

Värderingsutlåtande
1 december 2022



PETROSIBIR AB

FÖRESLAGEN AVYTTRING AV RYSK OLJEVERKSAMHET

Innehållsförteckning

Introduktion till uppdraget	3
En kort företagsbeskrivning av Petrosibir AB.....	5
Företagsvärdering: Diskonterad kassaflödesmodell	14
Jämförande värdering: Transaktionsmultiplar	18
Jämförande värdering: Multiplar för noterade bolag	20
En sammanvägd uppskattning av marknadsvärdet.....	21
Friskrivning	23

Introduktion till uppdraget

Carlsquare AB har, via Jesper Sevelin, vice VD för Petrosibir AB ("Petrosibir" eller "bolaget"), fått i uppdrag att lämna en Fairness Opinion om en föreslagen transaktion där Petrosibir avyttrar sina hel- och majoritetsägda ryska oljetillgångar till bolagets lokala ryske VD enligt de villkor som beskrivs nedan.

Pavel Tetyakov, VD för Petrosibir AB och dess ryska dotterbolag, har erbjudit bolagets styrelse att köpa ut tillgångarna i Basjkirien, dvs. 100 procent av Ingeoholding och 51 procent av UFA Petroleum, för 28 miljoner rubel, motsvarande ungefär 4,8 miljoner kronor. Erbjudandet är villkorat av att Ingeos och UFA:s skulder till Petrosibir är noll vid tidpunkten för transaktionen. Om styrelsen går vidare med erbjudandet måste lånen efterskänkas. Erbjudandet är icke-bindande och förutsätter godkännande av bolagsstämman (i Petrosibir) och godkännande av de ryska myndigheterna. Ryssland har begränsat dessa transaktioner eftersom många europeiska företag lämnar marknaden. Det förväntas ta några månader att få myndighetsgodkännanden. Efter erbjudandet är styrelsen inte bunden av transaktionen om en bättre lösning hittas eller om marknaden förbättras. Det innebär att Petrosibir har rätt att dra sig ur affären under hela processen.

Efter en sådan transaktion skulle Petrosibir AB ha kvar en liten kassa och ett 49-procentigt indirekt intresse i en oljefyndighet i Komi, Ryssland (nedskrivet till noll i Petrosibirs kontrollbalansräkning per den 31 augusti 2022).

Carlsquare har fått i uppdrag att uttala sig om huruvida villkoren för dessa transaktioner sker på rättvisa marknadsvillkor.

Tillgång till information:

Carlsquare AB har fått följande information från Jesper Sevelin, vice VD för Petrosibir:

Bokslut 2021, värderingsmodeller och budget 2022 för CUP (51 procent i LLC Company Ufa Petroleum).

Bokslut 2021, värderingsmodeller och budget 2022 för Ingeo (100 procent i AO Ingeoholding).

Konsoliderad resultaträkning 1 januari-30 juni 2022

"PS Basjkirien Värderingsmodell 21.2.2022.xlsx."

Komi (49 procent)- Bokslut Q1-Q3 2022 (på ryska), värderingsmodell 24.08.2022 och "Rapport Ripiano 2021_15.03.2022.pdf" (på ryska).

Petrosibir AB Årsredovisningar från 2015 till 2021 och delårsrapport för första halvåret 2022 från företagets webbplats.

Företagspresentation från bolagsstämman i Petrosibir AB daterad 16 juni 2021.

Petrosibir Kontrollbalansräkning från företagets webbsida per 31 augusti 2022.

Om Carlsquare

Carlsquare är ett företag som har arbetat med finansiella transaktioner i 20 år och är idag en av de ledande företagen i Tyskland och Skandinavien. Sedan juni 2018 är det tidigare Jarl Securities AB en del av koncernen. Carlsquare AB har en aktieanalysavdelning med fem anställda, varav tre har lång erfarenhet från bank- och finansbranschen och där samtliga har en hög kompetens inom aktieanalys. Förutom oberoende värderingsuppdrag startade bolaget våren 2020 en verksamhet inom uppdragsanalys mot noterade bolag. Carlsquare-koncernen har cirka 100 anställda på kontor i Berlin, Hamburg, Köpenhamn, London, München, Paris och Stockholm.

Metoder

För att värdera Petrosibirs verksamhet inför den föreslagna transaktionen har Carlsquare använt en kassaflödesmodell (DCF) och två jämförande värderingsmodeller. Jämförelser har gjorts med liknande verksamheter (en för börsnoterade och en för onoterade företag, den senare med hjälp av uppgifter från transaktionsdatabasen Mergermarket).

Diskonterad kassaflödesmodell

Vi har tillämpat en kassaflödesmodell (DCF) med prognostiserade intäkter och kostnader för perioden från 1 juli 2022 till 31 december 2026. Kassaflödets nuvärde har diskonterats med hjälp av en företagsspecifik årlig diskonteringsränta. Från detta värde har företagets räntebärande nettoskuld subtraherats.

Fördelar:

- Kassaflödesbaserad
- Marknadsberoende
- Akademiskt stöd

Nackdelar:

- Beroende av finansiella prognoser
- Känslig för olika antaganden
- Risk för ett stort beroende av restvärdet i kalkylen

Jämförande värderingar

Vi har gjort två jämförande värderingar med liknande bolag baserade på olika nyckeltal kopplade till intjäningsförmåga och substansvärde.

Fördelar:

- Marknadsberoende
- Relativ
- Enkel att använda

Nackdelar:

- Få (om några) jämförbara bolag
- Inte kassaflödesbaserad
- Ingen hänsyn tas till företagsspecifika faktorer

En kort företagsbeskrivning av Petrosibir AB

Petrosibir AB äger 100 procent av AO Ingeoholding, 51 procent av LLC Company Ufa Petroleum i Basjkortostan ("Basjkirien") och 49 procent av holdingbolaget Ripiano Holdings Ltd, registrerat på Cypern, som i sin tur äger 100 procent av tillgångarna i Komi i Ryssland.

Ingeoholding har produktionslicenser för oljefälten Ayazovskoye och Ayskoye, och via det 51-procentigt ägda dotterbolaget LLC Ufa Petroleum har de prospekterings- och produktionslicenser för Suyanovskoye- och Aysky-blocken i Basjkirien.

Oljefälten i Komirepubliken drivs av det ryska företaget Pechoraneftegaz. Ripiano Holdings Ltd:s majoritetsägare kontrollerar också Pechoraneftegaz.



Källa: Bolagsinformation.

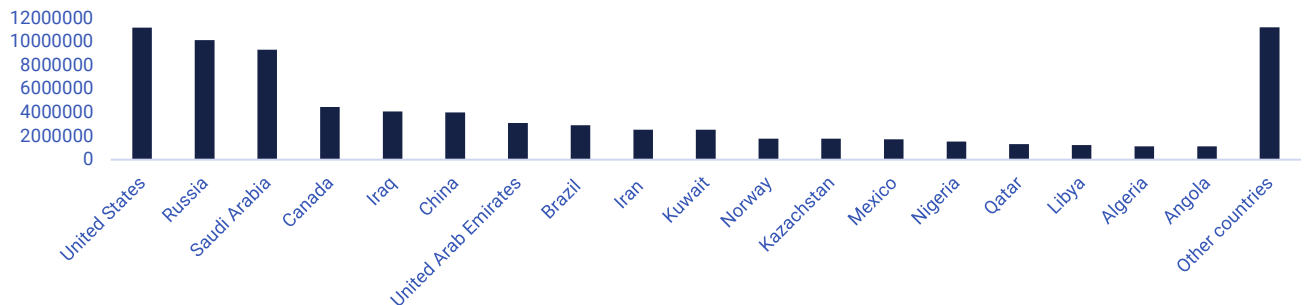
I rapporten för första halvåret 2022 sammanfattade Petrosibirs vd Pavel Tetyakov att bolaget hade slutfört sitt seismiska program samtidigt som man bibehållit den operativa effektiviteten och klarat av den volatilitet i kassaflödet som hade orsakats av EU:s och USA:s sanktioner mot Ryssland. Samtidigt är verksamhetens lönsamhet jämförbart låg (inte uttalat av VD:n, utan detta är vår tolkning av siffrorna, vilket vi återkommer till).

Den allmänna situationen för oljeproduktionen i Ryssland är att den fortfarande anses vara lönsam, trots sanktioner från västländerna och rabatterade priser till följd av det höga världsmarknadspriset på olja. Med produktionskostnader på 20 US-dollar per fat olja gör ryska företag fortfarande goda vinster inom oljeindustrin, sägs det. Petrosibir befinner sig i en mindre fördelaktig situation eftersom företaget säljer sin olja till den lokala hemmamarknaden och inte för export, vilket ger en ytterligare rabatt på cirka 5 US-dollar per fat jämfört med det vanliga Uralpriset för rysk olja.

Ryssland är det näst största oljeproducerande och oljeexporterande landet i världen. Råolja och raffinerade oljeprodukter toppar Rysslands lista över exportvaror, tillsammans med naturgas, kol, vete och järn. Den mesta ryska oljan utvinns från fält i västra Sibirien. Republiken Komi ligger i Rysslands nordvästra federala distrikt, medan Republiken Basjkortostan ligger i den södra delen av Volgas federala distrikt. Ett mildare klimat innebär en fördel då det underlättar oljeproduktionen.

EU- och Natoländernas sanktioner mot Ryssland inleddes redan 2014 efter att Ryssland hade annekterat Krim-halvön. Situationen förbättrades gradvis med en lägre prisrabatt på ryska oljeprodukter fram till 2021. Situationen har förvärrats avsevärt efter den allvarliga upptrappningen av konflikten mellan Ukraina och Ryssland när Ryssland inledde militära operationer i Ukraina i februari 2022. Rysk olja handlas med en rabatt på cirka 25 dollar per fat eller cirka 30 procent jämfört med Brent-oljepriset.

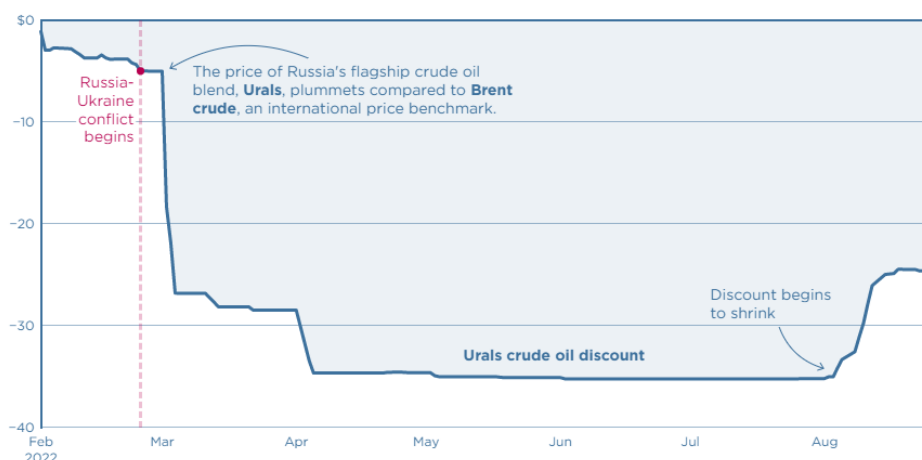
De 18 största oljeproducerande länderna 2021 (antal fat per dag)



Källa. US Energy Information Administration.

Discounted Russian oil prices have started recovering, maintaining Moscow's revenues

Price difference between Russia's Urals crude oil and Brent crude, USD per barrel



#PIIECharts

Learn more at pile.com/research/piie-charts



Source: Macrobond Financial.

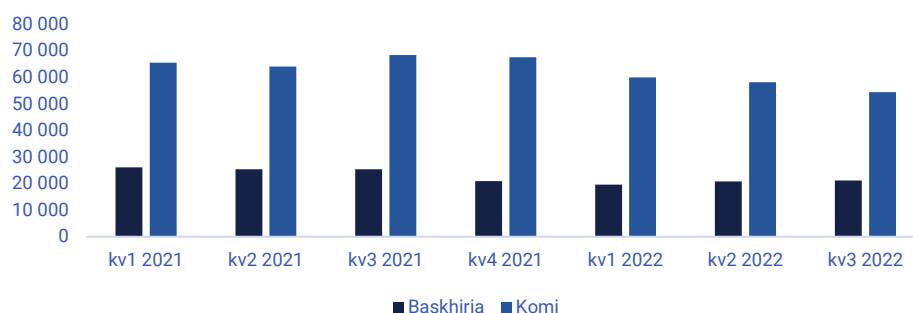
Design by Nia Kitchin and Oliver Ward

Dessutom har EU stängt av många större ryska banker från det internationella interbank-betalningssystemet Swift. Detta har haft en mycket negativ effekt på möjligheten att handla med ryska aktier och företag. Det har också lett till en märkbar minskning av värdena på sådana tillgångar i Ryssland.

År 2021 producerade Petrosibir 98 000 fat olja i Basjkirien jämfört med 117 000 fat år 2020. Företaget har haft en fallande intäktstrend sedan 2014. Resultatet 2021 påverkades negativt av Covid-19. Den första prospekteringsbrunnen kopplad till Suyanovskoye-licensen slutfördes i december 2020.

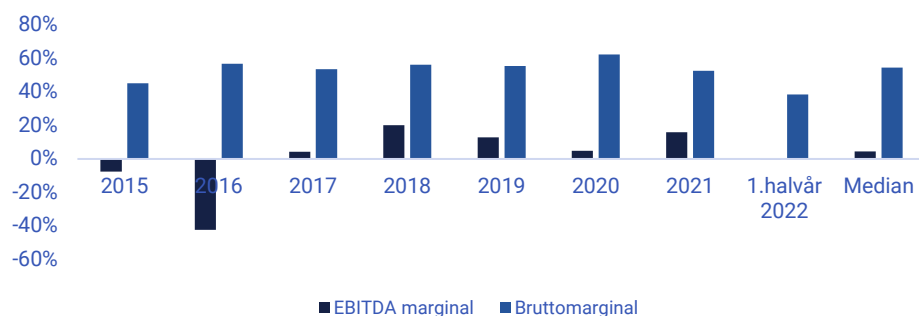
På grund av EU-sanktionerna får företag med hemvist i något EU-land, som det svenska företaget Petrosibir AB, inte längre investera i sin ryska verksamhet. Detta gör det utmanande för det svenska moderbolaget att förbli en långsiktig ägare av verksamheten i Ryssland.

Petrosibir, Oljeproduktion (antal fat per kvartal) i Ryssland, 2021-2022



Källa: Bolagsinformation.

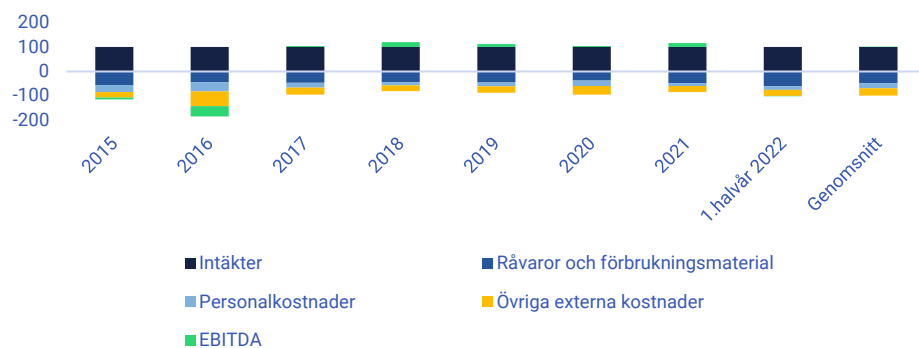
Petrosibir AB: Brutto- och EBITDA marginal (%) Helår 2015-Första halvåret 2022 samt medianvärde



Källa: Bolagsinformation.

Diagrammet nedan visar förhållandet mellan olika kostnadsposter i Petrosibirs resultaträkningar och intäkterna under helåret 2015-första halvåret 2022. Bruttomarginalen var som lägst under första halvåret 2022 på 38 procent och som högst på 62 procent under 2020. Personalkostnader och andra externa kostnader utgjorde endast 36 procent av intäkterna 2018. Detta förhållande mellan kostnader och intäkter var som högst, 99 procent, 2016 (exklusive kostnader för råvaror och förbrukningsmaterial).

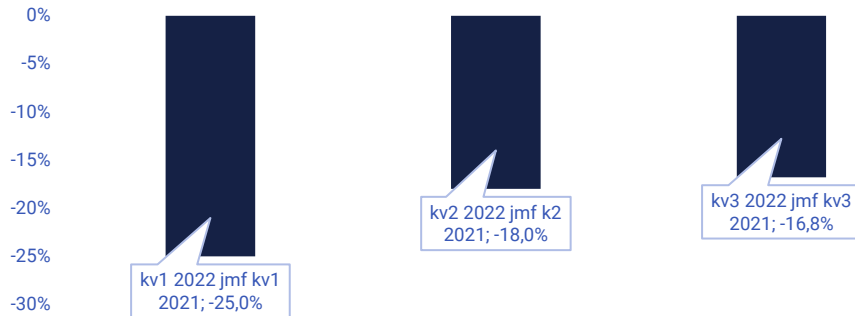
Petrosibir AB: Intäkter=100. Kostnader och EBITDA som andel av intäkter 2015- första halvåret 2022



Källa: Bolagsinformation, Carlsquare (beräkningar).

Det innebär att oljeproduktionen har minskat i fält i Basjkirien under de första nio månaderna 2022, med 25 procent under kv1 2022, 18 procent under kv2 och 17 procent under kv3, vilket framgår av diagrammet nedan. Den minskande oljeproduktionen minskar utsikterna för en lönsam drift i Basjkirien-fälten.

Petrosibir: Förändring i Basjkirien Oljeproduktion kv1 2022-kv3 2022 jämfört med kv1 2021-kv3 2021

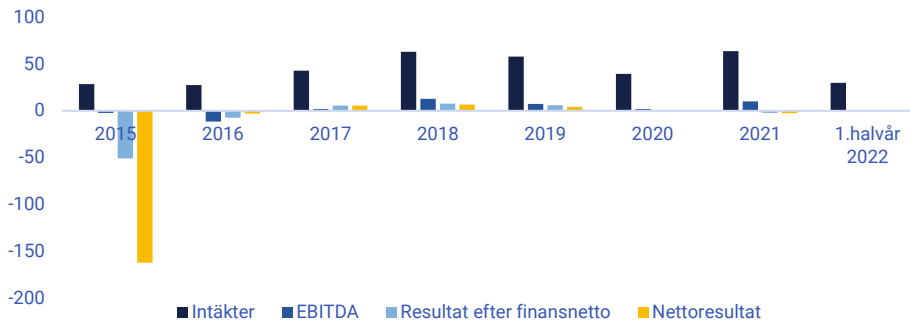


Källa: Bolagsinformation.

Finansiella resultat

Nedanstående graf sammanfattar Petrosibirs intäkter och resultat för perioden från 1 januari 2015 till 30 juni 2022. Lönsamheten har som framgår varit svag.

Petrosibir AB: Intäkter, EBITDA, Resultat efter finansnetto sam Nettovinst Helåret 2015-Första halvåret 2022 (mkr)



Källa: Bolagsinformation.

Medan företaget har uppnått en medianbruttomarginal på 54 procent mellan 2015 och 2022, var median-EBITDA-marginalen 5 procent och nettomarginalen endast 1 procent. Det förklaras av företagets höga kostnader i förhållande till intäkterna. Företagets produktionsfält är relativt små och saknar stordriftsfördelar.

Oljeprisutvecklingen

Som framgår av diagrammet nedan handlades Brent-oljan mellan 60 och 80 USD per fat före Covid-utbrottet i mars 2020. Efter en kort inledande prisnedgång steg oljepriset stadigt mot en topp på cirka 130 US-dollar per fat i mars 2022, strax efter det att Ryssland inledde militära operationer Ukraina den 24 februari, för att sedan falla tillbaka till för närvarande cirka 84 US-dollar per fat.

Brent Oljepris (USD per fat), fem-års-graf



Källa: Infront

EU började införa nya stränga sanktioner mot Ryssland direkt efter att de militära operationerna i Ukraina inleddes i februari 2022. EU har nyligen arbetat för att införa ett globalt pristak för rysk olja. Helst skulle EU också vilja bli oberoende av import av rysk naturgas och olja, men detta kan bara uppnås om några år. Kina och Indien är för närvarande de största köparna av rysk olja (med denna rabatt).

Flera nyhetsbyråer har rapporterat att EU- och G7-länderna samt Australien har för avsikt att införa ett pristak för rysk olja från och med slutet av november 2022. Men västländerna måste fortfarande komma överens om sådana villkor. Som framgår av diagrammet nedan handlas den ryska Ural-oljan nära de föreslagna nivåerna för pristaket, på cirka 66 USD per fat.

Ural-Oljepris (USD per fat), fem-års-graf



Källa: Trading Economics

Ural-olja är den referensolja som används som prisriktmärke för rysk oljeexport. Prissättningen ses ofta som en rabatt på Brent-råolja.

Sedan mitten av augusti 2022 har rabatten på rysk olja legat på mellan 20 och 25 US-dollar per fat jämfört med världsmarknadspriset för Brentolja. Petrosibir har tvingats att acceptera en ytterligare rabatt på 5 US-dollar per fat för att sälja sin olja lokalt i sin del av Ryssland. Fördelen är att detta ger lägre transportkostnader.

Aktiekurserna för företag som är noterade på Moskvabörsen föll med mer än 90 procent efter att Ryssland inledde militära operationer i Ukraina den 24 februari 2022. Detta följdes av kraftiga ekonomiska sanktioner mot Ryssland från EU, USA och andra Natoländer. Under en kort period var Moskvabörsen stängd för handel. De sanktioner som på kort sikt hade störst inverkan på aktiehandeln var att de flesta ryska banker utslöts från Swift-betalningssystemen för interbankbetalningar. Det gjorde alla typer av transaktioner för ryska tillgångar, inklusive aktier, betydligt svårare att genomföra. Den 28 februari 2022 stängdes Rysslands centralbank av från att få tillgång till mer än 400 miljarder US-dollar i valutaserver som de förvarade utomlands.

Många europeiska och amerikanska multinationella företag har sålt eller stängt ned sin verksamhet i Ryssland efter den 24 februari 2022. Detta har inneburit att fabriker, restauranger, butiker och varuhus osv har sålts eller övergivits. Globala företag som Apple, H&M, Ikea och McDonald's tar nu stora förluster, vilket innebär att de bedömer att det inte kommer att vara möjligt att göra affärer i Ryssland under åtskilliga år framöver. Om kriget i Ukraina skulle få ett oväntat slut eller om ett regimskifte skulle inträffa i Ryssland skulle dessa förhållanden kunna förändras, men det anses inte vara särskilt sannolikt.

Moskva-börsens index (MOEX), femårs-graf



Källa: Trading Economics.

Valutasanktionerna tvingade Ryssland att kräva betalning i rubel vid försäljning av olja och gas till utlandet. Detta stärkte den ryska rubelns värde i överraskande hög omfattning. Samtidigt har sanktionerna påtagligt påverkat den ryska ekonomin och utlöst en inhemsk finanskris.

Rubel/SEK växlingskurs



Sources: Forex.

Den föreslagna transaktionen

Pavel Tetyakov, vd för Petrosibirs lokala verksamhet i Ryssland, har erbjudit bolagets styrelse att köpa ut tillgångarna i Basjkirien, det vill säga 100 procent av Ingeoholding och 51 procent av UFA Petroleum, för 28 miljoner rubel, vilket motsvarar cirka 4,8 miljoner kronor. Erbjudandet är villkorat av att Ingeos och UFA:s skulder till Petrosibir är noll vid tidpunkten för transaktionen. Om styrelsen går vidare med erbjudandet måste lånen efterskänkas. Erbjudandet är inte bindande och förutsätter godkännande av bolagsstämman (i Petrosibir) samt godkännande av de ryska myndigheterna.

Vi tolkar detta som att det totala beloppet för anläggningstillgångar (10 763 tkr) plus 20 tkr i fordringar på koncernbolag eller cirka 10,78 miljoner kronor i Petrosibirs kontrollbalansräkning motsvarar värdet av bolagets ryska oljetillgångar per den 31 augusti 2022. Komi-fyndigheterna ägs till 49 procent via Ripiano Holdings Ltd (100 procent). Dessa andelar har skrivits ned till noll i Petrosibirs kontrollbalansräkning per den 31 augusti 2022. Petrosibir skulle med andra ord göra en förlust på cirka 5,94 miljoner kronor om styrelsen beslutar att avyttra sina ryska oljetillgångar till Pavel Tetyakov på de föreslagna villkoren.

I nedanstående tabell har vi kopierat Petrosibir AB:s kontrollbalansräkning per 31 Augusti 2022 .

Kontrollbalansräkning för Petrosibir AB och effekterna av transaktionen:

Belopp (tkr)	31-Aug-22	Föreslagen transaktion	Efter transaktionen
Andelar i koncernföretag	4 917	-4 917	0
Fordringar hos koncernföretag	5 846	-5 846	0
Summa Anläggningstillgångar	10 763	-10 763	0
Fordringar hos koncernföretag	20	-20	0
Övriga fordringar	28		28
Förutbetalda kostnader	362		362
Kassa och bank	1 285	4 844	6 129
Summa Omsättningstillgångar	1 695	4 824	6 519
SUMMA TILLGÅNGAR	12 458	-5 939	6 519
Aktiekapital	180 806		180 806
Överkursfond	257 485		257 485
Omräkningsreserv	-11 451		-11 451
Balanserat och periodens resultat	-415 152	-5 939	-421 091
Summa Eget Kapital	11 688	-5 939	5 749
Leverantörsskulder	154		154
Övriga skulder	2		2
Upplupna kostnader	614		614
Summa kortfristiga skulder	770	0	770
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	12 458	-5 939	6 519

Företagsvärdering: Diskonterad kassaflödesmodell

Vi har använt en DCF-modell som ett av tre sätt att uppskatta marknadsvärdet på Petrosibir AB:s verksamhet.

Här har vi prognostiserat företagets intäkter och resultat före avskrivningar (kassaflöden) under prognosperioden från 1 juli 2022 till 31 december 2026. Vi har sedan diskonterat dessa värden med hjälp av en diskonteringsränta baserad på CAPM eftersom företaget ska vara skuldfritt den 31 augusti 2022. Slutligen har vi beräknat nuvärdet av dessa beräknade framtida kassaflöden.

Kassaflödesvärdering: Diskonteringsränta för Petrosibir AB

I vår kassaflödesvärdering har vi använt en årlig diskonteringsränta på 20,67 procent, beräknad enligt följande.

Vi har använt CAPM-metoden (Capital Asset Pricing Model) för att härleda ett erforderligt avkastningskrav. Den riskfria räntan (r_f) representeras i vår modell av räntan på en 10-årig svensk statsobligation, vilken var 1,86 procent den 28 November 2022. Vidare har vi använt PWC's rapport "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från april 2022. Med hänvisning till denna rapport har vi applicerat en riskpremie för en väldiversifierad svensk aktieportfölj på 6,6 procent. Enligt samma PWC-rapport uppskattar vi småbolagspremien för ett bolag som Petrosibir AB till 4,2 procent. Vi har antagit ett beta (β) på 1,3 gånger, med tanke på att detta oljeprospekteringsbolag är verksamt i Ryssland, som befinner sig under internationella sanktioner, och med en något volatil intäktsutveckling styrt av oljepriset. Slutligen har vi lagt till en företagsspecifik riskpremie på 4,77 procent till vår diskonteringsränta, beräknad som 30 procent av r_e (avkastning på eget kapital före den företagsspecifika riskpremien).

Vi beräknar följaktligen avkastningen på eget kapital (r_e) till 20,67 % enligt nedanstående formel:

$$\begin{aligned} \text{CAPM, } r_e &= r_f + \beta(r_m + S_p - r_f) + B \\ &= 1.86 \% + 1,3 \times (6.6\% + 4.2\%) + 4.77\% \\ &= \mathbf{20.67\%} \end{aligned}$$

Kassaflödesvärdering av Petrosibir AB

Vi har gjort en kassaflödesprognos för Petrosibirs verksamhet för andra halvåret 2022 och åren 2023-2026. Vi har utgått från resultatet för första halvåret 2022 och har tagit viss hänsyn till företagets budget för 2023. Baserat på det historiska resultatet har vi satt en låg nivå för lönsamheten och antagit en bruttomarginal på 42 procent under andra halvåret 2022, som successivt förbättras med en procentenhet för att nå en bruttomarginal på 46 procent för helåret 2026.

I Bull-scenariot räknar vi med 10 procent högre intäkter under andra halvåret 2022 än i basscenariot. Därefter har vi prognostiserat 15 procent högre intäkter 2023, 20 procent högre intäkter 2024 och 15 procent högre intäkter 2025 och 2026 jämfört med vårt basscenario.

På motsvarande sätt har vi antagit 10 procent lägre intäkter i Bear-scenariot för andra halvåret 2022 än i vårt basscenario. För helåret 2023 ligger vi på 85 procent av intäktsnivån i basscenariot, på 80 procent för 2024 och 85 procent för 2025 och 2026.

Vad avser personal- och övriga externa kostnader har vi valt att lägga dem på samma nivå i alla tre scenarier: Bear, Bas och Bull. Givet detta blir EBITDA-marginalen 0,2 procent under andra halvåret 2022 som sedan ökar gradvis till 4,2 procent för helåret 2026.

Vi använder en årlig diskonteringsränta på 20,67 procent för att beräkna nuvärdet av de årliga kassaflödena i samtliga tre scenarier.

För att uppskatta restvärdet av kassaflödena efter 2026 har vi tillämpat en långsiktig tillväxttakt på 2,0 procent i Bear-scenariot och 2,5 respektive 3,0 procent i Bas- och Bull-scenarierna.

Från summan av nuvärdet av samtliga kassaflöden, inklusive restvärdet, har vi subtraherat koncernens räntebärande nettoskuld, som antas vara noll per den 31 augusti 2022.

Med dessa antaganden får vi ett uppskattat DCF-värde på 9,3 Mkr i Bas-scenariot. Det varierar från negativt (minus 13,4 Mkr) i Bear-scenariot till positivt (25,6 Mkr) i Bull-scenariot.

Kassaflödesvärdering av Petrosibir AB I tre scenarion:

Kassaflödesvärdering Petrosibir AB, Base case (tkr)	H2 2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	Restvärde
Intäkter	27 500	57 750	60 638	63 669	66 853	
Råvaror och förbrukningsmaterial	-15 950	-32 918	-33 957	-35 018	-36 101	
Övriga externa kostnader	-11 500	-24 150	-25 358	-26 625	-27 957	
EBITDA	50	683	1 323	2 026	2 796	
EBITDA-marginal	0,2%	1,2%	2,2%	3,2%	4,2%	
Skatt	-8	-102	-198	-304	-419	
Fritt kassaflöde	43	580	1 125	1 722	2 376	13 405
Nuvärde kassaflöde	44	520	835	1 060	1 212	5 666
Summa nuvärde kassaflöde	9 337	mkr				
Nettoskuld per 31 Aug 2022:	0	mkr				
Uppskattat marknadsvärde:	9 337	mkr				
Årlig diskonteringsränta:	20,67%					
Långsiktigt tillväxtantagande:	2,5%					

Kassaflödesvärdering Petrosibir AB, Bull case (tkr)	H2 2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	Restvärde
Intäkter	30 250	66 413	72 765	69 733	73 220	
Råvaror och förbrukningsmaterial	-17 545	-37 855	-40 748	-38 353	-39 539	
Övriga externa kostnader	-11 500	-24 150	-25 358	-26 625	-27 957	
EBITDA	1205	4407	6659	4755	5724	
EBITDA-marginal	4,0%	6,6%	9,2%	6,8%	7,8%	
Skatt	-181	-661	-999	-713	-859	
Fritt kassaflöde	1 024	3 746	5 660	4 041	4 866	28 363
Nuvärde kassaflöde	1 057	3 357	4 204	2 487	2 482	11 988
Summa nuvärde kassaflöde	25 575	mkr				
Nettoskuld per 31 Aug 2022:	0	mkr				
Uppskattat marknadsvärde:	25 575	mkr				
Årlig diskonteringsränta:	20,67%					
Långsiktigt tillväxtantagande:	3,0%					

Kassaflödesvärdering Petrosibir AB, Bear case (tkr)	H2 2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	Restvärde
Intäkter	24 750	49 088	48 510	54 119	56 825	
Råvaror och förbrukningsmaterial	-14 355	-27 980	-27 166	-29 765	-30 685	
Övriga externa kostnader	-11 500	-24 150	-25 358	-26 625	-27 957	
EBITDA	-1 105	-3 042	-4 013	-2 272	-1 817	
EBITDA-marginal	-4,5%	-6,2%	-8,3%	-4,2%	-3,2%	
Skatt	0	0	0	0	0	
Fritt kassaflöde	-1 105	-3 042	-4 013	-2 272	-1 817	-9 928
Nuvärde kassaflöde	-1 140	-2 727	-2 980	-1 398	-927	-4 196
Summa nuvärde kassaflöde	-13 368	mkr				
Nettoskuld per 31 Aug 2022:	0	mkr				
Uppskattat marknadsvärde:	-13 368	mkr				
Årlig diskonteringsränta:	20,67%					
Långsiktigt tillväxtantagande:	2,0%					

Jämförande värdering: Transaktionsmultiplar

Vi har identifierat 219 icke-börsnoterade transaktioner under de senaste tre åren (21 november 2019 till 21 november 2022) inom sektorerna Prospekterings- och borrhningstjänster och -utrustning eller Olje- och gasprospektering och -produktion med hjälp av Mergermarket-databasen.

I sökningen ställer vi in målföretagets hemvist på Europa, USA eller Kanada.

Vi presenterar resultatet i tabellen nedan och på nästa sida. Vi har tagit fram marknadsvärdena för Petrosibirs ryska oljeverksamhet (exklusive 49-procentsinnehavet i Komi) genom att multiplicera med transaktionsgruppens medianmultiplar. Vi har använt varje företags intäkter och EBIT-resultat i LTM. Vi har antagit att Petrosibirs ryska oljeverksamhet, när den förvärvas, kommer att vara skuldfri.

En rabatt på verksamhet i Ryssland för att härleda marknadsvärdet

En viktig del av vår värdering är att uppskatta den motiverade rabatten för transaktioner med ryska företag och tillgångar jämfört med Västeuropa och USA eller Kanada. Som riktmärke använder vi det ryska statliga gasbolaget Gazprom, som värderas till P/E 4,1x. Vi jämför sedan detta med ett 10-årigt genomsnittligt p/e för oljesektorn i S&P 500-indexet i USA på 11,8 gånger i januari 2022. Det indikerar en motiverad rabatt på 65 procent för ryska tillgångar jämfört med företag i Västeuropa, USA och Kanada. Med tanke på att S&P 500-företagen för närvarande värderas något lägre än det 10-åriga genomsnittliga p/e-talet sänker vi den motiverade rabatten för ryska företag till 60 procent. Vi använder denna rabatt i transaktionsvärderingen nedan.

Vi får ett uppskattat marknadsvärde för Petrosibir på 8,5 miljoner kronor. Det är beräknat på jämförbara transaktioner och med en rabatt på 60 procent för att ta hänsyn till att verksamheten bedrivs i Ryssland.

Multiplar - 49 transaktioner	Intäkter	Antal	EBITDA	Antal	EBIT	Antal	Nettoresultat	Antal
Genomsnitt	3,5x	44	7,8x	35	16,4x	27	50,2x	27
Median	0,9x	44	4,1x	35	11,4x	27	12,8x	27
Justerat genomsnitt	3,1x	42	7,2x	33	14,7x	25	29,5x	25
Rabatt-faktor för ryska tillgångar	60%		60%		60%		60%	
Marknadsvärde Petrosibir (Mkr)	22,1		3,3		0,5		8,2	
Genomsnitt (Mkr)	8,5							

När man studerar alla transaktioner med offentliggjorda värden på intäkter, EBITDA, EBIT eller vinst, finns det en viss skillnad mellan multiplarna, som framgår i tabellen nedan.

Multiplar - 65 transaktioner	Intäkter	Antal	EBITDA	Antal	EBIT	Antal	Nettoresultat	Antal
Genomsnitt	3,5x	44	7,8x	35	16,4x	27	50,2x	27
Median	0,9x	44	4,1x	35	11,4x	27	12,8x	27
Justerat genomsnitt	3,1x	42	7,2x	33	14,7x	25	29,5x	25

En lista med jämförbara transaktioner med nyckeltal från Mergermarket

År	Målobjekt	Målobjektets hemvist	Köpare	EV/Intäkter	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
2022	Hurricane Energy Plc (100% Stake)	United Kingdom	Undisclosed bidder	0,64	3,90	0,94	4,16
2022	Undisclosed Target (100% Stake)	United Kingdom	Black Diamond Group Limited	1,54		13,32	
2022	RWE AG (9.09% Stake)	Germany	Qatar Investment Authority	1,02	14,03	16,63	17,69
2022	Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN Orlen Poland)	Poland	PKO BP SA	0,17	1,52	1,23	2,25
2022	Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN Orlen Poland)	Poland	Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	0,26	2,32	1,88	2,29
2022	Fluxys SA (19.85% Stake)	Belgium	Energy Infrastructure Partners AG	8,77	38,53	17,28	27,91
2022	Uniper SE (5.78% Stake)	Germany	Government of Germany	0,07			
2022	Polskie Gornictwo Naftowe i Gazownictwo SA	Poland	Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN C	0,39	2,45	1,87	4,79
2022	Shell Midstream Partners, L.P. (39.32% Stake)	USA	Royal Dutch Shell Plc; Shell Oil Company	16,95	41,95	34,40	12,77
2022	Uniper SE (92.78% Stake)	Germany	Government of Germany	0,06			
2022	Lamprell Plc (56.78% Stake)	Isle of Man	Al Gihaz Holding; Blofeld Investment Man	0,11			
2022	Serica Energy plc (100% Stake)	United Kingdom	Kistos Plc	1,85	3,86	3,35	13,63
2022	Lamprell Plc (80.81% Stake)	Isle of Man	Al Gihaz Holding	0,10			
2022	ERG S.p.A. (21.68% Stake)	Italy	IFM Investors	5,74	24,62	12,10	23,43
2022	Grupa LOTOS S.A. (100% Stake)	Poland	Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN C	0,43	2,79	2,43	3,63
2022	Capricorn Energy Plc (100% Stake)	United Kingdom	Tullow Oil Plc	12,50			1,04
2022	Capricorn Energy Plc (33.63% Stake)	United Kingdom	Capricorn Energy Plc	22,58			1,72
2022	Undisclosed Target (100% Stake)	United Kingdom	Brightcom Group	3,94			
2022	Palaeontol B.V. (40% Stake)	Kazakhstan	Tsang Ling Kay Rodney (Private Investor)	6,50			
2022	Angus Energy plc (85.21% Stake)	United Kingdom	Sound Energy Plc	328,09			
2021	BP Midstream Partners LP (45.65% Stake)	USA	BP Plc	16,04	26,25	25,38	9,99
2021	Esvagt A/S (50% Stake)	Denmark	3i Infrastructure plc	4,61		13,74	
2021	Vivo Energy plc (63.95% Stake)	United Kingdom	Vitol Group	0,39	11,42	7,46	30,88
2021	The Drilling Company of 1972 A/S (89.73% Stak	Denmark	Noble Corp.	1,55	14,15	5,46	380,06
2021	Marubeni Oil & Gas (U.K.) Limited (100% Stake	United Kingdom	Delek Group Ltd.; Ithaca Energy Limited	3,94			
2021	Petroteq Energy Inc (100% Stake)	USA	Viston United Swiss AG	1570,56			
2021	Ocean Yield ASA	Norway	KKR & Co. Inc.	3,16	13,11	3,40	
2021	Technip Energies N.V. (9.88% Stake)	France	HAL Investments B.V.	0,35	3,84	3,11	9,70
2021	Ultragas ApS	Denmark	Navigator Holdings Limited	0,35			
2021	Hess Midstream Partners LP (10.98% Stake)	USA	Hess Midstream Partners LP	7,93	15,02	11,81	18,05
2021	TEPKRI Sarsang A/S	Denmark	ShaMaran Petroleum Corp.	3,58	21,71	11,67	23,29
2021	Hess Denmark ApS	Denmark	INEOS AG	1,70			
2021	Zennor Petroleum Limited	United Kingdom	NEO Energy	7,43			
2021	Naturgy Energy Group (10.83% Stake)	Spain	IFM Investors	2,27	74,87	10,12	
2021	Technip Energies N.V. (50.1% Stake)	France	TechnipFMC Plc (shareholders)	0,38	4,17	3,38	10,43
2020	Werkzeugbau Laichingen GmbH; Domer GmbH	Germany; Germany; Ge	Evoco AG	0,55			
2020	Western Generation Partners, LLC	USA	ContourGlobal Plc			9,51	
2020	Volga Gas Plc	United Kingdom	Gem Capital	0,32		2,99	2,53
2020	Protek Norr AB	Sweden	Nordisk Bergteknik AB	0,42			
2020	Husky Energy Inc.	Canada	Cenovus Energy Inc.	0,49		2,83	
2020	PNM Resources, Inc.	USA	AVANGRID, Inc.	5,13	51,82	16,78	51,86
2020	Chrysaor Holdings Limited	United Kingdom	Harbour Energy Plc	1,96	6,05	2,75	12,82
2020	The Weir Group Plc (Oil & Gas division)	USA	Caterpillar Inc.		8,59		
2020	OneStim	USA	Liberty Oilfield Services Inc.	0,13		1,54	
2020	Aarbakke AS (50% Stake)	Norway	Westco Investing AS	0,70	4,63	4,11	
2020	Kvaerner ASA	Norway	Aker Solutions ASA	0,17	3,05	2,20	618,80
2020	Columbus Energy Resources plc	United Kingdom	Challenger Energy Group Plc	4,01			
2020	Quintana Energy Services Inc.	USA	KLX Energy Services Holdings, Inc.	0,07			
2020	MVV Energie AG (45.08% Stake)	Germany	First State Investments (UK) Limited	0,82	19,00	9,01	36,20
2020	EVN AG (28.35% Stake)	Austria	Wiener Stadtwerke GmbH	1,58	9,11	5,46	9,24
2020	Wood Group Industrial Services Limited	United Kingdom	KAEFER Isolierertechnik GmbH & Co. KG	0,53			
2020	Granite Oil Corp	Canada	International Petroleum Corporation	2,51			
2019	Tallgrass Energy, LP (86.8% Stake)	USA	Tallgrass Energy, LP consortium	9,40	21,27	16,16	17,68

Jämförande värdering: Multiplar för noterade bolag

Vi har valt en noterad jämförelsegrupp för Petrosibirs ryska verksamhet bestående av tre svenska, fyra norska och tre USA-baserade oljebolag.

I tabellen nedan presenterar vi nyckeltalen för de börsnoterade företagen. Vi kommer fram till ett motiverat marknadsvärde på 13,6 miljoner kronor för Petrosibir genom att tillämpa medianmultiplarna i jämförelsegruppen för fyra olika nyckeltal (P/E, EV/EBIT, EV/Revenues och Price/Equity) och applicera en rabatt på 60 % för att ta hänsyn till att Petrosibir är verksamt i Ryssland.

Företag	Marknadsvärde (Mkr)	Valuta	P/E	EV/EBITDA	EV/Intäkter	Pris/EK
Africa Oil Corp	10 314	SEK	5,6	1,8	0,6	0,9
Aker BP	207 303	NOK	11,1	2,6	2,1	1,8
BP PLC	642 042	USD	33,1	20,8	3,7	11,0
Chevron Corp	3 716 704	USD	236,6	59,6	16,7	23,4
DNO	12 958	NOK	3,2	1,0	0,7	1,0
Enquest PLC	5 552	SEK	1,1	1,5	0,9	0,7
Equinor	116 857	USD	4,8	2,3	1,2	2,7
Exxon Mobil Corp	466 314	USD	16,2	15,0	5,9	2,5
Shamran Petroleum Corp	1 985	SEK	1,8	4,0	2,4	1,3
Subsea 7	31 905	NOK	120,9	5,6	0,6	0,8
Genomsnitt			43,4	11,4	3,5	4,6
Median	217 668	SEK	8,4	3,3	1,6	1,5
Median minus 60% rabatt			3,3	1,3	0,7	0,6
Motiverat marknadsvärde Petrosibir (mkr)	13,6		5,3	2,6	39,1	7,2

En sammanvägd uppskattning av marknadsvärdet

Slutligen har vi viktat resultaten av värderingen av Petrosibirs verksamhet (exklusive andelen på 49 procent i Komi) enligt de tre olika metoder som vi har använt: kassaflöde (DCF), jämförande multiplar för onoterade transaktioner och relativa multiplar för noterade företag (aktier). Vi presenterar resultaten i tabellen nedan.

Vi får ett vägt uppskattat marknadsvärde för Petrosibirs verksamhet (exklusive Komi) på 0,9 miljoner kronor i ett Bear-scenario, 10,4 miljoner kronor i ett Bas-scenario och 28,6 miljoner kronor i ett Bull-scenario.

Uppskattat marknadsvärde Petrosibir via tre metoder	Bear	Base	Bull
Motiverat marknadsvärde baserat på kassaflödesvärdering (mkr)	0,0	9,3	25,6
Motiverat marknadsvärde baserat på transaktionsmultiplar (mkr)	0,5	8,5	22,1
Motiverat marknadsvärde baserat på multiplar för noterade bolag (mkr)	2,6	13,6	39,1
Vikt för kassaflödesvärderingen	40%	40%	40%
Vikt för transaktionsmultipelvärdningen	30%	30%	30%
Vikt för värdering av noterade bolag	30%	30%	30%
Total vikt för samtliga värderingsmodeller	100%	100%	100%
Sammanvägt uppskattat marknadsvärde för Petrosibir (mkr)	0,9	10,4	28,6

Sammanfattande värderingsomdöme

Vi kommer enligt vårt bas-scenario fram till ett sammanvägt marknadsvärde på 10,4 million kronor för Petrosibirs verksamhet i Ryssland (exklusive Komi).

Den föreslagna avyttringen av bolagets verksamhet till företagets lokala ryska VD, Pavel Tetyakov, motsvarar en köpeskilling om ca 4,8 miljoner kronor. Det hamnar mellan vårt uppskattade marknadsvärde för verksamheten i vårt Bearsscenario på 0,9 miljoner kronor och vårt värde enligt Bas-scenariot på 10,4 miljoner kronor. Då har vi applicerat en rabatt på 60 procent för ryska företag i våra båda jämförande värderingsmodeller med onoterade transaktioner samt noterade bolag.

Sammanfattningsvis bedömer vi att priset vid den föreslagna transaktionen hamnar inom den lägre delen av intervallet för vårt uppskattade marknadsvärde av Petrosibirs verksamhet i Ryssland.

Friskrivning

Carlsquares utlåtande är baserat på ekonomiska och marknadsmässiga faktorer och annan information som var tillgänglig den 29 november 2022. De förhållanden som ligger till grund för detta uttalande kan påverkas av ytterligare information som Carlsquare inte har fått eller kunnat ta del av. Carlsquare har antagit och förlitat sig på fullständigheten och riktigheten av den offentligt tillgängliga informationen samt av den information som lämnats av företrädare för bolaget och som använts som grund för detta yttrande utan att förlita sig på någon oberoende verifiering av denna. Carlsquare ansvarar inte för några som helst förluster som orsakats av beslut som fattats på grundval av information i denna presentation.

Utlåtandet riktar sig inte till personer i USA (enligt definitionen i Regulation S i USA:s Securities Act och tolkningen i USA:s Investment Companies Act från 1940). Den får inte distribueras till sådana personer. Utlåtandet är inte heller riktat till någon person eller enhet till vilken distributionen av Utlåtandet skulle innebära eller skapa en risk för att bryta mot någon svensk eller utländsk lag eller reglering.

Utlåtandet får inte sammanfattas, citeras eller på annat sätt refereras till i offentliga sammanhang utan Carlsquares skriftliga medgivande. Kopior av, eller utdrag ur, denna rapport får inte distribueras utan Carlsquares tillstånd till andra personer än Jesper Sevelin (vice VD i Petrosibir AB), styrelseledamöterna i Petrosibir AB, andra delar av ledningen (inklusive lokal ledning i Ryssland) i Petrosibirs verksamhet och andra närstående personer som behöver informationen inom ramen för sina arbetsuppgifter/anställning. Utdrag eller hela rapporten får också distribueras till bolagets aktieägare inför till exempel en bolagsstämma. Rapporten omfattas av svensk lag och svensk domstol ska exklusivt avgöra eventuella tvister som uppstår med anledning av uppdraget.

Kontakt

För frågor kring detta material hänvisas till:

Bertil Nilsson
070-434 90 03

Markus Augustsson
076-235 03 20

bertil.nilsson@carlsquare.com markus.augustsson@carlsquare.com