



LULEÅ CAPITAL MANAGEMENT

AKTIEANALYS



Analytiker: Axel Herner

2021-02-14

LULEÅ CAPITAL MANAGEMENT



MAHA ENERGY AB

INTRODUKTION

Maha Energy AB är ett oljebolag med tillgångar i Brasilien, USA samt Oman. De har som affärsidé att främst investera i fält där utveckling av infrastruktur redan skett, det vill säga fält med bevisade oljetillgångar som utvunnits på ett ineffektivt och dyrt sätt. Vad som gör Maha särskilt intressant är dess kompetenta ledning samt låga värdering.

BESKRIVNING AV BOLAGET

Bolaget grundades 2013 i Kanada där bolaget även har sitt huvudkontor. Maha är ett av få oljebolag som till följd av sina låga produktionskostnader lyckades leverera vinst under alla kvartal under 2020 vilket är anmärkningsvärt då oljepriset var nere och vände under 20 USD. Produktion sker från fält i USA samt Brasilien medan tillgången i Oman är under utveckling. Den trebenta geografiska spridningen av tillgångar som VDN länge pratat om blev komplett i slutet av 2020 då de stod klart att företaget fått rättigheter att utvinna olja i Oman. Nedan följer en närmare beskrivning av deras tillgångar.

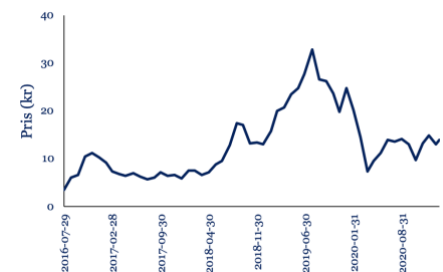
USA

Maha äger två fält i USA, LAK Ranch i Wyoming samt det nyförvärvade Illinois Basin. Produktionen från dessa är inte särskilt stor, ca 150 BOEPD (Barrels of oil and oil equivalents) vilket beror på att det nyförvärvade Illinois Basin ännu inte hunnit utvecklas av Maha. Innehavet LAK ranch har funnits hos Maha sedan 2013 och har endast legat på Break Even-nivå då man lagt ett större fokus på utvecklingen av tillgångarna i Brasilien. Illinois Basin förvärvades av bolaget för 4 miljoner USD i slutet av Mars 2020, då oljepriset stod som lägst. Dess reserv utgörs av ungefär 2 miljoner bevisade fat och 5 miljoner möjliga. Man ser en stor tillväxtpotential för fältet.

Brasilien

I Brasilien har bolaget fälten Tartaruga och TIE. På TIE-fältet producerades under Q3 2020 2832 BOEPD från 6 olika brunnar. Vid förvärvet av fältet 2017 producerades ca 1300 BOEPD med en hanteringskapacitet på 2000 fat. Nu har man kapacitet att hantera 5000 BOEPD vilket kan ses som en begränsning för vad som i närhet tros kunna produceras där. Denna begränsning bör dock ligga en bra bit fram i tiden.

Maha Energy AB Kursutveckling



Nyckeltal

Omsättning: 48 140 kUSD	Vinst: 19 654 kUSD	
Soliditet: 55,3 %	Vinst-marginal: 21,5 %	
P/E: 18,1	P/S: 3,9	
EV/EBIT: 9,4	EV/SALES: 4,4	
PEG: -0,23	Direktavkastning: 0	
Största ägare	kapital %	röster %
Kvalitena AB	20,95	20,95
Avanza Pension	5,94	5,94
VD Jonas Lindvall	4,68	4,68
Ålandsbanken I Ägares Ställe	2,02	2,02
IBKR Financial Services AG	1,37	1,37

På Tartaruga ser bolaget stor potential, det finns 27 sanstenslager som bedöms innehålla olja varav produktion endast sker från två. Här har man i nuläget kapacitet att hantera ca 800 BOPD (Barrels of Oil Per Day) och arbetar med att öka detta till 2500 BOPD. Den faktiska produktionen under Q3 2020 uppgick till 602 BOEPD.

Oman

I November 2020 erhöll Maha ett kontrakt att producera olja på Mafraq-fältet under 15 års tid med möjlighet till förlängning på 5 år. Fältet är till stor del utforskat men ligger i ett område med flera producerande fält vilket innebär lägre kostnader i utveckling av infrastruktur. Det finns bevisade tillgångar om 0,2 miljoner fat, men den stora potentialen ligger här i prospekteringen. Fältet bedöms av tredje part innehålla upp mot 185-280 miljoner fat olja. För rättigheterna att producera olja betalade Maha 10 miljoner USD till sultanen.

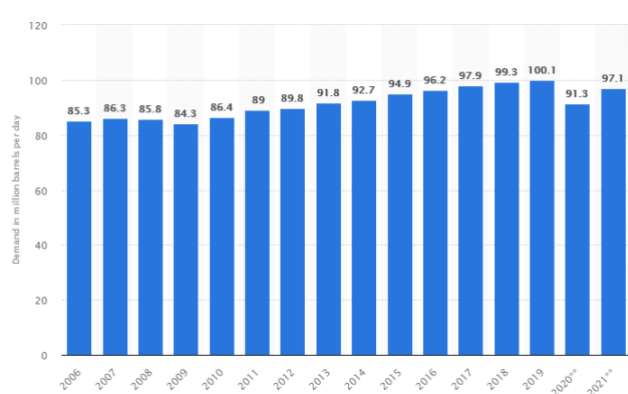
Branschen och oljepriset

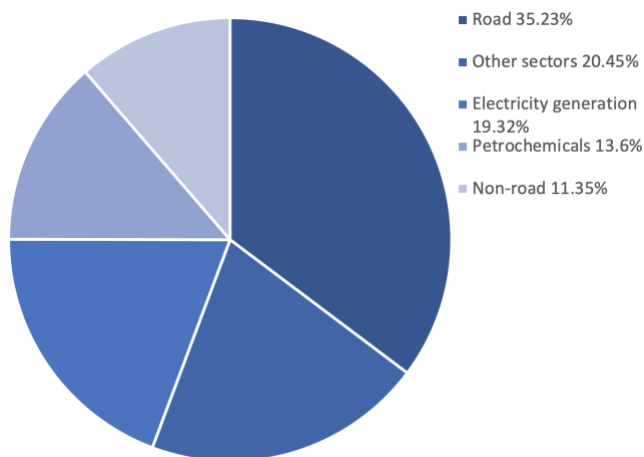
Att förutspå oljepriset sägs vara omöjligt, det styrs av många olika faktorer. Några exempel är politik, utbud-efterfrågan och OPEC+. OPEC+ är en kartell bestående av flera olika stora oljeproducerande länder och har som syfte att kontrollera oljepriset vilket ofta görs genom att medlemmarna begränsar sin produktion och på så sätt sänker utbudet. Produktionsbegränsningar är dock inte alltid fallet, under den stora nedgången i oljepriset vi såg under 2014 berodde till stor del att OPEC skapade ett överutbud av olja för att sätta käppar i hjulen på andra producenter och på så vis långsiktigt driva upp priset. Därmed utgörs en stor del av risken i ett oljebolag av det oförutsägbara priset.



Till följd av kraftigt minskad efterfrågan på olja på grund av Covid-19 kraschade oljepriset i Mars. Detta har gjort att många oljebolag försatts i konkurs samt stoppat olönsam produktion på fälten. Produktionen går inte tillbaka till tidigare nivåer över en natt utan det tar lite tid, därmed kan en trigger i oljepriset vara en återgång i efterfrågan men minskat utbud.

Oljebranschen är på lång sikt på väg att försvinna, men hur lång tid det dröjer är svårt att svara på. Vad man vet är att efterfrågan har fortsatt att stiga. Vi ser en nedgång i förväntad efterfrågan till följd av Covid-19, men kan se att den stigit de senaste 15 åren. Flera analytiker, bland annat OPEC och British Petroleum ser en topp i efterfrågan på olja ca 2030.





I bilden ovan får vi en överblick över oljefrågan uppdelat på sektor. Om målen kring en helt elektrifierad transportsektor uppfylls kommer en stor del av oljekonsumtionen försvinna vilket utgör en av de största riskerna med oljebolag. Om exempelvis kina förbjuder fossildrivna bilar i städerna kommer det märkas på oljepriset och oljebolagen tjänar mindre pengar. Mycket talar för att vi går mot ett samhälle som i hög grad kommer att vara fossilfritt. Denna utveckling utgör den största risken för investering i oljebranschen, men på grund av att många är skeptiska till branschen finns det lönsamma bolag till låga priser.

ANALYS

Möjligheter

Kortsiktigt klarar bolaget enligt VDn Jonas Lindvall ett oljepris på ca 14,5 USD utan att behöva presentera negativa resultat. Där \$7 utgörs av produktionskostnader och \$7,44 utgörs av royalties. För att utföra nödvändiga investeringar för upprätthållande samt utveckling av produktion krävs dock ett oljepris runt 23 USD. Det betyder att vid nuvarande oljepris på 60 USD tjänar Maha ca 37 USD per sålt fat. Maha ligger därmed som tidigare nämnt på väldigt låga produktionskostnader i relation till andra producenter vilket gör dem till ett intressant case. Varför Maha lyckas producera olja till såpass låga kostnader beror på att man varit mycket selektiv i

vilka fält man valt att investera i samt en hög kompetens inom bolaget.

Den fjärde februari 2021 släppte bolaget siffror på förväntad produktion på 4000-5000 BOEPD för 2021. En grov uppskattning på EBITDA för helåret 2021 ligger därmed på 486 miljoner kronor. Räkna vi bort finansiella kostnader, avskrivningar, skatt och administrationskostnader som varit relativt konstanta de senaste året uppskattas resultatet grovt till 246.2 miljoner kronor. Nuvarande börsvärde är 1,4 miljarder, vilket till nuvarande kurs ger ett P/E tal på 5,7. Detta är beräknat till nuvarande oljepris på \$60. VD Jonas Lindvall hävdade i Q3 2020 att bolaget var i god position att fyrdubbla produktionen, då låg man på 3 593 fat om dagen vilket skulle resultera i en produktion om strax över 14000 fat per dag. Hur långt fram i tiden detta ligger har han inte uttalat sig om, men de närmsta åren bör vi kunna se en god tillväxt till följd av de två nya förvärven i Oman och Illinois samt utveckling av fälten i Brasilien.

Intresset för Maha var stort under 2019 och början av 2020 då kursen gick kraftigt uppåt. Uppgången kan tyckas vara motiverad då P/E talet för 2019 hamnade strax under 12. Innan utbrottet av Covid-19 stod oljepriset i samma nivå som nu, sedan dessa har Maha förvärvat två oljefält till förmånliga priser. Trots detta stod kursen ungefär 40% högre för ett år sedan

Kortsiktig trend

Oljebranschen är i nuläget något bortglömd, framförallt till följd av nedgången i oljepriset och hållbarhetstrenden. Stigande oljepris ger stora utslag på vinsten för de flesta bolag i branschen, men aktiekurserna har inte följt med. Om det visar sig att bolagen levererar starka resultat bör många få upp ögonen för branschen igen.

En indikator på oljeutbudet är antalet aktiva riggar i USA, de senaste 35 åren har siffran snittat ungefär 1200. Enligt Dagens Industri var antalet 392 stycken den 5e februari 2021. I takt med att vaccineringen av världens befolkning fortsätter och samhällen börjar öppna upp kommer vi se efterfrågan på olja återgå till tidigare nivåer. Flera källor anger att det finns stor risk till ett kraftigt underbud av olja till följd av att pandemin och det låga oljepriset lett till att nödvändiga investeringar för upprätthållande av produktion inte skett. Om utbudet av olja inte hänger med är därmed underbud en potentiell trigger i oljepriset såväl som Maha.

Risker

Oljepriset är en stor risk kopplad till investering i Maha av förklarliga skäl. Bolaget har dock visat sig mycket starkt då de lyckades leverera positiva resultat under samtliga resultat under 2020. För ett bolag i tillväxtfas är det anmärkningsvärt och

indikerar att man kan stå stadigt trots att det stormar. Bolaget kan därmed tänkas klara de flesta kortsiktiga kriser, en permanent minskad efterfrågan på olja är dock förödande för Maha Energy. Risken finns att världen blir oberoende av fossila bränslen tidigare än vad som förutspåts vilket skulle leda till att Mahas tillgångar nästintill blir värdelösa.

Maha har haft lite problem med att få upp produktionen. Den har fyrdubblats sedan 2014, men produktionsmål har blivit uppskjutna och man har inte alltid kunnat hålla sig till de prognoser man satt. Problemen har berott på allt från att borrhigar har gått sönder till problem med myndigheter. En kortsiktig risk är därmed att man inte producerar enligt de prognoser man satt för 2021. Visserligen verkar man varit relativt konservativ vid upprättandet av prognoserna så utan större produktionsstopp på fälten är det inte orimligt att förväntningarna överträffas.



Lak Ranch i USA



Tartarugafältet I Brasilien



Styrelse från vänster: Nick Walker, Jonas Lindvall, Harald Pousette, Anders Ehrenblad

VD & Styrelse

VD Jonas Lindvall började sin karriär på Lundin Oil (Nuvarande Lundin Energy) efter att han tog en "bachelor of science petroleum engineering" samt en master inom energy business. På Lundin var han med under bolagets stora tillväxtfas. Han har även varit med och startat upp det framgångsrika oljebolaget Thetys Oil och beslutade att starta eget 2013. Nu har han 30 års erfarenhet inom branschen och han har som han själv sagt en stark kärlek till oljebranschen. Jonas Lindvall äger själv 4,76 miljoner aktier samt 195 000 tekningsoptioner. Han framstår som en reserverad och lugn ledare som hellre säger för lite än för mycket.

Styrelseordförande i Maha Energy heter Harald Pousette. Han är tidigare CFO för Kvalitena AB och har ytterligare fyra uppdrag som styrelseordförande samt 3 uppdrag som styrelseledamot.

SAMMANFATTNING

Sammanfattningsvis är Maha Energy ett mycket välskött bolag som tagit stryk av pandemin, men kommit undan lindrigt i relation till andra bolag i branschen. Om världen fortsätter att efterfråga olja under det närmsta decenniet finns det goda skäl för en investering. Att oljan är på väg att försvinna ger anledning till lägre värderingar för oljebolag än exempelvis andra energibolag. Det finns dock mycket som talar för att nuvarande värdering är väldigt låg. De befinner sig dessutom i fortsatt kraftig tillväxtfas som med ett oljepris på liknande nivåer kommer leda till kraftigt ökade vinster. Med en horisont på 5-10 år kan därmed Maha Energy anses värdigt en investering.

Disclaimer

De köp- och säljmotiveringar som Luleå Capital Management publicerar är varken investeringsråd eller rekommendationer. Före ni genomför ett köp respektive sälj bör ni alltid genomföra en egen analys och därmed inte handla enbart baserat på vad Luleå Capital Management presenterar. Handel med finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk och Luleå Capital Management friskriver sig helt från ansvar för det resultat som kan bli följden.

Axel Herner 2021-02-14

