

Caucasus Oil, Syrien är en *value driver*

- **Investerar i syriskt gasprojekt av världsklass**
- **Amerikanska källor gör att bolaget är kassaflödespositivt**
- **Ytterligare nittioåret borrhningar väntar i Woodbine, Texas**
- **Långsiktigt intresse för olja och naturgas i världen**
- **Aktien listas på Aktietorget 9 november**

Sammanfattning

I och med att världens ekonomier återhämtat sig från den kris som drabbade finansmarknaderna under andra halvåret 2008 ökar åter intresset för energirelaterade investeringar. I spåren på den kris som rådde har Caucasus Oil dragit fördel av de låga priserna och genom ett par investeringar skapat ett positivt kassaflöde som täcker de kostnaderna bolaget har för att delta i ett antal projekt i Mellanöstern och Nordafrika.

Genom att de amerikanska källorna finns skapas en finansiell stabilitet som gör att ledningen kan ägna mer tid åt att selektivt välja ut och arbeta med de mer riskfyllda investeringar som har en betydligt större potential. Redan i dag finns det en sådan investering, ett *joint-venture* i ett större gasprojekt i Syrien som givet att utvinning kan komma till stånd bör kunna bidra till att aktieägarna kan se fram emot betydande mervärden. Beroende på det arbete som pågår med att klassificera och verifiera de möjliga tillgångar som finns i detta gasprojekt ser Axier att värdet på aktien kan komma att mångdubblas, i dag räknar ledningen nämligen försiktigt på detta värde. Kan tillgångarna erhålla en geologisk reservrapport som klassificerar samtliga tillgångarna till *sannolika* finns en betydande uppsida i aktien.

Caucasus Oil kommer att noteras på Aktietorget den 9 november, en listning som inte föregås med en nyemission då bolaget redan löst den långsiktiga finansieringen under året. Axier rekommenderar **KÖP** av aktien.

Antal aktier	11 893 800*
Notering	Aktietorget
VD	Bertil Wilhelmsson
Största ägare (%)	Ulrich Anderson med bolag och närstående 18,55 %
Webb	http://www.caucasusoil.se
Market Cap	Noteras den 9 november
Axiers rekommendation	Köp
Risk	Hög
Potential	Mycket hög

*Maximalt antal aktier efter utnyttjande av utestående teckningsoptioner och konvertibler

Beskrivning av verksamheten

Caucasus Oil är ett olje- och gasföretag med tillgångar i pågående borrhningsprojekt och prospektering. Verksamheten bygger på ett diversifierat deläggande i form av andelar (benämns *Working Interest* eller *W.I*) i USA. De amerikanska projekten har lågriskkaraktär, men bidrar i gengäld med kassaflöden vilket gör att bolaget redan i skrivande stund har löpande intäkter som redan nästa år gör bolaget vinstdrivande.

Grunden till detta företag lades så sent som i februari 2008, men trots den korta formella livslängden har bolaget hunnit med en hel del. Under en stor del av år 2007 undersöktes ett antal olika fyndigheter ibland annat Georgien, innan dess att bolaget startades. Att undersöka de olika förutsättningar som finns innan medel tillförs anser Axier vara ett sunt sätt att agera på, vilket tyvärr inte alltid är fallet.

I samband med att bolaget startades valde ledningen att fokusera på ett par fyndigheter i Georgien, som ingår i det geografiska område som brukar benämnas Caucasus. Bolaget var till och med ägare av en option i ett större fält som redan producerat olja, men på grund av att den politiska risken blev för stor valde styrelsen att inte utnyttja denna.

Istället valde styrelsen att se närmare på ett projekt i Mellanöstern, närmare bestämt i Syrien. Vänner av ordningen har påpekat för Axier att bolaget då borde ha bytt namn då det nuvarande gav en felaktig bild av den geografiska verksamheten som Caucasus Oil är verksam i. Axier anser att detta inte spelar någon roll, Lundin-sfären hade ett bolag vid namn Tanganyika Oil som nyligen köptes upp av kinesiska Sinopec, som bedrev verksamhet i samma region i Syrien. Tanganyika är det forna namnet på det afrikanska landet Tanzania.

Utöver detta förhandlar bolaget om deläggande i ett gasprojekt i Syrien med mycket stor potential. Förhandlingarna rör en ägarandel om 2 procent av ett fält med förmodade reserver om 1,797 BCF gas. (1,797 miljarder kubikfot, där 1 miljard kubikfot motsvarar 28 miljoner kubikmeter naturgas. Se också den förklarande ordlista som följer i nästkommande stycke).

Caucasus Oil är grundat av samma personer som ligger bakom Swede Resources som Axier skrivit om under våren. Swede Resources har varit i drift i omkring tio år och under denna period har bolaget fått ta emot ett antal intresseförfrågningar. Styrelsen för Swede Resources har valt att endast bedriva verksamheten i politiskt stabila regioner och därför finns bolagets verksamhet i USA och i Ungern.

Emellertid, de många förfrågningar som inte passat in i Swede Resources blev ett problem för ledningen som valde att starta upp ett bolag, separerat från detta som skulle kunna dra fördel av och utnyttja dessa. I och med detta föddes Caucasus Oil. Bolaget är att betrakta som ett högriskprojekt jämfört med det mer stabila Swede Resources men Axier tror också att en genomtänkt och diversifierad portfölj av prospekteringsprojekt kommer att betala sig över tiden.

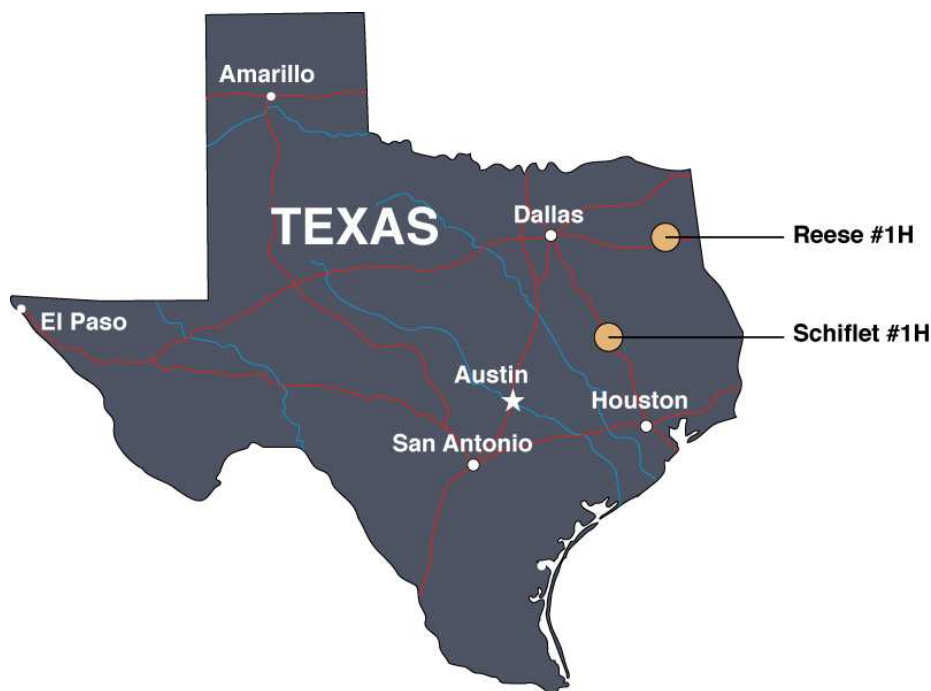
USA

Caucasus Oil har redan investerat i två horisontella borrhningar i Texas, dels *Reese #1*, dels *Schiflet #1H*, som sedan sensommaren båda är i produktion och kommer att bidra positivt till Caucasus Oil:s resultaträkning inom kort.

Reese #1

I april i år rapporterade Caucasus Oil att *Reese #1* tagits i drift och att källan producerade cirka 3,000 Mcf per dag. Caucasus Oil ägarandelen i brunnen är 1,5 %. *Reese #1H* har borrats i närheten av en brunn vid namn *Hudman #8*. Den brunnen har haft den hittills högsta initiala produktionen av gas av alla 1,777 brunnar i Harrison Countys historia.

I skrivande stund har operatören, PMO, PetroMax, i samråd med de övriga delägarna i *Reese#1H*, bestämt att dra ned produktionen till ett minimum som en följd av de låga gaspriserna. Målet är istället att bygga upp de befintliga reserverna inför en anteciperad framtida uppgång i naturgaspriserna. Se även rubriken *Ekonomiska data* där vi skriver mer om detta.



På kartan syns båda Caucasus Oils producerande källor, .Schiflet #1H, några mil söder om Dallas och Reese #1H som är placerad öster om samma stad.

Schiflet 1#H

Bolaget har under Q2 i år genomfört sin andra investering, *Schiflet 1#H*, en horisontell oljeborrning. Operatör för borrhningen är *PetroMax*, och den kan komma att följas av upptill ytterligare fem borrhningar under 2009. Caucasus andel i *Schiflet 1#H* är 1 %. Brunnen finns belägen 25 mil söder om Dallas, i *Madison County* och har *Woodbineformationen* som mål. Brunnen producerar förvarande

200 fat olja per dygn.

Totalt kan det kan komma att omfatta upptill 93 horisontella oljeborrningar, med för den amerikanska marknaden stor potential. Den här satsningen är ett led i Caucasus Oil:s ambition att fortsätta växa även på den amerikanska marknaden, genom både utvecklingsborrningar och köp av intressen i redan producerande tillgångar. Brunnen fracades i juli vilket betyder att projektet börjat generera kassaflöden redan under Q3 2009. Axiers studier visar att det finns gott om producerande brunnar i området. Till exempel visar våra studier att oljebrunnen *Miller #1H* i samma område som *Schiflet #1H*, producerar runt 500 fat olja per dygn.

Denna fyndighet är synnerligen intressant i och med att den befinner sig i den så kallade *Woodbine-formationen*. I en nyligen publicerad undersökning som genomfördes av *University of Texas* visar att det stora antalet operatörerna som bearbetar denna fyndighet gör helt rätt. Undersökningen som finansierats av *State of Texas Advance Resource Recovery*, det så kallade *STARR programmet* och tog 14 månader att slutföra, visar att det finns betydande mängder olja i formationen. Studierna bekräftas även av *the Bureau of Economic Geology*, samt av *University of Texas John A. and Katherine G. Jackson School of Geosciences*.

"When this field was discovered, there were 7 billion barrels of oil in it, and 5.4 (billion) have been produced," he said. "And then 1 billion you're not going to be able to get out because it's bound to the rock. We call that residual oil." That leaves about 550 million barrels of what Potter called "unfinished business."

"Of that, we think the operators will get about 60 million to 70 million barrels using their current approach," he said. "That leaves about 400-and-something million barrels of oil that's still out there in the field - mobile oil that could be gotten if we knew where it was and could efficiently go after it."

Fredagen den 14 augusti togs Caucasus Oils andra investering i USA i produktion, oljebrunnen *Schiflet #1H*, söder om Dallas i Texas, som nu ger närmare 200 fat olja per dygn. I och med denna produktionsstart bör Caucasus Oil nu vara kassaflödespositivt vilket hela tiden varit meningen med de amerikanska investeringarna.

Caucasus Oil har möjlighet att öka sin ägarandel i det kommande oljeborrprogrammet i den s.k. *Woodbineformationen*, som kan omfatta upp till cirka 50 brunnar (vid en utökning av programmet upp till 93 brunnar). Hittills har fyra brunnar borrats i programmet och utfallet visar att det här borrprogrammet har stora förutsättningar att bli en kommersiell framgång då samtliga genomförda borrningar är satta i produktion. Investeringen i borrprogrammet i USA är beräknad till 0,5 – 1 MSEK för år 2009 och upp till 5 MSEK för år 2010.

Axier räknar med att de intäkter som brunnarna *Reese*, *Schiflet* och de kommande borrhningarna i *Woodbineformationen* kommer ge, bygger upp den grundtrygghet som ett bolag i utveckling, likt *Caucasus Oil*, behöver. *Caucasus* kan med dessa – och kommande kassaflöden – ta det lugnt och behöver inte stressa in i nya projekt som "måste" lyckas. Bolaget behöver inte heller sälja av all produktionen med en gång. Axiers källor som är aktiva på naturgasfronten låter meddela att dessa tror på kraftigt stigande priser under de närmaste två decennierna.



Efter det att källan är fracad kopplas den in till ett nät och kan producera dygnet runt.

Syrien - Syriska Arabrepubliken

Caucasus Oil är inne i slutfasen av förhandlingarna om att förvärva 2 % av ett stort block i Syrien. De uppgifter som Axier tagit del av rörande detta fält, som också benämns som *Blocket*, visar på en extremt stor potential. Detta fält antas ha så kallade förmodade reserver om 1,797 BCF gas. *Caucasus Oils* andel om två procent skulle då motsvara en miljard kubikmeter naturgas, eller omkring 170 miljoner oljeekvivalenter.

Den syriska staten prioriterar prospektering och utbyggnad av oljefyndigheter. Denna har långsiktiga planer på att öka den inhemska gasproduktionen genom att underlätta förutsättningarna för samarbeten med utländska partners. Därigenom möjliggörs en successiv övergång till naturgasbaserad kraftgenerering och industriell användning av denna naturresurs.

Axier noterar att Syrien utöver att öka den inhemska gasproduktionen även har beslutat att importera gas om så behövs. Det förefaller således som om önskan om att producera naturgas är hög, vilket bör underlätta i kontakten med utländska intressenter. Våra studier visar att i omkring hälften av de gasreserver som finns i Syrien så förekommer även större oljeförekomster. Axier ser således goda möjligheter för fynd efter olja i samband med att prospekteringsborrningar

görs efter naturgas.

Axier ser Syrien som en *value driver* för Caucasus Oil, och konstaterar att Tanganyika Oil har samma strategi, att delta i produktion och prospektering i Syrien. Innan bolaget blev uppköpt av kinesiska intressen hade bolaget, som då noterades i såväl Kanada som i Stockholm, som plan att öka aktieägarvärdet genom systematisk produktionstillväxt och en anpassad kapitalinvesteringstakt för att på så sätt minimera exponeringen mot behovet av externt kapital. Bolagets portfölj hade en betydande potential och skapade värden genom att på ett betydande sätt öka både kassaflödet och substansvärdet. Byter vi ut Tanganyika Oil hade detta kunnat passa lika bra i en presentation över Caucasus Oil.

Blocket

Blocket som Caucasus för förhandlingar om omgärdas av bevisade och sannolika reserver om 8 TCF (1,33 miljarder oljeekvivalenter) och 105 miljoner fat kondensat.. I och med att fältet omges av andra, befintliga fyndigheter finns redan en utbyggd infrastruktur med ledig kapacitet att tillgå i närområdet.

Investeringen i Syrien beräknas initialt kosta Caucasus Oil ca 1,8 MSEK. Operatören har identifierat möjliga 8 *prospects* i området och utbyggnaden kan komma att omfatta upp till 28 produktionsbrunnar.

Den första borrhningen i *Blocket* beräknas starta innan årsskiftet. Vid ett konstaterat kommersiellt fynd och ett beslut om att fullfölja med en utbyggnad inför ett drifttagande av källan, utgår en motsvarande betalning som tilläggsköpeskilling för andelen. Beloppet utgör då härvid även full betalning för andelen avseende hela blocket.

Principiell kalkyl

Baserat på att seismiken korrekt beskriver omfattningen av kolväteförekomster och att dessa är kommersiellt utvinningsbara, har Caucasus Oil kalkylerat på olika utfall för investeringen. Styrelsen för Caucasus Oil finner att de olika utfall som kan simuleras motiverar beslutet att investera i detta projekt och delta i den förestående borrhningen.

Projektet i Syrien har likheter med Caucasus Oils fyndigheter i *Woodbine* i Texas, så till vida att operatören redan har gjort genomgripande undersökningar. Caucasus har nu alltså möjlighet att komma in i ett projekt, där det redan seismiskt konstaterat att förutsättningarna är extremt goda. Detta beskrivs som ett projekt av dignitet av dem som varit på plats och sett detta.

There are no nearerterm alternatives to oil, natural gas, and coal. Like it or not, the world runs on fossil fuels, and it will for decades to come. The U.S. government's own forecast shows that fossil fuels will supply about 85% of total world energy demand in 2030 – roughly the same as today. Yes, someday we'll find alternatives.

But that day is still a long way off.

Keith Rattie, chairman

President and CEO of Questar Corporation

Förklarande ordlista

3D – Geologiskt data i tre dimensioner – högt informationsinnehåll, större exakthet och precist. Dyrare undersökningsform jämfört med traditionella metoder.

Acre – Ytmått. 1 Acre = 4 046 m².

b (prefix) – Miljard = 10⁹ (tusen miljoner).

bbl (Barrel) – Fat. Volymmått olja = 159 liter. Anges även som mbbl, mmbbl (tusen och miljoner fat olja).

bbls (Barrels) – Flera fat.

bbl/d – Fat per dag.

BPO (Before Payout) – Före utbetalning. Den tidsintervall av produktion i en källa som krävs för att investeringen ska betala sig. När en källa har "betalt ut" har alla kostnaderna för utrustning, borrning och slutförande betalats.

BCF (Billion cubic feet) – Miljarder kubikfot. 1 miljard kubikfot=28 miljoner kubikmeter.

BO (Barrel of oil) – Fat olja. Ett fat motsvarar 159 liter.

BOE (Barrels oil equivalent) – Oljeekvivalent. Mått omfattande både gas och olja, då gasens volymmått konverterats till motsvarande mängd oljefat.

BOPD – Fat olja per dag.

CF – Kubikfot. Volymmått för naturgas. 1 kubikfot = 0,028 m³. Anges även som mcf, mmcf, bcf och tcf (tusen, miljoner, miljarder eller biljoner kubikfot).

CFG (Cubic feet gas) – Kubikfot naturgas.

DOE (Department of Energy) – Amerikanska Energimyndigheten.

EIA (Energy Information Administration) – fristående informationsavdelning tillhörande DOE, den amerikanska energimyndigheten.

EIS (Environmental Impact Statement) – Miljökonsekvensbeskrivning.

EPA (Environmental Protection Agency) – Motsvarar svenska

Naturvårdsverket.

Farma in – Att farma in ett projekt innebär att ta över delar av ett område eller en inmutning mot bärande av hela eller delar av kostnaderna, till exempel prospektering eller 3D-seismik.

Farma ut – Motsatsen till att farma in. En del av ett projekt överlämnas till någon annan, extern part i utbyte mot att denna bär kostnader. Detta är ett vanligt sätt att arbeta på för mindre prospekteringsbolag och ett sätt för dem att snabbare komma åt positiva kassaflöden.

FERC (*Federal Energy Regulatory Commission*) – Federala energimyndigheten i USA.

Formation – Geologisk term. En geologisk bildning definierad genom jord- eller bergartssammansättning. Tillräckligt distinkt och sammanhängande för att kunna kartläggas i detalj.

Fracning, Fraktionering – Öppning av formation genom sprängning i produktionssyfte.

Färdigställande – Få en källa i produktion.

Förbättrad utvinning (*Improved recovery*) – att använda faktorer som vattenflöden och annan teknisk påverkan för att utvinna mer olja och gas ur en reservoar.

Förkastning – En förkastning är en geologisk spricka i jorden där ena sidan av sprickan har en annan jordart än den andra.

Gal, Gallon – 3,78541 liter.

Gasproducerande intervall – En kommersiellt produktiv zon i en källa.

Hög vattenbrytning – Källan producerar för mycket vatten jämfört med mängden naturgas.

IEA – International Energy Agency. Sammanslutning av 26 länder för att tillvarata och utveckla energiområdet för medlemmarna.

Intervall – Vertikal zon av potentiell kommersiell produktion mätt i ett borrhål.

Loggning – Undersökning med sensorer av vätska, naturgaser och bergarten i borrhålet.

m (prefix) – Tusen = 103 mbl – Tusen fat.

mcf – Tusen kubikfot.

mcfpd – Tusen kubikfot per dag.

mm (prefix) – Miljon = 106 mmbbl/dag – Miljoner fat olja per dag.

mmbalseq – Miljoner fat oljeekvivalenter där 6000 kubikfot naturgas = 1 fat olja.

mmbo – Miljoner fat olja.

mmbopd – Miljoner fat olja per dag.

mmcf – En miljon kubikfot.

Naturgaskolumn – Ett vertikalt intervall som är kapabelt att producera naturgas. Den totala tjockleken av detta mäts i fot eller meter.

NRI (*Net Revenue Interest*) – Nettointäktsintresse, d v s den andel en delägare äger i källan och den andel denne erhåller av de intäkter som källan genererar.

OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) – Organisation för ekonomiskt samarbete och utveckling.

OPEC (*Organization of Petroleum Exporting Countries*) – Sammanslutning av oljeexporterande länder.

ORRI (*Overriding Royalty Interest*) – Procentandel av produktionen eller produktionsintäkterna, produktionskostnaderna borträknade.

Prospektiva intervall – Den vertikala zon i en källa som förefaller ha potential för produktion av olja och/eller naturgas.

Prospect – Ett område med möjliga kolvätefyndigheter i sådana mängder att det ur geologisk och ekonomisk synvinkel är värt försöka utvinna en källa. Används också för att benämna en borrhälsplats.

Reserv – Kvantitet olja och/eller naturgas som förväntas möjlig att utvinna kommersiellt.

Reservoar – Underjordisk, porös och genomträngligt stycke berg, som innehåller olja och/eller naturgas.

WI (*Working Interest*) – Rörelseintresse, det vill säga delägarens andel av driftnettot samt kostnaderna för borrhäls, underhåll och slutförande av en källa.

Shothole – Testhål.

Show – Olja eller naturgas i borrhälskor eller i borrhälsprover från en källa.

t (prefix) – Biljon = 10¹² (tusen miljarder).

Torrhål – En borrhäls källa som inte ger tillräckligt ekonomiskt utbyte av kolväten.

Brukar också ibland benämnas som "duster", av dust = damm.

WTI (West Texas Intermediate) – Råoljetyp som används som referens för kvalitet och prissättning.



I Texas har Caucasus Oil befintlig produktion som bidrar med ett positivt kassaflöde. På detta sätt finansierar bolaget sin verksamhet i Mellanöstern.

Olja

Petroleum (av latinets *petra*, 'klippa', och *oleum*, 'olja'), även kallat mineralolja, bergolja, råolja och ibland nafta (från persiskans *naft*), är en tunnflytande mörk vätska som förekommer naturligen i delar av berggrunden. Denna vätska är en blandning av hundratals olika kolväten, som bildas av växter och djur som inte hinner förmultna, i en process som tar ungefär 100 000 år. De flesta forskare anser att petroleum nybildas i en takt som är mindre än en procent av dagens utvinningstakt. Utvinning av stora mängder petroleum sker främst genom oljeborrning i oljefält.

Prissättning

Priset på petroleum bestäms till en ganska väsentlig del som en reaktion på kriser eller konjunkturedgångar i de större ekonomierna, eftersom ekonomisk tillbakagång reducerar efterfrågan på olja kraftigt. Således försöker den internationella kartellen OPEC använda sitt inflytande över tillgången på petroleum för att stabilisera, höja eller sänka priset på petroleum.

I januari 1999 hamnade priset på petroleum på en märkbart låg nivå, efter ökad produktion i Irak och på grund av en ekonomisk tillbakagång i Asien (främst i Sydostasien samt Sydkorea, Japan och Hong Kong).

Efter denna bottennotering ökade prisnivån och i september år 2000 hade priset fördubblats, literpris på 95-oktanig bensin på upp till 9,67 kr kunde noteras på de svenska bensinmackarna. Därefter sjönk priset på petroleum till slutet av 2001.

Från början av 2002 fram till tredje kvartalet 2004 har priset på petroleum stadigt ökat till en nivå mellan 40 och 50 USA-dollar per fat (1 fat = 159 liter, så priset motsvarar cirka 1,80–2,30 kr eller 0,20–0,25 euro per liter).

Under första halvan av 2008 ökade priset kraftigt, till 140 dollar per fat i juni månad. Därefter har priset sjunkit, för att i december månad ligga kring 40 dollar per fat. I skrivande stund handlas oljan kring dryga 80 USD per fat.

Klassificering

Petroleumindustrin klassificerar "råolja" efter dess geografiska ursprung (exempelvis *West Texas Intermediate*, *WTI* eller *Brent*) och efter dess relativa vikt eller viskositet som är ett mått på vätskans konsistens ("lätt", "mellan" eller "tung"); inom branschen brukar man kalla en viss typ av petroleum för "SÖT" som innebär att det innehåller relativt lite svavel eller "SUR" som innebär att den innehåller betydande mängder svavel och därmed behöver raffineras ytterligare för att tillgodose de olika produktkvoterna.

De internationella referensfaten är:

- Brent Blend (Brent), består av 15 råoljetyper från fält i Brent och Ninian-systemen i East Shetland Basin i Nordsjön. Petroleum från Europa, Afrika och Mellanöstern värdesätts i regel i jämförelse med Brent Blend-oljan, alltså är Brent-oljan en så kallad referensolja.
- West Texas Intermediate (WTI) för nordamerikansk olja.
- Dubai, används som riktlinje för Asien och Stilla havsregionen för Middle East Oil
- Tapis, (från Malaysia, referensolja för lätt Far East-olja)
- Minas, (från Indonesien, referensolja för tung Far East-olja)

OPEC strävar efter en balanserad prissättning på "OPEC-korgen" genom att sänka och höja sin produktion. Detta gör mätningar av denna typ viktig för marknadsanalyser. OPEC-korgen är en mix av lätt och tung råolja, är tyngre än både Brent och WTI.



"OPEC-korgen" består av:

- Arab Light, Saudiarabien
- Bonny Light, Nigeria
- Fateh, Dubai
- Isthmus, Mexiko (ej OPEC)
- Minas, Indonesien
- Saharan Blend, Algeriet
- Tia Juana Light, Venezuela

Oljan svarar i dag för 36 procent av världens energiförsörjning och är dessutom världens största exportvara. Under de senaste året har världen sett stora och snabba prissvängningar, vilket är oroväckande. De snabba prissvängningarna gör det svårt för energianvändande företag att planera för framtiden. Vidare skapar detta problem både för oljeexporterande och importerande länder då förändringar av oljepriset får direkta effekter på deras bruttonationalprodukt.

Länder som producerar mest petroleum (2004)	Länder som exporterar mest petroleum (2004)
1. Saudiarabien - (OPEC)	Saudiarabien - (OPEC)
2. Ryssland	Ryssland
3. USA	Norge
4. Iran - (OPEC)	Iran - (OPEC)
5. Mexiko	Venezuela - (OPEC)
6. Kina	Förenade Arabemiraten (OPEC)
7. Norge	Kuwait - (OPEC)
8. Kanada	Nigeria - (OPEC)
9. Venezuela - (OPEC)	Mexiko
10. Förenade Arabemiraten (OPEC)	Algeriet - (OPEC)
11. Kuwait - (OPEC)	Irak - (OPEC)
12. Nigeria - (OPEC)	Libyen - (OPEC)
13. Storbritannien	Kazakstan
14. Irak - (OPEC)	Qatar

USA konsumerade nästan hela sin oljeproduktion under 2004

Den stora frågan som en potentiell köpare av oljeleraterade aktier skall ställa sig är om prissvängningarna kommer att fortsätta eller inte. Vad händer med priset i framtiden? Blir den en upprepning av 80-talet stabila men låga priser då oljan först föll lika handlöst som vi sett det senaste året för att sedan stabiliseras mellan

22 och 28 USD per fat. Ett annat alternativ är att vi får se hur oljepriset snabbt återhämtar sig från förra årets fall och upprepar 1998 års snabba återhämtning?

Kommer prissvängningarna att fortsätta? Eller kommer oljeprisfallet liksom förra gången oljepriset rasade med 60 procent, 1998, snabbt att återhämta sig? Eller blir det som när oljepriset föll lika handlost i mitten av 1980-talet – en längre period med stabila oljepriser? Under elva år höll sig oljepriset stort sett mellan 22 och 28 dollar per fat.

Som synes i nedanstående tabell så får ett allt för lågt oljepris allvarliga effekter på ekonomin i de flesta länderna. En halvering av oljepriset, som den vi nyligen sett får till följd att BNP sjunker kraftigt hos ett stort antal producentländer.

Råoljeexport 2007			2006	2005	2004	2003
Region	Mängd miljoner ton	Andel av total export, %	miljoner ton	miljoner ton	miljoner ton	miljoner ton
Nordamerika	190,7	9,6	189,0	181,1	182,3	178,0
Syd- och centralamerika	115,2	5,8	116,9	109,6	106,7	96,1
Europa och Euroasien	345,8	17,4	303,8	305,7	299,9	282,1
Mellersta Östern	859,5	43,3	884,6	862,9	853,8	831,8
Afrika	389,0	19,6	365,8	343,7	324,0	285,5
Asien (pacific)	63,9	3,2	60,7	60,2	62,2	71,5
Ej identifierad	19,5	1,0	11,7	22,0	26,0	25,0
Summa	1 983,6	100,0	1 932,5	1 885,2	1 854,9	1 770,0
De största exportländerna 2007 (preliminär beräkning grundad på produktion minus konsumtion)			2006	2005	2004	2003
Land	Mängd miljoner ton	Andel av total export, %				
1. Saudiarabien	393,8	19,9	422,0	439	426,3	407,8
2. Ryska federationen	365,4	18,4	352,0	340	330,2	296,7
3. Iran	135,1	6,8	130,5	122	129,3	136,1
4. Kuwait	115,6	5,8	119,2	115,7	106,1	96,5
5. Förenade arabemiraten	113,9	5,7	118,6	110,7	110,2	102,8
6. Norge	108,7	5,5	118,7	128,4	140,3	143,4
7. Venezuela	107,1	5,4	119,0	129,3	127,2	129,5
8. Nigeria	88,4	4,5	96,0	100,5	97,3	83,0
9. Mexico	83,8	4,2	96,2	99,3	105,5	106,2
Summa	1 511,8	76,2	1 572,2	1 584,9	1 572,4	1 502,0
Källa: BP Statistical Review of World Energy						

En återhämtning i den globala efterfrågan på råolja är sannolik först under 2010 sade Nobuo Tanaka, chef för Internationella energimyndigheten, IEA, under våren. Samme man tror även att den globala efterfrågan på olja kan komma att öka med 1 procent årligen under perioden 2010 till 2013. På sikt kan detta komma att leda till en "crunch" på utbudssidan. IEA tror att utbudet kan minska med 2 miljoner fat per dag under år 2009 och därefter komma att stiga igen.

IEA är bekymrade för att det låga oljepriset dels får negativa effekter på den ryska ekonomin, men också för hur detta kommer påverka den finansiella situationen i en del mindre länder.

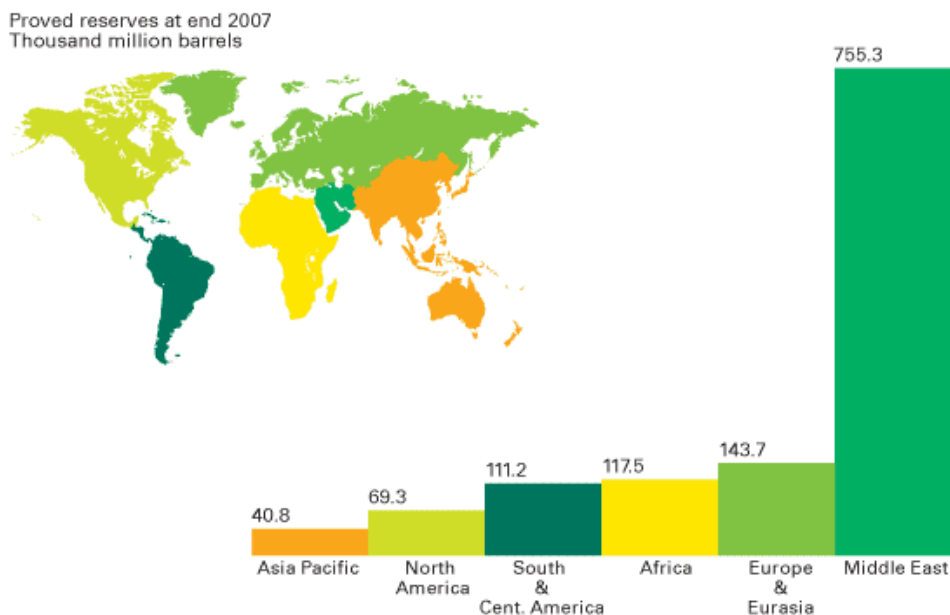
Enligt Nobuo Tanaka behövs det en global energirevolution för att öka effektiviteten och för att öka andelen energi med små utsläpp av klimatgaser. IEA

menar att det behövs investeringar på 26000 miljarder dollar under de 21 åren fram till 2030 för att klara av energiförsörjningen i världen. Problemet med dagens låga oljepriser är att det inte gynnar investeringar i alternativa energikällor. Faktum är att det inte ens uppmuntrar till prospektering av nya områden för att leta nya fyndigheter. **Ju lägre oljepris, ju fler alternativ är det som förkastas på grund av bristande lönsamhet.**

"Vi klarar inte ens 60 dollar för oljan. Då blir det inga nya investeringar i oljebolagen. Hela kostnadsstrukturen har gått upp 100 - 200 procent i branschen", förklarade Lukas Lundin i en intervju under våren 2009.

Axier anser att oljan är, och kommer att fortsätta vara, världens viktigaste energikälla under många år. Vi ser titt som tätt hur det talas om en utbyggnad av alternativa energikällor, och vi anser att detta område kommer att få en allt större betydelse, men först då konjunkturen vänder uppåt igen. Fram till dess är världen beroende av oljan.

Enligt *World Energy Outlook* som presenterades i november 2008 av IEA, finns det i dag **upptäckta** oljereserver på 1,3 miljarder fat olja. Dessa beräknas räcka till 40 års konsumtion på nuvarande nivå. Samtidigt ser vi hur konsumtionen ökar konstant över tiden. Därför måste oljereserverna vara 30–40 gånger högre än den årliga konsumtionen. Vi observerar också att sedan 2003 har världen konsumerat mer olja än vad nya fyndigheter tillfört i form av reserver.



Källa British Petroleum

Investeringarna i nya olje- och gasfält trefaldigades från år 2000 till 2007 och kom det året upp i 390 miljarder dollar, men inte så pass mycket beroende på att ökade resurser lades ned för att ersätta den olja som konsumeras. Den största delen av ökningen berodde på att det blivit dyrare att hitta och utvinna olja då oljan under dessa år steg kraftigt. Faktum är att det endast upptäckts ett mindre

antal stora fyndigheter, bland annat utanför Brasilien där oljan finns på djupt vatten. Därmed kommer Brasilien, då detta fält exploateras att bli en av världens tio största oljeproducenter. Landet har nu stoppat de internationella oljebolagen från att prospektera i deras vatten.

Detta i kombination med en brist på likviditet gör att Axier anser att trenden gör det allt svårare för de börsnoterade västerländska oljebolagen att hitta ytterligare resurser.

Oljekonsumtion

I olika förklaringar till det höga oljepriset nämns OPEC alternativt den ökande konsumtionen i Kina, Indien och Västasien som orsak. Trots att de sistnämnda länderna och Västasien ligger på en årlig ökningstakt på 3,7 procent i oljeförbrukning beräknas den globala efterfrågeökningen stanna vid 1,2 procent samtidigt som världsproduktionen ligger ganska konstant på 86 miljoner fat per dag.

Vi konstaterar att Kinas behov av olja ökar, och nu uppgår landets konsumtion av olja till åtta procent. Samma siffra för Indien är något mindre än tre procent. Kina är redan i dag världens näst största energikonsument.

Under våren har Axier tagit del av en intervju som Magnus Ericsson, råvaruexpert på Raw Materials Group i Stockholm, givit. I denna konstaterades att de tidigare tankarna att utvecklingsländerna skulle undvika att gå i i-världens fotspår visat sig vara felaktiga. Det visar sig emellertid att mönstret upprepar sig, att utvecklingsländerna tar vägen över industrifasen. Det om var mest slående med det som vi fick ta del av var att RMG påvisade betydande likheter för efterfråga på råvaror i samtliga världens länder.

Då BNP per capita når en viss nivå ökar förbrukningen snabbt för att sedan stagnera och sjunka. Den kinesiska BNP:n per capita uppgick år 2006 till 7,722 USD per capita. Det visar således att Kina befinner sig i den fas där efterfrågan ökar kraftigt, och det krävs en fördubbling av denna innan den stagnerar.

Under uppbyggnadsfasen går det åt mängder med järn och andra metaller som binds i järnvägar, byggnader, fabriker, bilar med mera. I takt med att samhället byggs upp ersätts befintliga anläggningar med nya effektivare säger Magnus Eriksson. Samtidigt ersätts och återvinns metaller och andra komponenter, vilket medför att efterfrågan minskar. Axier är av den åsikten att det dröjer ett tag innan den kinesiska ekonomin kommit därefter. Bilden på sidan elva visar att då detta sker kommer den indiska ekonomin skapa efterfrågan. Indiens BNP uppgick 2006 till 3,803 USD per capita enligt statistik från Internationella Valutafonden, IMF. Samma sak bör gälla för olja anser Axier, förutom att återvinning här är svårare då en stor del av denna förbrukas i samband med konsumtion.



Källa Raw Materials Group

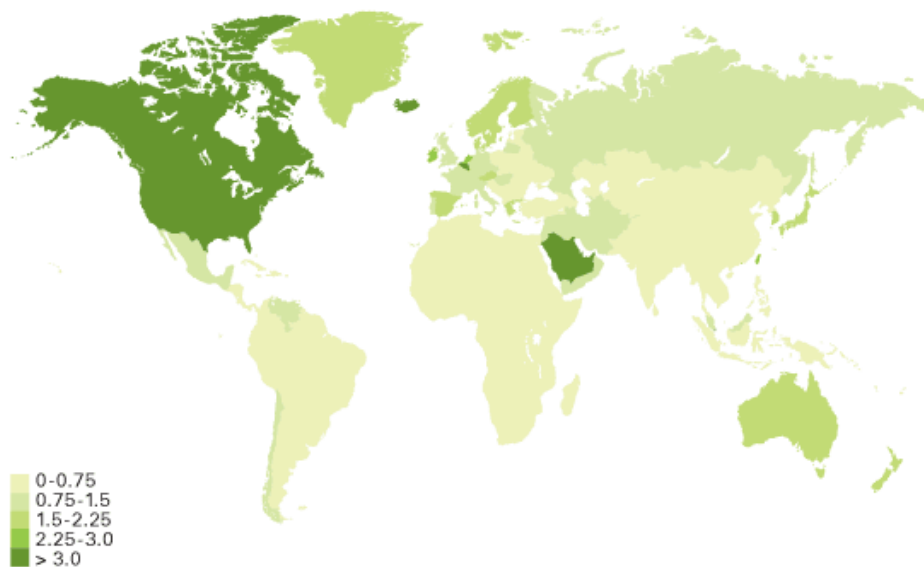
Axiers studier visar på att i hela världen, i såväl industrialiserade som icke industrialiserade länder, konsumeras årligen mer än en miljard bildäck och användningen ökar kraftigt för varje år. Vi noterar också att det i USA såldes åtta gånger fler bilar till de amerikanska konsumenterna än vad som såldes i Kina. De senaste rönen tyder på att Kina gått om USA i fråga om fordonsförsäljningen. Nu är det senaste årets försäljning inte särskilt signifikant mätt som en enskilt år på grund av den *kreditchrunch* som drabbade världen, men vi noterar att trenden går mot en ökad kinesisk konsumtion. I och med att invånarna i detta land köper fler och fler bilar kommer dessa i nästa steg behöva mer drivmedel och mer bildäck, till vilket det behövs olja.

Som en följd av detta kommer Kina att öka oljeraffineringsvolymen med 18 procent till år 2011, motsvarande 405 miljoner ton råolja eller 8,2 miljoner fat per dag enligt *State Council*. Förra året låg samma siffra på 342 miljoner ton råolja. Uppenbart är att kineserna ser en stigande efterfrågan på petrokemiska produkter, vilket torde vara bra för världsekonomin då oljan är en tidig insatsvara. Således tolkar Axier det som att kineserna anser att ekonomin nu har bottnat ur.

Vi konstaterar således att konsumtionen kommer att kunna öka ganska kraftigt, vilket gör att denna kommer överstiga produktionen ytterligare. Vi vet alla att lagen om tillgång och efterfrågan styr priserna, varför det är Axiers långsiktiga åsikt att priset kommer att stiga till forna höjder.

Lägger vi därtill faktorer som växthuseffekten som lett till ökade oväder, till exempel stormar och orkaner, samt embargo så ser vi inte hur den ökade efterfrågan skall kunna leda till annat än stigande priser. Att kompensera den ökade efterfrågan går helt enkelt inte då produktionen inte följer med, det finns inte längre något överflöd att ta av.

Consumption per capita 2007
Tonnes



Under 2005 uppgick den globala oljekonsumtionen till 82.5 MMBpd = 82 miljoner fat olja per dag, vilket utgjorde 29,930 miljoner fat olja totalt under året.

Källa British Petroleum

Olja, en teknisk analys

16/10 2009

Brent Crude Oil IPE, \$76.35

Så här lät det senast 9/10: *Nu är oljan mycket nära att aktivera en längre köpsignal. Det jag vill se är en stängning över 70. En bekräftelse på att vi har sett en större botten får vi inte förrän oljan stiger över toppen från den 17 september som vi hittar på 72.20.*

Oljan stängde över 70, vilket var vår köpsignal, och har sedan dess stigit och har som mest varit uppe vid 76.55, vilket är ett nytt årshögsta. Närmsta större motstånd är 78.7 vilket är 38.2% av nedgången från toppen 2008 till botten 2008. I zonen 76.1-76.9 finns en möjlighet för en kortsiktig topp. Nästa zon efter detta är 79.2-79.6. I ett större perspektiv har vi ett prismål i zonen 78.7-80.1. Här bör det senast komma en rekyl som kan föra ner oljan till maximalt 64 nivå innan det på nytt tar fart uppåt. Högre upp finns det också en målzon i det breda intervallet 88.7-93.8.

Slutsats: Oljan har aktiverat en längre köpsignal och på längre sikt bör vi minst se oljan uppe vid 86 även om det finns zoner både tidigare och efteråt.



Observera, denna analys kommer från Axiers analysarkiv. Axier publicerar varje vecka tekniska analyser på olja. Dessa grafer är inte alltid direkt applicerbara på Caucasus Oil då bolaget erhåller intäkter relaterade till såväl naturgas som till olja. Det föreligger emellertid en mycket stark korrelation i prissättningen mellan dessa råvaror.

Naturgas

Naturgas, som genom tiderna också benämnts *jordgas* eller *fossilgas*, utgörs av en blandning av olika sorters gaser, främst kolväten som till exempel metan. Naturgas förekommer ofta i jordskorpan, men utvinns också i anslutning till oljeproduktion då de kolvätefällor som innehåller olja även kan innehålla eller angränsa till fyndigheter med naturgas. Detta är vanligt förekommande bland annat i Nordsjön.

I och med att oljan är en ändlig tillgång har alltmer fokus lagt på alternativa energikällor, bland annat naturgas. I dag är de kända reserverna av naturgas de facto större än motsvarande reserver för olja vilket gör denna råvara betydligt intressantare än tidigare. Teknikens framsteg har också bidragit till att det går att utvinna denna, varför företagen inte längre bränner upp denna, något som faktiskt förekom till relativt nyligen.

I vårt grannland Norge förväntas faktiskt naturgasen ta över oljans dominerande roll under de närmaste decennierna. I Sverige används naturgas i huvudsak från den danska delen av Nordsjön. Gasen levereras via det danska naturgasnätet. De största fyndigheterna av naturgas fyndigheter finns i Ryssland, Iran, Algeriet och Nordsjön. Den ryska naturgasen svarar för drygt 40 procent av världens samlade naturgasreserver och är anledningen att Gazprom kunnat växa till ett av världens största företag.

Råolja brukar ofta benämnas som *Kungen av råvarorna*, vilket gör att naturgasen på samma sätt kan kallas för *Drottningen*. I Sverige är inte gas så vanligt

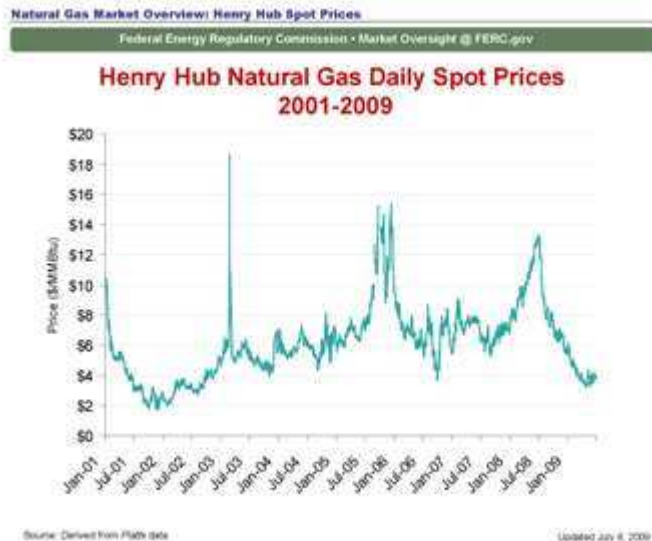
förekommande, men internationellt sett är naturgas en mycket eftertraktad råvara. Hela 25 procent av konsumtionen av energi på den amerikanska marknaden kommer från naturgas, att jämföra med 40 procent för råolja. Motsvarande siffra för naturgas i Europa är 20 procent. Norden använder en betydligt mindre mängd, 7 procent, medan energiförbrukningen i Sverige endast utgörs av naturgas till två procent.

Naturgas är, precis som kol och olja, ett fossilt, icke förnyelsebart bränsle. Skillnaden ligger i huvudsak i den form de förekommer som. Olja är, för det mesta, flytande medan kol i naturen förekommer i fast form. Naturgas är just gas, och av denna anledning måste denna kylas ned för att kunna hanteras i samband med produktionen.

Det allra största användningsområdet för naturgas är uppvärmning, det förekommer uppgifter om att så pass stor andel som 50 procent av de amerikanska hushållen valt naturgas som källa till uppvärmning. Naturgas är också vanligt förekommande i kök internationellt sett. I Sverige är det inte längre lika vanligt förekommande, även om efterfrågas allt mer. Enligt de uppgifter som Axier förfogar över förekommer det gasspisar i så pass mycket som 70 procent av de amerikanska hushållen. Även kylanläggningar är något som oftast drivs med hjälp av naturgas. En starkt bidragande orsak till den höga förekomsten i boendemiljö är att naturgas är renare än olja då denna förbränns samt att den på ett betydligt enklare sätt kan transporteras. Så tillvida är naturgas betydligt mer miljövänligare än råolja. Förvisso bidrar även naturgas till koldioxidutsläpp, men dessa är endast hälften så pass stora som motsvarande mängd olja och kol skapar upphov till.

Naturgas är en betydligt mer kostnadseffektiv lösning för industrin än exempelvis olja. På lång sikt förväntas därför industrin successivt växla över från olja till naturgas som primär energikälla.

Naturgas transporteras liksom olja genom så kallade *pipelines* eller i flytande form via tankfartyg och lastbilar. För att omvandla gasen till flytande form krävs en avancerad och kostsam teknik. På grund av detta används metoden främst till transport av större kvantiteter över längre avstånd, oftast i samband med export. I Europa finns flera hamnar specialiserade att hantera naturgas, och från dessa distribueras gasen vidare till konsumenterna genom ett nätverk av pipelines.



Källa: Federal Energy Regulatory Committee FERC

Naturgas har varit en av de mer debatterade råvarorna under året, bland annat för att priset tangerat 2002 års nivåer. Vid detta tillfälle handlades oljan kring 26 USD/fat att jämföra med dagens cirka 78 USD/fat. I skrivande stund ser vi att oljan handlas till en *ratio* om 26:1 jämfört med priset på naturgas, trots att det endast krävs sex till åtta enheter ytterligare naturgas för att skapa samma energi som ett fat olja. Det finns därför gott om bedömare som anser att naturgasen, baserat på dessa siffror, är fundamentalt undervärderad. Andra faktorer som talar för en kommande prisuppgång på naturgasen är dess ökade popularitet och prognoser om kalla amerikanska vintrar. Även stormar i Mexikanska Golfen styr utvecklingen av priset på naturgas då det finns många raffinaderier i denna region. Stormarna gör att fartygen inte kan leverera vare sig oja eller naturgas vilket medför att produktionen minskar varvid priserna stiger. Det finns även uppgifter som tyder på att det finns gott om finansiella aktörer som blankat denna råvara, vilket på sikt kommer skapa ett naturligt köptryck när dessa kontrakt skall stängas.

Fakta som talar för naturgas

- Naturgas står för runt en fjärdedel av världens energiförsörjning, men förväntas att ta över oljans betydelse i framtiden.
- Stor säsongsvariation, produktion som sker under sommaren lagras för användning under vintern.
- Priset på naturgas som fallit med 80 procent sedan toppen under sommaren 2008, har till skillnad från oljan, inte återhämtat sig.
- Priset på naturgasen är just nu 1/26 av det på olja, trots att den historiska relationen mellan dessa två råvaror varit 8:1.
- 60 procent av alla amerikanska bostäder värms av naturgas, vilket får till effekt att en kall vinter leder till en ökad efterfrågan vilket bör ge högre priser.

Naturgas, en teknisk analys

Naturgas - kommer stiga efter rekyl

2/11 2009

Natural Gas NY (Comb), \$5.012, -1.63%

Så här lät det senast 00/00: *Naturgas är inte tidigare analyserad i Axier och vi har nu första analysen någonsin. Axier har som mål att bygga ut bevakningen av råvaror och andra commodities samt även en större bevakning av världens olika index. Du får gärna kontakta redaktionen om du har frågor eller önskemål.*

Sedan sin senaste stora topp den 2 juli 2008 tappade naturgasen 82.4% av sitt värde och föll ned till nivåer som inte har setts sedan i början av 2002. Jag är alltid intresserad av olika prisförhållande och toppen 2008 var i zonen för 78.6% motståndet (räknat från toppen den 13 december 2005 till botten den 21 september 2006).

Sedan botten den 4 september i år har vi som mest sett naturgasen uppe vid 5.849. Det var en stigning med 142.8% och tänker vi på att vi kan handla Naturgasen med en stor hävstång, förstår ni att vinsterna kan bli enorma. Men vi får inte glömma att så kommer även risken att vara.

Toppen den 22 oktober ser ut att bli en mellanstor topp och då kan vi räkna med att naturgas faller ner till 4.535 (38.2%), 4.129 (50%) eller ner mot 3.723 (61.8%). Vid 4.355 har vi föregående mindre botten och det är en vanlig stödnivå. Det finns också ett prisgap vid 4.351 och det är i sig ett stödområde. Sammanslaget tror jag att nedgången kommer att stanna av vid 4.35-4.45. Men vi får inte bortse från de andra nivåerna om naturgas fortsätter ner.

Tittar vi på kortsiktiga prissvingar projicerade från toppen den 22 oktober och nedåt bör det komma en tillfällig botten i intervallet 4.829-5.251. I denna zon hittar vi 5.037 (23.6%) vilket är ett stöd som dyker upp i mycket starka trender.

Fortsätter naturgasen redan nu över 5.45 skall vi vara köpare men det kan vid denna nivå komma en nedgång till någon av de andra stöden jag har angivit här ovan så vi måste se upp. Ser vi den 22 oktober som en topp brukar en korrektion mot trenden ske i tre vågor innan det på nytt fortsätter upp. Det är då den första vågen nedåt som vi nu ser.

Tittar vi på spreaden mellan olja och naturgas kan vi se att det just nu är en fördel av att handla med naturgas som har varit undervärderat gentemot oljan under en längre tid.

Tittar vi på veckomomentum har vi en nedåtriktad trend. Det dagsbaserade momentum pekar också ner men har kommit till nivåer där en köpsignal kan uppstå.

Tittar vi på tiden bör naturgas ha en uppåtriktad trend till minst i mitten av februari men därefter kan det komma en större reaktion nedåt. Men mer om det

längre fram

Slutsats: Vi har högre bottenar och högre toppar. Det betyder att vi skall ligga på köpsidan. Kortsiktigt ser det ut som om det kommer att komma en rekyl men sedan är det dags att kliva på igen. Beakta de angivna motstånden här ovan.



Observera, denna analys kommer från Axiers analysarkiv. Axier publicerar varje vecka tekniska analyser på naturgas. Dessa grafer är inte alltid direkt applicerbara på Caucasus Oil då bolaget erhåller intäkter relaterade till såväl naturgas som till olja. Naturgas handlas idag på ett flertal marknadsplatser världen över, bland annat på amerikanska NYMEX.

Syrien

Den syriska ekonomin har de senaste åren visat upp en stigande trend. Tillväxttalen för 2007 växlar mellan 3,5 procent som uppges av IMF och 6 procent som uppges av det syriska finansministeriet. Till tillväxten bidrog framför allt den inhemska efterfrågan och investeringar. Enligt prognoserna kommer den ekonomiska tillväxten att fortsätta positivt de närmaste åren, särskilt tack vare den ökade tjänstesektorn och turismen och återhämtningen inom jordbruksproduktionen. Den syriska inflationskurvan är i stigande: år 2007 steg priserna ca 8,7 procent och år 2008 beräknas inflationen uppgå till 14,8 procent. Den ekonomiska recessionen tros minska tillväxten i Syrien.

Landets viktigaste ekonomiska sektorerna är jordbruket, olje- och gasindustrin, lättindustrin och byggbranschen.

Av bevisade naturgastillgångar i Syrien tillhör cirka tre fjärdedelar den syrianska statens bolag *Syrian Gas Company*, (SGC) inklusive cirka 3,6 TCF fördelat på ett

antal källor i Palmyraregionen (Källa: Oil and Gas Journal). Ungefär hälften av Syriens gasreserver är förbundna med större oljeförekomster. Det finns således goda möjligheter vid prospekteringsborrningar efter naturgas, att även göra betydande oljefynd.

Den inrikespolitiska situationen

Ända till början av 1990-talet hörde Syrien till Sovjetunionens inflytelsesfär. Syrien fick direkt stöd, förmånliga affärer och lån från östblocksländerna. Landet hamnade dock i ekonomiska svårigheter redan 1989, innan sovjetimperiets fall. För att övervinna de ekonomiska svårigheterna förnyade regeringen lagstiftningen i början av 1990-talet. Lagarna gjorde att man då lyckades attrahera investeringar särskilt i turism- och transportbranschen och inom lättindustrin. I slutet av 1990-talet avtog likväl entusiasmen för reformerna. Trots försiktiga reformer är den syriska ekonomin fortfarande till största delen i statens ledband. Syrien är inte medlem i WTO.

Syrien är en auktoritär republik som domineras av Baathpartiet, vars ideologi är panarabisk med socialistiska förtecken. Syrien är tillsammans Libanon det enda land i regionen som inte har islam som statsreligion. Författningen stipulerar emellertid att landets president måste vara muslim.

Undantagstillstånd råder i Syrien sedan 1963. Undantagslagarna ger presidenten och de olika säkerhetstjänsterna stort inflytande i det politiska systemet. *Alawiterna*, en shiitisk minoritetsgrupp om uppskattningsvis tolv procent av befolkningen, innehar en stor del av de ledande positionerna i samhället och det politiska livet. Presidenten tillhör denna minoritet.

Syriens utrikespolitik formas av landets relationer med grannländerna, framför allt Libanon, Israel och Irak. Landets inflytande i Libanon har under de senaste åren blivit föremål för granskning av det internationella samfundet. En rad internationella säkerhetsrådsresolutioner om Libanon har antagits sedan hösten 2004. Resolution 1559 uppmanade utländska styrkor att lämna Libanon och föreskrev att Libanons politiska självständighet skulle respekteras. I slutet av april 2005 lämnade den syriska armén Libanon efter nära 30 år.



Syrien gränsar till såväl Libanon, Israel, Jordanien, Irak och Turkiet, något som i stor utsträckning påverkar landets utrikespolitiska relationer.

I spåren av Israels krig mot Hizbollah i Libanon sommaren 2006 antogs säkerhetsrådsresolution 1701, som bland annat uppmanar Syrien att kontrollera att ingen vapensmuggling sker från Syrien till Libanon. Syrien och dess allierade Iran har anklagats för att underblåsa den regeringskris som utlöstes i Libanon under hösten och vintern 2006-07 i syfte att framkalla premiärminister Sinioras avgång.

Syrien har traditionellt ett starkt inflytande i Libanon och anser sig fortfarande ha speciella relationer till landet. Relationerna har många ömma punkter: det finns misstankar om att den syriska underrättelsetjänsten var delaktig i mordet på den tidigare premiärministern Hariri och Syrien har förhållit sig avvärjande mot Hariri-tribunalen som FN har inrättat. Syrien är framför allt rädd för att domstolen ska politiseras. Ett specialproblem utgör också den illegala vapentransporten från Syrien till Libanon. Syrien ser dock förutsättningar för stabilitet i den senaste tidens utveckling i Libanon.

Syriens relationer till grannländerna är problematiska. Syrien har inte erkänt Israel och det råder fortfarande formellt krigstillstånd mellan länderna sedan kriget 1973. Parterna inledde emellertid indirekta fredsförhandlingar våren 2008, men de stannade upp i samband med konflikten i Gaza. I och med avsaknaden av fredsavtal mellan Syrien och Israel präglar Syriens relationer även med andra länder. Konflikten med Israel används för att motivera de undantagslagar som råder i landet sedan 1963. Att återfå det av Israel ockuperade Golan är ett övergripande utrikespolitiskt mål för Syrien. I linje med den syriska regeringens panarabiska ideologi förespråkas en allomfattande arabisk-israelisk fred.

Syrien har av tradition ett starkt förhållande till Iran. Än så länge har landet inte omvärderat sitt förhållande till Iran, men det finns en allmän förhoppning om att ett närmande till Europeiska unionen och de moderata arabländerna ska försvaga Irankopplingen. Även Israel hoppas på att Syriens förbindelser till Iran blir svagare.

De diplomatiska relationerna med Irak återetablerades 2006 efter ett avbrott på över 25 år. Ett ökat antal högnivåbesök, fördjupat samarbete om säkerhetsfrågor och större ekonomiskt utbyte har utlovats. Syrien har tagit emot ett stort antal irakiska flyktingar sedan 2003. Relationerna mellan Syrien och Iran har stärkts sedan 1979 års iranska revolution och Gulfkriget 1980. Även relationerna med Turkiet har förbättrats avsevärt under senare år.

Ett principbeslut om ett associationsavtal mellan EU och Syrien fattades i oktober 2004 men har ännu inte undertecknats. EU:s linje i Mellanöstern blev emellertid än mer positiv i förhållande till Syrien under 2008. Samtidigt som president Assad har klart gett till uttryck att landet önskar närmare förbindelser med EU och Europeiska investeringsbanken. Denne säger också att Syrien önskar att relationerna till Förenta staterna ska kunna förnyas.

EU ansåg att Syrien hade förhållit sig konstruktivt efter krisen i Libanon våren 2008. Fredsförhandlingarna mellan Syrien och Israel med Turkiet som medlare har också setts som ett framsteg. Förhandlingarna kunde således återupptas i slutet av år 2008.

Syriens nuvarande president *Bashar al-Assad*s tid vid makten har präglats av försök att modernisera och förnya ekonomin och förvaltningen, även om resultaten är klena. De första tidernas strävanden efter politiska reformer kvävdes dock snabbt och kraven från politiska diskussionsfora, med en linje som avviker från regeringens, stötte på ideologiska motangrepp från myndigheternas sida.



Av bevisade naturgastillgångar i Syrien tillhör ca tre fjärdedelar den syrianska statens bolag Syrian Gas Company, (SGC) inklusive ca 3,6 TCF fördelat på ett antal källor i Palmyraregionen Källa: Oil and Gas Journal.

USD/SEK Teknisk analys

Såväl olja som naturgas prissätts i huvudsak i amerikanska dollar, oavsett vilken marknad den utvinns från, detta för att skapa ett enhetligt pris världen över. Fler och fler av de oljeproducerande länderna har emellertid fört på tal att dessa

önskar en övergång från dollarn till en korg av valutor. Intill dess att detta inträffar, om så sker, kommer dollarns betydelse för olje- och gasindustrin att vara stor. Axier kommer därför att bifoga tekniska analyser av denna valuta vid varje tillfälle vi skriver om denna typ av bolag.

USD/SEK, en teknisk analys

16/10 2009

USD/SEK , \$6.93

Så här lät det senast 13/10: *Utseendet sedan den 6 oktober har mer karaktären av en korrektion vilket öppnar upp för att vi kommer att se att dollarn faller tillbaka. Det dagsbaserade momentum har vänt ner och är på nivåer där vi kan förvänta oss en sidledes till nedåtriktad marknad.*

Dollarn har fallit igenom \$6.90 vilket var nivå för att vi kommer att se en sidledes till nedåtriktad marknad och att det är troligt att vi kommer att se en testa av botten från den 23 september som vi hittar på \$6.78. Dagsbaserat har vi en signal om fortsatt nedgång och på lite sikt är det troligt att vi kommer att se dollarn vid det långsiktigare prismålet \$6.56-6.65, men det finns också lägre nivåer än så. För att vi skall tro på fortsatta uppgångar för dollarn måste vi se en stängning över \$7.06.

Tittar vi på dollarns senaste toppar den 2 oktober och den 12 oktober ser vi att det har bildats en lägre topp. Vi ser också att det har bildats en lägre botten under botten den 6 oktober. Lägre toppar och lägre bottnar är definitionen på en nedåtriktad marknad.

Slutsats: Dollarn bör fortsatt tappa i värde och nå sitt prismål på \$6.56-6.65 eller lägre.



Observera, denna analys kommer från Axiers analysarkiv. Axier publicerar varje vecka tekniska analyser på valutaparet USD/SEK. Dessa grafer är inte alltid direkt applicerbara på Caucasus Oil då bolaget visserligen erhåller intäkter i dollar. Dessa är emellertid relaterade till såväl naturgas som till olja men med en viss fördröjning. Det föreligger emellertid en mycket stark korrelation i prissättningen mellan dessa råvaror och utvecklingen av den amerikanska dollarn.

Styrelse och ledning

Då Caucasus Oil fortfarande befinner på entreprenörstadiet sker den operativa ledning av bolaget av styrelsen, med ordföranden som den drivande kraften. Detta görs för att uppnå effektivitet både avseende beslutsvägarna och kostnadsbilden. När bolagets verksamhet och omsättning vuxit kommer bolaget påbörja uppbyggandet av en organisation för bolagets drift.

Axiers läsare känner omedelbart igen ett par av styrelsens ledamöter eftersom dessa också återfinns i Swede Resources, ett annat av de bolagen som noteras på Aktietorget.

Radarparet Ulrich Andersson, VD i Swede Resources, och Olle Björck, som agerar informationsansvarig i detta bolag, arbetar dels operativt i den dagliga verksamheten, dels har de tagit platserna som styrelseordförande respektive suppleant i Caucasus Oils styrelse.

I styrelsen i övrigt finns bolagets VD, Bertil Wilhelmsson, vilket är en av de få saker Axier inte tycker om. Vi upprepar vårt eviga mantra, *en VD skall inte sitta i styrelsen – han tillsätts av denna*. I detta fall är Bertil emellertid storägare, så det kan vara i form av ägare han sitter med där. På sikt ser emellertid Axier en annan lösning på detta.

Bertil började sin karriär som ICA handlare och har varit ordförande för ICA Handlarna Östergötland innan denne valde att ta en mer aktiv roll som

investerare och entreprenör. I samband med detta har Bertil byggt upp ett gediget kunnande inom främst oljerelaterade bolag. Bertil var även en av de största investerarna i Petro Pequnia som köptes upp av Swede Resources 2007. Därefter har ledningen valt att fortsätta utnyttja dennes kompetens och han är förutom att vara VD i Caucasus Oil också styrelseledamot i Swede Resources.

Ett relativt nytt namn för Axier är den siste styrelseledamoten, Bengt Grafström. Vi känner till denne i form av hans yrke, han har en mycket lång karriär i mediebranschen bakom sig. Vid första anblicken ställde vi oss en smula frågande till vad en sådan person tillför i styrelsen, men insåg sedan att bolaget har för avsikt att arbeta intensivt med informationsgivningen framgent. Därmed kan Caucasus Oil dels dra fördel av dennes kompetens dels av dennes etablerade kontaktnät. Sådan gynnar genomlysningen av aktien. Han driver dessutom ett eget bolag så denne bör kunna tillföra en del även genom de erfarenheter han tillgodogjort sig under sitt liv som företagare.

Axier saknar en oberoende ledamot, vi tror att det är en fördel för både bolaget och dess aktieägare. Av erfarenhet vet vi emellertid att det är svårt att finna rätt person för ett sådant uppdrag. Vi vet också att bolaget har satt i gång en process för att komplettera styrelsen på detta sätt då det är ett önskemål inte bara från Axier utan även från marknadsplatsen, i detta fall Aktietorget. Styrelsen kommer att utökas med minst en extern ordinarie ledamot vid nästa årsstämma. Ledamoten/ledamöterna kommer att rekryteras bland personer som kan tillföra styrelsen kompetens inom bolagets verksamhetsområden. Finner bolaget lämplig kandidat före ordinarie årsstämma kommer denne att bli adjungerad ledamot fram tills årsstämman tagit ställning till personen i fråga.



Caucasus Oil, aktien

Caucasus Oil kommer att noteras på Aktietorget den 9 november under förkortningen CAOI. Det finns endast ett aktieslag i Caucasus Oil, och alla aktier har samma rätt till bolagets tillgångar och resultat. Noteringen av Caucasus Oil föregås inte av någon nyemission eller ägarspridning. Per den 30 september 2009 har bolaget drygt 400 aktieägare, varför Aktietorgets spridningskrav är uppfyllt redan före noteringen.

I dag finns inget avtal om likviditetsgaranti, men med det redan nu stora antalet aktieägare som bolaget, har bedömer ledningen att handeln kommer att fungera tillräckligt bra ändå. Ledningen har emellertid talat att denna i ett senare skede kan tänka sig att teckna ett avtal om likviditetsgaranti om denna finner att det behövs, något formellt beslut att gå vidare med detta finns emellertid inte i dag.

Det finns i dag två stycken optionsprogram som innehas av de aktieägare som tecknade sig i emissionen som genomfördes under emissionen i början av 2009.

Under sommaren genomfördes Caucasus Oil, tillsammans med G & W Kapitalförvaltning en kapitalanskaffning i form av ett konvertibellån som kommer att omvandlas till aktier relativt snabbt efter det att bolagets aktie har noterats. Såväl de utestående options- och konvertibelprogrammen beskrivs nedan.

Ägarstruktur*

	Aktier	Kapital, %
Ulrich & Co AB	1 000 000	9,73 %
Tomas Karlsson	850 000	8,27 %
TK Buss Kisa AB	750 000	7,30 %
Torsten Johansson	500 250	4,87 %
BWAB	500 000	4,86 %
Bertil Wilhelmsson	500 000	4,86 %
O & T Invest AB	375 000	3,65 %
Larry Carlsson	300 000	2,92 %
Jan Praznik	300 000	2,92 %
C. Lundh Fastighets AB	260 000	2,53 %
Övriga	4 943 750	48,10 %
Summa	10 279 000	100,00 %

** Per den 30 september 2009 kompletterat med de för Axier senast kända uppgifterna Källa: Euroclear (fd VPC)*

Teckningsoption I

I samband med den emission som Caucasus Oil genomförde under Q1 2009 tilldelades tecknarna två stycken teckningsoptioner utan vederlag.

TO1 kan tecknas under perioden 2009-10-01 till och med 2009-11-30 till en teckningskurs om 3,50 kr. Vid fullt utnyttjande tillförs bolaget 1,12 Mkr, med en

utspädning om 3,0 procent.

Teckningsoption I kommer inte att noteras då den återstående löptiden är så pass kort. Axier rekommenderar emellertid de läsare som har denna att vara noggranna med att agera. Om Caucasus Oil noteras till ett värde som överstiger denna kurs innebär det att teckning måste ske för att inte övervärdena skall gå förlorade.

Teckningsoption II

Teckningsoption II, som kommer att noteras på Aktietorget, kan tecknas under perioden 2010-10-01 -- 2010-11-30 till en teckningskurs om 5,50 kr. Vid fullt utnyttjande tillförs bolaget 1,68 Mkr, med en utspädning om 3,0 procent.

Upplägget av optionsprogrammet är för övrigt en av de få saker som Axier inte uppskattar till fullo med detta bolag. Att använda sig av teckningsoptioner har vi inget emot, däremot är vi inte fullt lika förtjusta i att dessa inte kan utnyttjas redan från start. Vi hade föredragit detta men det skall inte hållas emot bolaget.

Konvertibellån

Denna konvertibel riktade sig i huvudsak till kvalificerade investerare som ville investera 500,000 SEK. Konvertibeln löper med en årsränta om 4,5 procent som betalas ut halvårsvis till och med konvertibelns förfallodag 2011-12-31.

Vi finner upplägget på denna konvertibel intressant, i dess natur ligger nämligen att konverteringskursen är flytande, något som är till konvertibelägarnas fördel, eftersom styrelsen måste ta fram och synliggöra de värden som finns i bolaget.

När Caucasus Oil marknadsnoteras konverteras lånet med automatik till aktier som prissätts efter genomsnittskursen de första 10 handelsdagarna med en rabatt. Det är således en så kallad Texasoption inbyggd i konvertibeln.

Notering	Konverteringskurs rabatt mot den genomsnittliga betalkursen	Högsta konverteringskurs
2009	20 procent	2,50 SEK
2010	35 procent	2,90 SEK
Senast 2011-09-30	50 procent	3,30 SEK

Konverteringen kan likställas med en nyemission som görs med 20 procents rabatt mot marknadskursen. Det optimala för bolaget torde då vara om den genomsnittliga kursen på aktien sker till kursen 3,10 SEK, vilket utgör taket för konverteringskursen (80 procent av 3,10 SEK ger omkring 2,50 SEK). Noteras den till en högre kurs än så har ledningen sålt ut bolaget för billigt och noteras den till

en lägre kurs tar konvertibelinnehavarna en betydligt större andel av bolaget än annars. Axier gör emellertid bedömningen att Caucasus kommer handlas över den optimala konverteringskursen. I och med konvertibelns struktur kommer konvertibeln inte att noteras.

Axier har valt att inte göra någon teknisk analys av Caucasus Oil då vi finner att vi inte har tillräckligt med underlag för att kunna genomföra en sådan analys. Bolaget noteras de facto först den 3 november och att enbart gå på data från den så kallade "gråhandeln" i aktien ger inte tillräckligt med underlag för att vi skall kunna åstadkomma en bra analys.

De tekniska analyser Axier genomför väljer vi uteslutande att göra på större bolag då vi funnit att vårt arbetssätt lämpar sig bäst för dessa bolag.

Ekonomiska data

Axier har valt att inte fördjupa sig allt för mycket i de historiska siffrorna som Caucasus Oil har publicerats. Vi delger emellertid läsarna bolagets halvårsrapport som avser perioden januari till juni 2009. Vi vill uppmärksamma läsaren om att Caucasus Oil är ett prospekteringsföretag, vilket betyder att intäkterna i skrivande stund är små, men det är inte där som Axier ser möjligheterna. Värdet i bolaget kommer inte att synliggöras genom resultaträkningen, utan genom rapporter om eventuella ökade reserver som Caucasus bör kunna redovisa framgent.

Nettoomsättning	84 112
Rörelsens kostnader	
Övriga externa kostnader	-215 319
Personalkostnader	-17 879
Rörelseresultat före avskrivningar	-149 086
Avskrivningar	-8 178
Rörelseresultat efter avskrivningar	-157 264
Resultat från finansiella poster	
Övriga ränteintäkter och liknande resultatposter	-16 693
Resultat efter finansiella poster	-173 957
Resultat före skatt	-173 957
Periodens resultat	-173 957

De intäkterna som bolaget redovisar för 2009 baseras på intäkter från den amerikanska marknaden, från gasbrunnen Reese, Denna tillför Caucasus Oil kassaflöde sedan april 2009 (ägarandel 1,5 %).

Sedan i augusti i år har Caucasus Oil också intäkter från oljebrunnen *Schiflet #1H*, söder om Dallas i Texas. I och med att produktionsstarten var i augusti ingår inte några intäkter från denna i resultaträkningen ovan, däremot en del kostnader som varit förknippade med denna. Enligt vad Axier erfar ligger produktionen kring 200

fat olja per dygn. Sex horisontella oljeborrningarna med sammantaget hög sannolikhet för kommersiellt resultat återstår i detta program.

Ägarandelen i den första oljebrunnen uppgår till 1 procent. Denna borrades i juni och togs i drift under juli månad. Bolaget räknade självt med en produktion på 150 fat olja per dygn med ett oljepris på 50 dollar fatet i samband med budgeteringen av produktionen. Denna kalkyl motsvarar en avkastning om ca 20 procent på investerat kapital. I och med denna produktionsstart bör Caucasus Oil nu vara kassaflödespositivt på månadsbasis vilket hela tiden varit meningen med de amerikanska investeringarna.

Caucasus Oil har möjlighet att öka sin ägarandel i det kommande oljeborrprogrammet i den så kallade *Woodbineformationen* till omkring 90 brunnar. Axier ser detta som positivt, då detta genererar löpande kassaflöden och ger bolaget en stabilitet. Det är emellertid inte den stora *triggern*, den ser vi istället i Syrien, framförallt om bolaget kan uppvisa geologiska data som gör att dessa tillgångar kan klassas upp. Det är framförallt data som får reserverna i Syrien att kunna omklassificeras till bevisade och sannolika reserver, ofta benämnt P2, som vi ser fram emot att kunna ta del av.

Prognoser

Ett skäl till att det är svårt att göra en prognos är att ett bolag som Caucasus Oil mår bäst av höga olje- och gaspriser. I realiteten betyder detta att om bolaget gör ett fynd så behöver det inte betyda att detta tas i produktion, framförallt inte om ledningen är av åsikten att priserna kan komma att stiga framgent. Ju högre pris, ju högre betalt. Vi avstår därför att komma med en kortsiktig gissning på hur Caucasus Oils resultaträkning kommer att se ut de närmaste kvartalen. Vi anser att det som är viktigare att fokusera på är hur bolaget lyckas med att utveckla och öka sina reserver.

Kommande rapporter

Caucasus Oil kommer preliminärt att släppa sin bokslutskommuniké för 2009 i mitten av mars. I mitten av december bör det komma en redogörelse, men vi är inte säkra på detta. I och med att Caucasus Oil noteras så pass sent på året kan det vara så att Aktietorget inte kräver en sådan av bolaget.

Möjligheter och risker

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag på Aktietorget är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av de bolagen som finns noterade på de mindre listorna beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information. I dag är Caucasus Oil ett onoterat företag, varför bolaget inte haft samma krav på sig att kommunicera med aktieägarna och marknadens övriga intressenter som ett noterat bolag. Axier kan därför i skrivande stund inte avgöra hur pass bearbetat och komplett informationsgivningen kommer att vara. Vi vet emellertid att ledningen har

erfarenhet av att driva verksamheten i ett annat noterat bolag, Swede Resources, och därmed har en erfarenhet som många andra nyoterade bolag saknar.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor spread. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar.

Då priset på olja och gas var högre än i dag, över 100 USD per fat, var intresset för att prospektera betydligt större än i dag. I och med det stora priset är viljan att prospektera nu betydligt lägre än förut. Intresse finns förvisso i branschen, men på grund av det lägre priset och problemet med att finansiera dessa sker inte lika stora ansträngningar då många helt enkelt inte vågar. Risken att det inte skall vara lönsamt är helt enkel för stor. Det betyder att de företag som nu prospekterar kommer att ha en fördel gentemot andra, icke-prospekterande företag. Vidare innebär det också att det finns fördelar för bolag som har finansiella muskler. Det ger nämligen dessa bolag en chans att köpa verksamheter som drabbats av likviditetsbrist.

En faktor som talar för bolaget är att oljepriset snart är på väg till 100 USD per fat igen, alla fall om vi får tro *Financial Times*, som hävdar att så fort konjunkturer vänder så kommer denna råvara att rusa upp till 100 USD per fat, och att priset år 2030 kommer att ligga så pass högt som 200 USD.

För att undvika rejäl oljebrist framåt 2015 måste världens oljeproducenter redan 2010 ha investerat i fyndigheter motsvarande dagens hela produktion i Saudiarabien - 7 miljoner fat per dag. För att möta efterfrågan krävs enligt rapporten investeringar på 350 miljarder dollar per år, motsvarande 2,700 miljarder kronor, fram till 2030.

Återbetalningstiden för framgångsfulla utvecklingsbörningar kan halveras eller mer, vilket gör att denna kan bli så pass bra som mellan ett och två år, givet att produktionen kommer i gång som den skall.

De dåliga tiderna gör att företag väljer att inte lägga ned lika mycket kapital på prospektering utan de större företagen väljer istället att köpa befintliga verksamheter.

Det är framförallt den finansiella oron som fortfarande råder som kan avskräcka från att investera i Caucasus Oil, vilket tillsammans med den höga riskpremien som placeringar i det forna Östeuropa och Mellanöstern belastas med. Även de övriga geografiska områden som bolaget är verksamt i innebär en hög politisk risk.

Schiflet 1#H är en bra *value driver*, Axier konstaterar nämligen att det finns planer på upp till 93 börningar. Initialt sett kommer detta att kräva att Caucasus Oil

binder kapital, men efter sju åtta lyckade borrhningar kommer de intäkter som bolaget uppbär att kunna finansiera de nya borrhningarna.

Den svenska aktiemarknaden har visat att den har svårt att ta till sig rena prospekteringsföretag, och därför är lösningen att redan från start se till att det finns kassaflöden från den amerikanska verksamheten synnerligen innovativ. Axier tror att denna lösning kommer att uppskattas av marknaden. På kort sikt genererar detta upplägg kassaflöden till Caucasus Oil och på längre sikt ser vi det inte som orealistiskt att dessa källor som kan placeras i ett separat dotterbolag. Därefter kan dessa komma att knoppas av och separatnoteras.

Ett annat alternativ är att dessa tillgångar säljs av för sig varvid de likvider som genereras används till nya investeringar i ett tidigt skede. Axier tror emellertid att något sådant inte är att räkna med på ett par år, inte innan dess att bolagets övriga tillgångar börjat generera kassaflöden i sådan mängd att bolaget kan redovisa ett positivt resultat.

2010 to 2030 is going to be the golden era of natural gas. It is for that reason you are now seeing other Exploration & Production companies voluntarily cut their natural gas production in anticipation of gas prices returning to a higher level. About 45 percent of U.S. rigs have been shut down since September of last year.

Reduced levels of drilling activity will result in substantial drops in natural gas production leading to demand outpacing supply. The affect of this reversal in the supply/demand ratio will be natural gas prices trending higher. Additionally natural gas demand will continue to remain strong because the country relies on natural gas and other fossil fuels to power the nation.

*John Pinkerton, CEO of
Range Resources*

En vanlig tumregel är att det återfinns 20 oljeekvivalenter "riktig" olja per 100 utvinna oljeekvivalenter naturgas. Syrien satsar just nu på att bygga upp sin energiförsörjning och att konvertera denna till gas. Faktum är att landet till och med är berett att importera gas för att täcka det egna behovet. Här ser Axier en ytterligare *trigger*, kan Caucasus Oil och dess samarbetspartners påvisa och utvinna olja från denna fyndighet är detta ett betydande *value driver* för företaget.

En annan risk vi ser är att bolagets prognoser varit alltför förhoppningsfulla. Axiers erfarenhet säger att det aldrig går som planerat med en ny borrhning, det uppstår alltid problem under resans gång. Hur pass stora problem dessa för med sig det är olika, och det är en styrka om ledningen kan vända dessa till sin fördel. I fallet Caucasus Oil vet vi inte alls hur det kommer att gå, vi vet inte heller hur ledningen har tänkt sig lägga upp sina informationsflöden.

Den allra största risken som vi ser är att *Blocket* visar sig vara en så kallad

dustbuster, att det visar sig att denna är tom, alternativt inte innehåller tillräckliga mängder gas för att en kommersiell utvinning skall vara möjlig.

Axier ser också en risk med att Caucasus Oil i dag är ett ganska finansiellt svagt företag jämfört med de stora bolagen i samma sektor. Nackdelen med detta är att bolaget kan komma att se sina andelar spädas ut om inte Caucasus Oil kan finna ett sätt att finansiera eventuella utbyggnader på. Fördelen är emellertid att ett enskilt fynd, med tillhörande produktion och positiva kassaflöden, ger Caucasus Oil en betydligt högre procentuell avkastning på det egna kapitalet än vad konkurrenterna får.

Vi sticker inte under stol med att Syrien är ett politiskt sett mer instabilt land än vad många andra är. Risken för en statskupp eller liknande ser vi emellertid som synnerligen låg. De stora oljeproducenterna, främst de arabiska länderna, lever gott på sin olja och gas, och de måste ha avsättning för denna, något som gör att de är beroende av västvärlden. I och med att handeln i dag är mer global än den var för bara tjugotalet år sedan gör att det inte finns något land som kan stänga sina gränser. På samma sätt innebär en nationalisering av tillgångar, något som förekommit under både 70- och 80-talet, att alla typer av investeringar som gjorts av utländskt kapital kommer att dras tillbaka omedelbart. Det är Axiers bedömning att det inte finns ett enda land i världen, inte ens stormakterna, som har råd med detta.

I och med att såväl naturgas som olja prissätts i amerikanska dollar har denna valutas utveckling en stor betydelse för utvecklingen av både Caucasus Oils kortfristiga resultat som värdet på aktien. Nu finns det en viss inbyggd kudde i förhållandet mellan olja/naturgas samt utvecklingen av US-dollar i och med den inbyggda negativa korrelationen mellan dessa. Förhållandet dem emellan innebär att ett dollarfall, till viss del, kompenseras av en starkare prisutveckling på den underliggande råvaran.

Att priserna på råolja och naturgas skall falla ser vi inte som realistisk, i alla fall inte i det långa loppet. På kort sikt kan emellertid priserna komma att backa, något som kommer att leda till negativa effekter för alla bolag inom denna sektor.

Axiers bedömning

Oljeindustrin uppdelas i två huvudsegment, *upstream* och *downstream*. *Upstream* är verksamheten som söker, finner och producerar råolja och naturgas. Företag verksamma i segmentet *downstream* raffinerar och distribuerar oljan i form av drivmedel, eldningsolja eller som råvara till den petrokemiska industrin. Oljebolag kan vara aktiva inom båda eller delar av dessa segment. Caucasus Oil är verksamt inom *upstream*.

Att Caucasus Oil kommit in i det syriska projektet beror på att ledningen haft kontakt med dess *lead investor*. En *lead investor* fungerar operatör vid genomförandet, säljer ofta ut andelar i projektet i sin tur för att sprida riskerna och för att möjliggöra finansieringen av prospektering och/eller utbyggnad. Här

ser vi att en betydande del av Caucasus Oils tillgångar inte syns i bolagets balansräkning, den utgörs i stället av det kontaktnät som ledningen besitter. På sikt gör Axier bedömningen att detta kommer att utnyttjas och kommer att ge bolagets aktieägare en möjlighet att delta i nya projekt.

Axier tycker om strategin att investera i USA. Förvärv av andelar i redan producerande källor har fördelen att det ger intäkt direkt från och med investeringstillfället. Vid förvärv av producerande källor är en normal återbetalningstid fyra till fem år beroende på utvecklingsmöjligheter och råvarupriser. Återbetalningstiden för framgångsfulla utvecklingsborrningar är vanligen en till två år. Här ser vi att prognosen stämmer, Caucasus Oil räknar med en långsiktig och uthållig produktion på 150 fat olja per dygn i *Schiflet #1H* med ett oljepris på 50 dollar fatet. Denna kalkyl motsvarar en avkastning om ca 20 procent på investerat kapital.

USA är emellertid att betrakta som en obligation, en mycket högavkastande sådan, men inte det som kommer att ge aktieägarna de stora mervärdena på sikt. Frågan är emellertid vad Caucasus Oils syriska projekt är värt, dels totalt, dels utslaget per aktie. För att klargöra detta så har vi valt att fördjupa oss ytterligare i projektet och värdera detta utifrån ett antal olika scenarion.

Ingen kan i dag med säkerhet säga om den gas som tros finnas verkligen finns där, eller vilket värde denna har beroende på storleken på det eventuella fyndet eller de kostnader som krävs för att utvinna detta. Vi vet emellertid att *Suncore* genom *PetroCanada (TSE Su.TO)*, Canadas näst största *downstreamföretag* i sektorn, utvecklar ett par stora gasfält i *Cherrife* och *Ash Shaer* som ligger i direkt anslutning till detta fält. Dessa fält beräknas omfatta närmare 1,2 TCF naturgas.

För att erhålla en bra jämförelse börjar vi med att titta på hur pass många aktier som finns, alternativt kan komma att ges ut i Caucasus Oil.

Vi räknar med en maximal utspädning som en följd av de utestående teckningsoptionsprogrammen och den konvertibel som kommer att konverteras med automatik i och med att aktien noteras.

Existerande aktier	10 379 000
Maximalt antal aktier TO I	321 000
Maximalt antal aktier TO II	321 000
Maximalt antal aktier konvertibeln	872 800
Summa	11 893 800

Genom att räkna på maximal utspädning anser Axier i vår bedömning att aktiestocken kan komma att uppgå till 11,893,800 aktier, strax under tolv miljoner stycken. Vi är av den åsikten att det är korrekt att använda sig av detta antal då det ger det största utspädningen.

I denna typ av bolag ligger det stora värdet inte i vad de tar upp, utan i vad som

döljer sig under markens yta. I många fall väljer bolagen att medvetet dra ned på sin produktion då de anser att marknadspriserna är alltför låga. Den stora *value drivern* ligger i stället i bolagets reserver och i förmågan att kunna öka dessa och hur klassificeringen av dessa kan fås säkrare.

De vanligaste reserverna är de som benämns som P1, P2 samt möjliga reserver. De reserver som benämns P1 är *bevisade reserver*, där det finns en 90 procentig sannolikhet att kunna utvinna fyndigheten.

P2 reserverna är så kallade *bevisade och sannolika reserver*. Det är allmänt betraktat som en tumregel att dessa kan utvinnas med en sannolikhet över 50 procent.

En ännu lägre klassificering är den kategorin som brukar kallas för P3. Detta omfattar *bevisade, sannolika* samt *möjliga* reserver. Ibland väljer en del bolag också att redovisa så kallade *conting resurs* i denna kategori, men det är inte så pass vanligt då denna olja inte kan anses som kommersiellt utvinningsbar eller möjlig att utvinna. Sannolikheten för att fynd i denna kategori skall kunna utvinnas brukar ofta beräknas till 10 procent, alternativt värdesätts reserverna till en till två USD per oljeekvivalent. Axier har valt att använda siffran en dollar per ekvivalent då vi tittar på de möjliga reserverna.

Möjliga reserver

Reserver <i>Blocket</i>	1 797 000 000 000
Varav Caucasus andel	35 940 000 000
Motsvarar oljeekvivalenter	5 990 000
20 procent olja	1 198 000
Summa oljeekvivalenter	7 188 000
Bruttovärde i SEK	50 316 000
Totalt värde/Caucasus andel	50 316 000
Värde per aktie	4,23

Res. före avskrivningar och skatt/USA	780 000
Justerat för skatt, p/e tal 9	5 194 800
Värde per aktie	0,44

Totalt värde/aktie	4,67
---------------------------	-------------

En tumregel som ofta används då olje- och gasföretag skall värderas är att ett möjligt fat olja eller en oljeekvivalent motsvarar ett värde om cirka 1 USD för bolaget, alternativt används en sannolikhet om tio procent att bolaget skall kunna utvinna dessa reserver. Applicerar vi dessa siffror på Caucasus Oil så märker vi snart att *Blocket* indikerar ett synnerligen högt övervärde för bolaget.

I ovanstående exempel har vi valt att använda oss av det lägsta tänkbara värdet då vi tittar närmare på värderingen i Syrien. Vi anser att denna är av så pass stor

betydelse att vi väljer att vara extremt försiktiga i vår värdering för att inte skapa några orimliga förväntningar. Emellertid, i konsortiets fyndighet finns såväl möjliga och sannolika reserver. Trots detta har Axier valt att räkna på dem var för sig för att visa vilken skillnad klassificeringen av tillgångarna gör i värde för Caucasus Oil aktien.

Sannolika reserver

Med reserver avses en fyndighets beräknade volymer av råolja och naturgas som bedöms vara kommersiellt utvinningsbara under rådande ekonomiska omständigheter. Reserverna delas in i två grupper, *bevisade* och *icke bevisade reserver*.

Icke bevisade reserver indelas i sin tur i *sannolika* och *möjliga* reserver. Med *bevisade reserver* avses områden där testning skett med positivt utfall samt de närliggande områden där borrning ej ägt rum men som, baserat på befintliga och geologiska data, bedöms vara kommersiellt utvinningsbara.

Sannolika reserver är reserver som inte har samma säkerhetsställda klassificering som *bevisade reserver*, de mindre säkra. Emellertid bedöms sannolikheten att producera kommersiellt utvinningsbara sannolika reserver vara högre än 50 procent, vilket ska jämföras med möjliga reserver där sannolikheten att finna utvinningsbara reserver bedöms vara lägre än 50 procent.

Reserver <i>Blocket</i>	1 797 000 000 000
Varav Caucasus andel	35 940 000 000
Motsvarar oljeekvivalenter	5 990 000
20 procent olja	1 198 000
Summa oljeekvivalenter	7 188 000
Bruttovärde i SEK	50 316 000
Totalt värde/Caucasus	706 436 640
Värde per aktie	59,40

Res. före avskrivningar och skatt/USA	780 000
Justerat för skatt, p/e tal 9	5 194 800
Värde per aktie	0,44

Totalt värde/aktie	59,83
---------------------------	--------------

I ovanstående tabell har vi valt att använda oss av en sannolikhet motsvarande 0,6 då vi gjort bedömningen att det konsortium som Caucasus Oil ingår i skall kunna utvinna reserverna. Vi har även valt ett värde motsvarande en produktionskostnad på 70 procent, skatter och licensavgifter inkluderat. Siffran kan tyckas vara i högsta laget, men vi väljer hellre att värdera för lågt, för att på detta sätt kunna korrigera ned värdena i framtiden och då kunna öka det långsiktiga fundamentala värdet i aktien.

Bevisade reserver

Reserver <i>Blocket</i>	1 797 000 000 000
Varav Caucasus andel	35 940 000 000
Motsvarar oljeekvivalenter	5 990 000
20 procent olja	1 198 000
Summa oljeekvivalenter	7 188 000
Bruttovärde i SEK	50 316 000
Totalt värde/Caucasus	1 059 654 960
Värde per aktie	89,09

Res. före avskrivningar och skatt/USA	780 000
Justerat för skatt, p/e tal 9	5 194 800
Värde per aktie	0,44

Totalt värde/aktie	89,53
---------------------------	--------------

Lyckas konsortiet klassificera projektet till så kallade *bevisade reserver*, något som alltid görs av en oberoende och extern part (jämför med en revision), är tillgångarna att betrakta som mycket sannolika att kunna utvinnas. Vanligen används siffran 0,9 som sannolikhet i detta fall. Här ser vi att värdet på aktien stiger markant, närmare 90 SEK per aktie, allt annat lika. I detta fall är emellertid sannolikheten stor att tillgångarna kan antas öka också vilket i sin tur adderar ytterligare värden till aktien. Axier har emellertid valt att inte spekulera i vad ökade tillgångar skulle kunna komma att innebära för kursen. Vi anser att det är ett allt för stor osäkerhetsmoment i detta för att vi skall bidra till överdrivna förhoppningar.

Värdering i förhållande till reserver – branschkollegor

Axier konstaterar att det inte finns något enkelt sätt att göra en jämförelse av olika bolag i samma bolag, men vi konstaterar att stora reserver gör att värdet på bolaget stiger mer än andra faktorer.

	Marknadsvärde/miljarder	Mmbbl*
Tullow Oil	107	806
Cairn	43	254
Lundin Petroleum	19	265
Premier Oil	16	228
Dana Petroleum	14	340
Soco International	12	144
DXO International	5,7	178
PA Resources	4,5	107
Noroco	2,9	32

Baserat på de uppgifter som Axier tagit del och vår bakgrundsforskning anser vi att Caucasus Oil är ett mycket spännande bolag inom olje- och gassektorn. Det framtida värdet på aktien är svårt att sia om, men vi skulle inte bli förvånade om Caucasus Oil blir en av de mer omsatta aktierna på Aktietorget. Axier rekommendation är köp. Vi gör också bedömningen att det kommer att bli en ganska nyhetsdriven handel i aktien allt eftersom bolaget kommunicerar sina nyheter.

**Axier Equities har av styrelsen i Caucasus Oil 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. En eller flera av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Caucasus Oil. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Caucasus Oil 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.