

Swede Resources – Från mygga till jätte?

I och med förvärvet av flera leaseområden på Texas Gulfkust har Swede Resources sadlat om helt; från producerande bolag till leaseägare. Chansen finns nu för en kraftig intäktsökning som bygger på andras investering i brunnar på leaseområdet. Detta är extremt lönsamt för Swede Resources då de teoretiskt sett kan undanhålla sig från egna investeringar på leaseområdet och passivt samla in leaseavgifter från investerare i brunnar på området. Upplägget ser ut som sådant att Swede Resources och övriga leaseägare har rätt till hela 25% av vinsten från eventuella brunnar på området, och i nuläget kontrollerar Swede Resources 83,2% av leaserna.

Vår prognos innebär en negativ EBITDA för 2012, ett år som emellertid bör ses som ett mellanår. Till följd av en höjd investeringstakt samt bortfall av avskrivningar stiger vinsten och EBITDA kraftigt 2013. Bolaget värderas till P/E 9,1 och 3,3 för 2013 respektive 2014. Potentialen kan tyckas liten sett till vinsten för 2013, men i förhållande till den kraftiga tillväxten, samt det faktum att bolaget bygger upp en relativt stadig intäktsbas som inte kräver några egna investeringar är bolaget en extremt intressant investering på lång sikt. Axiers DCF-analys av utdelningar 2012 och framåt ger ett motiverat värde på 1,63 SEK per aktie.

Antal aktier	16 014 133
Notering	Aktietorget
Styrelseordförande	Ingemar Johansson
Största ägare (%)	Tuvedalen Limited (i kapital, ej röster)
Webb	http://www.swederesources.se/
Market Cap	13,6 MSEK
Risk	Hög
Potential	Mycket hög

Beskrivning av verksamheten

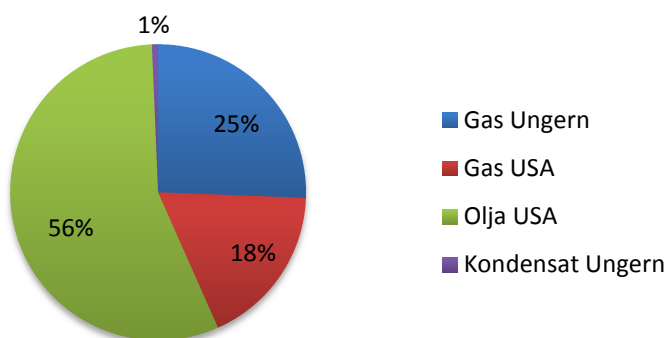
Swede Resources är ett gas- och oljebolag verksamt i USA och Ungern. Bolaget grundades 2001, och vid denna tidpunkt varierade andelarna i de olika projekten mellan 0,25- 0,5%. De senaste åren har andelarna vuxit till mellan 5% och 10 %. I USA har bolaget ett starkt kontaktnät, och det är följaktligen där bolaget har större delen av sin verksamhet. Verksamheten i Ungern utgörs främst av gasprojektet Péneszlek, med producerande brunnar PEN-101 och PEN-105. Emellertid är inte längre rena investeringar i brunnar den mest intressanta delen av Swede Resources. Under sommaren 2011 inledde bolaget förvärv av leaseområden vid Texas Gulfkust. Till en början förvärvades 5 leaseområden uppgående till 50 acres, och i dagsläget kontrollerar bolaget 312,5 acres. Den första borrningen på leaseområdet väntas börja under våren/sommaren.

Swede Resources har i nuläget inga anställda. Bolaget drivs istället på konsultbasis av Ulrich & Co - ett av VD Ulrich Andersson helägt bolag. I nuläget har Swede Resources därmed i stort sett obefintliga personalkostnader. Det krävs därför inget större genombrott för att bolaget ska redovisa en jämförelsevis hög vinst.

Axier Review

Rapporten för det fjärde kvartalet 2011 visade på en viss nedgång i intäkter för Swede Resources, något som till stor del består på tillfälliga faktorer. Delvis har gaspriset rasat i USA, men oljepriset och det ungerska gaspriset har hållit sig stabilt eller stigit under perioden. Det sjunkande gaspriset i USA har minskat bolagets viktning mot gasproduktion i USA, och större delen av bolagets intäkter beror i nuläget på oljepriset (det ungerska gaspriset baseras på historiska oljepris).

Intäktsfördelning



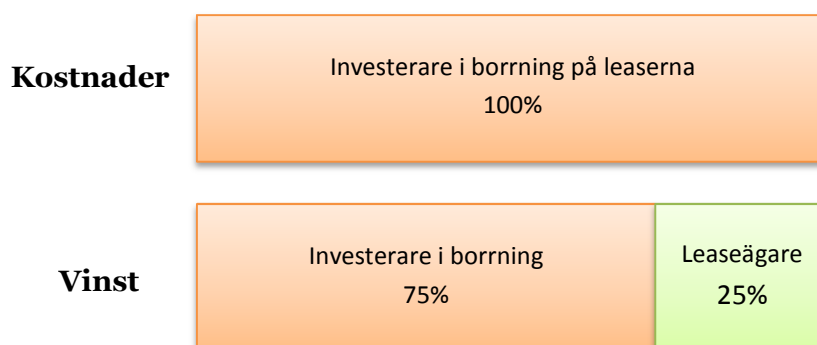
USA – leasområdena i fokus

Arbetet med Swede Resources leaseområden på High Island på Texas Gulfkust fortlöper och i slutet på 2011 tecknades bland annat ett operatörsavtal med CasKids Operating Company. Swede Resources har fortfarande en andel på 83,2% i leaserna, och väntas kunna bibehålla denna trots ökande kapitalbehov. Under 2011 avyttrades 16,8% av leaserna för ca 3,4 MSEK med en reavinst på 3,2 MSEK. Det innebär att leaserna i dagsläget innehåller ett dolt övervärde på knappt 16 MSEK (totalt värde på ca 17 MSEK). Det är ett relativt lättrealiserat värde, vilket innebär en buffert mot kapitalbrist för bolaget.

Borrningar är extremt kostsamma och vid årsskiftet hade Swede Resources enbart 2,2 MSEK i kassan.

Det ska emellertid sägas att Swede Resources kan göra en aktiv avvägning kring hur stor andel bolaget vill ha i brunnar på det egna leaseområdet. Bolagets kapitalbehov för leaseutvecklingen är således avhängigt hur stora andelar de väljer att ta i borrningarna på området, så länge intresse kan väckas för investering i borrningarna. Att ta steget från att vara investerare i enstaka brunnar till att agera leaseägare är ett stort steg för Swede Resources. Det kan dessutom bli en väldigt lönsam saga, som ändrar hela bolagets affärsupplägg. Ägare av leaserna har rätt till 25% av vinsten från eventuella borrningar på leaseområdet. Övriga 75% går till investerare i den specifika brunnen. Dessa investerare måste emellertid stå för 100% av kostnaderna.

Fördelning av kostnader och intäkter vid borrning på leaseområdena på High Island



I nuläget utgör borrstart på leaseområdena på High Island den största triggern i Swede Resources, men bolaget driver även en del amerikanska projekt vid sidan lease-projektena. Produktionstesterna från borrningen av brunnen Mc Kee #1 som genomfördes under sommaren 2011 är fortfarande inte klara, och kan tänkas dra ut på tiden. Arbetet har bland annat förskjutits till följd av ett operatörsbyte. Mc Kee #1 förväntades vid borrstart nå en produktion på 120 fat olja och 3000 mcf gas per dag. För Swede Resources med sin andel på 1% skulle detta innebära intäkter på ca 400 000 – 450 000 kronor per år. Det är ingen enorm summa, men skulle innebära ett relativt kraftigt lyft i förhållande till förra årets omsättning på 2,9 MSEK. Emellertid finns en risk för att hela projektet går i sank.

Tidigare var Swede Resources paradprojekt i USA investeringen i ett blandat olje- och gasprojekt i Cimarron County Oklahoma. Den första av borrningarna var Jenkins 1-14 vilken genomfördes under sommaren 2010. Efter mycket problem ligger denna brunn nu i startgroparna för att börja producera. Produktionstillstånd har skickats in till myndigheterna i Oklahoma och ett godkännande är allt som krävs för att starta produktionen. Tidigare har Swede Resources uttryckt höga förväntningar på Jenkins 1-14, och förhoppningsvis kommer ett godkännande för produktionsstart inom kort. Ägarandelen i brunnen är 2,5%. Faller allting väl ut kommer Jenkins 1-14 att följas av fler borrningar på området.

Ungern – temporärt produktionstapp

Mot slutet av 2011 började produktionen från Pénezlek-området i Ungern att falla. I slutet av året låg produktionen från fältet på 400-500 mcf/månad mot ca 1 000 mcf/månad vid årets början. Detta beror i hög grad på att en förkastning stängt in en gasreservoar i PEN-105, den ena av bolagets två brunnar på området. I slutet på mars inleddes borrningen av ett sidetrack till brunnen. Borrningen resulterade i frigörandet av en indikerad gasficka, vilket ökade produktionen samt förlängde livslängden på brunnen. Initialt producerade 982 mcf/dag efter borrningen av sidetracket, av vilket ca 600 mcf/månad tillfaller Swede Resources. Det innebär att produktionen bör kunna återgå till nivån som rådde under

början av 2011. Till skillnad från gaspriset i USA har dito i Ungern dessutom fortsatt att stiga i slutet på 2011 och början på 2012, och ligger i nuläget på ca 14 USD/mcf. Detta är betydligt högre än de cirka 2 USD/mcf producenter erhåller för gas i USA, och beror på det faktum att gaspriset i Ungern är kopplat till oljepriset.

Ytterligare ett intressant projekt i Ungern är Swede Resources andel i det 1990 kvadratkilometer stora området Igal-II. Genom bolaget Pelsolaj kft kontrollerar Swede Resources hela 10% av projektet.

Stora dolda värden

Swede Resources är svårt att värdera utifrån oljereserver i och med att bolaget inte tillgängliggörs sådana siffror från sina projekt i USA. Bolagets oljeprosjekt redovisas som materiella anläggningstillgångar, och är där enbart värderade till den investerade summan minus avskrivningar. Misslyckade investeringar skrivs av direkt vilket innebär att redovisade tillgångar generellt sett har ett verkligt värde över det investerade. Vid årsskiftet uppgick redovisade materiella anläggningstillgångar till drygt 18 MSEK, vilket trots dolda övervärden är en bit över dagens värdering av Swede Resources. Det dolda värdet i High Island-leaserna bör dessutom vid värdering av Swede Resources adderas till tillgångarna då avyttring av andelar i leaserna inte är ett alltför stort arbete. Enligt denna modell uppgick substansvärdet på bolagets tillgångar till drygt 36 MSEK vid årsskiftet. Substansrabatten i och med dagens värdering av Swede Resources på 13,6 MSEK ligger därmed på hela 63%. Swede Resources värderas till 0,62 gånger det egna kapitalet, vilket innebär att tillgångarna värderas lågt även med övervärdet i leaserna borträknat.

Prognoser och värdering

EBITDA och resultat var som väntat negativt under det fjärde kvartalet 2011, och kommer troligtvis att ligga på liknande nivåer fram till det tredje kvartalet i år. Siffrorna för det sista kvartalet 2011 ser dessutom ovanligt dystra ut till följd av ett tillfälligt fall i nettomarginalen för bolagets produktion. Delvis har ett kraftigt fallande gaspris i USA påverkat marginalerna negativt, men till stor del beror marginalfallet på sådant som det tillfälliga produktionstappet i Ungern, oväntade underhållsarbeten och dylikt. Vi har inte gjort några större justeringar i våra prognoser baserat på rapporten för det fjärde kvartalet 2011. En viss justering har gjorts för det temporära produktionsfallet i Ungern. Utöver en viss justering för återhämtning av produktionen i Ungern bygger våra prognoser enbart på utveckling av leaseområdena på High Island.

	Bolagets uppskattning	Axiers antagande
Produktion (fat/dag)	100 - 130	70
Decline rate	0 - 5%	15%
Träffsäkerhet	90%	80%

Inledningsvis väljer vi att vara relativt försiktiga i våra prognoser (se tabell ovan). Vi har valt att anta enbart en borring på leaserna per kvartal jämfört med väntade 1-2. Sker borringarna i en snabbare takt kommer våra prognoser att behöva revideras upp kraftigt. Det bör även nämnas att Swede Resources på sikt kan belåna investeringarna och på så vis nå högre avkastning.

Prognos 2012 - 2015

tsek	2012	2013	2014	2015	2016
Omsättning produktion	2 283	2 469	2 662	3 917	6 694
Produktionsnetto	1 318	1 482	1 597	2 350	4 017
Leaseintäkter	493	5 173	10 693	15 594	19 947
Leaseintäkter, andel av vinst	27%	78%	87%	87%	83%
Övriga externa kostnader	-2 600	-3 000	-3 400	-3 800	-4 200
Personalkostnader	-236	-1 150	-1 600	-1 800	-2 000
EBITDA	-1 026	2 504	7 290	12 344	17 764
Avskrivningar	-1 753	-1 004	-1 671	-3 121	-1 520
Resultat efter skatt	-2 778	1 501	4 141	6 798	11 972

Något som inte kommer att förbättra kassaflödet men däremot resultatet efter skatt kraftigt är den slutförda avskrivningen av ägarandelen i det ungerska bolaget Petro Pequnia. Tillgången skrivs av under en treårsperiod och kommer att vara fullt avskriven i mitten på 2012. Denna avskrivning har belastat resultatet med knappt 2 miljoner årligen. I förhållande till dagens värdering av Swede Resources på 13,6 miljoner kronor kommer detta avskrivningsbortfall att ha betydande effekt på resultatet, något som syns tydligt i 2013 års siffror.

Nyckeltal	2012	2013	2014	2015	2016
EV/EBITDA	n/a	4,9	1,5	0,9	0,4
P/E	n/a	9,1	3,3	2,0	1,1
Tillväxt	-4%	175%	75%	46%	37%

2012 kommer att bli ett mellanår för Swede Resources i och med att borrhoprogrammet på leaseområdet High Island tar fart först under årets andra halva. 2013 lyfter resultatet, men det är på sikt den stora potentialen finns i Swede Resources. Att bolaget bygger upp ett stadigt intäktstillflöde från andras investeringar på det egna leaseområdet har potential att skapa en snöbollseffekt. Intäktsbasen kommer att öka kontinuerligt, med förbehåll för eventuella mekaniska problem eller ett sjunkande oljepris. Att de ökande intäkterna i teorin inte kräver investeringar från Swede Resources sida ger potential till stora utdelningar när snöbollen väl har satts i rullning.

Nuvärde 2012-2016	2 978 316 kr
Nuvärde 2017-	21 061 804 kr
Nettoskuld	-2 010 000 kr
Summa nuvärde	26 050 121 kr
Riktkurs	1,63 kr

Swede Resources har ännu inte beslutat om framtida utdelningar. Ovan har vi räknat med att 40% av vinsten delas ut från och med 2014 (2013 års vinst), och beräknad WACC är 15%. Vår riktkurs sätts till 1,63 SEK vilket innebär en potential på drygt 90%. Notera att detta enbart är baserat på potentiell utdelning och inte fritt kassaflöde.

TO 4B

Under 2011 gav Swede Resources ut vederlagsfria teckningsoptioner, vilket innebär att det idag finns två sätt att investera i bolaget. 5 teckningsoptioner ger rätt till att teckna 1 ny aktie i Swede Resources till genomsnittskursen under 2012-02-01 – 2012-04-27 minus 20%.

Teckningsperioden är 1 – 31 maj 2012. Totalt kan 3 226 214 B-aktier komma att tecknas för, vilket ytterligare innebär en kapitalbuffert för bolaget. I nuläget kostar en teckningsoption 3 öre, vilket innebär att kostnaden för rätten att teckna en aktie är 15 öre.

Axiers bedömning

Swede Resources värderas i nuläget till en rabatt på eget kapital på knappt 40%. Detta trots betydande övervärden i bolagets projekt - framförallt i bolagets nyförvärvade lease där det dolda övervärdet ligger på cirka 16 MSEK, enbart detta en bit över dagens värdering av Swede Resources. Vår DCF-värdering av utdelningar från 2012 och framåt ger oss en riktkurs på 1,63 SEK per aktie, en bra bit över dagens kurs. Det ska emellertid sägas att någon utdelning med högsta sannolikhet inte kommer att bli aktuell förrän i början på 2014, således om två år.

Brunnar i närliggande områden till Swede Resources lease i Texas håller i stort sett en konstant produktionsnivå vilket innebär att en relativt stadig intäktsbas från leaseintäkter kommer att byggas upp under kommande år. Intäkter från leaseägandet medför dessutom knappt några kostnader för Swede Resources. Att bolaget kan välja att ta små andelar i de första borrhningarna på leaseområdet stärker vår tro på att Swede Resources kommer att klara hela utvecklingsarbetet utan kapitaltillskott, och Swede Resources bör till och med kunna vidmakthålla sin nuvarande andel i leaserna.

Med dagens höga oljepris har brunnar på leaseområdet på High Island en återbetalningstid på 3-5 år samt relativt stabil avkastning under 20 år, vilket innebär att investeringsviljan inte torde vara något problem. Faller den första borrhningen på området väl ut kommer resten att flyta på av sig självt för Swede Resources. Den lilla oljemyggen har på några års sikt möjlighet att bli en etablerad oljeaktör. Axier rekommenderar köp delvis på kort sikt då borrhningsstart på leaseområdet kommer att innebära en skjuts upp för aktien, men framförallt kan Swede Resources bli en exceptionellt bra investering på lång sikt.

**Axier Equities har av styrelsen i Swede Resources anlåtats 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 Swede Resources. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Swede Resources 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.