

## Pallas Group – Stor potential vid vändning på shippingmarknaden

*Pallas Group genomför i nuläget en ägarspridning till kursen 5,8 SEK vilket innebär en rabatt på ca 6,5% mot senaste avslut. Ägarspridningen genomförs inte för att ge en effektiv exit åt en storägare utan för att öka likviditeten i bolagets aktie. Det kapital som erhålls från ägarspridningen kommer nämligen att ges åter till Pallas Group i form av ett räntefritt och amorteringsfritt lån som endast kan lösas i form av nya aktier. Detta kapital är välbehövligt i bolagets fortsatta expansion. Bolagets VD Fredrik Johansson grundade bolaget 1999, och har med knappa medel tagit sig in på den väletablerade marknaden shipping. Det senaste året har allt större vikt även lagts på expansion inom bolaget övriga affärsområden – Kredit och Oil.*

*Ökad aktivitet i industrin och stigande BNP talar för en återhämtning i den av krisen hårt drabbade shippingmarknaden. En vändning innebär stora intäktsmöjligheter för Pallas Shipping, men bolaget har av medveten riskhantering valt att sätta en stor del av flottan i långtgående kontrakt. Efter nyemissionen i somras var bolagets plan att mer än dubbla fartygsflottan från dåvarande två till fem fartyg innan 2012. I nuläget har bolaget säkrat leveransen av ett fartyg under 2011, för vilket ett långtgående kontrakt redan har tecknats. Lyckas bolaget i närtid säkra kontrakt för ytterligare ett fartyg finns option för leverans av ett likadant fartyg under 2011.*

<b>Antal aktier</b>	8 100 000
<b>Notering</b>	First North
<b>Styrelseordförande</b>	Lars Stensman
<b>Största ägare (%)</b>	Edshultshall Holding AB (18,7 procent)
<b>Webb</b>	<a href="http://www.pallasgroup.se/">http://www.pallasgroup.se/</a>
<b>Market Cap</b>	50,2 Mkr
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Hög

## Beskrivning av verksamheten

"Lägg inte alla ägg i samma korg - då kommer det gå dig väl", sa Fredrik Johanssons farfar till honom vid kajen på Orust 2003. Fredrik Johansson grundade 1999 bolaget Pallas Group, och han tycks ha tagit sin farfar på orden, med konstant breddning av antalet affärsområden och tillväxt i de befintliga. Företaget Pallas Group bildades på gamla familjetraditioner och bolagsnamnet har anor från 1937 då Fredrik Johanssons gammelmorfar Anders Pettersson köpte loggerten Pallas. Idag består Pallas Group av tre affärsområden:

- Pallas Oil
- Pallas Shipping
- Pallas Kredit

Pallas Group noterades på Nasdaq OMX First North i Juli i år och genomförde samtidigt en nyemission på 25 miljoner kronor. Efter emissionskostnader innebar det ett kapitaltillskott på 23 miljoner kronor. Inför nyemissionen och noteringen hade Pallas Group satt upp en serie kortsiktiga och långsiktiga mål till vilka emissionslikviden skulle användas. De 23 miljoner kronorna fördelades mellan dotterbolagen. Fokus lades på expansion i Pallas Shipping som erhöll 15 MSEK av emissionslikviden. Pallas Oil erhöll 4 MSEK och Pallas Kredit 4 MSEK.

Verksamhetsåret 2009/2010	Shipping	Oil	Kredit	Totalt
Ungefärlig omsättning kSEK	22 500	2 300	750	25 500
Fördelning	88%	9%	3%	100%

Pallas Group är ett relativt nytt bolag grundat 1999, men det har vuxit stormartat. VD Fredrik Johansson erhöll tidigare i år priset Årets Företagare i Västra Götaland, och var således med bland de 20 nominerade till Årets Företagare i Sverige. Motiveringen till Fredriks nominering löd - "Fredrik har visat att med kreativitet, hårt arbete och sunt förnuft är allt möjligt för en sann entreprenör. Från Starten 1999, 17 år gammal med 18.000 kronor i kapital och en idé om att sälja motoroljor på Orust, har han utvecklat sitt företag till en internationell verksamhet med tyngdpunkt inom shipping. Utvecklingen fortsätter nu genom att aktien introduceras på börsen." Trots att Shipping är en väldigt mogen bransch har Fredrik Johansson lyckats bygga upp ett snabbväxande och lönsamt företag.

I nuläget genomför Pallas Group en ägarspridning till kursen 5,8 SEK. Det är en rabatt på ca 6,5% mot senaste avslut på 6,2 SEK. Det kommer inte att ske någon ökning av antalet aktier, istället kommer storägaren och tillika VD Fredrik Johanssons holdingbolag Edshultshall Holding AB att sälja en del av sitt innehav. Edshultshall Holding AB kontrollerar i nuläget 63% av aktierna i Pallas Group. Syftet med ägarspridningen är att öka free float i bolagets aktiestock och på så vis höja likviditeten. I nuläget är free float 38% och kommer efter genomförd aktieägarspridning vara 56,5%. Totalt kommer 1 500 000 aktier att säljas till priset 5,8 SEK. Likviden för försäljningen av aktier kommer således att uppgå till ca 8,7 MSEK. Denna likvid kommer att ges som ett räntefritt och amorteringsfritt lån till Pallas Group. Ett lån som enbart kan kvittas mot nya aktier. Upplägget är som sådant eftersom Edshultshall Holding AB vill poängtera att detta inte är menat

som en exit, utan enbart ett steg mot att öka likviditeten i aktien. Det räntefria lånet underlättar dessutom stort för Pallas Groups expansion de kommande åren.

Namn	Antal Aktier	Andel
Edshultshall Holding AB (Fredrik Johansson)	1 581 500	19,5%
Inge Pettersson	1 100 000	13,6%
Majnabbe Motor AB	440 000	5,4%
Osir AB	400 000	4,9%
Övriga aktieägare	4 578 500	56,5%
<b>Totalt</b>	<b>8 100 000</b>	<b>100,0%</b>

*Ovan är baserat på framgångsrikt genomförd aktieägarspridning*

## Pallas Oil



- Investering i oljeprojekt
- Lokal försäljning av bunkeroljor

Till att börja med bedrev Pallas Oil lokal försäljning av bensen och eldningsolja. Denna del av bolaget såldes under 2008 till Swea Energi AB. Detta för att kunna fokusera på försäljning av bränsle- och smörjoljor för fiskebåtar och mindre fartyg. Detta är en verksamhet som bedrivs i relativt liten skala i nuläget och kundbasen utgörs av tre båtbensinstationer i Västra Sverige. Fokus inom Pallas Oil ligger i nuläget på det helägda dotterbolaget Pallas Petroleum Inc.

Verksamhetsåret 2009/2010	Försäljning av bunkeroljor	Oljeproduktion	Totalt
<b>Intäkter (kSEK)</b>	2 300	250	2 550
<b>Fördelning</b>	90%	10%	100%
<b>Nettointäkter (kSEK)</b>	110	250	546
<b>Fördelning</b>	30%	70%	100%
<b>Marginal</b>	4,8%	100%	21%

*Efter som Pallas Oil investerar i oljeprojekt via lån till operatören redovisas oljeintäkterna egentligen som ränteintäkter och alltså inte som omsättning i Pallas Oil. Ovan tabell har gjorts för att lättare kunna överblicka verksamheten.*

Pallas Petroleum agerar som mindre partner för olje- och gasfält i USA, mycket likt den verksamhet som bedrivs av till exempel aktietorgsnoterade Swede Resources och Caucasus Oil. Swede Resources och Pallas Petroleum har bland annat innehavet Recap Energy gemensamt. Syftet med bolaget Recap Energy är att investera kassaflödet från befintliga i projekt i Woodbineformationen i Texas. Detta är en formation som än så länge anses som mycket lovande med ett flertal källor med relativt stabil produktion på runt 1 000 fat/dag. Pallas Groups innehav i Recap Energy är emellertid enbart på 400 aktier värderade till 12 500\$, vilket är enbart 6% av det innehav Swede Resources har. Även de större operatörerna som Pallas Petroleum samarbetar med är gemensamma med Swede Resources. I nuläget samarbetar Pallas Petroleum med två operatörer – Petromax och Basa Resources. Basa Resources är en av de 20 största privata producenterna av olja i Texas och arbetar precis som Petromax med relativt liten risk, i områden med tidigare känd produktion. Totalt har Pallas Petroleum ägarandelar i fyra olje- och gasfält. Tre

belägna i Texas och ett i Louisiana. Tre av projekten är investeringar från innan 2010, och ligger på stabil produktion. Dessa är Schiflet 1H, Multiwell 6 och Maurice. Den senaste investeringen gjordes i formen av ett lån till finansieringen av oljefältet Lodgepole Reef. Pallas Oil finansierar 16,37% av projektet genom ett utgivet lån på 225 000 dollar. Pallas Oil erhåller 10% ränta på lånet som löper över 2 år, och dessutom 0,33% av intäkterna från den finansierade andelens del av oljeproduktionen i projektet. Lånet betalas efter två år och ränteintäkterna för Pallas Oil kommer således att uppgå till 45 000 dollar.

### Oljeinvesteringar innan 2010

Källa/fält	Investering (USD)	Andel
Schiflet 1H	79 000	1%
Multiwell 6	17 100	6%
Maurice	33 750	0,38%
Recap Energy	12 500	400 aktier

En av de senare investeringarna Schiflet 1H sattes i produktion i september 2009, och har således producerat i drygt ett år. Den första tiden efter det att källan sattes i produktion producerade den ca 200 fat olja per dag. Generellt sett brukar källor av denna typ lägga sig på en stabil produktionsnivå som uppgår till ungefär 50% av den initiala, vilken överensstämmer på Schiflet 1H. Swede Resorces har på produktion i liknande områden som Pallas Oil en marginal på 40-60%. Vid dagens oljepris (WTI) kring 85\$/fat ligger marginalerna i den övre delen av skalan. Schiflet 1H har i nuläget en avkastning på investerat kapital på 24% vilket innebär en nettomarginal på ca 60% för produktionen. I tabellen nedan har en nettomarginal på 40% använts för övriga källor. Avkastning på investerat kapital beräknas utifrån investeringssummor listade i tabellen ovan.

Källa/fält	Nuvarande daglig produktion	Intäkter/år i \$ (Pallas)	Nettointäkter/år i \$ (Pallas)	Avkastning på investerat kapital
Schiflet 1H	110 fat olja	29 480	17 688	24%
Multiwell 6	11 fat olja	17 688	7 075	41%
Maurice	13 fat olja + 367 Mcf gas	3 105	1 242	4%
Recap Energy	Se beskrivning ovan			
Totalt	134 fat olja + 367 Mcf gas	50 273	26 005	23%

Använt värde WTI: 80\$/fat

### Lodgepole Reef

Den senaste investeringen inom Pallas Oil gjordes som sagt via ett utgivet lån till finansieringen av projektet Lodgepole Reef, även känt som Bakken Oil Field. Detta projekt innefattar ett 1 960 acres stort område beläget i North Dakota, där det under en 1-2 årsperiod kommer att genomföras 12 vertikala borrhningar. Projektet sker i samarbete med Petromax och Oil for America Exploration, och Pallas Oil kommer att låna ut \$225 000 för att finansiera 16,37% av projektet. Pallas Oil kommer att erhålla en årlig ränta på 10% men även en royalty på 0,33% av intäkterna från den finansierade delen av projektet. Projektet har en ansenlig potential. Brunnar i Lodgepole Reef har generellt sett en initial produktion på 2 000 fat/dag, och denna bör lägga sig kring en nivå på 1 000 fat/dag vilket är vad Pallas Oil ungefär genomsnittligt har kalkylerat med

(se tabell nedan). Pallas Oil har utifrån fakta från operatören antagit en livstidsproduktion på 6 miljoner fat per brunn. Administratören av projektet uppger emellertid att den generella summan är 4 miljoner fat. Vi väljer att räkna med den mer försiktiga summan. Brunnar i detta område producerar i omkring 15 år, vilket ger en genomsnittlig produktion per år på 270 000 fat olja (4 000 000 / 15) vid en livstidsproduktion på 4 miljoner fat och 400 000 fat olja (6 000 000 / 15) per år vid en livstidsproduktion på 6 miljoner fat.

Livstidsproduktion/brunn (fat olja)	Daglig produktion (fat olja)
6 000 000	1194

*Pallas Oils estimering*

Livstidsproduktion/brunn (fat olja)	Daglig produktion (fat olja)
4 000 000	796

*Axiers estimering*

Vi gillar att vara mer försiktiga i våra prognoser, och en genomsnittlig produktion på knappt 800 fat/dag motsvarande en livstidsproduktion på 4 miljoner fat känns därför mer rimligt att anta. Produktionen är självklart egentligen högre under de första åren av en brunns produktion, vilket innebär högre värde i närtid, men rent schablonmässigt och försiktighetsmässigt antas en jämt utspridd produktion. Produktionen lägger sig hursomhelst på en stabil långvarig nivå efter en tid. Pallas Oil har valt att räkna med att alla 12 borrhningar kommer att resultera i producerande brunnar. Det känns aningen aggressivt och Axier väljer istället att räkna med 8 producerande brunnar. Nedan ser ni de potentiella oljeintäkterna utifrån Axiers och även Pallas antaganden.

Produktion/brunn (fat)	Producerande brunnar	Oljepris (\$/fat)	Royalty Pallas	Andel av projektet	Intäkter 15-årsperiod (USD)
6 000 000	12	65	0,33%	16,37%	2 528 183

*Pallas Oils estimering*

Produktion/brunn (fat)	Producerande brunnar	Oljepris (\$/fat)	Royalty Pallas	Andel av projektet	Intäkter 15-årsperiod (USD)
4 000 000	8	65	0,33%	16,37%	1 123 637

*Axiers estimering*

Projektet Lodgepole Reef har betydande intäktspotential och Pallas Oil har utifrån båda sina egna och Axiers prognoser lyckats förhandla till sig väldigt fördelaktiga villkor. Inte enbart kommer Pallas Oil att erhålla 10% i ränta på lånet utan även intäkter på drygt 1,1 MUSD över en 15-årsperiod baserat på Axiers prognoser och drygt 2,5 MUSD baserat på bolagets egna prognoser. Detta är antaganden baserade utifrån oljepriset 65 \$/fat. Pallas Oil har annonserad prognos på 2,8 MUSD i totala intäkter under 15-årsperioden, men dessa inkluderar även den produktion av gas från källorna som inte har redogjorts för ovan.

Antaganden om den genomsnittliga nettointäkten över 15-årsperioden redogörs för nedan, och vid dagens oljepris har en marginal på 50% antagits. Vid ett oljepris på 80 \$/fat, vilket understiger dagens pris, blir den antagna genomsnittliga nettointäkten ca 685 000 SEK per år baserat på Pallas Oils antaganden och 300 000 SEK baserat på Axiers. Sammanslagna nettointäkter under en

15-årsperiod blir ca 10,3 MSEK respektive 4,6 MSEK. Med ett avkastningskrav på 20% per år blir nuvärdet 3,2 MSEK respektive 1,4 MSEK, vilket får ses som väldigt förmånligt utifrån det utgivna lånet på \$225 000 eller ca 1,5 MSEK. Det är dessutom ett effektivt sätt att begränsa risken för Pallas Oil. Bolaget erhåller säkra intäkter i form av 10% i ränta på utlånat kapital, men samtidigt erbjuds betydande uppsida vid lyckade borrningar.

Oljepris (\$/fat)	Årlig intäkt Pallas Oil (SEK)	Nettointäkter/år	Marginal
65	1 112 400	444 960	40%
70	1 197 970	479 188	40%
80	1 369 108	684 554	50%
90	1 540 247	770 123	50%

*Baserat på Pallas Oils estimat samt Axiers antagna marginal.*

Oljepris (\$/fat)	Årlig intäkt Pallas Oil (SEK)	Nettointäkter/år	Marginal
65	494 400	197 760	40%
70	532 431	212 972	40%
80	608 493	304 246	50%
90	684 554	342 277	50%

*Baserat på Axiers estimat och antagna marginal*

Axier har varit försiktiga i sina prognoser ovan, och har även exkluderat det bidrag som eventuell gasproduktion från brunnarna kommer att ha. Detta bidrag har heller vi heller inte räknat med då vi utgått från Pallas siffror. Brunnarna i Lodgepole Reef producerar i allmänhet både gas och olja, men gasen håller dessutom en så pass hög kvalité att det erhållna priset är det dubbla mot nuvarande marknadspris. Det innebär ett pris på 8 \$/Mcf mot dagens 4 \$/Mcf. Emellertid bör inte mer än ca 5% i ökning till intäkterna ovan antas tillkomma från produktionen av gas. Pallas Oils annonserade prognos för projektet är som sagt en total avkastning på 2,8 MUSD, där de har antagit ett visst bidrag från gasproduktionen.

Sedan nyemissionen hade Pallas Oil ett investeringsutrymme på ca 4 miljoner kronor. Av dessa har ca 1,5 MSEK lånats ut för finansieringen av projektet Lodgepole Reef. Det återstår således ca 2,5 MSEK. Dessa är ämnade för Pallas Oil men kommer att användas i andra delar av Pallas Group om intressanta oljeprojekt inte dyker upp. Axier väljer att räkna med att denna kassa kommer att investeras i oljeprojekt under slutet på 2010 och början på 2011. Det kortsiktiga målet för Pallas Oil vid noteringen av Pallas Group var att investera i ytterligare 4-5 oljeprojekt innan 2010 års utgång, men än så länge har det endast skett en investering i projektet Lodgepole Reef. Finansieringen av Lodgepole Reef ser på förhand ut att ha vara den mest lönsamma investeringen Pallas Oil genomfört. För återstående kassa väljer Axier emellertid att anta att Pallas Oil kan uppnå avkastning på investerat kapital i nivå med brunnen Schiflet 1H. Den nuvarande avkastningen är 24%, vilket vi justerar ned till 20%. Denna brunn hade en avkastning på ca 40% under sitt första år av produktion, men konservativt väljer vi att räkna med en mer långvarig nivå på 20% för nyinvesteringars första år. Med nuvarande investeringsutrymme på 2,5 MSEK blir antagen avkastning per år 500 000 SEK.

<b>Årliga nettointäkter oljeinvesteringar</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Befintlig produktion	171 600	171 600	171 600
<b>Royaltyintäkter Lodgepole Reef vid WTI 80\$/fat</b>	152 123	304 247	304 247
Ränteintäkter Lodgepole Reef	150 000	150 000	0
<b>Antagna intäkter från kvarvarande kassa</b>	250 000	500 000	500 000
<b>Intäkter från nyinvesteringar</b>		72 372	257 329
<b>Totalt</b>	<b>723 723</b>	<b>1 125 847</b>	<b>1 233 176</b>

*Nettointäkterna från oljeinvesteringar redovisas, i och med att de sker som ett lån, som ränteintäkter. Vi anger dem som nettointäkter för att underlätta överblicken av affärsområdet.*

Ovan prognoser är väldigt försiktiga och har inte justerat för att den initiala produktionen är högre än den långsiktiga, förutom i Lodgepole Reef. Där kommer den första borrhningen att starta i början på 2011, och vi har räknat med att ett antal brunnar sätts i produktion under året och bidra med intäkter. Brunnar i området har som nämnt en initial produktion på 2 000 fat/dag, vilket är betydligt mer än de ca 800 fat/dag som använts vid beräkning av nettointäkter ovan. Prognoserna för nettointäkter 2011 bör alltså, trots det att de satts till 50% av beräknad nettointäkt vid 8 producerande källor, anses som relativt konservativa. Prognoserna ovan förutsätter dessutom en relativt inaktiv återinvestering av kassaflöde från befintlig produktion. Nettointäkterna från oljeproduktionen i de projekt där Pallas Oil har ägarandelar slås direkt på bolagets omsättning. Det vill säga Pallas Oil redovisar inte själva kostnaderna för produktionen utan enbart nettointäkterna. Det är berättigat att räkna med att återinvesteringen i slutändan inte kommer att vara fullt uttömmande. Av erfarenhet från till exempel Swede Resources vet vi att mindre partners i projekten sällan kan påverka när borrhningar ska börja o.s.v. Det är således vanligt med förseningar i projekten.

Utöver investering i olje- och gasprojekt bedriver som sagt Pallas Oil försäljning av bunkeroljor. Denna verksamhet är begränsad och vi väljer att räkna med att intäkter från detta affärsområde håller sig stabilt i framtiden. Totala intäkter i Pallas Oil redogörs för nedan.

<b>Omsättning Pallas Oil</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Försäljning av bunkeroljor	2 300 000	2 300 000	2 300 000
<b>Nettointäkter Pallas Oil</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Försäljning av bunkeroljor	110 000	110 000	110 000
<b>Oljeinvesteringar</b>	<b>723 723</b>	<b>1 125 847</b>	<b>1 233 176</b>
<b>Totalt</b>	<b>833 723</b>	<b>1 235 847</b>	<b>1 343 176</b>

*Intäkter från oljeproduktionen redovisas som ränteintäkter och har därför inte inkluderats i omsättningen ovan*



Dotterbolaget Pallas Shipping har tre verksamhetsområden:

- **Fartygsförvaltning** – Pallas Shipping har anlitat bolaget Wappen Reederi för teknisk management av sina fartyg. I nuläget förvaltar Pallas Shipping enbart sina egna fartyg. Det inkluderar teknisk- och besättningsmanagement. Pallas Shipping är certifierade av Lloyd's register – världens största sällskap för klassificering av fartyg.
- **Köp & Försäljning** – Under 2009 förvärvades skeppsmäklaren Petership Sweden AB för 70 000 kr och ägaren Peter Persson anställdes. Syftet var att komma åt den kompetens och det kontaktnät som denne besitter. Peter Persson är en erkänt duktig skeppsmäklare och ger Pallas en konkurrensfördel i att kunna hålla sig uppdaterade kring nuvarande priser m.m. för begagnade och nya fartyg. Peter Persson är även ansvarig för den dagliga driften av fartygen tillsammans med Wappen Reederi.
- **Rederi** – I nuläget driver Pallas Shipping två fartyg, och målsättningen är att kontrollera fem fartyg innan utgången av 2012. Rederi står för 100% av omsättningen inom shipping.

**Rederiverksamhet** – För nuvarande drift av två fartyg, *Pallas Ocean* och *Pallas Glory*

**Pallas Glory** förvärvades i slutet av 2009. Detta är en kemikalietanker verksam i hela Europa. Fartyget byggdes 2005. Kommersiell drift av fartyget sköts av North Sea Tankers som är specialiserat på driften av kemikalietankers av storleken 3 000 – 8 000 dwt. Pallas Glory är deras näst minsta fartyg med sin kapacitet på knappa 3 500 dwt. Under det tredje kvartalet i år uppgraderades Pallas Glory för att minska bränsleförbrukningen och därmed kostnaderna. Installation av en så kallad Economizer som utnyttjar värmen från avgaserna till att värma upp lasten samt installationen av två oljepannor minskar bränsleförbrukningen på fartyget med 1 000 liter per dygn. Detta minskade kostnaderna med ca 4 500 SEK per dygn vid dåvarande oljepris. Utslaget över ett år blir detta ca 1,6 MSEK. Uppgraderingen gör fartyget mer attraktivt, och andrahandsvärdet ökade med samma värde som kostnaden för uppgraderingen. Installationen av en economizer kommer dessvärre att påverka resultatet för det tredje kvartalet negativt i och med att Pallas Glory legat off-hire i en månad. Nuvarande värde på Pallas Glory är beräknat till 8,5 MEUR eller ca 79 MSEK. Pallas har bestämt att skriva av fartygstillgångarna med 3-6% per år.



### **Pallas Glory**

**Byggnadsår:** 2005

**Trafikerar:** Norra Europa

**Kapacitet:** 3 500 dwt

**Typ:** Kemikalietanker

**Kontrakt:** Spot market

**Nuvarande day rate:** Ca 5500 euro/dag

**Break-even:** Ca 5000 euro/dag

**Prognos day rate 2011:** 6000 euro/dag

**Beräknat värde:** Ca 79 MSEK

© Juergen Braker  
MarineTraffic.com



I dagsläget är dagsraterna för en kemikalietanker av Pallas Glorys storlek ca 5500 euro/dag. Pallas egna förväntningar inför 2011-2012 är en ökning till 6000 euro/dag 2011 och 6500 – 7000 euro/dag 2012. Enligt Pallas är det rimligt att räkna med en sysselsättning på 355 dagar per år, vilket innebär en sysselsättningsgrad på 97%. Pallas Glory har haft hög sysselsättning sedan det driftsattes vid årsskiftet men har belastat resultatet under perioden januari – juni 2010 med över 2 Mkr eftersom fartyget inte varit godkänt av de större kemi- och oljebolagen. Dessutom togs uppstartskostnader på ca 2 MSEK under perioden. Pallas har under hösten arbetat för att få godkännanden från de större kemi- och oljebolagen, men ännu inte lyckats slutföra processen. Alla godkännanden väntas vara på plats i december och Pallas Glory kommer då att erhålla en 500 – 1 000 euro högre day rate. Detta innebär således en ökning från nuvarande 5500 euro/dag till 6000 – 6500 euro/dag.

Under perioden verksamhetsåret 2009/2010 uppgick omsättningen för Pallas Group till 25,46 MSEK. Under perioden Januari – Juni 2010 uppgick intäkterna till ca 18,33 MSEK, vilket innebär att intäkterna under andra halvan av 2009 uppgick till 7,13 MSEK. Skillnaden i intäkter mellan första och andra halvan under perioden Juli 2009 – Juni 2010 är 11,2 MSEK (18,33 – 7,13). Ökningen i omsättning beror till 80 - 85% på driftsättandet av Pallas Glory, således ca 9 – 9,5 MSEK. Under det första halvåret 2010 har Pallas Glory varit off-hire under 7 dagar till följd av installationen av Economizern. Det innebär aktivitet under 174 dagar (181-7). Baserat på intäkter om 9,5 MSEK för Pallas Glory, en genomsnittlig växelkurs 9,8 EUR/SEK erhålls en day rate på ca 5 600 EUR, vilket överensstämmer med de 5500 EUR/dag Pallas uppger som day rate i nuläget.

<b>Dagar H1 2010</b>	181
<b>Dagar off-hire Pallas Glory</b>	7
<b>Aktiva dagar Pallas Glory</b>	174
<b>Omsättningstillskott Pallas Glory H1 2010</b>	9 516 600
<b>Genomsnittlig EUR/SEK H1 2010</b>	9,8
<b>Day rate H1 2010 (EUR)</b>	5 581

### Pallas Glory

År	Day Rate (EUR)	OPEX	Break-even nivå (EUR)	Netto/år (SEK)
2010 (Årsbasis)	5 500	3 000	5 000	1 401 629
2011	6 000	3 000	5 000	2 803 258
2012 <sup>1</sup>	6 500	3 000	5 000	4 204 886
2012 <sup>2</sup>	7 000	3 000	5 000	5 606 515

*I 2012<sup>2</sup> är antagen day rate satt i den högre delen av intervallet för bolagets prognostiserade day rate. Nuvarande day rate är ca 5 500 euro och denna kommer att stiga till 6000 – 6500 euro efter att godkännande för fartyget har erhållits av de större kemi- och oljebolagen. Detta väntas ske i december 2010. Prognoserna ovan förutsätter således ingen större återhämtning i marknaden. I break-even nivå inkluderas OPEX, personalkostnader, avskrivningar och kostnader för lån. Det beräknade nettoresultatet kräver således inget avdrag för dessa. Pallas Glory bär dessutom Gibraltarflagg och ingen skatt kommer därför att behöva utbetalas. Vi har antagit att 15% av nettointäkterna går till North Sea Tankers för kommersiell drift av fartyget.*

**Pallas Ocean** är ett torrlastfartyg med ett tonnage på 3 990 dwt, och fraktar således till exempel stål. Fartyget är konstruerat 1986, men köptes av Bjäre Shipping HB 2008. Ägaren till Pallas Ocean är Ocean Rederi AB, ett bolag som ägs till 75% av Pallas Group och till 25% av ML Bemanning. Intäkterna fördelas efter ägarandel, men eftersom ML Bemanning är passiv delägare erhåller Pallas en månatlig managementavgift på 50 000 SEK för driften av fartyget. Ocean Rederi omförhandlade vid köpet det time charter-kontrakt med Thunbolagen som var knutet till fartyget. Det nya time charter-avtalet löper till februari 2012, och värdet på kontraktet beräknas vara 5 – 10 MSEK. Värdet på Pallas Ocean har beräknats till 1,75 – 1,95 MEUR eller ca 16 – 18 MSEK, vilket inkluderat värdet på time charter-kontraktet indikerar ett totalt värde på 21 – 28 MSEK.



#### **Pallas Ocean**

**Byggnadsår:** 1986

**Trafikerar:** Västafrika och Medelhavet

**Kapacitet:** 3 990 dwt

**Typ:** Torrlast

**Kontrakt:** Time charter med Thunbolagen till februari 2012

**Nuvarande day rate:** Ca 3500 euro/dag (ägarandel 75%)

**Break-even:** Ca 2000 euro/dag

**Beräknat värde:** 16-18 MSEK

Detaljer kring avtalet med Thunbolagen är ej offentliggjorda. Avtalet är emellertid ett standard time charter-avtal vilket innebär att Thunbolagen står för bunkerkostnader (bränsle), hamnkostnader samt betalar en daglig hyra till Pallas. Hyran är ej offentliggjord. Det är sannolikt att avtalet med Thunbolagen kommer att förlängas innan avtalet löpt ut i februari 2012. I nuläget skulle ett förnyat avtal med Thunbolagen vara mindre förmånligt än det befintliga. Avtalet ingicks i stort sett då shippingmarknaden toppade, och day rate om avtalet ingicks idag skulle vara 15-20% lägre. Pallas skulle kunna hantera ett sådant intäktsfall eftersom bolaget om fartyget inte seglar under Thunbolagen kan byta mot en billigare besättning.

För att kunna estimerar en day rate för Pallas Ocean måste vi utgå från intäkterna från Pallas Glory och gå bakvägen via resultaträkningen. Under verksamhetsåret 2009/2010 är estimerat bidrag från Pallas Glory som sagt ca 9,5 MSEK. I tabellen nedan redogörs för hur vi via denna vetenskap har estimerat day rate för Pallas Glory till 3 500 euro.

<b>Beräkning av day rate, Pallas Ocean</b>	<b>2009/2010</b>
Total omsättning	25 466 052
Andel shipping perioden	87%
Omsättning shipping	22 155 465
Omsättningsbidrag Pallas Glory	9 516 600
Omsättningsbidrag Pallas Ocean	12 638 865
Dagar under perioden	365
Dagar off-hire Pallas Ocean	5

Aktiva dagar	360
Genomsnittlig EUR/SEK	10
Estimerad Day rate (EUR)	3511

### Pallas Ocean

År	Day Rate (EUR)	OPEX	Break-even nivå (EUR)	Netto/år (SEK)	Netto Pallas
2010 (Årsbasis)	3 500	1 700	2 000	4 323 334	3 242 500
2011	3 500	1 700	2 000	4 323 334	3 242 500
2012 <sup>1</sup>	3 000	1 600	1 900	3 170 445	2 377 834
2012 <sup>2</sup>	3 500	1 700	2 000	4 323 334	3 242 500

*I 2012<sup>1</sup> har en ca 15% lägre day rate använts, och samtidigt har antagen kostnadssänkning via byte av besättning satts till 5% av break-even. I 2012<sup>2</sup> har antagits en återhämtning i marknaden så pass att nuvarande time charter-kontrakt för Pallas Ocean kan förlängas till nuvarande villkor. Utöver nettointäkterna ovan tillkommer 600 000 SEK per år från den managementavgift som Pallas erhåller från ML bemanning. Denna intäkt antar vi kvittas mot den avgift som Pallas betalar till Wappen Reederi för technical management av sina fartyg.*

### Nya fartyg

Under nyemissionen och noteringen av Pallas Group i somras sattes en serie mål upp för hur emissionslikviden skulle användas. Det kortsiktiga målet för Pallas Shipping var att under 2010 utöka shippingflottan med två fartyg. Detta är ett mål som i stort sett redan har uppnåtts. Ett fartyg har beställts från ett varv i Turkiet för leverans under sommaren 2011, och ett optionsavtal har tecknats för ett identiskt fartyg från samma varv. Detta fartyg kommer om optionen deklarerar att levereras under hösten 2011. Optionen måste lyftas innan den 15e december 2010. Båda fartyg kommer att vara verksamma på Skandinaviska vatten, och är designade för kortare färder, med dubbla roder, propellrar och motorer. För det första fartyget har det redan tecknats ett sysselsättningskontrakt, med ett totalt värde på 140 MSEK. Avtalet löper under ett flertal år, men antalet år är inte offentliggjort. Tonnaget på fartygen från Turkiet är heller inte offentliggjort, men det är känt att det rör sig om kusttankers. Fartygen uppges vara mindre än Pallas Glory med sin kapacitet på 3 500 dwt. Intäkterna från de nya fartygen kommer således att vara lägre än för Pallas Glory.

Nyemissionen gjordes i första hand för att ge Pallas Shipping tillräckligt med utrymme att förvärva ytterligare två fartyg. Totalt gick 15 MSEK av emissionslikviden till Pallas Shipping. 70% av köpeskillingen för det första fartyget från Turkiet finansieras via banklån. Emissionslikviden räcker emellertid inte till finansieringen av båda de nya fartygen. Det kapital uppgående till 8,7 MSEK som storägaren Edshultshall Holding AB erhåller via den nuvarande ägarspridningen kommer i syfte att lösa detta att lånas till Pallas Group via ett ränte- och amorteringsfritt lån. Detta lån kommer att delvis behöva användas om Pallas Shipping väljer att teckna optionen för det andra fartyget från Turkiet. Bolaget jobbar i nuläget med att få till ett liknande avtal för det andra fartyget som för det första, för att sedan lyfta optionen.

Enligt Pallas kommer det fartyg för vilket det redan har tecknats ett time charter-kontrakt att ha en avkastning på 34% på eget kapital. En stor del den summa på 15 MSEK som Pallas Shipping erhöll från nyemissionen i somras kommer att gå åt till köpet av det första fartyget. Låt oss anta 9

MSEK. Med en avkastning på eget kapital på 34% är nettointäkterna från fartyget ca 3 MSEK. Vi väljer att justera ned detta till 2,5 MSEK. Detta är nettoresultatet efter avskrivningar och kostnad för lånet. De nya fartygen kommer dessutom att bära Gibraltar-flagg vilket innebär att ingen skatt kommer att utbetalas. Dessa 2,5 MSEK (3 MSEK i ett mer optimistiskt scenario) slås alltså direkt på resultatet efter skatt.

De långsiktiga målen för området shipping är att ha 5 fartyg i flottan innan utgången av 2012. Tecknar Pallas optionsavtalet för den andra båten från varvet i Turkiet kommer bolaget att kontrollera 4 fartyg innan 2011 års utgång. Det finns ingen anledning till att hasta igenom köpet av ytterligare fartyg och det var en bra strategi att enbart teckna ett optionsavtal för det andra fartyget från Turkiet. Dagsraterna tycks vara på väg uppåt, men en stegvis expansion skapar en viss buffert mot en eventuell dubbeldipp i ekonomin. Strategin är inte att växa snabbt utan att växa organiskt och strategiskt. Pallas Group inväntar bra köplägen för fartygen, och som bolaget uppger beställdes fartygen från varvet i Turkiet till ett 40% lägre pris än innan varvskrisen började 2008. Fartyget Pallas Glory köptes ur konkursboet för Svithoid Tankers.

För att säkra sysselsättningen för sina fartyg har Pallas ingått ett samarbetsavtal med det tyska Wappen Reederi. Wappen Reederi är en technical manager, och har sina fartyg godkända av de större oljebolagen, bland annat den viktiga kunden Shell. Wappen Reederi erhåller en avgift varje månad för den tekniska driften av fartygen.

### **Shippingmarknaden**

Baltic Dry Index är det effektivaste sättet att följa klimatet på shippingmarknaden. Detta är ett index över priset för att skeppa råvaror, så som till exempel järnmalm och stål, i ett antal rutter. Indexet sammanställs av The Baltic Exchange i London, och uppdateras varje dag. Det följer således priserna för shipping direkt och indikerar åt vilket håll marknaden är på väg. Indexet är baserat utifrån priset på båtar större än Pallas Shippings men är trots det den bästa indikatorn för åt vilket håll erhållen day rate är på väg. Ytterligare en indikator är självklart BNP-tillväxt, då denna återspeglar tillväxten i ekonomin och behovet av bland annat råvaror. Global BNP förväntades stiga med 3,9 procent under 2010 och med 4,3 procent under 2011 enligt International Monetary Fund, vilket talar för ytterligare återhämtning i sjöfartsindustrin.

Marknaden för kemikalietankers rasade ganska kraftigt under 2008 – 2009, men återhämtningen väntas bli relativt stark kommande år. Under 2010 väntades enligt kemiföretaget BASF den globala kemikalie marknaden öka med 5,3%. Den genomsnittliga tillväxten under 2011 – 2012 förväntas bli 4,6% per år. I Europa väntas tillväxten i kemikalieindustrin bli lägre. Under 2010 förväntades den Europeiska marknaden öka med 2,8%. Den globala tillväxten dras upp av Asien exklusive Japan. I denna region väntades tillväxten under 2010 bli 9,3%. En av de mer snabbväxande marknaderna för kemikalietransport väntas emellertid bli den Nordeuropeiska, där Pallas Glory främst är verksamt. Där väntas låga lagernivåer bland verkstads- och bilföretagen driva upp efterfrågan. Marknaden för mindre kemikalietankers upplevde en större nedgång under 2008 – 2009 delvis på grund av den stora tillförseln av nya fartyg. Under 2008 ökade antalet kemikalietankers i segmentet 3 000 – 10 000 dwt med 8% och under 2009 med 12%. Under 2010 väntas ökningen endast bli 3% trots viss återhämtning i marknaden, och under 2011 – 2012 väntas antalet fartyg sjunka på grund av att en stor del av världsfloTTan kommer att behöva skrotas med anledning av hög ålder. Ca 35% av verksamma tankfartyg, produkt- och

kemikalietankers med en kapacitet under 10 000 dwt är äldre än 20 år. De tre största aktörerna inom segmentet kemikalietankers i storleken 3 000 – 6 000 dwt är Clipper/Wonsild, Essberger och Stolt Nielsen. Enligt en rapport från North Sea Tankers, commercial manager till Pallas Glory, har alla dessa tre en äldre fartygsflotta som kommer att behöva bytas ut under de tre kommande åren. Allt ovan talar för att en återhämtning i kemikalietankersegmentet kommer under de närmsta åren vilket ger god hävstång åt Pallas Glory som inte är knutet via fasta långa kontrakt. Även bulkmarknaden förväntas stiga under de närmaste åren. Lloyds prognostiserar en tillväxt på 3% till och med 2012 och sedan en tillväxt på ca 2,3% fram till 2018. Denna tillväxt är viktig för Pallas då de annars kommer att behöva teckna ett mindre fördelaktigt kontrakt för Pallas Ocean.



*Under sommaren 2010 föll Baltic Dry Index med häpnadsväckande 40 %, den längsta serien sammanhängande nedgångar sedan 2005, men har sedan dess återhämtat sig en del. Det är emellertid fortfarande en bra bit kvar till toppen, 11.793, som noterades sommaren 2008. I takt med att konjunkturen förbättras tror de flesta bedömare att vi kommer se index stiga igen, vilket är positivt för rederiföretagen.*

## Pallas Kredit



- Tillhandahåller krediter för småföretag på västkusten

Pallas Kredit tillhandahåller krediter i skalan 50 000 – 500 000 kronor till småföretagare på västkusten. Bolaget togs emot väl vid etableringen 2009 då många större banker i finanskrisens spår har blivit mindre benägna att låna ut till småföretag. Under det forna verksamhetsåret hade bolaget en räntemarginal på 7,5%. Denna väntas öka under kommande år i takt med att riksbanken höjer reporäntan. I nuläget har Pallas Kredit en lånestock på 15 MSEK, vilket med en räntemarginal på 7,5% skulle ge 1,125 MSEK i nettointäkter. Hitintills har Pallas Kredit klarat sig utan kreditförluster. Vi väljer att lägga in en viss risk för sådana i våra prognoser och antar en mindre ökning i räntemarginal under kommande år.

Pallas Kredit	2010 (Årsbasis baserat på nuläge)	2011	2012
Lånestock	15 000 000	17 000 000	19 000 000
Räntemarginal	7,50%	8,00%	8,50%
Räntenetto	1 125 000	1 360 000	1 615 000

### Värdering Pallas Group

Slås de prognostiserade intäkterna ihop för de tre olika affärsområdena inom Pallas Group erhålls följande prognoser för 2011-2012.

Shipping	2011	2012 <sup>1</sup>	2012 <sup>2</sup>
Pallas Ocean	3 814 706	2 797 451	3 814 706
Pallas Glory	2 803 258	4 204 886	5 606 515
Fartyg 1 Turkiet	1 250 000	2 500 000	3 000 000
Fartyg 2 Turkiet	0	2 500 000	3 000 000
<b>Nettoresultat</b>	<b>7 867 964</b>	<b>12 002 338</b>	<b>15 421 221</b>
<b>Andel av totala nettoresultatet</b>	<b>78,2%</b>	<b>80,8%</b>	<b>84,4%</b>

### Oil

Försäljning bunkerolja	110 000	110 000	110 000
Intäkter oljeproduktion	723 723	1 125 847	1 125 847
<b>Nettoresultat</b>	<b>833 723</b>	<b>1 235 847</b>	<b>1 235 847</b>
<b>Andel av totala nettoresultatet</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,8%</b>

### Kredit

Ränteintäkter Pallas Kredit	1 360 000	1 615 000	1 615 000
<b>Nettoresultat</b>	<b>1 360 000</b>	<b>1 615 000</b>	<b>1 615 000</b>
<b>Andel av totala nettoresultatet</b>	<b>13,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>8,8%</b>

<b>Nettoresultat totalt</b>	<b>10 061 687</b>	<b>14 853 185</b>	<b>18 272 068</b>
<b>Övriga externa kostnader</b>	<b>2 500 000</b>	<b>2 500 000</b>	<b>2 500 000</b>
<b>Resultat efter skatt total</b>	<b>6 614 411</b>	<b>11 503 144</b>	<b>14 647 369</b>
<b>Aktiekurs</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>
<b>Börsvärde</b>	<b>46 980 000</b>	<b>46 980 000</b>	<b>46 980 000</b>
<b>P/E</b>	<b>7,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>

Värden i kolumnen shipping 2012<sup>2</sup> har satts utefter en mer optimistisk prognos där day rate för Pallas Glory dels lagts i den högre delen av prognosintervallet, intäkterna från de två fartygen i Turkiet inte har justerats ned från 3 MSEK och intäkterna från Pallas Ocean väntas ligga på samma nivå som i nuläget.

I tabellen ovan finns två kolumner för 2012 – 2012<sup>1</sup> och 2012<sup>2</sup>. Dessa skiljer sig på det viset att



den senare har antagit aningen högre nettoresultat från de nya fartygen från Turkiet, en day rate för Pallas Glory som landar i den högre delen av Pallas prognos på 6500 – 7000 euro/dag samt en förlängning av nuvarande avtal för Pallas Ocean utan sämre villkor. I avsnittet där Pallas Shipping redogjordes för angavs prognostiserade nettointäkter för de olika fartygen. Dessa var baserade på break-even nivå för fartygen, vilket inkluderar dagliga kostnader, räntekostnader och avskrivningar. Bolagets räntekostnader och avskrivningar är i stort sett helt hänförliga till området shipping och dessa poster i resultaträkningen behöver därför inte redogöras för i tabellen ovan. Inkluderat är posten Övriga externa kostnader. Denna har vi ökat från ca 1,6 MSEK verksamhetsåret 2009/2010 till 2,5 MSEK för kommande år, för att göra plats för ökade kostnader till följd av de nya fartygen. I tabellen har heller ingen skatt dragits på nettoresultatet från Pallas Glory eller fartygen från Turkiet eftersom dessa seglar under Gibraltar-flagg. Vi räknar även med att Pallas Group antingen tecknar optionen för det andra fartyget från Turkiet eller driftsätter ett annat fartyg före 2012. Detta antas nå samma intäkter som det första fartyget från Turkiet.

Pallas Shipping är en extremt konjunkturberoende verksamhet och i och med att alla fartyg inte är bundna i långa kontrakt samt att ett löper ut i närtid är risken stor inom detta affärsområde. Bevisligen klarade Pallas Group att redovisa vinst även under den nuvarande finanskrisen, men träffar en konjunktur nedgång bolaget i ett mindre fördelaktigt läge, till exempel vid utgången av ett större kontrakt, är kraftigt fallande vinster ett faktum. Pallas allra största intäkter kommer från fartyget Pallas Glory. Detta fartyg är verksamt på spot-marknaden och innebär således en stor risk om shippingmarknaden vänder ned igen. Vi anser därför att Shipping-verksamheten inte bör värderas högre än ett P/E 6. Pallas Oil har lyckats skapa hög avkastning på det egna kapitalet och även Pallas Kredit. För dessa affärsområden har vi valt att sätta ett motiverat P/E på 10. För att hitta ett motiverat P/E för hela Pallas Group som helhet har vi valt att vikta det motiverade P/E-talet mot prognostiserad andel av nettoresultatet. Att utvärdera av tabellen ovan är till exempel att Shipping förväntas stå för 78,2% av nettoresultatet under 2011, Oil för 8,3% och Kredit för 13,5%. Utefter de motiverade P/E-tal vi satt erhålls ett motiverat P/E på 6,9 för Pallas Group som helhet 2011. Pallas Shipping väntas öka sin andel i båda prognosvarianter för 2012 och det motiverade P/E-talet för Pallas Group sjunker därmed.

	2011	2012 <sup>1</sup>	2012 <sup>2</sup>
Motiverat P/E Pallas Group	6,9	6,8	6,6
Motiverat börsvärde	45 454 955	77 850 291	97 025 468
Motiverad aktiekurs	5,6	9,6	12,0
Potential från kurs 5,8 SEK	-3,2%	65,7%	106,5%

Enligt beräkningarna ovan är det motiverade värdet för 2012<sup>1</sup> 65,7% över den valda kursen 5,8 SEK i den nuvarande ägarspridningen. Vid en återhämtning på shippingmarknaden och därmed högre day rates kan till och med prognoserna i 2012<sup>2</sup> vara lågt ställda. Dessa prognoser indikerar ett motiverat värde på 106,5% över den valda kursen i ägarspridningen. 2011 blir lite av ett mellanår i och med att det kapital från nyemissionen i somras som satsades i affärsområdet Shipping inte kommer att börja arbeta förrän i slutet av 2011 då ett, eventuellt två, nya fartyg levereras.

## Substansvärde

	<b>Tillgångar</b>
Pallas Glory	81 629 417
Pallas Ocean	21 376 189
TC-kontrakt Pallas Ocean	7 500 000
Kassa	15 000 000
Kortfristiga fordringar	4 822 375
Långfristiga fordringar	1 395 017
Varulager	542 348
<b>Totalt</b>	<b>132 265 346</b>
	<b>Skulder</b>
Minoritetsintresse	990 786
Långfristiga skulder	87 081 946
Kortfristiga skulder	9 766 529
<b>Totalt</b>	<b>97 839 261</b>
<b>Substansvärde</b>	<b>34 426 085</b>
Aktiekurs	5,8
Börsvärde	46 980 000
Motiverat värde Oil (2011)	4 626 178
Motiverat värde Kredit (2011)	8 468 000
<b>Nettobörsvärde</b>	<b>33 885 822</b>

*Fartyget från varvet i Turkiet, och skulderna för dessa är inte upptagna i denna sammanställning. Vi har istället utgått från kassan i Pallas Shipping, eftersom förhållandet mellan tillgång och skuld i nuläget kommer vara oberoende av vårt val.*

## Axiers bedömning

Idag handlas Pallas Group inte till någon substansrabatt. I tabellen ovan har ett värde satts på Pallas Oil samt Pallas Kredit utifrån en andel av de övriga externa kostnaderna på 400 000 SEK fördelat i de två mindre affärsområdena, samt ett P/E på 10. Drar vi bort dessa värden från det totala börsvärdet erhålls i stort sett det beräknade substansvärdet för bolagets tillgångar och fartyg. Pallas Group har emellertid inte haft tid att skapa något större övervärde då det dyraste fartyget sattes i drift vid årsskiftet 2009/2010. Det är därför mer lämpligt att värdera företaget utefter tillväxtförmågan och den under de närmsta åren stigande vinsten. Pallas Group och dess VD Fredrik Johansson har relativt snabbt tagit sig in på en väldigt etablerad marknad och lyckats skapa sig en nisch i mindre fartyg. Breddningen av antalet affärsområden sänker risken jämfört med andra shippingbolag, och det är därför vi har använt ett viktat motiverat P/E-tal. I nuläget står Shipping emellertid för en så pass stor del av intäkterna att värderingen fortfarande bör sättas lågt. Axier är av uppfattningen att Pallas Group fortsatt kan växa snabbt och skapa stort värde för sina aktieägare. Det ligger en stor potential i shippingverksamheten om marknaden vänder uppåt och de satta tillväxtplanerna kan hållas. Axier är även av uppfattningen att våra prognoser för övriga affärsområden är relativt konservativa, samt att enbart en mindre vikt lagts

vid återinvesteringen av intäkterna. Det tycks därför lämpligt att ta chansen att teckna sig för aktier i den nuvarande ägarspridningen. På så sätt tillåts du köpa aktier med en viss rabatt mot nuvarande aktiekurs och lider heller inte av den låga likviditet som för nuvarande är fallet i bolagets aktie.

*\*Axier Equities har av styrelsen i Pallas Group anlitats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Pallas Group. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Pallas Group kommer att rapporteras löpande.*

## Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.