

## Swede Resources – BTU billigare än aktien, arbitrageläge

Under december månad skrev Axier en synnerligen omfattande analys av olje- och gasföretaget Swede Resources i samband med den emission som då genomfördes.

I denna analys skrev Axier att vi förutspådde en kursuppgång i samband med att bolaget kommunicerade att emissionen var fulltecknad. I och med att denna var till fullo garanterad genom ett garantikonsortium sammansatt av G & W Kapitalförvaltning, visste vi redan från start att denna skulle bli fulltecknad. Den som agerade på analysen från december är bara att gratulera då aktien nästan dubblats på mindre tid än en månad.

Vi har emellertid observerat att den betalda *teckningsuniten*, det instrument som tecknades i emissionen, inte följt med i emissionen, varför vi valt att titta närmare på denna felprissättning och visar hur våra läsare kan göra en bra affär genom att köpa denna. Finns det redan ett innehav i aktien är transaktionen betydligt bättre. Läs mer då vi nedan förklarar hur Du skall gå tillväga.

### Den betalda teckningsuniten

#### ***Den betalda teckningsuniten***

Emissionen som nyligen genomfördes med företräde för nuvarande aktieägare gav en så kallad *unit* bestående av en aktie och en teckningsoption av serie TO 3 B.

Teckningskursen var 1,66 SEK per *unit*. Teckningsoptionerna emitteras utan vederlag. En teckningsoption berättigar till anmälan om teckning av en ny aktie till kursen 3,00 SEK i bolaget under perioden från och med den 1 juli 2010 fram till och med den 30 juni 2011. Varje *unit* består således av en aktie och en teckningsoption, varför värdet av denna skall vara högre än värdet för aktien, inte som nu då *uniten* handlas billigare.

#### ***Teckningsoption 3 TO3 B***

En teckningsoption av serie TO 3B berättigar till anmälan om teckning av

en ny aktie till kursen 3,00 SEK i bolaget under perioden från och med den 1 juli 2010 fram till och med den 30 juni 2011. Teckningsoptionen kommer att noteras under akronymen SERS TO 3 B och ha ISIN-kod SE0003084763

Vid fullt utnyttjande av TO3 B kommer Swede Resources AB att tillföras cirka 16 miljoner kronor. Teckningsoptionen kommer att noteras parallellt med aktien på Aktietorget och det kommer således att finnas en marknad för denna. Vi räknar med att en notering kommer att ske i månadsskiftet januari/februari. Eventuellt kan detta komma att förskjutas till i mitten av februari beroende på att Stockholmsbörsen byter handelssystem, men efter vad Axier har förstått så kan handeln komma att påbörjas tidigare, givet att vissa förutsättningar uppfylls.

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.

### ***Teoretiskt värde teckningsoption 3 TO3 B***

Axier konstaterar att teckningsoptionerna vid tillfället som denna analys skrivs är *at-of-money*, i och med att teckningskursen ligger på 3,00 SEK. vi har därför valt att värdera teckningsoptionen med en justerad *Black-Scholes* formel.

### ***Black-Scholes formel***

$$c = SN(d_1) - e^{-rTXN}(d_2)$$

$$p = e^{-rTXN}(-d_2) - SN(-d_1)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (R + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$\sigma \sqrt{T}$$

och

$$d_2 = \frac{\ln(S/X) + (R + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}} - \sigma \sqrt{T}$$

$$\sigma \sqrt{T}$$

där

$S$  = Avistakursen på den underliggande aktien

$T$  = Optionens löptid

$\sigma$  = aktiens volatilitet, egentligen volatiliteten i avkastningen

$X$  = Lösenkursen

Axier väljer att räkna på optionen som om den vore av så kallad europeisk

karaktär. Detta är förvisso inte helt korrekt, optionen skall egentligen värderas som en serie amerikanska optioner, men skillnaden i värde är marginell varför vi väljer det andra alternativet.

Vi väljer att räkna med en återstående löptid som uppgår till knappa 18 månader då det är den totala återstående löptiden och gänse optionsteori säger att en placerare skall avvakta med inlösen så pass länge som möjligt på grund av det inneboende tidsvärdet, det så kallade *thetat*. Den stora frågan som vi ställs inför är vilket standardavvikelse vi skall använda oss av. Det finns två olika skolor, dels de som anser att 90 dagar är det enda möjliga värdet, dels de som anser att valet av standardavvikelse skall spegla den återstående löptiden i teckningsoptionen. Axier föredrar att arbeta med det sistnämnda alternativet.

Resultatet vi får från denna formel kan numera utnyttjas för att värdera den utestående teckningsoptionen i Swede Resources. Formeln ovan tar emellertid inte hänsyn till att det rör sig om en teckningsoption vilket medför en utspädning. För att korrigera detta värde kvoterar vi utspädningen med värdet enligt *Black-Scholes*. Vi måste också ta hänsyn till det tidigare optionsprogrammet som kommer att medföra en utspädning.

Genom utnyttjande av formeln  $(1/(1+q))(V_c)$  konstaterar Axier att det korrekta värdet på teckningsoptionen uppgår till 1,48 SEK. Redan här ser vi att det finns incitament till att köpa *units* istället för aktierna, även om syftet endast är att erhålla vederlagsfria teckningsoptioner. Det höga värdet beror dels på den långa återstående löptiden för optionen, dels av den höga volatiliteten som Swede Resources uppvisat under det senaste året, främst till följd av den uppvärdering som skedde i våras. Senast i mitten av februari kommer de betalda unitsen att ha omvandlats till aktier varvid värdet på teckningsoptionerna synliggörs.

## Axiers bedömning

Vi rekommenderar den som redan i dag har aktien, och är långsiktig att titta närmare på prissättningen i såväl aktien som teckningsrätten. Det kan gå att genomföra ett arbitrage, men observera skatteeffekterna, såväl de positiva som negativa detta agerande kan komma att medföra.

Axiers långsiktigt positiva syn på Swede Resources kvarstår, och det kan av denna anledning synas märkligt att vi rekommenderar våra läsare att sälja aktien. Emellertid, det finns en förklaring till detta. Den som äger aktien i dag kan sälja av denna och istället köpa motsvarande antal av *den betalda teckningsuniten*.

Varje teckningsunit består av en aktie och en teckningsoption med lösenkursen 3,00 SEK. *Uniten* ger således innehavaren inte en utan två

möjligheter att ta del av den framtida kursuppgången i Swede Resources. Detta till trots handlas *den betalda teckningsuniten* till en lägre kurs än vad aktien gör.

Axier gör bedömningen att denna felprissättning sker som en följd av felprissättning, att aktörerna missat att det är en så kallad *BTU, en betald teckningsunit*, och *inte en BTA, betald teckningsaktie*, som handlas.

### **Hur agera**

Axier rekommenderar att den som har ett innehav i aktien byter detta mot lika många *betalda teckningsunits*. Detta under förutsättning att inga negativa skatteeffekter uppstår vid bytet.

I och med att handels- och börsposter nu är borttagna överallt utom på Nordic Growth Market, NGM, så är inte udda poster längre något problem.

I skrivande stund handlas aktien till 2,50 SEK, medan den betalda teckningsuniten prissätts i spannet 2,00 till 2,05 SEK.

Den som då har ett innehav av aktien kan då sälja av denna, erhålla XX SEK, och direkt köpa lika många betalda teckningsunit. Resultatet av denna operation medför, allt annat lika, att placeraren erhåller samma antal aktier som innan, så fort emissionen är registrerad. Utöver detta erhålls samma antal teckningsoptioner, vilket medför att den potentiella uppsidan dubblas, samtidigt som 0,45 SEK per aktie frigörs.

Observera, vi har i detta räkneexempel inte tagit hänsyn till transaktionskostnader, *cost-of-carry* eller de eventuella skatteeffekterna, vare sig positiva eller negativa, som utlöses av detta byte.

Den som är intresserad av att köpa aktien avrådes bestämt från att köpa denna direkt, det är betydligt billigare att köpa den betalda *teckningsuniten* som är felprissatt. Att denna dessutom ger köparen en teckningsoption i vilken en betydande hävstång finns inneboende ser vi som en extra krydda som kan komma att visa sig betala sig mycket väl i framtiden.

\*Axier Equities har av styrelsen i Swede Resources anlitats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacering 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 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 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

Axier Equities 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.