

NB: Detta dokument är endast ämnat för personer med skattemässig hemvist i Sverige. Författaren är partisk och har långa positioner i Africa Oil, Africa Energy och Eco Atlantic. Aktier är riskfyllda värdepapper och kan både stiga och sjunka i värde. Köp inte aktier baserat på enstaka tips, köpråd eller rykten. Gör din egen due diligence. Författaren reserverar sig för fakta- och skrivfel.

Gå med i Facebookgruppen Africa Oil aktiegrupp: <https://www.facebook.com/groups/1406968422792469/>

Ny till Africa Oil? Läs snabbkurs i Africa Oil och övriga analyser på: <https://bizter.se/invest/documents-and-news.html>

## Q1-RAPPORT OCH PRIMES ÅRSREDOVISNING

Det har varit en hektisk vecka för Africa Oil, med både historiens första kvartalsrapport med produktion och en pressrelease om årets tredje utdelning från Prime (25 MUSD) som AOI i början av året köpte av Petrobras. Kvartalsrapporten rätade ut några frågetecken som diskuterats bland småinvestorer. Ambitionen med det här dokumentet är att belysa nyckelbudskapen från kvartalsrapporten och analysera dessa med hjälp av årsrapporten för 2019 från Prime (POGBV).

### Kenya

Africa Oil skrev ner värdet på Kenyablocken med 215,6 MUSD. Givet marknadsläget, operatören Tullow med kassaproblem och de eviga förseningarna var detta väntat. Det påverkade följaktligen resultatet för Q1.

### Nigeria

Med Primes produktionsfält i Nigeria har Africa Oil äntligen blivit ett oljeproducerande företag. Siffrorna angivna i rapporten:

	Q1 2020	Guidelines 2020
Working interest, boepd	33500	30-33000
Economic entitlement production, boepd	43000	35-38000
Operating cost per barrel, USD	5,8	
Received dividends	87,5	
Bridge loan amortisation	45,2	
Prime sales revenue AOI 50%	179,5	
EBITDA	198,3	
Cash flow from operations	196	630-680
Writedown of Kenya intang. assets	-215,6	
Capital investments		<60
Sales revenue based on 5 cargo lift iso 6		

Vad vi kan utläsa är att produktionen för Q1 ligger över förväntad snittproduktion för året. Det är rimligt att anta att första kvartalets produktion kommer att vara årets högsta. De operativa kostnaderna per fat var också något mindre än antaget, vilket givetvis är positivt. Ambitionen med att betala av bryggglånet mha utdelningarna från Prime ser också ut att fortskrida. Notan om att man inte riktigt hann med sex cargo lifts i kvartalet tolkas som att detta istället kunna ge positiv effekt på försäljning ett senare kvartal.

### Prime årsrapport 2019

Jag har gått igenom Primes (POGBV) årsrapport där resultat, balans och cash flow redovisas nedan. Utöver det har jag för illustration gjort ett estimat på hur utfallet för 2020 skulle kunna se ut, ifall Africa Oils snitt-guidelines uppfylls. Se denna kolumn främst som inspiration till dina egna beräkningar. Allra längst ner i tabellen har jag plockat ut några viktiga punkter från texten i årsrapporten.

		Prime 2018	Prime 2019	2020E guesstimate
1	<b>INCOME STATEMENT</b>			
2	Turnover revenue	919	1720	1800
3	Cost of sales	-423	-552	-578
4	<i>Whereof Depreciation</i>	-237	-403	-420
5	<b>Gross profit</b>	<b>496</b>	<b>1167</b>	<b>1222</b>
6	Other operating income and expenses	-41	12	12
7	<b>Operating Profit</b>	<b>455</b>	<b>1179</b>	<b>1234</b>
8	Finance income	6	16	10
9	Finance cost	-72	-142	-110
10	<i>Whereof paid interest RBL</i>	-65	-112	-110
11	<i>Whereof RBL amort on cap trans fees of amended RBL + add rate</i>	0	-28	0
12	<b>Profit before tax</b>	<b>389</b>	<b>1052</b>	<b>1134</b>
13	Income tax expense	-255	-530	-567
14	<b>Profit of the year</b>	<b>133</b>	<b>522</b>	<b>567</b>
15				
16	EBITDA	686	1593	1664
17				
18	<b>FINANCIAL POSITION</b>			
19	<b>Total assets</b>	<b>4494</b>	<b>4283</b>	<b>4000</b>
20	<i>Non current assets</i>	3934	3779	3496
21	<i>Current assets</i>	560	504	504
22				
23	<b>Total equity</b>	<b>1068</b>	<b>510</b>	<b>510</b>
24				
25	<b>Total liabilities</b>	<b>3426</b>	<b>3773</b>	<b>3263</b>
26	<i>Non current loans</i>	1760	1191	1191
27	<i>Decommissioning liabilities</i>	202	254	254
28	<i>Deferred income tax liabilities</i>	1169	1452	1452
29	<i>Current loans</i>	0	621	111
30	<i>Trade and other payables</i>	269	231	231
31	<i>Other liabilities</i>	26	24	24
32				
33	<b>CASH FLOW</b>			
34	Cash beginning of year	338	302	140
35	Cash flows from operating activities	489	1075	1310
36	Cash flows after investing activities	14	875	1190
37	Cash flows after financing activities	-37	-161	?
38	Cash end of year	302	140	?
39				
40	<b>DIVIDENDS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020 YTD</b>
41	January	100	0	0
42	February	0	75	125
43	March	300	75	50
44	April	0	50	0
45	May	0	100	50

46	June	100	100	~49/mth
47	July	0	100	
48	August	0	100	
49	September	0	100	
50	October	0	200	
51	November	0	160	
52	December	500	0	
53	<b>Year total</b>	<b>1000</b>	<b>1060</b>	
54				
55	Expected capital expenditure 2020-2024	500-600		
56	Expected capital expenditure 2020	120		
57	Number of cargos to be lifted during 2020	22		
58	Number of cargos lifted Q1 2020	5		
59	Start of utilising fixed forward contracts	March 2015		
60	Average price per barrel USD 2018-2020	57	70	66 (>90%)
61	RBL loan interest rate	Libor +3.75		
62	RBL loan amortisation plan	Quarterly repayments Q1 2020-Q2 2024		
63	Increase of RBL loan dec 2018-Feb 2019	580		

**1-16 Resultaträkning:** Prime gjorde en vinst efter skatt på 522 MUSD 2019. För 50% av detta bolag betalade Africa Oil i praktiken 519,5 MUSD (lockbox borträknad). Det enklaste sättet att göra ett estimat för 2020 är att ta anta att 2020 kommer ligga nära 2019 års resultat. En fullt producerande Egina ökar produktionen medan snittpriset kommer vara något lägre (70 vs 66 USD (samt pris ickehedgad försäljning)). Ett enkelt antagande är att dessa två effekter tar ut varandra. I 2020-estimatet har jag istället försökt härleda siffror från Africa Oils guidelines (i snitt). Det skulle innebära en något högre omsättning 2020 och således ett något högre resultat.

Om man leker med tanken att Africa Oil i januari 2020 enbart bestod av en kassa och ett bryggglån om 250 MUSD (dvs inget Kenya, inga portföljbolag). För dessa 520 MUSD köper de 50% av Prime, vilket nollar ner kassan. Kvarstår 50% av Prime plus ett bryggglån på 250 MUSD. För enkelhetens skull antar vi att bryggglånet kostar 10% ränta oberoende avbetalning och inga övriga kostnader. Om vi försiktigt använder oss av 2019 års resultat i Prime som proxy för 2020 års utfall, 522 MUSD, är Africa Oils andel 261 MUSD. Från 261 drar vi kostnaden för lånet, 20 MUSD. Kvarstår 236 MUSD i vinst i Africa Oil. Med en aktiekurs på 8,00 sek, USD/SEK 9,77 och 472" aktier blir det en vinst per aktie på 4,89 och ett **P/E-tal på 1,6**. Använder vi istället resultatet från estimatkolumnen ovan, 567 MUSD dvs 284 MUSD netto till Africa Oil, och att bryggglåneräntan sätts av snittbelåningen under året (250 i början, avamorterat i slutet av 2020) hamnar vi på ett P/E-tal på 1,4. Det får väl anses vara en rätt försiktig multipel. Speciellt med tanke på att man också får Kenya och innehaven i portföljbolagen Eco Atlantic, Africa Energy och Impact på köpet.

**18-31 Balansräkning:** I estimatet har jag justerat ner anläggningstillgångarna pga produktion, lagt till förväntade investeringar (60 MUSDx2) och dragit ifrån förväntade amorteringar på RBL-lånet (255 MUSDx2). Årets resultat delas ut. Om 510 MUSD amorteras av RBL-lånet kvarstår 1315 MUSD i slutet av året.

**33-38 Cash flow-analys:** Denna del har lämnats öppen för dig att själv laborera med siffrorna.

**40-53 Utdelningar:** Denna del ger en historisk översikt över utdelningar under åren för lockbox. Det är värt att notera att överutdelningen under dessa år har finansierats genom en ökning av RBL-lånet på 580 MUSD och en minskning av det egna kapitalet under 2019 med på närmare 550 MUSD. Detta var ett sätt för POGBV-affären att finansiera sig självt.

Guidelinesen från Africa Oil skulle i snittfallet innebära att 285 MUSD skulle kunna delas ut till Africa Oil, dvs

utdelningar från Prime uppgår totalt till 570 MUSD. Det ligger tätt på nettovinsten om 567 MUSD så under antagande om att nettovinsten delas ut skulle man kunna förvänta sig månatliga utdelningar om 50 MUSD, dvs 25 MUSD netto till Africa Oil, för resten av året.

**55-63 Övriga upplysningar:** Avslutningsvis några intressanta punkter hämtade ur texten i Primes årsrapport, i några fall satt i förhållande till andra källor. Viktigast här är nog villkoren för RBL-lånet - räntesats och amorteringsplan.

## Risker

Det mest aktuella orosmomentet på kort sikt är huruvida Prime påverkas av OPECs produktionssänkningar. Historiskt har dessa fält gått som kondensatfält och inte ingått i produktion som OPEC justerar. Sänkningen skulle vara 23% maj och juni samt 16% juli-december. Vid en helt linjär årsproduktion skulle det ge en sänkning om 12%. Om man kan styra att dessa 12% först dras från ickehedgad produktion behöver inte försäljningen minska mer än ensiffrigt i procenttermer.

På sikt är den största risken oljepriset efter Q1 2021. Sentimentet bland analytiker verkar vara positivt, se:

<https://www.di.se/nyheter/analytikern-darfor-tar-oljan-revansch-ser-redan-snabb-aterhamtning/>

<https://energy.economictimes.indiatimes.com/news/oil-and-gas/goldman-sachs-says-it-remains-bullish-on-oil-prices-in-2021/75529016>

## Vad tror du?

Gå in på Africa Oil på Facebook och kommentera <https://www.facebook.com/groups/1406968422792469/>

## Avslutningsvis

Ny till Africa Oil? Snabbkurs i Africa Oil och andra analyser: <https://bizter.se/invest/documents-and-news.html>

Gå med i Facebookgruppen Africa Oil aktiegrupp: <https://www.facebook.com/groups/1406968422792469/>

Lyssna till Africa Oils VD Keith Hill: <https://youtu.be/1c-i20PG5Ll>

Lyssna till Africa Energys VD Garrett Soden: <https://youtu.be/l1ojJmz6OiA>

Lyssna till Eco Atlantics VD Gil Holzman: <https://youtu.be/a2q62-vsC0E>

Följ Jonas Wander-Levin på LinkedIn <https://www.linkedin.com/in/cayoma/> eller på Twitter <https://twitter.com/ekp95jma>

Om skribenten:

Jonas Wander-Levin är sedan nära 20 år verksam inom investment management systems och har arbetat som konsult vid kapitalförvaltare såsom Norska Oljefonden, Abu Dhabi Investment Authority, Deutsche Bank, Swiss Life och ATP. Jonas har en magisterexamen i finansiell ekonomi.