

Kurspotential i närtid?

Stabilisering av produktion i Block 3&4 – möjlig

försäljning för att synliggöra värde

Block 3&4 har haft fortsatt problem med att producera på en stabil och förutsägbar nivå även om vissa tecken på stabilisering syns. Främsta orsaken till detta är att fältet är moget och behöver löpande investeringar i form av produktionsborrningar och hantering av höga vattenflöden från brunnarna. Produktionsprognosen för 2024 ligger på 8 200 fat +/- 400 per dag. Bolagets reserver har sjunkit med ca 10% då produktionen ej kunnat kompenseras fullt ut och bolagets 2P-reserver ligger nu på 21,7 mmbbl, bolagets 2C-resurser ökade 0,9 mmbbl till 15,5 mmbbl. Bolaget meddelade i samband med kvartalsrapporten att man överväger en försäljning av delar eller hela Block 3&4 för att synliggöra värde. **Detta stödjer vår åsikt att bolaget i dag handlas under bolagets certifierade 2P/2C reserver/resurser. Utöver detta finns stor potential i den prospektering man genomför i Block 56 och Block 58.**

Block 56

I Block 56 har Tethys Oil genomfört framgångsrikt produktionstest av Al Jum-d-fyndet där man producerat mer än 60 000 (brutto). Bolaget har som mål att färdigställa en fältutbyggnadsplan inom de närmaste veckorna och använda den som grund för att kunna starta kommersiell produktion. Bolaget jobbar vidare med att undersöka större delar av "Eastern Flank" där man borrar Menna-1 med kolväteindikationer från flera nivåer. Sedan tidigare har man borrar brunnen Sarha-3, också den med kolväteindikationer över flera zoner. Planen närmast är att testa dessa brunnars produktionskapacitet. Under året kommer Tethys att gå igenom fler prospekt och "leads" för "Eastern Flank" för att kunna få en överblick över området. Parallellt med detta sker 3D-seismik tolkning för "Central Area" där man undersöker förekomsten av möjliga oljeförande zoner och potentiella prospekteringsborrningar under året. Tethys har lämnat in en fältutbyggnadsplan till till det Omanska Ministeriet för Energi och Mineraler ("MEM") för granskning och godkännande. Ett godkännande möjliggör bland annat kommersiell utbyggnad av blocket.

Block 58 och Block 49

I Block 58 har Tethys Oil identifierat tre intressanta prospekt som tillsammans uppskattas ha utvinningsbara resurser (P50 oriskat) på 131,5 mmboe. Man kommer påbörja borrning av det största prospektet Kunooz-1 (tidigare Fahd South) som står för 88,1 mmboe oriskade resurser. Borrning är beräknad att starta innan juni månads utgång. Utöver detta finns prospektiva resurser i ett område som kallas "South Lahan" vilka uppgår till 251,5 mmboe (23,8 mmboe riskjusterat) fördelat på sex potentiellt oljeförande strukturer. Tethys undersöker samtidigt möjligheten till att farma ut delar av blocket för att hantera helhetsrisken i prospekteringsportföljen och samtidigt kunna få in en partner som kan bidra med starkt tekniskt kunnande.

Tethys Oil

Rapportkommentar 2024, Q1

Datum 5 juni 2024
Analytiker Joakim Kindahl

Basfakta

Bransch Energy
Styrelseordförande Per Seime
Vd Magnus Nordin
Listning Nasdaq Mid Cap
Ticker TETY
Aktiekurs, kr 34,5
Antal aktier, milj. 32,3
Börsvärde, mkr 1 113
Nettoskuld, mkr 156
Företagsvärde (EV), mkr 1 269
Motiverat värde, kr 50
Nästa rapport 2024-08-06

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, USDm

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	157	138	127	125
Bruttoresultat	106	82	75	77
Rörelseres. (ebit)	59	-12	32	38
Resultat f. skatt	59	-16	32	38
Nettoresultat	52	-11	32	38
Vinst per aktie, USD	1,62	-0,33	0,99	1,17
Utd. per aktie, SEK	5,0	0,0	2,0	4,0
Omsättningsstillväxt	39%	12%	-8%	-2%
Bruttomarginal	68%	59%	59%	62%
Rörelsemarginal	37%	-8%	25%	30%
Nettoskuld/eget kap.	1,2	1,2	1,2	1,2
Nettoskuld/ebitda	3,4	3,4	3,4	3,4
P/e-tal	2,5	-12,4	4,1	3,5
EV/ebit	2,5	-12,9	4,7	4,0
EV/omsättning	1,0	1,1	1,2	1,2
Direktavkastning	14,5%	0,0%	5,8%	11,6%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

I Block 49 borrades Thameen-1 under 2021 och indikerade en kolväteförande zon på drygt 30 meter som tyvärr ej flödade vid tester. Man har beslutat om att på nytt försöka få brunnen att flöda olja. Vid analys har det visat sig att man tror att reservoarstenen har potential att producera olja om man kan spräcka den genom hydraulisk spräckning. Upphandling av integrerat service kontrakt där alla nödvändiga tjänster för att på nytt testa brunnen pågår för närvarande. Bolaget gick in i en andra prospekteringsfas för blocket och avtalet förlängdes därmed till sista december 2026.

Nedjustering av motiverat värde – fortfarande

intressant risk/reward

Vårt motiverade värde ligger i ett intervall om 50 till 65 kr (74 kr) per aktie baserat på ett långsiktigt oljepris på USD 80. Intervallet består huvudsakligen av skillnad i diskonteringsränta (10% respektive 15%). Vi antar full produktion av bolagets 2P reserver samt andelen utvinningsbara 2C resurser som antas produceras minskas från 60% till 50%. Trots nedjusteringen bedömer vi att vi är i ett intressant läge i Tethys Oil då enligt vår bedömning bolaget handlas under sitt motiverade värde på 2P/2C. Bolagets initierade strategiska översyn stödjer detta också. Tethys har utöver detta också en spännande prospektering och utvärdering av tidiga fynd som om det blir lyckosamt kan ge ett bra värdeskapande framöver. Även om man verkar inom en riskfylld bransch ser vi på dagens aktiekurs en god risk/reward, inte minst med tanke på den mycket stora potential Kunooz-1 skulle ge vid en lyckad borrning.

Investeringsstes

Tethys Oil har både produktion och prospektering

Tethys Oil har varit verksamt i Oman under lång tid och har skaffat sig god erfarenhet av landet och dess geologi. Idag har bolaget ett producerande fält som ger goda kassaflöden samt en uppsida i form av framtida prospektering. Kassaflödet är tillräckligt utifrån dagens oljepris för att kunna investera för framtiden gällande prospektering och ytterligare produktionsborrningar. Det faktum att man är kassaflödesgenererande sänker risken i bolagets verksamhet.

Flexibelt investeringschema med goda skattevillkor

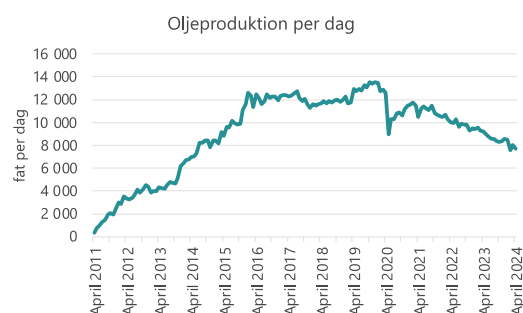
Bolaget har visat att man kan hantera låga oljepriser genom att minska sina investeringar då kassaflödet ej är tillräckligt. Man har ett förmånligt skatteavtal då man får en snabb återbetalning av investerade pengar genom att man erhåller upp till 40% av oljeproduktionen för att återvinna nedlagda kostnader.

Bolaget värderas under 2P-reserver

Med dagens oljepriser ser vi en värdebas i Tethys Oil sett till bolagets 2P/2C-siffror. Till detta tillkommer även en prospekteringsportfölj. Med dagens värdering bedömer vi att marknaden enbart värderar bolagets 2P-reserver och sätter inget värde på 2C eller potentiell prospekteringsuppsida vilket vi anser långsiktigt är fel.

Tethys Oils oljeproduktion

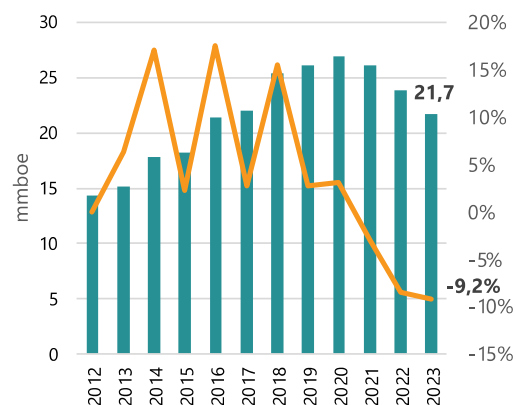
Oljeproduktion per dag ligger på ca 8 000 fat per dag



Källa: Bolaget, Analysguiden

Årlig reservutveckling över tid

2P reserver t.v. Årlig ökning t.h.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Verksamheten

Tethys Oil är verksamma inom oljepropektering och produktion med tillgångar främst i Oman.

Oman

Oman är beläget i den sydöstra delen av den Arabiska halvön. Oman kontrollerar också Hormuzsundet, vilket är en av regionens viktigaste passager och sammanbinder Omanska havet med Persiska viken. Närmsta grannländer är Förenade Arabemiraten, Saudiarabien och Jemen.

Tethys Oil förvärvade under 2007 andelar i licensen Block 3&4. Blocken omfattar en yta om 29 130 km² i den östra delen av centrala Oman. Tethys Oil äger en 30%-ig andel i Block 3&4 resterande del ägs av Mitsui E&P Middle East B.V. med en 20%-ig andel samt CC Energy Development S.A.L. (Oman branch) med en 50%-ig andel som också är operatör i blocket.

Under 2017 utökade Tethys Oil sina intressen i Oman genom att tilldelas en prospekteringslicens i Block 49. År 2019 förvärvade man 20% i Block 56 vilket är en prospekterings- och produktionslicens. Denna andel utökades under fjärde kvartalet 2020 med ytterligare 45% till en andel om 65% totalt.

Under 2020 erhöll bolaget ett produktions- och prospekteringsavtal för Block 58 i vilket man har en 100%-ig andel.

Tethys Oil är med dessa fyra licenser en av de största licensinnehavarna (onshore) i Oman sett till ytan.

Sammanfattning Licenser & Avtal

Licenser & Avtal	Andel, %	Fas	Utgångsdatum	Partners (operatör i fetstil)
Block 3&4, Oman	30%	Produktionsfas	Juli 2040	CCED, Mitsui, Tethys Oil
Block 49, Oman	100%	Andra prospekteringsfas	December 2026	Tethys Oil
Block 56, Oman	65%	Andra prospekteringsfas	December 2024	Tethys Oil, Medco, Biyaq, Intaj
Block 58, Oman	100%	Initial prospekteringsfas	Juli 2024	Tethys Oil

Källa: Tethys Oil

Verksamhet i Oman



Källa: Google Maps

Block 3&4

Tethys Oil borrade Farha South-3, vilket var den första prospekteringsborrningen bolaget gjorde i Block 3&4, i början av 2009. Detta blev början till den framgångsrika prospekteringen och ut-byggnaden av blocket. Man upptäckte fältet Farah South och detta är fortfarande den största producenten i Block 3&4.

Man har hittills producerat drygt 43 miljoner fat olja från fältet (Tethys Oils andel). Tethys Oil fick under 2012 sitt prospekterings- och produktionsavtal förlängt till 2040.

Farha South-fältet är inte en stor sammanhängande reservoar, utan uppdelat i mindre förkastningsblock där oljan är lagrad. Oftast ligger dessa mindre reservoarer bredvid varandra varför prospektering kan ske relativt effektivt. Samtidigt kommer reservorna med stor sannolikhet inte att öka på något dramatiskt sätt från ett år till ett annat utan en ökning sker gradvis som den gjort historiskt.

På Farha South-fältet utvinns oljan huvudsakligen från sandstenen Barik på ett genomsnittligt djup om 1 600 meter, men produktion sker också från det underliggande Lower Al Bashir-lagret. Reservoaren har låga halter gas och saknar naturligt vattentryck vilket medför att man måste injicera vatten i reservoaren för att öka trycket och erhålla en god produktion.

Omkring 30 förkastningsblock har borrats och satts i produktion varav majoriteten har byggts ut med vatteninjicering. Oljan som produceras är av god kvalitet (>40 API) med mycket låga svavelhalter.

Saiwan East-fältet

Saiwan Eastfältet upptäcktes kort efter Farha South-fältet genom borrningen av Saiwan East-2. På Saiwanfältet utvinns oljan från en kalkstensreservoar kallad Khufai på ett djup av mellan 1 700 meter och 2 400 meter. Oljan från Khufaireservoaren håller en kvalitet av i genomsnitt 32 grader API.

Man har upptäckt stora volymer olja på fältet, dock av varierande kvalitet, bl a tung olja. För att man i framtiden skall kunna utvinna denna kommer det att krävas mer avancerad teknik för utvinning och till högre kostnader. Det finns dock i dagsläget ej några planer för att arbeta vidare med detta.

Shahd-fältet

Shahdfältet upptäcktes i ett tidigare ej borrat område 2013 genom prospekteringsborrningen Shahd B. På Shahd-fältet produceras oljan från karbonatlagren Lower Buah och Khufai från ett djup på omkring 2 000–2 400 meter.

Oljan från Shahdfältet håller en god kvalitet om 35–38 grader API. Även här består fältet inte av en stor sammanhängande reservoar, utan oljan finns i mindre strukturer. Man har satt åtta strukturer i produktion. Även här saknas naturligt tryck i reservoaren i form av gas/vatten så vatteninjicering behövs för att nå bra återvinningsgrader.

Block 3&4



Källa: Tethys Oil

Stora mängder 3D-seismik har samlats in under de senaste åren vilket håller på att tolkas och bearbetas vilket bör kunna leda till att man kan fortsätta prospekteringsarbetet under ett flertal år

Ulfa-, Samha- och Erfanfälten

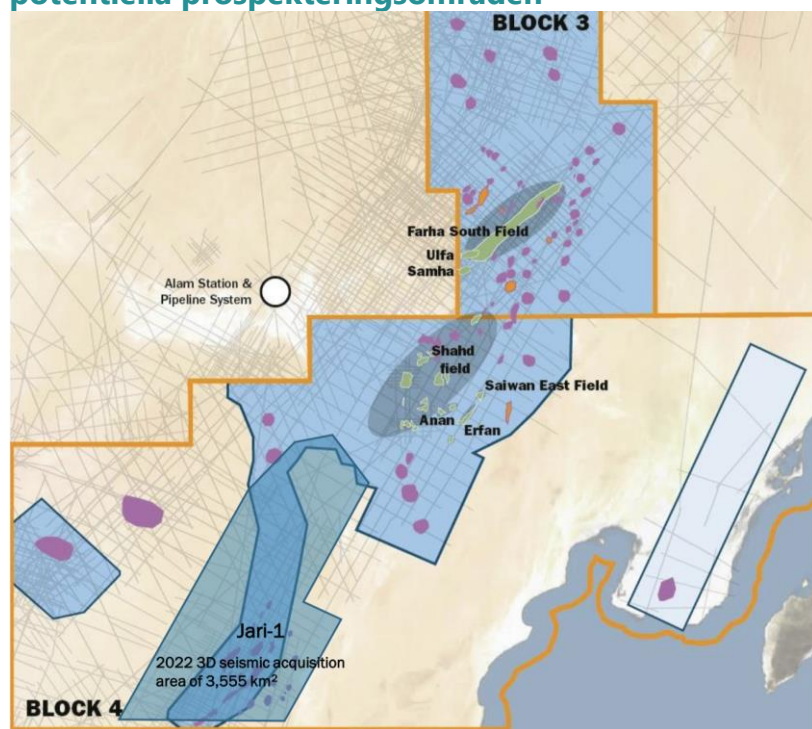
Under 2017 genomfördes ett antal prospekteringsborrningar vilka resulterade i att man upptäckte Ulfa-, Samha och Erfanfälten.

På **Erfanfältet** utvinns oljan från karbonaten Khufai, som är belägen mellan 1 700 meter och 2 400 meter under markytan, vilket är samma formation som från angränsade Saiwan East-fältet.

Ulfafältet är beläget längs Farha-trenden. Produktionen sker från karbonaten Khufai som är den huvudsakliga producenten på fältet, men även Buahformationen är i produktion.

Samhafältet angränsar till Ulfafältet och producerar från både Khufai- och Buahformationerna. Oljan från både Ulfa och Samha är av hög kvalitet, omkring 45 grader API och har en hög gashalt.

Karta över Block 3&4 med producerande fält och potentiella prospekteringsområden



Källa: Tethys Oil

Block 49

Block 49 täcker en yta om 15 439 km² och tilldelades under 2017. Tidigare operatörer har genomfört nio prospekteringsborrningar där flera uppgetts ha påträffat spår av olja. Bland annat borrades det första borrhålet i Oman, Dauka-1, redan 1955.

Block 49 har övergått i en andra prospekteringsfas som löper till december 2026.

Tethys började med att omarbeta nästan 1 500 km av totalt 11 000 km 2D-seismik som tidigare operatörer samlat in. Genom detta arbete kunde man identifiera ett antal avvikelser som skulle kunna vara oljefällor. Dessa avvikelser ligger på över 2 500 m djup. Man har efter detta samlat in ytterligare ny seismik (ca 250 km² 3D-seismik och ca 300 km 2D-seismik) i den nordöstra delen i licensområdet.

Efter att bolaget bearbetat denna data hittade man en intressant struktur som bolaget påbörjade borrning på under senare delen av 2020. Strukturen kallas Thameen och borrningen planerades till ett djup om 4 000 meter med målet att utvärdera tre potentiella reservoarer.

Borrningen slutfördes under första kvartalet 2021 med blandade resultat. Det positiva var att man hittade kolväten i den huvuddel av borrningen man identifierat dock utan att några vätskeflöden kunde noteras vid test. En första indikation är att reservoaren har en god porositet (förmåga att lagra kolväten) men dålig permeabilitet (förmåga att vätska skall flöda igenom reservoaren). Man kommer i nästa steg utvärdera vilka möjliga sätt som finns för att detta skall lösas. Ett möjligt sätt skulle kunna vara att man spräcker reservoaren genom så kallad fracking för att på konstgjort sätt skapa små sprickor som oljan kan flöda igenom. Under 2024 beräknar bolaget att kunna åter testa Thameen-1 och genomföra en hydraulisk spräckning för att kunna se om det gör att brunnen flödar kolväten.

Block 49



Källa: Tethys Oil

Block 56

Block 56 förvärvades i omgångar där första transaktionen skedde under Q4 2019 med 20%-enheter. Under Q4 2020 förvärvades ytterligare 45%-enheter och Tethys Oil har nu en 65%-ig andel i blocket och är operatör. Block 56 täcker en yta om 5 808 km² i den sydöstra delen av Oman, ca 200 km söder om Block 3&4.

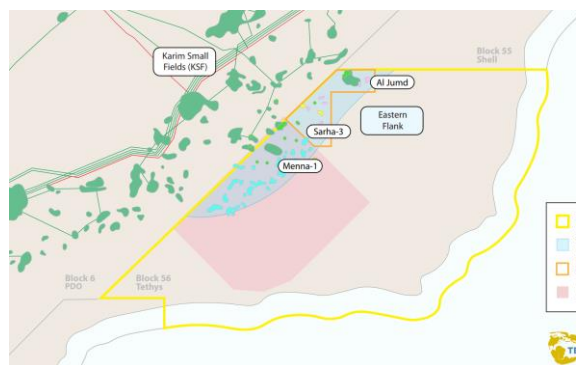
Totalt har det genomförts 11 borrhningar där alla utom en påträffade olja eller spår av olja. Dock har ingen fastställts vara kommersiell. Man har även testat tre tidigare borrhningar där ett av borrhålen bekräftade ett aktivt petroleumsystem med en råoljekvalitet om 20–25 grader API och medium viskositet. Detta är ej fastställt kommersiellt ännu.

Block 56 finns i ett område där olika geologiska system möter varandra varför blocket har prospekteringspotential i många olika kol-vätesystemmodeller ("oil plays") – både sådana som är bevisade och sådana som ännu är oprövade. Flera av dessa potentiella oljeformationer är kända av Tethys Oil sedan bolagets tidigare arbete.

Tethys Oil har fastställt ett arbetsprogram där man avser kartlägga Al Jumud-området. Man har genomfört fem borrhningar och skjutit 3D-seismik i den mer centrala delen av blocket "Central Area". **Området kallat "Central Area" nedanför Al Jumud har en indikerad potential om 50 mmbøe, brutto.**

Al Jumud-strukturen ligger på samma trend som existerande oljefynd i det närliggande Block 6. Potentiella fynd i Al Jumud (AJ) är sannolikt mindre men relativt lätta att sätta i produktion, för att sedan gå vidare med prospektering i den mer lockande mittendelen av blocket. Bolaget har borrarat tre brunnar i Al-Jumud och genomfört ett framgångsrikt produktionstest med en total bruttoproduktion om ca 60 000 fat. Resultaten är uppmuntrande och avriskar delvis basscenariot även om ytterligare tester behövs för att fastställa reservvolymer. Bolaget jobbar vidare med att undersöka större delar av "Eastern Flank" där man borrarat Menna-1 med kolväteindikationer från flera nivåer. Sedan tidigare har man borrarat brunnen Sarha-3, också den med kolväteindikationer över flera zoner. Planen närmast är att testa dessa brunnars produktionskapacitet. Under året kommer Tethys att gå igenom söka fler prospekt och "leads" för "Eastern Flank" för att kunna få en överblick över området. Området är särskilt intressant genom den geologiska förlängningen från Karim Small Fields. **Bolaget befinner sig i processen att få en fältutbyggnadsplan godkänd av Ministeriet för Energi och Mineraler. En godkänd fältutbyggnadsplan ligger till grund för kommersiell produktion, vilket borde kunna möjliggöras inom en relativt snar framtid samt även ge tredjepartsverifierade resurs- och möjligen reservsiffror för delar eller samtliga av fynden och prospekten.**

Prospekterings- och produktionsdelningsavtalet för Block 56 undertecknades i november 2014 och dess inledande prospekteringsperiod om tre år har förlängts till december 2020. Partnergruppen har enats om att gå vidare till andra fasen, som löper till december 2024.



Källa: Tethys Oil

Block 58

Under mitten av 2020 förvärvade Tethys Oil Block 58 onshore från de omanska myndigheterna. Avtalet är ett prospekterings- och produktionsdelningsavtal. Tethys Oil är operatör för Block 58 med 100%-ig andel i blocket.

Block 58 är beläget i den södra delen av Oman och täcker en yta om 4 557 km². Tidigare operatörer har samlat in sammanlagt 7 600 km² 2D-seismik och 1 100 km² 3D-seismik som Tethys Oil fått ta del av.

Utöver detta har man också tillgång till loggar och borrarapporter från två tidigare borrhningar som påträffade spår av kolväten.

Ett antal olika kolvätesystemmodeller ("plays") har bedömts vara aktiva inom licensområdet, bland andra sådana som Tethys har tidigare kunskap om från arbeten i Oman. Man har identifierat ett antal potentiella kolväteförande strukturer som efter vidare arbete eventuellt kan uppgraderas till borrhbara prospekt.

Man har lokaliserat två strukturer från existerande seismik, på den södra (inringad i kartan nedan) strukturen har 3D-seismik skjutits och tolkning påbörjats för att få bättre detaljinformation om var man skall borra och potentiell storlek. Information om detta kommer vara en mycket intressant datapunkt då tidiga indikationer visar på potentiellt större oljefält. Tethys Oil har hittills tre borrhbara prospekt i Block 58 där vi antar ett värde per fat på ca USD 3. Riskjusterat värde för de tre prospekten skulle då uppgå till ca 25 kr per aktie.

Planen är att påbörja borrhningen av Kunooz-1 (tidigare Fahd South) innan juni månads utgång. Bolaget för diskussioner om en "farm-out" av delar av blocket.

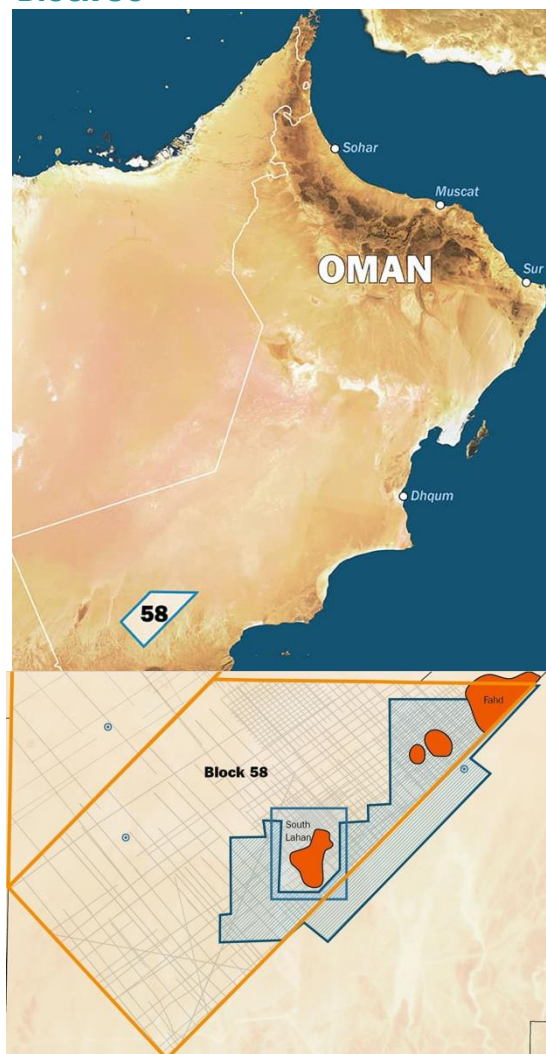
Prospekt	Formation	Utvinnsbara resurser, mmboc	CoS	Riskjusterade resurser, mmboc	USD / bbl	USDm	SEKm	SEK/aktie
Fahd South	Ara	18,8	18%	3,4	3	10	106	3
	Buah	45,4	21%	9,5	3	29	299	9
	Khufai	23,9	24%	5,7	3	17	180	5
Summa				18,7	3	56	584	18

Prospekt	Formation	Utvinnsbara resurser, mmboc	CoS	Riskjusterade resurser, mmboc	USD / bbl	USDm	SEKm	SEK/aktie
Fahd South	Ara	3,8	18%	0,7	3	2	21	1
West	Buah	8	21%	1,7	3	5	53	2
	Khufai	4,3	24%	1,0	3	3	32	1
Summa				3,4	3	10	106	2

Prospekt	Formation	Utvinnsbara resurser, mmboc	CoS	Riskjusterade resurser, mmboc	USD / bbl	USDm	SEKm	SEK/aktie
Fahd	Buah	16,7	16%	2,7	3	8	84	3
	Khufai	10,6	19%	2,0	3	6	63	2
Summa				4,7	3	14	147	4

Källa: Tethys Oil, Analysguiden

Block 58



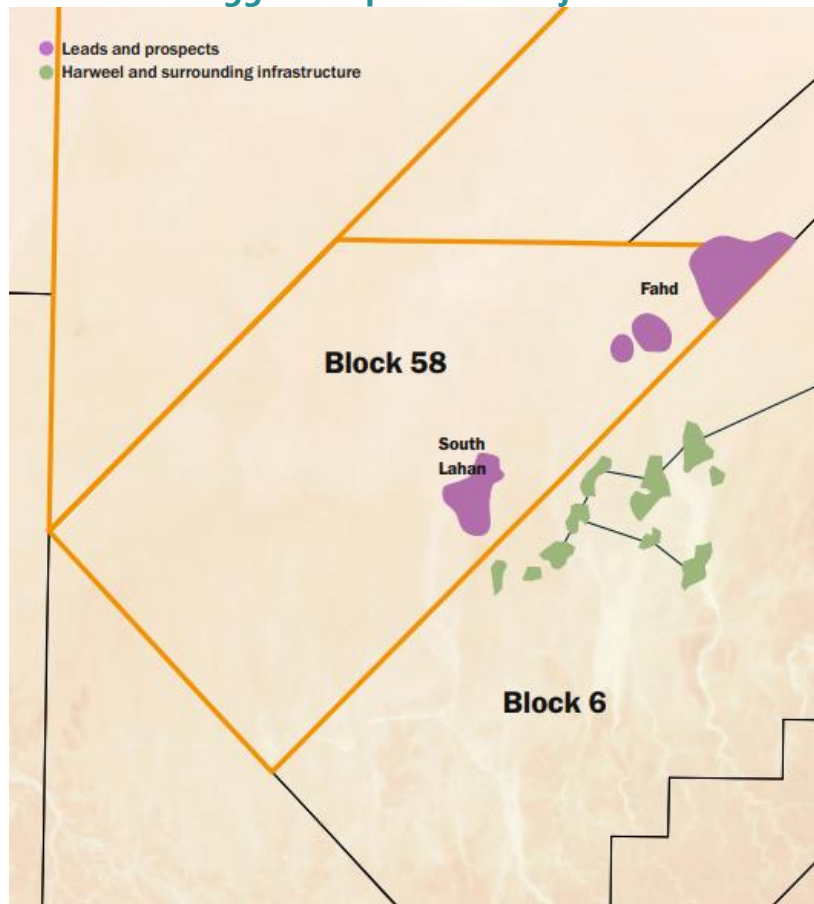
EPSA-avtalet för Block 58 omfattar en inledande prospekteringsperiod om tre år, med en möjlighet att förlängas med ytterligare en treårsperiod. Om ett kommersiellt olje- eller gasfynd görs, kommer avtalet att omvandlas till ett 15-årigt produktionsdelningsavtal, vilket kan förlängas med ytterligare fem år. Vid ett kommersiellt olje- eller gasfynd, kommer ett av omanska staten ägt bolag ha rätt att förvärva upp till 30 procent av Block 58, mot ersättning av nedlagda kostnader. Arbetsprogrammet under den första prospekteringsperioden består bland annat av en seismisk 3D-studie och två prospekteringsborrningar.

Utöver detta finns prospektiva resurser i ett område som kallas "South Lahan" vilka uppgår till 251,5 mmbbl (23,8 mmbbl riskjusterat) fördelat på sex potentiellt oljeförande strukturer. Riskjusterat värde för de sex strukturerna, baserat på USD 3 / bbl, skulle då uppgå till drygt 20 kr per aktie.

Potentiellt oljeförande strukturer	Utvinningsbara resurser, mmbbl				Riskjusterade resurser, mmbbl	
	P90	P50	P10	Pmean	CoS	Pmean
SL1	14	54	145	69	10%	7
SL2	5	15	38	19	14%	3
SL5	11	41	108	52	10%	5
SL6	10	39	102	49	6%	3
SL9*	8	29	77	38	11%	4
SL9*	1	3	7	4	10%	0
SL10	5	18	45	22	11%	2
Summa	55	200	523	252		24

Källa: Tethys Oil, Analysguiden

South Lahan ligger i en potentiellt oljeförande trend

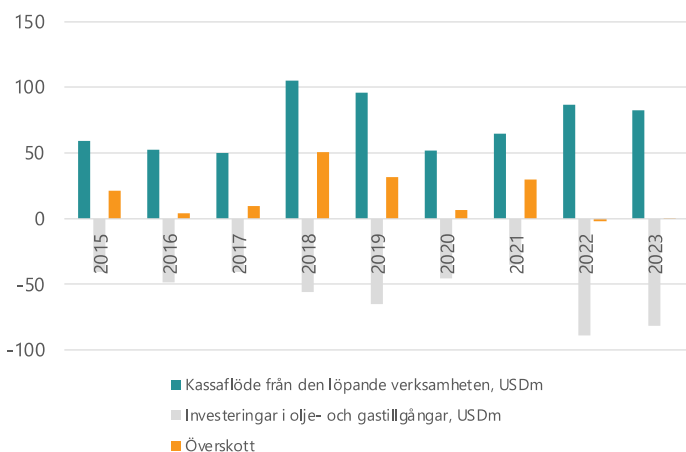


Källa: Bolaget

Värdering

Grunden för att värdera ett bolag med oljetillgångar bygger på att se vilket värde dessa fat har, givet den skattesituation man befinner sig i, kostnader för att utvinna och producera ett fat, vilka investeringskostnader man har under reservernas livslängd samt hur många år det tar att utvinna reserverna.

Som syns i diagrammet nedan genererar dels bolaget goda kassaflöden från sin oljeproduktion, dels årliga kassaöverskott som går till prospektering och utdelning till aktieägarna. Dock så har de senaste åren varit kapitalintensiva utan att ge tillbaka den produktion man eftersträvat i Block 3 & 4.



Källa: Tethys Oil, Analysguiden

Kostnader och skatter

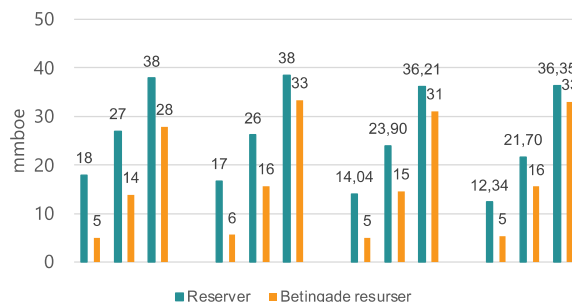
Historiskt har Tethys Oil haft stabila kostnader för att utvinna oljan på runt USD 10 / fat även om den senaste tidens produktionsnedgång och kostnadsökningar fått priset per fat att öka till närmare 20 USD / fat. Vi beräknar också att avskrivningstakten på USD 13 / fat är den nivå man kommer att ligga på framöver vad gäller investeringar i oljefälten.

Bolagets skattesituation i Oman är dikterat av ett produktionsdelningsavtal (se bild nedan) där man erhåller ersättning för sina kostnader, både rörliga- och investeringskostnader. Den delen kallas för kostnadsolja (cost oil). Utöver den ersättningen erhåller bolaget en andel olja som kallas för vinstolja (profit oil). Den andel Tethys Oil erhåller är alltså beroende på hur stor cost recovery-delen uppgår till. Produktionsdelningsavtalet är s.k. "ring-fenced" och gäller således enbart för Block 3&4. Nedlagda kostnader i övriga block kommer att återfås mot intäkter i respektive block.

Maximalt kan bolaget erhålla 40% cost recovery och 20% av återstående 60%, (dvs 12%), till en total uppgående oljeandel om 52%. Bolagets intäkter är baserade på oljepriset, dock med en tre månaders eftersläpning.

Skulle man inte ha någon cost recovery, vilket i praktiken ej kommer att hända eftersom man alltid har en kostnad för att producera ett fat, skulle bolagets andel av oljan uppgå till 20%, dvs bara profit oil.

Reserver/resurser

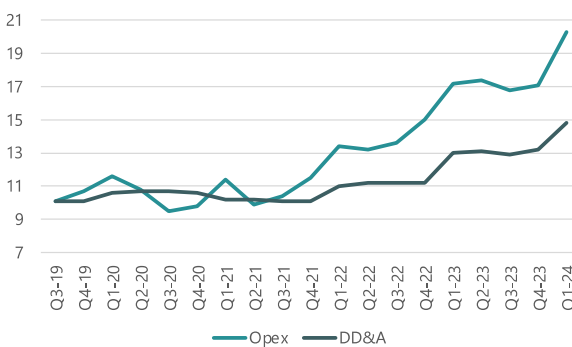


Oljeproduktion per dag



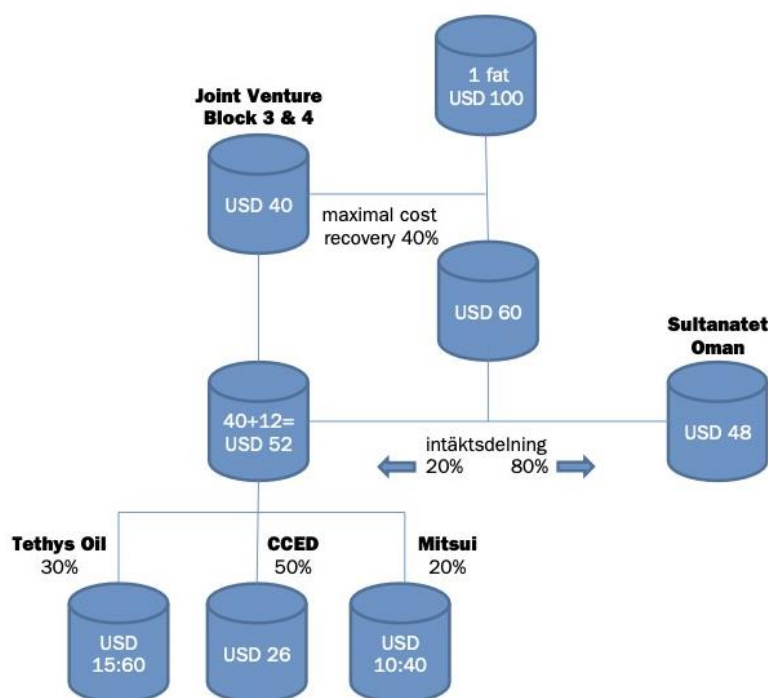
Källa: Tethys Oil, Analysguiden

Rörliga kostnader / avskrivningar per fat, USD



Källa: Tethys Oil, kvartalsrapporter

Schematisk beskrivning av produktionsdelningsavtalet



Källa: Tethys Oil, Analysguiden

Kassaflödesvärdering av reserver och resurser

I denna kassaflödesvärdering har vi antagit USD 15 / fat i långsiktig rörlig kostnad och USD 13 investeringskostnad per fat. Vi har också utgått från Omans produktionsdelningsavtal som ger Tethys mellan 20%-52% av oljan (beroende på nedlagda kostnader och upptagningskostnader).

Vi har vidare antagit ett oljepris på USD 80 / fat framöver och en 10%-ig diskonteringsränta. Detta ger ett värde på Tethys Oils reserver på ca USD 7 / fat. Vi har också antagit att man kan producera alla 2P-reserver och konvertera 50% av 2C-resurserna vilket gör att vi antar ca 21,5 miljoner fat 2P plus ca 7,8 miljoner fat 2C (15,5 x 50%).

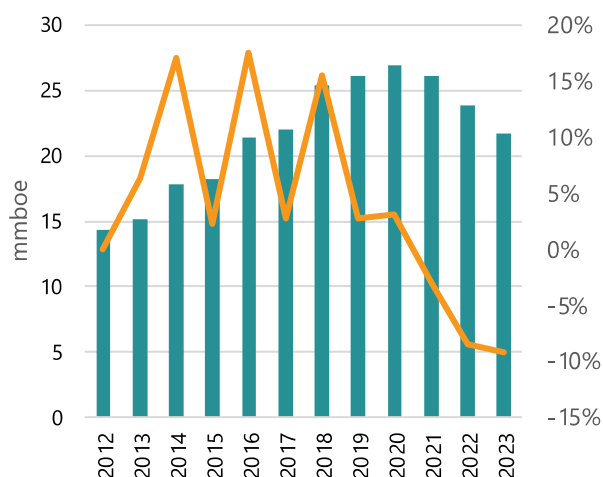
Värdet på dessa 21,5+7,8 miljoner fat olja ger då ett värde på ca USD 204m givet vårt beräknade värde om USD ca 7 dollar per fat. Konverterat till ett värde per aktie vid en dollarkurs om 10,5 ger det drygt 65 kr per aktie. Ett 15%-igt avkastningskrav skulle generera ett värde på 165 MUSD (ca 53 kr per aktie) för dessa 21,5 2P reserver och 7,8 MUSD (50% x 2C resurser).

Kassa- och prospekteringsvärde

Till detta skall vi lägga aktuell nettokassa som uppgår till ca 4,8 kr per aktie samt prospekteringspotential i Block 49, Block 56 och Block 58.

Initialt har Tethys Oil gjort en bedömning om att "Central Area" i Block 56 kan innehålla 50 mmbøe vilket icke-riskjusterat skulle motsvara ett värde på ca 40 kr per aktie. En rimlig riskjustering så tidigt i arbetsprogrammet skulle sätta ett riskjusterat värde på ca 4-8 kr per aktie. Utan fler detaljer kommer vi dock att vänta med att

Tethys Oil 2P-reserver (t.v.) samt årlig reservförändring



Källa: Tethys Oil, Analysguiden

addera detta till vårt motiverade värde. I Block 58 uppskattar vi det riskjusterade värdet av de redovisade borrhbara prospekten till ca 25 kr per aktie.

Vårt motiverade värderingsintervall i dag uppgår till ca 50–65 kr per aktie med potentiell uppsida i form av prospektering.

De mest uppenbara riskerna i vår värdering är att oljepriset faller under vår långsiktiga prognos om USD 80 per fat, ökade kostnader för att utvinna oljan, att det visar sig vara svårare att konvertera 2C-resurser till produktion än förväntat samt fortsatta problem att stabilisera produktionen i Block 3&4.

Risker (huvudsakliga risker, ej heltäckande)

Teknisk och geologisk risk

Det finns en risk att reserver inte kan utvinnas i den mängd man bedömt eller att nya investeringar ej ger den avkastning man beräknat.

Oljepris och valutakurs

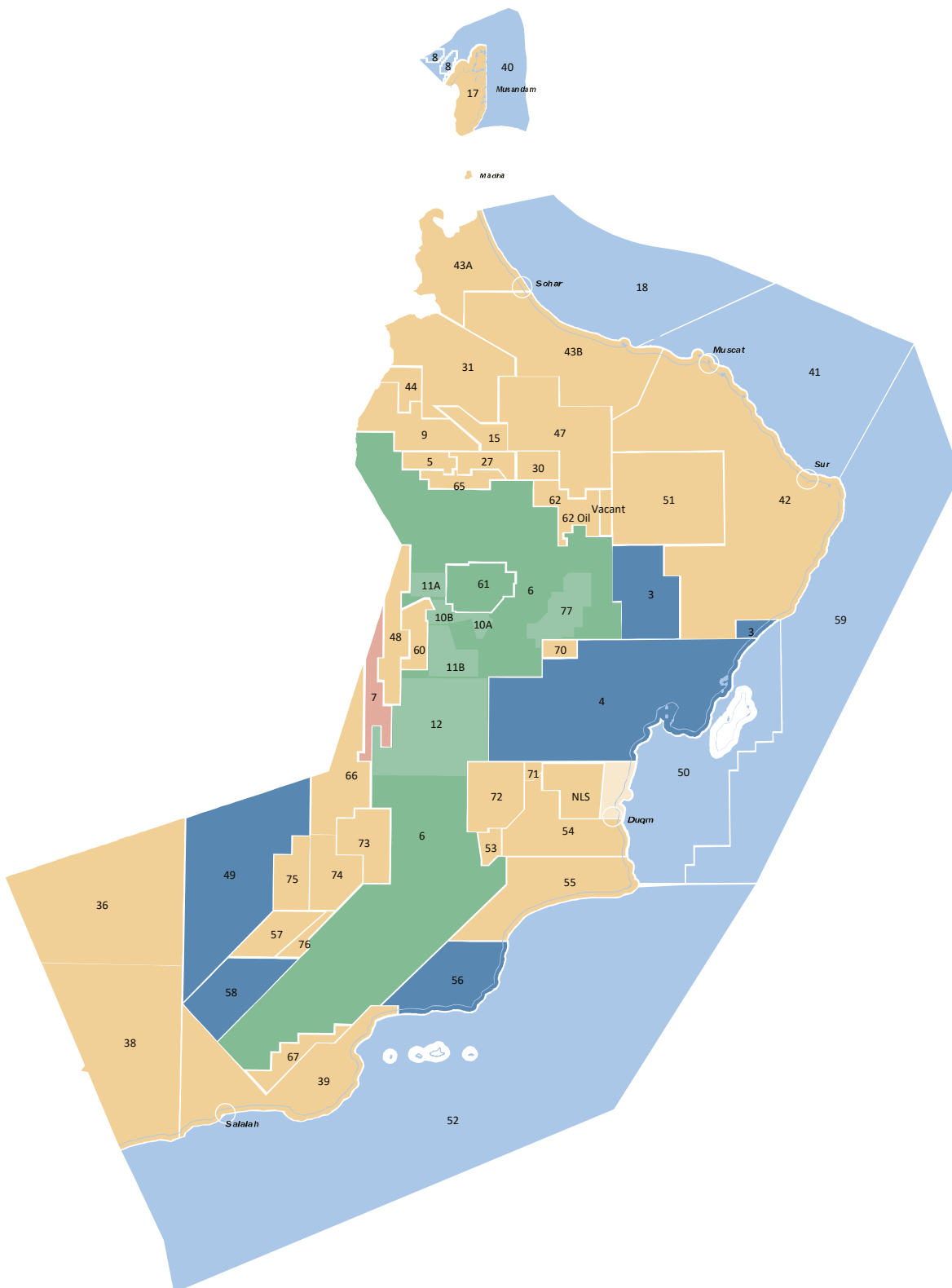
Tethys Oils intäkter är beroende av oljepriset vilket historiskt fluktuerat. Ett lågt pris kan ge som konsekvens att vissa oljereserver ej längre är kommersiellt utvinningsbara. Låga oljepriser påverkar också omvärldens intresse för bolagets tillgångar både från en investerings-synvinkel och ett industriellt perspektiv. Oljan prissätts i USD, vilket vid omräkning till SEK kan vara föremål för variationer.

Politisk risk

Tethys Oil verkar i ett område med högre politisk risk än i många andra länder. Oman är även medlem i OPEC+ vilka kan bestämma om produktionsminskningar vilket kan påverka bolagets oljeproduktion. Det finns inga garantier att detta ej förlängs eller vid senare tillfälle återupptas i någon form.

Miljö

Det finns flera miljörisker, bland andra den direkta risken av utsläpp men även tillstånd och övriga restriktioner. Yttre påverkan i form av miljöpåverkande verksamhet såsom kolväteproduktion kan också påverka den politiska risken genom åtstramningar och ökad kontroll över bolagets verksamhet.



Källa: Tethys Oil

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl