

## Swede Resources – Ny lönsam inriktning

Genombrottet har dröjt för Swede Resources, och bolaget har harvat runt kring samma omsättningsnivå under ett flertal år. En serie mekaniska problem och dylikt har fått ett flertal intressanta investeringar att gå i stöpet. I och med förvärvet av en lease 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. I nuläget kontrollerar Swede Resources 83,2% av leasen.

Vår prognos innebär en positiv EBITDA för 2012, och till följd av en höjd investeringstakt samt bortfall av avskrivningar stiger vinsten kraftigt 2013. Bolaget värderas till P/E 7,3 och 3,5 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 1,55 SEK per aktie.

<b>Antal aktier</b>	16 014 133
<b>Notering</b>	Aktietorget
<b>Styrelseordförande</b>	Ingemar Johansson
<b>Största ägare (%)</b>	Tuvedalen Limited (I kapital, ej röster)
<b>Webb</b>	<a href="http://www.swederesources.se/">http://www.swederesources.se/</a>
<b>Market Cap</b>	14,4 MSEK
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Mycket hög

## Beskrivning av verksamheten

Swede Resources är ett gas- och oljebolag verksamt i USA och Ungern. I USA har bolaget ett starkt kontaktnät, och det är följaktligen där bolaget har större delen av sin verksamhet. Projektet i Ungern består av en serie gasbrunnar. De ungerska brunnarna kontrolleras av dotterbolaget Petro Pequnia, och för tillfället finns inga planer på att investera mer i det ungerska projektet. Borrning av sidetracks i de ungerska brunnarna kommer att vara nödvändigt på sikt, men det nödvändiga kapitalet finns redan tillgängligt i Petro Pequnia. Swede Resources grundades 2001, och vid denna tidpunkt varierade andelarna i de olika projekten mellan 0,25- 0,5%. Det senaste året har andelarna vuxit till mellan 5-10 %. Det är emellertid inte längre rena investeringar i brunnar som utgör den mest intressanta delen av Swede Resources. Under sommaren 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.

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

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 leasen har rätt till 25% av vinsten från eventuella borrhningar på leaseområdet. Övriga 75% går till investerare i den specifika brunnen. Dessa investerare måste emellertid stå för 100% av kostnaderna. Swede Resources kan aktivt avväga hur stor andel de vill ha i varje borrhning på leaseområdet.

### Fördelning av kostnader och intäkter vid borrhning på leaseområdet på Texas Gulfkust

<b>Kostnader</b>	Investerarare i borrhning på leasen 100%	
<b>Vinst</b>	Investerarare i borrhning 75%	Leaseägare 25%

En enkel nuvärdesberäkning av potentiell vinst från leasen visar att det mest strategiska valet för Swede Resources är att försöka behålla en så stor ägarandel i leasen som möjligt. Speciellt med dagens höga oljepris. Den höga kostnaden för borrhningar innebär emellertid att kapitaltillgången är en begränsning för bolaget. Värdet på leasen är totalt 19 MSEK varav 16,8% redan har avyttrats till ett värde av 3,2 MSEK. Det innebär att Swede Resources har ett effektivt sätt att inbringa kapital men

samtidigt avyttras en stor del av potentiell framtida vinst. Vi har utifrån bedömning av Swede Resources tillgängliga kapital valt att anta en väldigt låg andel i de första brunnarna på leaseområdet. På sikt stiger den möjliga andelen, men leaseintäkter kommer framöver att stå för större delen av bolagets intäkter.



Den nyligen förvärvade leasen är belägen på Texas Golfkust. Totalt uppgår leaseområdet till 312,5 acres, och teoretiskt sett kan en borrning genomföras per 2-3 acres. Swede Resources investerade i två borrningar på leaseområdet för 3-4 år sedan, men High Island drabbades så pass hårt av orkanen Ike att borrningarna var tvungna att skjutas upp. De två intresseboringarna Marrs Mclean #1 och Sun Fee #1 ingår nu båda i det förvärvade leaseområdet.

Brunnar i närområdet kring leasen producerar cirka 100 fat per dag, med väldigt hög träffsäkerhet i borrningarna. Bolaget uppger att brunnarna mycket väl kan producera över 100 fat per dag, men av erfarenhet vet att det i många fall blivit lägre produktionsciffror än väntat. Vi har valt att anta en träffsäkerhet på 80% samt en genomsnittlig produktion på 80 fat, med en marginal på 55% mot dagens dryga 60%. Declineraten för brunnarna i området är extremt låg, på gränsen till noll. Vi har i våra prognoser valt att anta en decline på 10-15% årligen. Borrningarna på leaseområdet väntas inleda under det första halvåret 2012, och går allt väl tar en borrning i skalan 2-4 veckor att genomföra. Swede Resources har många gånger tidigare tvingats skjuta upp borrningar och resultat, och följaktligen väljer vi att anta borrhingsstart först i det andra kvartalet samt en borrhningstid på 3 månader för alla kommande borrningar. Det innebär i genomsnitt en borrning per kvartal, mot de 1-2 förväntade.

SEK	2012	2013	2014	2015	2016
Omsättning produktion	2 726 750	3 346 415	4 130 440	5 570 350	8 254 585
Produktionsnetto	1 532 213	1 840 528	2 271 742	3 063 693	4 540 022
Leaseintäkter	1 244 863	5 909 973	10 434 336	14 451 919	18 021 230
Leaseintäkter, andel av vinst	45%	76%	82%	83%	80%
Övriga externa kostnader	-2 600 000	-3 000 000	-3 400 000	-3 800 000	-4 200 000
Personalkostnader	-	-1 000 000	-1 400 000	-1 600 000	-1 600 000
EBITDA	177 076	3 750 501	7 906 078	12 115 612	16 761 252
Avskrivningar	-1 791 050	-1 762 550	-2 317 552	-3 421 659	-1 763 339
Resultat efter skatt	-1 613 974	1 987 951	4 118 744	6 407 443	11 053 462

Anledningen till de högre avskrivningarna vissa år är att vi kalkylerat för att var femte borrning är en torrborrning samt att investeringen i borrhningen skrivs av omedelbart.

Det bör nämnas att Swede Resources på sikt kan belåna investeringarna och på så vis nå högre

avkastning. Tidigare har bolaget inte tillåtit låna upp kapital på ett fördelaktigt vis då det har saknats direkttillgängligt värde samt stabil produktion i bolaget. Detta förändrades vid förvärvet av leaseområdet på Texas Gulfkust. Värdet på denna är som sagt cirka 19 miljoner kronor, vilket är pengar som kan realiseras förhållandevis aktivt vid behov av kapital. Leasen borde därmed kunna ställas som någon form av säkerhet mot lån. Detta talar för att Swede Resources framöver ska kunna hantera investeringstakten även utan en nyemission. Det ska även nämnas att bolaget i stort sett har ett positivt kassaflöde från verksamheten. De två senaste kvartalen har bolaget redovisat ett svagt positivt EBITDA från den producerande rörelsen, vilket innebär att i stort sett inget kapital flödar ut från den löpande verksamheten. EBITDA kommer troligtvis att vara negativ under det första halvåret 2012, men å andra sidan kommer bolaget att avyttra delar av leaseägandet vilket stärker kassaflödet. Resultatet efter skatt kommer att förbättras under 2012 då ägarandelen i det ungerska bolaget Petro Pequia, som skrivits av på tre år, kommer att vara fullt avskrivit i mitten på 2012.

Nyckeltal	2012	2013	2014	2015	2016
EV/EBITDA	75,6	3,7	1,7	1,1	0,6
P/E		7,3	3,5	2,2	1,3
Tillväxt		133%	57%	37%	31%

2012 kommer att bli ett uppbyggnadsår för verksamheten på Texas-leaseområdet. Borträknat realisationsvinster från avyttring av leaseandelar räknar vi således med ett negativt resultat efter skatt. 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. Swede Resources har ännu inte beslutat om framtida utdelningar. Nedan har vi räknat med att 40% av vinsten delas ut från och med 2014 (2013 års vinst), och beräknad samt använd WACC är 15%. Den erhållna riktkursen är 1,55 SEK vilket innebär en potential på drygt 70%.

	2012	2013	2014	2015	2016
Utdelning	0	0	586 048 kr	1 647 498 kr	2 562 977 kr
Nuvärdesfaktor	1	0,87	0,76	0,66	0,57
Nuvärde 2012-2016	0	0	443 137 kr	1 083 256 kr	1 465 391 kr
Nuvärde 2017-	19 445 701 kr				
Nettoskuld	-2 400 000 kr				
Summa nuvärde	24 837 484 kr				
Riktkurs	1,55 kr				

### Tidigare borrhningar

Tidigare talades det om investeringen i ett leaseområde i Oklahoma som Swede Resources stora genombrott. Den första brunnen, Jenkins 1-14, är färdigborrad och inväntar nu produktionstillstånd från myndigheterna. Swede Resources kommer i början på året att få svar kring de framtida planerna för projektet. Borrhningen av de två kommande brunnarna Jenkins 2-14 samt 3-14 väntas börja under det första halvåret 2012. Löser sig problemen till fullo i Oklahoma kan kassaflödet från leasen på Texas Gulfkust förmodligen investeras till högre avkastning i Jenkins-brunnarna än borrhningarna på

det egna leaseområdet, då Jenkins-brunnarna väntades ha en produktion långt över 100 fat per dag. Detta skulle i sådana fall påverka omsättning och resultat positivt i förhållande till våra prognoser.

Swede Resources tidigare nämnda gasprojekt i Ungern har nått ett stadie där inga ytterligare investeringar kommer att krävas från Swede Resources sida. Brunnarna producerar på i stadig takt, och investeringen kommer i juni 2012 att vara fullt avskriven. Detta kommer att höja resultatet på sista raden med knappt 2 miljoner årligen. Projektet i Ungern är dessutom intressant trots det låga gaspriset i USA. Gas i Centraleuropa prissätts nämligen i förhållande till priset på olja och dess energimängd. Ett fat olja motsvarar energimässigt 6 mcf gas. Priset på gas i USA är i nuläget cirka 3 \$/mcf, men sett till priset på olja borde priset vara kring 16-17 \$/mcf (cirka 100/6). Priset på naturgas i Ungern tenderar att ligga närmare det senast nämnda.

Sommaren 2011 slutfördes borrningen av brunnen Mc Kee #1 i Orange County, Texas. Produktionstesterna har emellertid dragit ut på tiden och i nuläget väntar fler tester. Swede Resources väntar i sin tur på en tidsplan från den nye operatören SDG Operation. Andelen i brunnen är 1%, och den förväntade startproduktionen var 120 fat olja och 3.000 mcf gas per dag. Andelen i brunnen är således värd 400.000 – 500.000 i omsättning för Swede Resources årligen, vilket är relativt mycket i jämförelse med dagens omsättning.

### **Teckningsoption TO4B**

Swede Resources har vederlagsfritt givit ut teckningsoptioner till sina aktieägare, som nu kan köpas över marknaden. Väldigt förmånliga villkor gör att dessa kan bli en väldigt bra investering; fem teckningsoptioner ger rätt att teckna en ny aktie till den viktade genomsnittkursen under perioden 2012-02-01 - 2012-04-27 minus 20%, dock maximalt 2,75 kr.

### **Axiers bedömning**

Swede Resources ser billigt ut ur ett flertal synvinklar. Till kursen 0,9 SEK värderas Swede Resources till 14,4 MSEK, vilket kan ställas mot de 19 MSEK bolagets nyförvärvade lease värderas till. Dessutom är Swede Resources i stort sett skuldfritt. Det egna kapitalet uppgår till 1,45 SEK per aktie, jämfört med dagens aktiekurs på 0,90. Värderingen ger en rabatt på eget kapital på knappt 40%. Vår DCF-värdering av utdelningar från 2012 och framåt ger ett motiverat värde om 1,55 SEK per aktie. Det ska emellertid sägas att någon utdelning med högsta sannolikhet inte kommer att bli aktuell förrän i början på 2014, således om två år.

Det faktum att brunnar i närliggande områden till Swede Resources lease i Texas i stort sett har en konstant produktionstakt innebär att bolaget kommer bygga upp en relativt stadig intäktsbas. En intäktsbas som dessutom inte innebär några som helst kostnader för borrning av sidetracks etcetera för Swede Resources. Tillgång till kapital bör dessutom inte vara något problem för bolaget framöver, då investeringar i leaseområdet kan avvikas aktivt. Det innebär att Swede Resources kan göra en avvägning mellan att investera intäkter som följer av ägandeandelen i leasen i borrningar på leaseområdet eller i andra projekt.

Det hela bygger i grunden på att Swede Resources lyckas attrahera investerare i borrningar på leaseområdet. Med dagens höga oljepris har brunnarna en återbetalningstid på 3-5 år samt relativt stabil avkastning under 20 år, vilket innebär att investeringsviljan inte torde vara något problem. I och med att Swede Resources i stort sett nått positivt kassaflöde har risken minskat i bolaget. Axier

rekommenderar köp delvis på kort sikt då nyhet om borrhingsstart 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.