

Swede Resources – Första borrhningen säkrad

Swede Resources inleder den första borrhningen på bolagets leaseområde på High Island, Texas. Borrhningen kommer att inledas i mitten på juli, vilket markerar en helt ny era i bolagets historia. Faller den första borrhningen på leaseområdet väl ut kommer värdet på området att stiga markant. Swede Resources kommer då dessutom teoretiskt sett kunna undanhålla sig från egna investeringar på leaseområdet och passivt samla in leaseavgifter från investerare i brunnar på området. En andel på 25% av vinsten tillfaller leaseägarna, och Swede Resources äger i nuläget hela 83,2% av leasen.

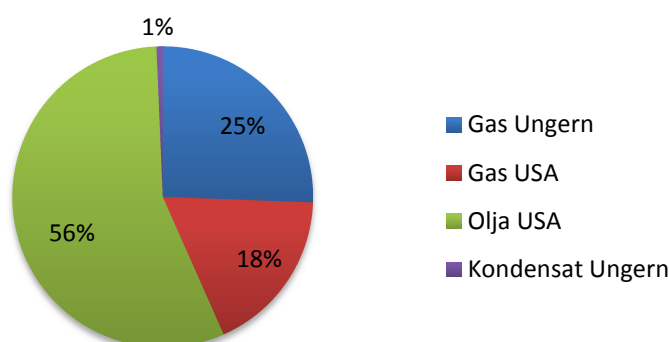
Vår prognos innebär en negativ EBITDA för 2012, ett år som emellertid bör ses som ett mellanår. En höjd investeringstakt samt slutförda avskrivningar gör 2013 till året Swede Resources vänder till vinst. Enligt Axiers prognoser värderas Swede Resources till till P/E 13,9 och 4,6 för 2013 respektive 2014. 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 intäktbas 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 1,4 SEK per aktie.

Antal aktier	17 447 505
Notering	Aktietorget
Styrelseordförande	Ingemar Johansson
Största ägare (%)	Tuvedalen Limited (I kapital, ej röster)
Webb	http://www.swederesources.se/
Market Cap	15,7 MSEK
Risk	Hög
Potential	Mycket hög

Sammanfattning av verksamheten

Swede Resources är ett gas- och oljebolag verksamt i USA och Ungern. Bolaget grundades 2001, och vid denna tidpunkt varierade andelarna i de olika projekten mellan 0,25- 0,5%. De senaste åren har andelarna vuxit till mellan 5% och 10 %. I USA har bolaget ett starkt kontaktnät, och det är följaktligen där bolaget har större delen av sin verksamhet. Verksamheten i Ungern utgörs främst av gasprojektet Péneszlek, med producerande brunnar PEN-101 och PEN-105. Under sommaren 2011 inledde Swede Resources ett helt nytt kapitel i bolagets historia i och med förvärvet av ett leaseområden vid Texas Gulfkust. Till en början förvärvades 5 leaseområden uppgående till 50 acres, och i dagsläget kontrollerar bolaget 312,5 acres. Det innebär att Swede Resources inte längre är enbart delägare i brunnar utan även kan klassas som operatör.

Intäktsfördelning Q4 2011



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

Swede Resources rapport för det första kvartalet 2012 var aningen svagare än vad vi hade väntat oss, vilket till stor del beror på en större effekt än räknat från det tillfälliga produktionsstoppet i brunnen Pen-105 i Ungern. Något vi däremot uppskattar högt är den utökade informationsgivningen i Swede Resources kvartalsrapporter, vilket höjer förtroendet för bolaget och ger en betydligt bättre bild av verksamheten.

Omsättningen under det första kvartalet uppgick till 439 tkr, en minskning med 327 tkr. Det beror till viss del på naturlig decline i bolaget brunnar, men till stor del på kollapsen i naturgaspriset på den amerikanska marknaden samt produktionsstoppet i Pen-105. Produktionen i Pen-105 har efter kvartalets utgång återupptagits och dessutom har naturgaspriset i USA till viss del återhämtat sig.

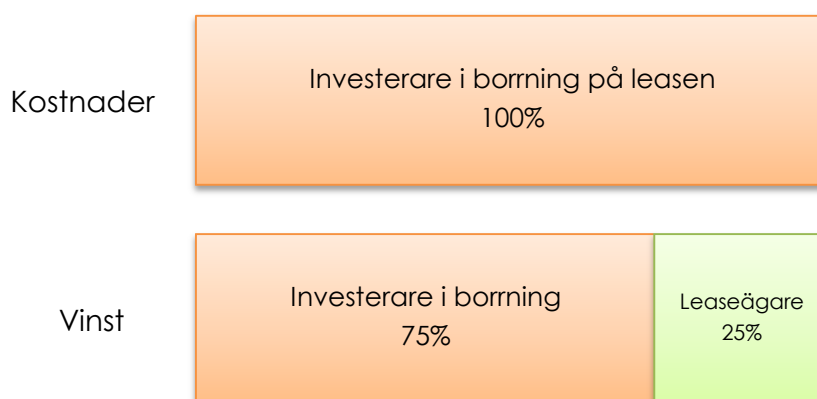
Teckningsperioden för teckningsoptionerna TO 4B som gavs ut i mitten på 2011 löpte ut vid utgången av maj. Totalt tecknades drygt 1,4 miljoner nya aktier, vilket innebär en teckningsgrad på 44%. Den relativt låga teckningsgraden beror förmodligen på ett i slutändan oturligt upplägg för teckningsvillkoren. Senaste tidens kursrörelser resulterade i att skillnaden mellan teckningskurs och

faktisk kurs blev för låg för att motivera många till teckning. De aktier som tecknades resulterade hursomhelst i att bolaget tillförs drygt 1 miljon kronor, vilket är ett välkommet tillskott med tanke på bolagets ökande aktiviteter i USA.

Update USA – första borrningen på leasen snart igång

Det börjar hända saker på Swede Resources leaseområde i Texas. Bolaget har nu säkrat finansieringen av den första borrningen, och den kommer att inledas i mitten på julis. Det imponerande är att Swede Resources lyckats bibehålla en andel på 83,2% i leasen. Det är högre än vad vi räknat med inför den första borrningen, och är väldigt positivt för den långsiktiga vinstförmågan. Leaseägare garanteras 25% av intäkterna från varje borrning på leaseområdet vilket innebär att varje procentandel Swede Resources lyckas behålla betyder väldigt mycket på lång sikt. Det ställs emot leaseägandet som finansieringskälla. Under 2011 avyttrades 16,8% av leasen för ca 3,4 MSEK med en reavinst på 3,2 MSEK. Det innebär att leasen i dagsläget innehar ett dolt övervärde på knappt 16 MSEK (totalt värde på ca 17 MSEK). I nuläget är bolaget i stort sett skuldfritt med en kassa på cirka två miljoner, och det dolda värdet i leasen bidrar till ökat svängutrymme.

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



Borrtillstånd har erhållits för de första fyra borrningarna på leaseområdet – Marrs-Mclean #1, Sun-Fee #1 & #2 samt Wade #1. Swede Resources har i dagarna kontrakterat en borrhög för den första borrningen – Marrs-Mclean #1. Detta är en av de två borrningar på området som Swede Resources tidigare har haft en andel i. Marrs-Mclean #1 har redan borrats en gång i början på 2008, varpå tre oljeförande zoner lokaliserades. Under arbetet fastnade emellertid borrhutrustning i borrhålet och arbetet avbröts. I och med att några produktionstester aldrig hann utföras under borrningen 2008 ska man inte vara helt säker på att borrningen kommer att resultera i en producerande brunn, men med tanke på hur borrningar i närområdet har presterat och det faktum att tre oljebärande zoner tidigare bevisats kan man inte vara annat än hoppfull. Det kommer att bli en intressant sommar för Swede Resources. Borrningen kommer som sagt att inledas i mitten på juli, och efterföljande borrtid uppskattas till cirka 14 dagar.

Brunnen Jenkins 1-14 uppges i rapporten för det första kvartalet kunna sättas i produktion inom kort. Som vi nämnde i vår tidigare analys är det enda som återstår ett produktionstillstånd från myndigheterna. Jenkins 1-14 är den första borrningen på ett område i Cimarron County Oklahoma som Swede Resources investerade i under 2010. Som synes har borrningen av brunnen dragit ut på tiden, men det tycks som om produktionsstart antligen ligger i närtid. Borrningen har tidigare uttryckts ha en

relativt stor potential och ägarandelen i brunnen ligger på 2,5%. Vi vågar ännu inte göra några antaganden kring intäkter från Jenkins 1-14, men kan produktionstillstånd erhållas kan det ha betydande effekter på Swede Resources intäkter. Med ett produktionstillstånd i hamn kommer dessutom borrningen av brunnarna Jenkins 2-14 samt Jenkins 3-14 att inledas under september.

Update Ungern – temporärt produktionstapp

Produktionen från Péneszlek-området i Ungern började att falla i slutet på 2011. Produktionen halverades under året från omkring 1 000 mcf/månad till 400-500 mcf/månad. Produktionen sker från två brunnar – PEN-105 och PEN-101. Under 2011 hade en förkastning stängt in en gasreservoar i PEN-105, vilket var den största anledningen till produktionsfallet. Gasreservoaren frigjordes genom borrningen av ett sidetrack och brunnen kunde sättas i produktion igen den 23e april. Initialt producerades 982 mcf/dag, varav ca 20 mcf/månad (600 mcf/månad) tillfaller Swede Resources. Det innebär att en viss återhämtning i intäkter från Ungern kommer att synas i rapporten för det andra kvartalet, men främst i efterföljande kvartal.

Gaspriset i Ungern håller sig fortsatt starkt. Under det första kvartalet 2012 erhöles knappa 16\$/mcf jämfört med de 2-3\$/mcf som erhöles på den amerikanska marknaden. Det högre priset i Ungern är ett resultat av kopplingen till oljepriset och jämförelsebara energimängder. Förmodligen kommer den senaste tidens fall i oljepriset att innebära en viss nedgång i det ungerska gaspriset, något som mycket väl kommer kompenseras av bolagets ökade produktion. Dessutom baseras det ungerska gaspriset på flera oljesorter och till viss del på historiska priser, vilket borde ge en viss buffert mot hög volatilitet i priset.

Hög substansrabatt

Swede Resources är svårt att värdera utifrån oljereserver i och med att bolaget inte tillgängliggörs sådana siffror från sina projekt i USA. Bolagets oljeprojekt redovisas som materiella anläggningstillgångar, och är där enbart värderade till den investerade summan minus avskrivningar. Misslyckade investeringar skrivs av direkt vilket innebär att redovisade tillgångar generellt sett har ett verkligt värde över det investerade.

<i>msek</i>	Värde
Materiella anläggningstillgångar	17,7
Dolt värde leaseäggande	16
Kassa	1,8
Värdering	15,7
Substansrabatt	56%

Trots försiktigt värderade materiella anläggningstillgångar uppgår substansrabatten i Swede Resources till 56%. Det egna kapitalet värderas vidare till enbart 77% av bokfört värde, och bolaget har en soliditet på goda 94%.

Prognoser och värdering

EBITDA och resultat var som väntat negativa under det första kvartalet 2012. Denna trend väntas vända under årets andra halvår, mycket till följd av förväntningar på borrstarten på bolagets leaseområde. Vi väljer till en början att vara relativt försiktiga i våra prognoser (se tabell ovan) inför borrstarten på Swede Resources leaseområde i Texas. Vi har valt att anta enbart en borrning på leasen per kvartal jämfört med Swede Resources officiella siffra på 1-2 per kvartal. Sker borrningarna i en

snabbare takt kommer våra prognoser att behöva revideras upp kraftigt. Det bör även nämnas att Swede Resources på sikt kan belåna investeringarna och på så vis nå högre avkastning, något vi inte har justerat för.

	Bolagets uppskattning	Axiers prognos
Produktion (fat/dag)	100	80
Träffsäkerhet	90%	80%

Prognos 2012 - 2015

sek	2012	2013	2014	2015	2016
Omsättning produktion	1 895	2 046	2 271	3 515	6 226
Produktionsnetto	1 100	1 227	1 362	2 109	3 735
Leaseintäkter	475	4 991	10 317	15 046	19 247
Leaseintäkter, andel av vinst	30%	80%	88%	88%	84%
Övriga externa kostnader	-2 623	-3 000	-3 400	-3 800	-4 200
Personalkostnader	-236	-1 150	-1 600	-1 800	-2 000
EBITDA	-1 283	2 069	6 680	11 555	16 782
Avskrivningar	-1 768	-941	-2 027	-3 173	-1 468
Resultat efter skatt	-3 052	1 128	3 429	6 178	11 287

2012 blir ett mellanår för Swede Resources. Ett år med höga avskrivningar och höga investeringar. Det första kvartalet var det näst sista kvartalet med aktiva avskrivningar på bolagets Ungerska projekt. Dessa avskrivningar uppgick till 484 tkr under det första kvartalet, vilket avsevärt drar ned det redovisade resultatet. Avskrivningarna har naturligtvis ingen kassaflödespåverkande effekt, men bortfallet av avskrivningar kommer att bidra till ett betydligt högre redovisat resultat under det andra halvåret 2012 och framåt.

Nyckeltal	2012	2013	2014	2015	2016
EV/EBITDA	n/a	7,2	2,0	1,1	0,7
P/E	n/a	13,9	4,6	2,5	1,4
Tillväxt	-18%	197%	79%	47%	37%

Ett par lyckade första borrningar på leaseområdet i Texas kommer att innebära att en stadig intäktbas byggs upp för bolaget. Det finns ett enormt antal möjliga borrhplatser på området vilket bäddar för något av en snöbollseffekt där kassaflöde effektivt kan investeras i egna borrningar och snabba på exploateringen av leaseområdet. Som nämnt tidigare har Axier valt att anta enbart en borrning per kvartal medan Swede Resources förväntar sig 1 – 2 per kvartal. En snabbare process än förväntat kommer att medföra betydligt högre intäkter på kort och lång sikt.

Kassaflödesvärdering

Kassaflöden, MSEK	Summa
Nuvärde 2012-2016	2,6
Nuvärde 2017-	19,7
Nettoskuld	-1,6
Summa nuvärde	23,8
Motiverat värde per aktie	1,4 kr

Ovan har vi räknat med att 40% av vinsten delas ut från och med 2014 (2013 års vinst), och beräknad WACC är 15%. Vår riktkurs sätts till 1,4 SEK vilket innebär en potential på drygt 50%. Notera att detta enbart är baserat på potentiell utdelning och inte fritt kassaflöde.

Axiers bedömning

Swede Resources värderas långt under både underliggande substansvärde och eget kapital. Detta trots en sund finansiell ställning. Enbart ägarandelen i leaseområdet i Texas har ett dolt övervärde på 16 MSEK, vilket ligger i nivå med dagens värdering av bolaget. Axiers diskontering av framtida utdelningar ger ett motiverat värde på 1,4 sek per aktie. I och med att den första utdelningen väntas först två år framåt i tiden ger en multipelvärdering en bättre bild av den kortsiktiga potentialen. 2013 blir året Swede Resources vänder till vinst, och redan 2014 sjunker P/E-talet till 4,6 och EV/EBITDA till 2.

Swede Resources är i nuläget en investering med väldigt hög uppsida och liten nedsida. Visar det sig som bolaget förväntar sig, att borrningar på leaseområdet i Texas kommer att ha en hit rate på 90% och resultera i brunnar med en produktion kring 100 fat per dag med minimal decline rate, då är potentialen enorm på ett antal års sikt. Det innebär att det kan bli väldigt trångt vid ingången för den som väntar till dess att bolaget redovisar resultatet från den första borrningen på området, men det sänker givetvis risken.

Även om oljepriset fallit tillbaka en aning de senaste månaderna har brunnar på leaseområdet en återbetalningstid på 3-5 år med dagens oljepris, samt relativt stabil avkastning under 20 år. Det innebär att det inte bör vara några svårigheter att hitta externa investerare om den första borrningen på området blir lyckad. Idag är Swede Resources en liten oljemygga, men kan på sikt bli något betydligt större. Axier rekommenderar köp på kort och lång sikt. Den mer riskvillige investeraren rekommenderas att göra sin investering innan bolaget redovisar resultaten från den första borrningen på leaseområdet i Texas.

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

Vare sig Axier Equities 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.