	0,9	3,5	2,8	2,8	2,8	2,8
Likvida medel	10,3	4,6	6,8	21,8	20,3	22,5	20,0	20,5	38,2
Summa omsättningstillgångar	10,4	4,8	7,1	25,4	28,2	30,4	34,4	48,7	75,5
SUMMA TILLGÅNGAR	28,4	23,0	32,3	89,6	119,1	136,0	154,0	195,4	245,1
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	25,5	21,8	31,1	47,6	69,3	87,9	96,6	124,7	165,5
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	25,5	21,8	31,1	47,6	69,3	87,9	96,6	124,7	165,5
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	32,6	31,2	33,5	34,1	34,1	34,1
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	11,0	11,0	11,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	36,9	41,0	43,6	45,1	45,1	45,1
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
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	11,3	24,7	33,5
Summa kortfristiga skulder	3,0	1,2	1,2	5,1	8,9	4,6	12,2	25,6	34,4
Summa Eget Kapital och skulder	28,4	23,0	32,3	89,6	119,1	136,0	154,0	195,4	245,1

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