

Interfox Resources

- **Attraktivt område.** Tomsk regionen, där Interfox Resources är verksamma, är den region i västra Sibirien som producerar näst mest olja. Västra Sibirien står i sin tur för hela 71 % av Rysslands totala oljeproduktion.
- **CPR rapporten visar på stora reserver.** Enligt CPR rapporten finns det i området fyndigheter som uppgår till 32,4MM fat oljeekvivalenter av klass 2P.
- **Undervärderad gentemot sina peers.** Vår relativvärdering tyder på en kraftig undervärdering av bolagets reserver av olja/gas. Möjlig uppsida på 287 %.
- **Tidigare försäljning i närområdet.** Brittiska Imperial Energy såldes under 2008 till indiska ONGC. Köpeskillingen uppgick då till hela 1,4 miljarder GBP

**Analytiker**

Simon Skålberg

Nyckeldata

Aktiekurs	1,90
52 v högsta / lägsta	9,00 / 1,58
Antal aktier	25 268 171
Börsvärde (MSEK)	48,0
Nettoskuld (MSEK) Q3/14	-1,1
EV (MSEK)	46,9
Sektor	Olja & Gas
Lista / Kortnamn	Aktietorget / IFOX
Nästa rapport	2015-02-17

Utveckling

1 mån	-2,56 %
3 mån	-44,12 %
1 år	-25,15 %
YTD	16,56 %

Huvudägare**Innehav (%)**

FEPI/Interfox Invest AB	25,9 %
Nordnet Pensionsförsäkringar	2,7 %
Peter Eriksson	2,2 %
Archelon AB	1,3 %
Charles Liu	1,2 %

Ledning

VD/CEO	Peter Klimt
Styrelseordförande	Max Renard

Avkastningspotential

9

**Lönsamhet 0****Ledning 5****Trygg Placering 3**

Interfox Resources löser sin finansiering

Påbörjar arbetet av den nya brunnen

Registrering av C3 resurser hos ryska myndigheter

Ny CPR-rapport som bevisar stora resurser

Försäljning av tillgången



Investment Thesis

Första och enda tillgång i form av licens 71-1 "Ellejlgajskoje". Interfox Resources är ett relativt nystartat projekt som i början av året förvärvade sin första och enda tillgång. Licensen är belägen i Tomskregionen i västra Sibirien, Ryssland. En region som klassas som ett av världens största oljefält och som står för hela 71 % av Rysslands totala oljeproduktion. Detta talar starkt om inte ens klart för att licensområdet är mycket attraktivt.

Stora volymer olja/naturgas vid konservativ en värdering. Enligt CPR-rapporten som utgavs i januari 2014 uppges det kan finnas fyndigheter av olja/gas som uppgår till 32,4MM fat oljeekvivalenter av klass 2P. Detta uppfattar vi som en ytterst konservativ bedömning då ryska resursuppskattningar har gjort bedömningen 130MM fat oljeekvivalenter. I senaste rapporten påstår man att dessa resurser i dagsläget är under registrering hos ryska myndigheter. Ett klartecken av registreringen ser vi som en möjlig trigger som skulle kunna påverka aktiekursen positivt på kort sikt. Värt att notera är dock att dessa klassas enligt rysk standard som kategori C3, vilket inte är en reservberäkning, utan en beräkning av bedömda potentiellt utvinningsbara mineraltillgångar.

Analys bekräftar kolväten och höga mätnadsgrader. Under juli månad i år genomförde det oberoende geofysiska expertisbolaget IOGT en analys på den brunn där Interfox Resources har arbetat under 2014. Analysen bekräftar de slutsatser från tidigare rapporter samt redovisar att det troligen finns betydande resurser gas och olja på ett djup av 3 813 till 3 829,7 meter med en genomsnittlig mätnadsgrad om 62 %. Interfox Resources bekräftar även att analysen är tillförlitlig efter att ha inlett perforeringsfasen i de djupaste intervallen av brunnen.

Planerad exit under 2015. Ledningen kommunicerade i början av 2014 att planen är att avyttra projektet eller finna en samarbetspartner för produktion inom 18 månader.

Fortsatt arbete kräver finansiering. Interfox Resources har under 2014 arbetat med borrning och perforering av sin första brunn. Under 2015 är planen att man ska börja arbetet med sin andra brunn. I dagsläget står man inför en kritisk fas då man är i akut behov av att lösa den finansiering som är nödvändig för att man ska kunna börja arbetet med den andra brunnen. Detta akuta behov av finansiering grundar sig i att man måste börja transportera ut allt nödvändigt material från dess att vintervägarna öppnar någon gång i mitten på januari tills dess att de stänger efter cirka tre månader. Aktiekursen har under de senaste 2-3 månaderna fallit markant, vilket vi tror kan ha att göra med den osäkerhet som råder kring finansieringen.

Ledningen säger sig ha fört diskussioner med asiatiska investerare, men det faktum att tiden börjar bli knapp återstår. Delar man vår bedömning i att det är osäkerheten kring denna finansiering som i dagsläget hämmar aktiekursen tror vi också att man kan förvänta sig en riskpremie vid investering före dess att finansieringen är säkrad. Den mer defensiva investeraren väljer dock att vänta tills dess att finansieringen är säkrad. Då säger man sig ha tillgång till den finansiering som är nödvändig under nästkommande år och fram till en potentiell försäljning. Värt att tillägga är att finansieringen kommer att bidra till en utspädning av dagens aktievärde.

Oljepris och geopolitisk risk. För tillfället befinner sig oljepriset i en negativ trend som givetvis kommer att påverka en eventuell försäljning under nästkommande år. I dagsläget ser vi heller inget som pekar på att oljepriset inte skulle kunna falla ytterligare då OPEC kommunicerat att de inte tänker strypa sin produktion. Den geopolitiska osäkerhet som för närvarande råder i Ryssland har med största sannolikhet minskat investeringsviljan bland många investerare, vilket således påverkar dagens aktiekurs negativt. Däremot tror vi inte att den ryska situationen bör ha någon större inverkan på en kommande försäljning under 2015

Relativvärdering

Interfox Resources skiljer sig åt gentemot många av sina konkurrenter. Jämfört med många av sina konkurrenter har Interfox Resources ingen egen produktion av olja, utan man är ett väldigt nischat bolag då man enbart håller på med själva prospekteringsarbetet. Vi har dock tagit ett urval av bolag som är verksamma inom E&P (Exploration and Production) där vi har försökt finna bolag som är verksamma inom samma geografiska område som Interfox Resources för att göra en jämförelse.

Litet och mindre diversifierat bolag. Interfox Resources har i dagsläget tillgång till två brunnar på sitt licensområde. Man har under 2014 arbetat med sin första brunn och planerar att starta arbetet med en andra brunn under 2015. Sett till börsvärde är Interfox Resources ett väldigt litet bolag. Man är även mindre diversifierat än många av sina konkurrenter då man endast har tillgång till ett licensområde. Detta ser vi som en klar riskhöjare då mindre lyckade resultat kan komma att resultera i att man tvingas lägga ned verksamheten. Dock har man en låg skuldsättning vilket givetvis ska tolkas positivt då man kan arbeta utan större räntekostnader.

Låg EV/2P-värdering. Tittar man på förhållandet mellan 2P reserver och EV ser vi att Interfox Resources hamnar på en väldigt låg värdering i jämförelse med sina konkurrenter. Trots sitt låga EV innehar Interfox Resources relativt stora 2P reserver. Vi bedömer att en uppvärdering av bo-

laget är motiverat. Medianen för EV/2P bland de utvalda konkurrenterna ligger på 5,71 SEK vilket kan jämföras med Interfox Resources 1,45 SEK. Vid en uppvärdering till medianen skulle motiverat EV för Interfox Resources uppgå till 184,7 MSEK. Justerat för dagens nettoskuld landar vi på ett börsvärde på 185,8 MSEK och ett motiverat pris per aktie på 7,35 SEK. En uppsida på hela 287 % mot dagens aktiekurs. Här ska man dock ha i åtanke att alla de bolag som vi har använt i värderingen har egen produktion av olja, vilket givetvis motiverar en högre värdering.

Tidigare försäljning av brittiska Imperial Energy. När indiska ONGC köpte Imperial Energy (som har grannlicensen till 71-1) i augusti 2008 sattes prislappen till hela 1,4 miljarder GBP. Visserligen hade Imperial Energy vid den tiden reserver som uppgick till 920 MM fat oljeekvivalenter av klass 2P, vilket klart överskrider Interfox Resources reserver. Med hjälp av dessa siffror kan vi dock göra en grov uppskattning av värdet på de resurser som Interfox Resources innehar. Genom att använda oss av priserna per MM/fat oljeekvivalenter för just denna affär och prissätta Interfox Resources resurser med dessa så landar vi på en summa på ca 315,4 MSEK justerat för oljeprisutvecklingen. Då är inte kostnader för utvecklandet av produktion av olja med i beräkningarna. Trots att detta bara är en grov uppskattning av värdet på Interfox Resources resurser kan detta jämföras mot dagens blygsamma börsvärde på knappt 50 MSEK.

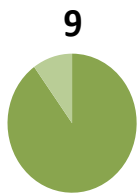
2015-01-03

(MSEK)	Primary Areas of Production	Debt/Total Cap	2P Reserves*	Market Cap	Enterprise Value (EV)	EV/2P
Misen Energy	Ukraine	40,90%	106,10	1138,8	1536,3	14,48
PetroNeft	Russia	34,73%	130,40	335,2	694,8	5,33
Shelton Petroleum	Russia and Ukraine	9,75%	21,00	226,4	243,2	11,58
Regal Petroleum	Ukraine	32,90%	11,70	126,7	-78,1	-6,68
Urals Energy	Russia	27,00%	46,40	134,2	264,9	5,71
Median	-	32,90%	46,40	226,4	264,9	5,71
<i>Interfox Resources</i>	<i>Russia</i>	<i>1,57%</i>	<i>32,40</i>	<i>48,0</i>	<i>46,9</i>	<i>1,45</i>

*Proved and Probable reserves (2P) Oil Equivalent (MM boe)

Disclosure:

Simon Skålberg – äger inte aktier i Interfox Resources

Avkastningspotential**Avkastningspotential – 9 poäng**

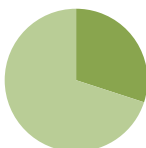
Som alltid när det kommer till den här typen av bolag är riskerna höga, men så är även avkastningspotentialen. Vid en EV/2P värdering ser vi en möjlig uppsida på hela 287 %. Möjligheten till fynd av ännu större reserver och en eventuell försäljning hägrar under 2015. Skulle detta inträffa ser vi en stor avkastningspotential i bolaget.

Lönsamhet 0**Lönsamhet – 0 poäng**

Det faktum att Interfox Resources inte har någon produktion och därför heller inget positivt kassaflöde väljer vi att sätta lägsta möjliga betyg.

Ledning 5**Ledning – 5 poäng**

Senaste nyheten i bolaget är att Peter Klimt blir ny VD. Anledningen till varför föregående VD Jens Bruno avgick är inget bolaget har kommunicerat och något vi enbart kan spekulera i. Vad vi däremot vet är att man har förändrat incitamentsstrukturen på det vis att man har dragit ner VD:s lön med en tredjedel och arbetar nu istället med en bonus som infaller vid eventuell försäljning av tillgången i Tomsk. Peter Klimt har tidigare erfarenheter från olje- och gasaffärer i Asien.

Trygg Placering 3**Trygg placering – 3 poäng**

Osäkerheten kring den brådskande finansiering som man är i akut behov av ser vi självklart som en risk. Skulle man inte lyckas lösa denna finansiering snarast kan arbetet komma till att bli försenat eller mer kostsamt än vad man idag har tänkt sig. En annan risktyngande faktor är den geopolitiska osäkerheten i Ryssland som har skapat en ovilja bland investerare att investera i landet. Detta tror vi kan ha påverka aktiekursen negativt. Anledningen till att vi väljer att värdera upp betyget till en trea är att man trots allt har rapporter som stödjer att det finns reserver av olja och gas, frågan är bara vilka slutliga volymer det kommer att röra sig om.

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.