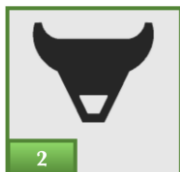
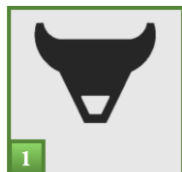


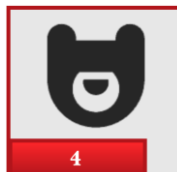
Value Drivers



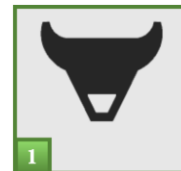
Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **EBITDA-marginal och EPS 2014 uppgick till 51,5 % respektive 2,24.** Misen har, trots turbulenta år, lyckats med att få hög EBTIDA. Trots råddande klimat så lyckas Misen leverera vinst.
- **Ingår i ett samarbetsarrangemang (Joint Agreement) med Ukrainas största producent av naturgas.** JA har dessutom inlett ett investeringsprogram på 571 miljoner dollar för att effektivisera och förbättra naturgasproduktion inom JA.
- **Högt skattetryck kommer bli Misen största kostnader.** Skattehöjningar höjs succesivt och ska kulminera på 70 % 1 juli.
- **Oroligheterna i Ukraina bidrar till stor osäkerhet och oviss framtid.** Den inhemska valutan deprecierar vilket gör att bolaget får skriva ner sina tillgångar i redovisningen.
- **Problem med försäljningen av gas under 2013-2014.** De problemen är nu åtgärdade men risken kvarstår att de kan möta liknande problem i framtiden.

Analytiker

Andreas Molin

Aktiekurs 6,30

52 v högsta / lägsta 21,00/4,50

Antal aktier 145,068,222

Börsvärde (MSEK) 913,93 MSEK

Nettoskuld (MSEK) 895,02 MSEK

EV (MSEK) 1808,95 MSEK

Sektor Energi

Lista / Kortnamn First North / MISE

Nästa rapport

Utveckling

1 mån - 8,70 %

3 mån 14,55 %

1 år - 45,69 %

YTD - 7,35 %

Huvudägare Innehav (%)

Nellston Holdings Ltd. (CY) 29,64

Norchamo Ltd. (CY) 29,64

Blankbank Investment Ltd. (CY) 19,76

TCT Holding AB (SE) 9,87

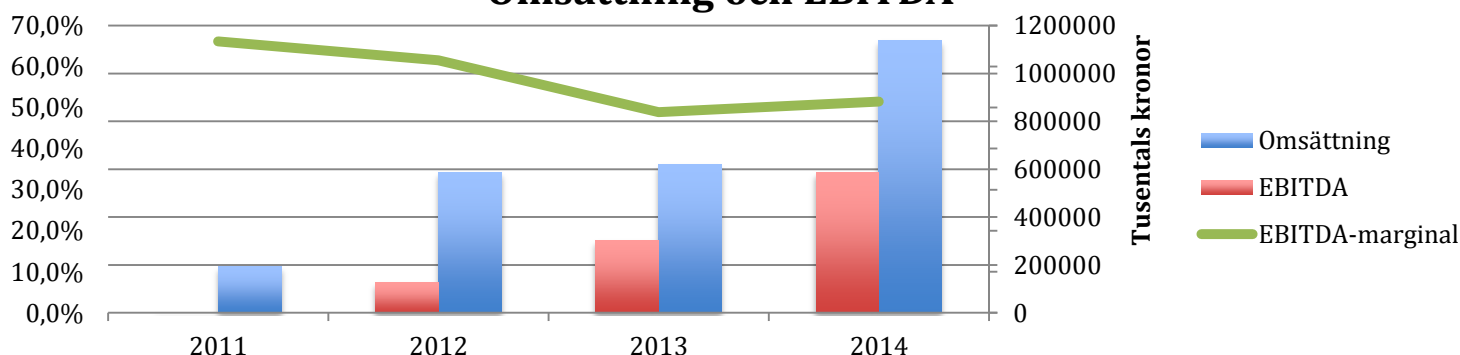
Forest Walkway AB (SE) 9,74

Ledning

CEO Göran Wolff

Styrelseordförande Dr. Andrius Smaliukas

Omsättning och EBITDA



Value Drivers



Investment Thesis

Samarbetsprojekt, JA (Joint Agreement), med det statligt ägda PJSC Ukrgasvydobuvannya, Ukrainas största producent av naturgas. PJSC har tillfört JA 22 projekt där Misen har rättigheter till 50,01 % av nettovinsten i dessa. Projektet väntas fortgå i 20 år med start 2011. JA kan sälja produkter på kommersiella villkor pga. Misens majoritetsandel.

JA har ett stort pågående investeringsprogram kring 571 miljoner dollar med löptid fram till 2018. Totalt sett investerades 561 MSEK i JA under 2014, 209 MSEK av dessa var från Misen. Totalt har Misen investerat 778 MSEK med växelkurs från 31/12-14. Misen ska totalt sett investera cirka 1,2 miljarder kronor. 2014 Q1 avbröt JA sin investeringsverksamhet till följd av gasbalansproblematiken.

Problem med gasbalansen under 2013-2014 ledde till att lagrad gas inte kunde komma till slutkunden. I februari fanns 6 månaders producerad gas lagrade men genom lyckade förhandlingar i början av 2014 är JA nu inkluderade i gasbalansen. Misen skars bort från gasbalansen av oförklarliga skäl och risken föreligger att historien ska upprepas.

Opererar i östra Ukraina vilket medför stor osäkerhet. Skatteläget är en osäkerhet då omfattande höjningar genomförts och ska genomföras. Skatten på utvinningen av naturgas är i dagsläget 65 % och fr.o.m. 1 juli 70 %. Det politiska klimatet och kriget med Ryssland är en stor oro. Hitills har bara ett mindre projekt påverkats.

Produktionen 2014 påverkades av gasbalansens problematik. Total produktion uppgick till 672 miljoner m³ (684 miljoner m³ 2013) vilket är ca 3,4 % av den totala produktionen i Ukraina vilket gör Misen till en av de största privata aktörerna. 2012 och 2011 producerades 343 respektive 153 miljoner m³ vilket är en fördubbling på årsbasis mellan 2011-2013. Mellan januari och april 2015

har Misen producerat 207,7 miljoner m³. Om produktionen är likadan resterande tertial blir ackumulerad produktion 623 miljoner m³ naturgas. Det är en minskning med 7,3 % från 2014.

Hög EBITDA-marginal trots turbulent år. EBITDA för 2014 var 51,5 %, 2,6 procentenheter bättre än 2013 (48,9%) trots minskad produktion. 2011 var EBITDA-marginalen 66,1 % vilket indikerar på vilken potential företaget har när gjorda investeringar får full effekt och geopolitiska läget stabiliserats.

EPS för 2014 är 2,24 kr, 1,43 kr för 2013, 1,83 kr för 2012, 0,58 kr för 2011. Företagets lönsamhet ökar stadig trots de rådande omständigheterna.

Politisk instabilitet har försämrat växelkursen mellan den Ukrainska valutan och SEK med -37,2 %. Detta ledde till att Misens eget kapital minskade med 293,834 MSEK. I och med valutaförsvagningen påverkar det bolagets kassaflöde och intäkter med dröjsmål för betalningar.

Finansiering sker genom en fond (Stichting Be-waarder Pluribus Optimum Fund) fram till 20/6-2016. Som pant för lånen från fonden har bolaget fått lämna totalt 25 % av aktierna i ett dotterbolag som sköter den operativa verksamheten i Ukraina. Misen fick ta ett kortsiktigt lån (97,45 MSEK) pga. problem med utbetalningar från fonden för att kunna fortsätta investeringsverksamheten. Att fonden inte har tillfört kapital enligt överenskommelse är bekymmersamt och ökar risken i bolaget.

Det finns i stort sett noll insideräggande och inte heller några optioner till ledningen. Det finns därför ingen tydlig morot för ledningen att göra allt i sin makt för bolaget och dess aktieägare. Stor ögonbrynshöjare är det. Huvudägarna är dessutom okända vilket skapar en viss oro med tanke på att resterande aktieägare vet ingenting om deras inflytande osv.

Bolagsbeskrivning

Misenkoncernen är ett olje- och gasbolag inriktat på utvinning av hydrokarboner (främst naturgas, olja och gaskondensat) i Ukraina. Affärsmodellen är att utveckla och avsevärt öka produktionen i olje- och gasfält genom att genomföra omfattande investeringsprogram och tillämpa moderna västerländska kunskaper och teknik.



Värdering

Först och främst vill vi göra läsaren uppmärksam på att presenterade siffror inte är relaterade till bolagets nuvärde, utan snarare indikationer på hur värdefullt och lukrativt bolaget skulle tänkas bli på en fullt fungerande marknad.

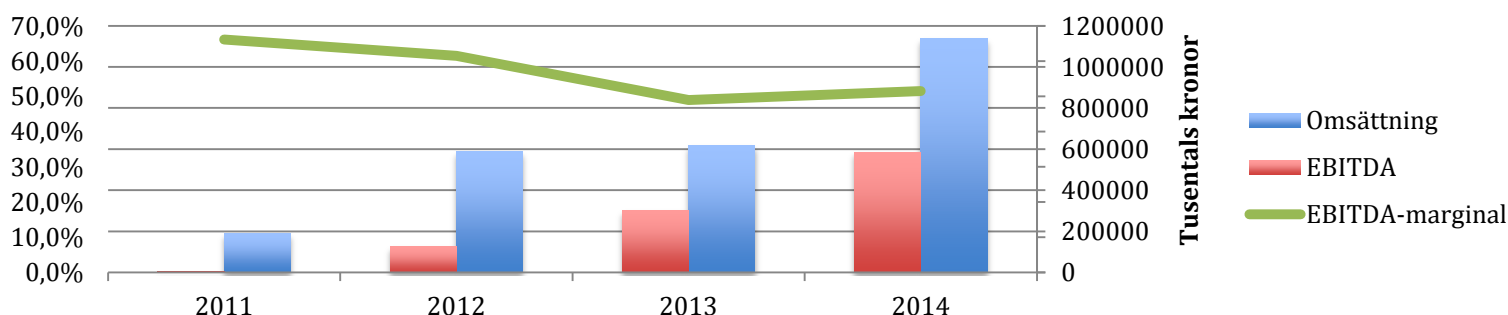
Värdering av tillgångar

AGR-TRACS International Consultancy Ltd. tog fram en Competent Persons Report. Det visar att volymen av nettoreserverna för Misen uppgår till 28,1–34,3 miljarder kubikmeter ("bcm") naturgas. Volymen avser bevisade (P1, ca 45 %) samt bevisade och sannolika reserver (P2, ca 55 %) enligt CPR. Vi bortser från Misens andra verksamheter eftersom de bidrar med en ganska liten del av totala intäkter. Priset (mitten av mars) var 3500 kr per tusen m³ vilket är relativt högt, rent historiskt. Totala värdet för reserverna blir (räknat på priset om 3500 kr) 108,5 miljarder kronor och P1-reserverna 59 miljarder kronor. Sett över en 20-års period kan detta leda till intäkter i snitt mellan 1,5 miljarder kronor till 5 miljarder kronor per år beroende på om och i så fall hur stor del av P2-reserverna som skulle kunna utvinna. Vi är medvetna om att detta är högt räknat (priset beror på kursfluktuationerna) men det kan ge investeraren indikationer på vilka enorma tillgångar Misen sitter på.

Jämförelse

Misen handlas i dagsläget till ett P/E på 3,13, P/B 2,7 och P/S 2,1. Peers (som presenteras i tabellen nedanför) har alla ett lägre P/B- och P/S-värde samt ett högre P/E-värde. Dessa värden avspeglar de investeringar som är gjorda i Misen vilket har lett till ett ökat bokfört värde och ökad försäljning. Värdena är direkta avspeglningar på ett företag som expanderar genom investeringar. Misens värdering jämfört med andra i samma bransch framstår som något lågt. P/E-talet är klart under genomsnittet, P/S är dock högre, vilket kan förklaras av att produktionskostnaden är lägre och vinstmarginalen högre för gasproducenten Misen än för jämförbara oljeproducenter. Likaså är P/B högre för Misen än för genomsnittet, vilket också bör ses i relation till vinstmöjlighet per bokförd tillgång. Oljebolagen må ha stora tillgångar, men det är dyrt att realisera de tillgångarna. Misens EV/EBIT är högre än P/E-talet, vilket beror på att Misens bidrag till JA består just i att finansiera den omfattande investeringsplanen med avsikt att modernisera befintliga. Jämfört med genomsnittliga börs-företaget så är Misens P/E-tal påtagligt lågt. Förklaringen ligger givetvis i osäkerheten i det geopolitiska läget, problem med att sälja gasen, konstiga storägare, ingen insiderhandel och att de genom investeringsprogrammet förband de sig mellan 2011-2013 till att investera all vinst i JA. D.v.s. att utdelningar uteblev. Med tanke på att investeringarna kommer fortgå t.o.m. 2018 är utdelningar de närmaste åren inte att hoppas på.

Omsättning och EBITDA



	P/E	EV/EBIT	P/S	P/B	EV/Sales
Shelton Petroleum	14,93	11,01	1,7	0,67	1,58
Dome Energy	5,62	3,58	0,99	0,35	4,82
Shamaran Petroleum	-72	-27,3	N/A	0,25	N/A
Medelvärde	7,89*	6,34*	1,6	0,99	2,67
Misen Energy	3,13	4,42	2,1	2,7	1,61

*medelvärdet beräknat enbart på positiva siffror.

Disclosure:

Andreas Molin – äger inte aktier Misen Energy.

Intervju

Intervju med VD Göran Wolff den 13 maj 2015.

1. How much will you continue to invest after 2015? As per the newly signed Amendment No.7 to the Joint Activity Agreement, the total investment program has been reduced to MUSD 571 and the implementation of the investment program has been extended till 31 December 2018. We have announced that as of the end of 2014, Misen has already invested around MUSD 336, making the total implementation of the investment program at around 60%.

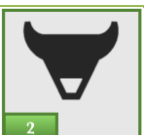
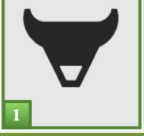
2. What is the expected production of natural gas during 2015? Is it in line with 2014? Will you successfully sell everything? Misen does not give any forecast nor projections. Please follow our regular monthly reports of production and sales to get the latest updates in regards to production volumes and sales performance.

3. Do you see any other risks besides the geopolitical risks? Yes. Misen also faces range of business risks, such as unpredictability of gas balance, unclear effects of the newly adopted tax code, difficulties in financing of the Swedish operations and unstable exchange rate.

4. The tax charge is very high. When is it expected to normalize? Or when do you think it will normalize? We agree that the subsoil charge rate of 70% (currently 65%, but 70% from July 1, 2015) is unreasonably high. This opinion is also shared with international energy community as well as the IMF, the primary financial donor to Ukraine. There are numerous discussions taking place in Ukraine to this regard. Discussions include both producers as well as the government bodies. Lately it has also included the Ukrainian Parliament, which has a direct possibility to introduce amendments to the tax code. However, Ukraine is at war and faces severe economic challenges in balancing its budget.

5. What are your views regarding the shareholders, and the attention media has given it? Are there any risks in the context of the shareholder issue? Last year certain Swedish media channels presented misleading information about Misen in regards to its ownership. A list of the actual Misen's shareholders is available on the company's website. As regards the information in Expressen's article on what is said to be the ultimate beneficial shareholders in Misen, the company, like any listed company, has no means to establish ownership structures behind the shareholders.

Bull or Bear

	Value Drivers	Starkt samarbete med största producenten i Ukraina. Stora tillgångar. Investeringsprogram som ska effektivisera produktionen och bidra till högre vinst. Dock en väldigt hög skatt och frånvarande av direkta avkastningar.
	Quality of Earnings	Hög EBITDA, EPS och EBIT. Misen har lyckats gå med vinst på en riskfylld marknad ända sedan de ingick i JA och började producera gas. De har haft problem med att sälja gasen men den faktorn ingår under riskprofilen.
	Risk Profile	Det politiska läget i Ukraina har mycket att önska från ett investeringsperspektiv. Konflikten med Ryssland, problem med att gasförsäljning och deprecieringen av den inhemska valutan påverkar Misen negativt.
	Quality of Management & Ownership	Ledningen och styrelsen sitter på hög kompetens och har lyckats göra bolaget vinstdrivande. Ny styrelseordföranden och "skandalerna" kring ägarfrågan i samband med frånvarande av insiderägarande drar ner betyget.
	Overall View	Ett bolag som har just den blandningen av osäkerhet och potential som den mindre riskaverta investeraren söker efter. Det finns stora risker, men de är i balans med möjligheterna.

Analyst Group

Ag

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker har undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendation er riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.