

# BeursProf

JAARGANG 1

DECEMBER 2013

## Deze maand

- **InterOil**  
De deal is gesloten, wat nu?
- **Destiny Media**  
Clipstream, YouTube voor business?
- **22nd Century Group**  
Sigaretten 'zonder' nicotine.

Met BeursProf brengen wij koopwaardige aandelen onder uw aandacht. Deze aandelen zijn onder andere gebaseerd op de lijst van [shareholdersunite.com](http://shareholdersunite.com). We starten deze nieuwsbrief met drie aandelen, namelijk InterOil Corporation (IOC), Destiny Media (DSNY) en 22nd Century Group (XXII).

**Let wel, met name de laatste twee aandelen zijn kleine, innoverende bedrijven, met alle risico's van dien. Voor beide zien wij grote kansen, maar moeten we zeker niet blind zijn voor de risico's die inherent zijn aan kleine, innovatieve bedrijven. Bedrijfjes als deze kunnen namelijk failliet gaan. In zulke gevallen raakt u uw inleg kwijt. Daar staat tegenover dat deze bedrijven ook meerdere keren over de kop kunnen gaan, waardoor u uw inleg juist verveelvoudigt.**

Deze bedrijven kunt u beschouwen als een soort van langere termijnoptie op interessante technologieën. Het is dan ook het beste een bepaald gedeelte van uw portefeuille (10-25%) voor dit soort bedrijven te reserveren, met dien verstande dat u er een aantal van bezit. Indien u meerdere van dit soort kleinere bedrijven in portefeuille heeft, dan kunnen (vanwege de in het algemeen grote koersuitslagen) enkele winnaars de mogelijk vele verliezers gemakkelijk compenseren. Niet dat wij verwachten dat DSNY of XXII zullen verliezen (integendeel), maar we wijzen u met nadruk op de risico's die nu eenmaal onlosmakelijk zijn verbonden aan deze activa-categorie.

In deze nieuwsbrief zullen we in het algemeen één aandeel, namelijk InterOil, uitvoerig beschouwen. De overige aandelen komen hierdoor ietwat korter aan bod.

# IOC | InterOil Corp

De eerste keuze als koopwaardig aandeel is een lange termijn favoriet van shareholdersunite.com, namelijk InterOil Corporation (IOC). Al in 2006 werd door dit Canadese bedrijf een belangrijke vondst gedaan in Papua Nieuw Guinea in de vorm van een zogeheten Elk-gasveld. Het belang hiervan werd enkele jaren later bevestigd toen de zogenoemde Antelope1-gasbron op een reef stuitte. Een reef is een zeer poreus gesteente welke derhalve veel gas kan bevatten, gas dat vrijelijk kan vloeien.

Dit gas is te vergelijken met het gas dat uit de shale (schaliegas) revolutie in Amerika voortkomt. Grote verschil is echter dat het shale gesteente weinig poreus is. Als dit gesteente gas bevat, vloeit dat niet vanzelf. Het gesteente moet daarom met behulp van enorme hoeveelheden water en chemicaliën eerst poreuzer worden gemaakt. De schaliegasrevolutie wordt dan ook als een technische revolutie gezien.

Dergelijke problemen heeft het gas uit de gasbronnen Elk/Antelope in Papua Nieuw Guinea niet. Sterker nog, het gas staat in deze bronnen onder zo'n hoge druk dat de eerste bron, Elk1 in 2006, bijna verloren ging. Latere bronnen (Antelope 1&2) vestigden wereldrecords qua hoeveelheid gas dat voor korte termijn kon worden gewonnen (de zogenaamde flow-rate).



Wel speelde hierbij iets anders. Papua Nieuw Guinea beschikte namelijk niet over een gasmarkt van belang. Dit betekent dat een liquid natural gas (LNG) fabriek nodig is om het gas in vloeibare vorm te comprimeren, waardoor het gas geëxporteerd kan worden. Door allerlei omstandigheden heeft het nogal lang geduurd voordat InterOil een partner heeft gevonden voor de bouw van zo'n LNG fabriek.

Zo probeerde InterOil eerst een partnerschap te vormen met kleinere spelers (EWC uit Australië en Flex uit Noorwegen) en nieuwe technologieën (een zogenaamde modulaire fabriek van EWC en een drijvende LNG (ofwel floating liquid natural gas (FLNG) fabriek van Flex)). De regering van Papua Nieuw Guinea keerde zich echter tegen deze plannen. Daarnaast zorgde de politieke hectiek ook enige tijd voor de nodige problemen. Er was namelijk een hevige strijd nadat de lang zittende premier Somare vanwege gezondheidsredenen een stapje terug moest doen.

De politieke kou is inmiddels uit de lucht en de nieuwe CEO van InterOil, Michael Hession, stelde op 6 december Total (TOT) uit Frankrijk voor als de strategische partner. Total neemt een aandeel in de licentie waar Elk/Antelope zich moenteel bevindt. Voor aandeelhouders IOC bleek dit bepaald geen sinterklaascadeau. Op dit nieuws daalde het aandeel bijna 40%. Tot op heden heeft zij zich ook nog niet weten te herstellen.

De redenen voor de fikse verkoop zijn niet heel ingewikkeld:

- De prijs die Total betaalt, is aanzienlijk minder dan datgeen de bulls hadden verwacht.

- Total was een verrassende keuze. De markt verwachtte dat InterOil met Exxon in zee zou gaan. De reden hiervoor was simpel; Exxon heeft al bijna een LNG fabriek op het eiland (deze wordt in 2014 in gebruik genomen). Het is zodoende aanzienlijk sneller en goedkoper om die fabriek uit te breiden, en het gas uit Elk/Antelope te kunnen verwerken, met zogenaamde 'trains' dan om een geheel nieuwe LNG fabriek neer te zetten. U moet bij dit laatste denken aan zo'n 15 miljard dollar en een bouwtijd van zeker vier jaar. De InterOil/Total fabriek verwachten we dan ook pas tegen het einde van het decennium. We moeten dus veel langer wachten totdat het gas kan worden verwerkt en verkocht, vergeleken met de situatie waarbij InterOil met Exxon in zee zou zijn gegaan.
- Op de dag van het nieuws ging er ook nog het nodige mis. De Total PR gaf minder gunstige cijfers omtrent de gasbronnen dan de cijfers die waren verstrekt door de PR van InterOil. Inmiddels hebben we het [officiële SPA document](#) mogen inzien, waarbij de officiële onafhankelijke schatting van het Canadese bedrijf GLJ wordt getoond. Dit document komt niet overeen met het beeld van de Total PR, die juist leek te suggereren dat er aanzienlijk minder gas in Elk/Antelope aanwezig is dan dat we uit het onafhankelijke onderzoek mogen geloven.

Terwijl we dit schrijven (vlak voor Kerst), is de afstraffing van het aandeel nog in volle gang. Daar zijn we eigenlijk allerminst rouwig om. Markten overdrijven vrijwel altijd, zowel naar boven als naar beneden. We denken dan ook dat InterOil onder de \$50 (waar het aandeel zich op het moment van schrijven bevindt) goede kansen biedt voor beleggers met een ietwat langere adem. We zetten de redenen hiervan op een rijtje:

## 1. De LNG markt in Azië is booming



Spectaculaire economische groei, een grote bevolking en een gebrek aan eigen energiebronnen vormen belangrijke impulsen voor de energiehonger van Azië. Daar komt de enorme vervuiling nog bij. Met name in China, waar veel steden geteisterd worden door een smog waar die van Londen een halve eeuw geleden niets bij was. Ook hebben we de zorgen van een veranderend klimaat gevoegd bij de wetenschap dat energiecentrales op aardgas 50% minder CO<sub>2</sub> uitstoten in verhouding tot kolencentrales.

Daarnaast heeft het Japanse nucleaire fiasco de LNG markt een verdere impuls bezorgd omdat tot nu toe alle 52 Japanse kerncentrales stil liggen (en het enthousiasme voor nieuwe centrales er niet groter op is geworden).

Het resultaat is dat de zogenaamde spotprijs voor LNG tot recordhoogte is opgelopen, maar dat is slechts indicatief omdat het hier veelal om noodaankopen gaat. De meeste LNG deals worden met lange termijn contracten gesloten waarbij prijzen van LNG zijn gerelateerd aan die van olie.

Desondanks heeft InterOil de markt mee, want concurrerende LNG-projecten in Australië worden geteisterd door kostenoverschrijdingen en vertragingen, terwijl gas van nieuwe, grote vondsten uit verder gelegen gebieden (Afrika) nog wel even op zich laat wachten.

Bedreigender is een mogelijk versnelde LNG-export uit Noord-Amerika (de VS en Canada), iets dat met name afhangt van het verkrijgen van een exportvergunning in de VS. Er zijn daar nogal wat belangrijke (industriële) partijen die willen dat het relatief goedkope Amerikaanse schaliegas vooral binnenlands wordt gebruikt.

Op termijn is er ook nog enige bedreiging vanuit zonnepanelen. China heeft een dominante positie op deze

markt en de Chinese en Japanse markt is hierin aan het exploderen. Betrekkelijk kwalijk, daar de grootste LNG-importeurs ter wereld Japan en Korea zijn. China (en India in iets mindere mate) is daarnaast sterk in opkomst.

Al met al zien de komende jaren er redelijk gunstig uit voor het sluiten van lange termijn gascontracten in de regio. De vraag naar LNG blijft voorlopig sterk stijgen in Azië. De enige concrete bedreiging komt uit de VS, maar vooralsnog worden exportvergunningen daar betrekkelijk mondjesmaat verleend. Vervolgens moeten de fabrieken daar eerst ook nog worden gebouwd.



## 2. IOCs gas

InterOil heeft minstens twee grote aardgasbronnen ontdekt, Elk/Antelope (EA) en Triceratops. Van EA is redelijk wat bekend:

- Diverse keren geëvalueerd door de officiële third party resource vetter GLJ uit Canada: 129 miljoen vaten condensaten en 8.29Tcf aardgas van goede kwaliteit (laag CO2 gehalte). Ook zijn er evaluaties van Knowledge Resource (voor Antelope 2) en Gaffney Klein (een lagere evaluatie van ruim 6T, maar dit is een heel conservatieve organisatie en deze zijn niet publiekelijk verhandelbaar).
- De Antelope bronnen zijn enorm; payzones van 2277ft en 1175ft (Ant1&2) recent bevestigd met Ant3 welke nog iets groter is dan Ant2.
- Gemiddelde porositeit van 8,8% en 14%, maar hoger in de delen met reef en dolomite.

Triceratops is mogelijk nog groter, maar wat gecompliceerder. De T2 well liet twee verschillende bronnen zien, in het onderste deel zit waarschijnlijk een enorme hoeveelheid condensaat (30-50 barrels per Mcf, zeker twee keer zo hoog als in EA, maar het gaat hier om zeer voorlopige resultaten).

InterOil en Total hebben afgesproken dat er tussen nu en eind 2015 twee, wellicht drie nieuwe bronnen in Elk/Antelope worden geboord. De bedoeling hiervan is om meer zekerheid te krijgen over de omvang van het veld. Dit is zeer belangrijk. Volgens de bepalingen van de deal gaat Total steeds meer betalen voor haar aandeel in de licentie waar Elk/Antelope zich bevindt (PRL 15) naarmate het veld meer gas bevat. We komen daar hieronder op terug.

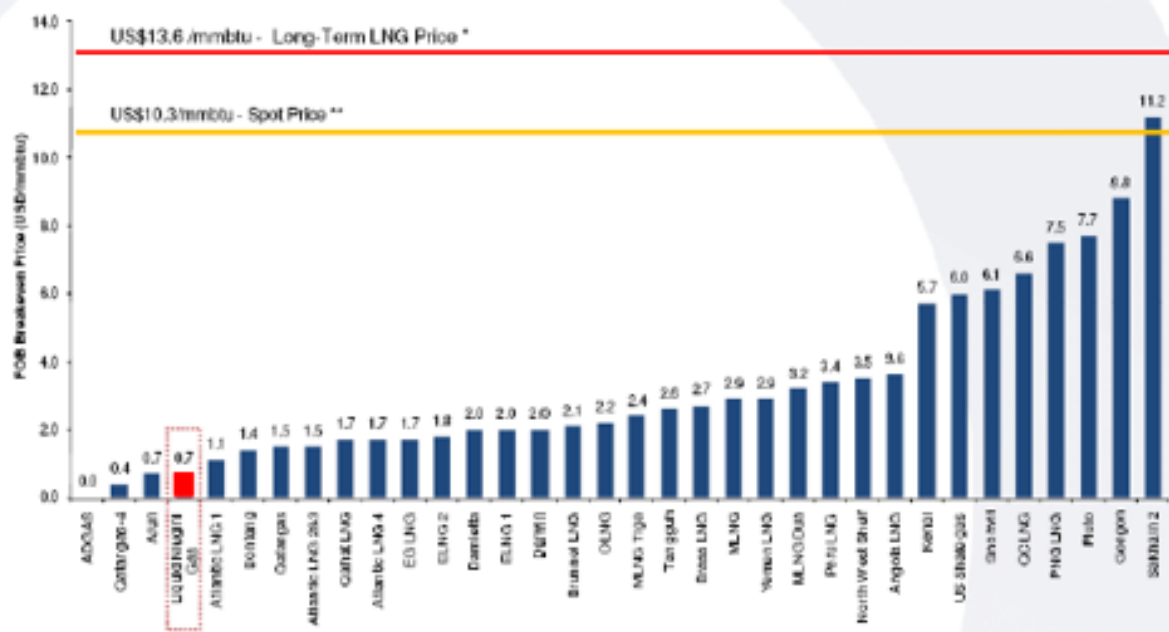
## 3. Kosten

De karakteristieken van de bronnen en de locatie maken het meer dan aannemelijk dat EA een betrekkelijk goedkoop veld is om te ontwikkelen. In plaats van het aanleggen van 700KM pijpleiding (het Exxon/OilSearch project, ook op Papua Nieuw Guinea), is slechts een kleine 100KM nodig naar de Gulf, als locatie voor een eventuele LNG fabriek (de locatie zou ook het verder weg liggende Port Moresby kunnen zijn waar InterOil al haar raffinaderij heeft).

In plaats van vijf resources (met benodigde infrastructuur, in bergachtig terrein zoals van het Exxon/OilSearch project) is er slechts één, met bronnen die enorm productief zijn, er hoeft dus relatief weinig te worden geboord.

De indicaties zijn dat EA met een break-even prijs van 70 cent per mcf, tot de goedkoopste bronnen voor ontwikkeling behoort.

**Fig 9 Top quartile cost-structure expected**



Note: Above figures represent Wood Mackenzie's assumptions for the natural gas price necessary to give a 12% IRR over necessary capital and operating expenses. Liquid Niugini Gas Ltd. breakeven prices are based on Pacific LNG estimates using InterOil data. The long-term price noted uses US\$90/bbl and a 14.85 slope, while Macquarie estimates use a 14.0 slope. Source: InterOil Corp., Liquid Niugini Gas Ltd., Wood Mackenzie Ltd., Bloomberg, Macquarie Capital (USA), February 2011

## 4. Triceratops farm-out deal met Pacific Rubiales

Ondanks dat er van Triceratops veel minder bekend is, was IOC wel in staat om een partner te vinden, voor 10% van PPL 237 voor gefaseerde betalingen (\$345 miljoen) en resource betalingen van zo'n 3.85 per Mcf voor bewezen en 2.85/mcf voor waarschijnlijke (probable) resources in de productiefase (dat duurt nog wel even zodat een discountfactor op zijn plaats is). Dat zijn gunstige cijfers, al valt er nog het nodige te boren.

## 5. Prospects

InterOil's licentiegebied bevat zo'n 50 mogelijke bronnen (zogenaamde prospects and leads) geïdentificeerd middels seismische studies. Zeker tien van deze bevatten hoogstwaarschijnlijk reef structuren, welke dezelfde gunstige karakteristieken hebben (heel hoge porositeit en permeabiliteit, waardoor er veel gas aanwezig is en dit ook makkelijk stroomt) als de reef in Antelope.



Het mooie van de deal met Total is dat InterOil nu genoeg geld heeft om flink te gaan boren. Terwijl in 2013 helemaal niet is geboord, gaan er begin 2014 op zijn minst 3 crews tegelijkertijd boren (en mogelijk zelfs meer).

De kansen op een nieuwe vondst zijn aanzienlijk. Dave Holland, de top geoloog van InterOil, heeft alle critici de mond gesnoerd. Hij beweerde lang voordat dit door de Antelope 1 bron werd bevestigd, de aanwezigheid van reefs... en hij heeft gelijk gekregen. Dergelijke reefs komen meestal niet alleen en ook in Triceratops is het waarschijnlijk dat er een reef is.

Waar gaan ze boren? Veelal worden de volgende locaties genoemd:

- Elk/Antelope, uiteraard het 'appraisal' programma ter verdere determinatie van de brongrootte, 2-3 boringen, wellicht twee tegelijkertijd.
- [Wahoo in PPL 236](#).
- [Raptor in PPL 237](#).
- [Bobcat in PPL 238](#), tussen Antelope en Triceratops.
- Er is sprake van een nieuwe prospect, [Big Horn](#) genaamd (ook wel Antelope deep).

De mogelijke resources Wahoo, Raptor, Bobcat en Big Horn kunnen allemaal diverse Tcf's aan aardgas bevatten. IOC's partner in Triceratops, Pacific Rubiales (PRE), merkte ooit op dat de kaart met mogelijke bronnen allemaal multi-Tcf zouden bevatten. Maar ze kunnen mogelijk ook niks bevatten. Boren zal derhalve uitsluitend moeten geven.

## 6. IOC EA selldown

We geven u de belangrijkste elementen van de deal met Total:

1. **Verkoop.** Total koopt een 61.3 belang in PRL 15. Nadat de overheid van Papua Nieuw Guinea haar recht op een 22.5% deel uitoefent, blijft er voor Total 45% over en voor InterOil 30%.
2. **Vaste betalingen.** Bij het sluiten van de deal (verwacht in het eerste kwartaal van 2014) ontvangt InterOil een betaling van \$613 miljoen. Gevolgd door een betaling van \$112 miljoen bij Fid ('final investment decision' voor de LNG fabriek), verwacht in 2016, en nog eens \$100 miljoen bij de verscheping van de eerste LNG cargo.
3. **Variabele betalingen.** Deze zijn afhankelijk van twee nieuwe evaluaties (Total en InterOil kunnen elk een derde partij kiezen en de resultaten, gebaseerd op 'best case,' ofwel P50 waarden, worden gemiddeld) na twee of zelfs drie nieuwe bronnen in Elk/Antelope. De kosten van de nieuwe bronnen (\$60M) zijn voor rekening van Total. De variabele betalingen lopen op (zie tabel hieronder).
4. **Nieuwe ontdekkingen.** InterOil mag op kosten van Total een ander prospect boren. Wordt dat een nieuwe ontdekking, dan ontvangt InterOil een bonusbetaling boven de 1Tcf van \$100 miljoen per Tcf. Mocht het nieuwe veld een extensie van Elk/Antelope zijn, dan worden de resources bij die van Elk/Antelope opgeteld en kunnen de betalingen veel sterker oplopen (zie tabel hieronder).
5. **LNG fabriek.** Fid wordt in 2016 verwacht, waardoor de fabriek waarschijnlijk pas tegen 2020 operationeel kan worden. InterOil krijgt een 30% aandeel maar moet wel een evenredig deel financieren. De investering wordt geschat op \$15 miljard, wat IOC's aandeel in de financiering op een slordige \$5 miljard zou brengen. Gebruikelijk is een deel cash plm. \$1 miljard en de rest middels een financiering.
6. **Farm-in optie.** Total heeft een zogenaamde farm-in optie bedongen voor deelname in de andere licenties van InterOil.

## Variabele betalingen

Bedrag	Prijs exclusief PNG overheid	Prijs inclusief PNG overheid	Betaling
>3.5 Tcfe	US\$0.60/mcfe	US\$0.77/mcfe	Paid at FID
> 5.4 Tcfe	US\$0.80/mcfe	US\$1.03/mcfe	Paid at Certification
> 6.5 Tcfe	US\$1.00/mcfe	US\$1.29/mcfe	Paid at Certification

## Indicatieve betalingen bij verschillende resource omvang

5.4 Tcfe	US\$1.5 miljard
6.5 Tcfe	US\$2.1 miljard
9.9 Tcfe (GLJ Certified Best Case)	US\$4.1 miljard
11.8 Tcfe (GLJ Certified High Case)	US\$5.3 miljard

U ziet dat als de zogenaamde best case van GLJ, de officiële Canadese resource beoordelaar van InterOil, ook blijkt uit de nieuwe resource beoordelingen, het vrij snel kassa is voor InterOil. Zij kan dan een betaling van maar liefst \$4.1 miljard tegemoet zien.

Dat is ook de reden waarom ze bij Shareholdersunite de vlag uit staken [met een optimistische beschouwing](#). Ons lijkt dit echter nog iets te vroeg:

- GLJ wordt niet gebruikt als één van de twee resource beoordelaars. Dit heeft waarschijnlijk weinig tot niets te maken met de kwaliteit van GLJ (de meest gereputeerde onafhankelijke resource beoordelaar in Canada) maar alles met het feit dat er maar een stuk of vijf beoordelaars zijn die zogenaamde 'bankable' beoordelingen leveren. Dat wil zeggen, resource beoordelingen die activa creëren waartegen ondernemingen kunnen lenen. InterOil heeft GLJ in de arm genomen vanwege de Canadese achtergrond van beide, InterOil moet volgens de Canadese securities wetgeving rapporteren, welke verschillen van de Amerikaanse regels van de SEC.
- Er is een andere resource beoordelaar, Gaffney Cline, en die kwamen met een best case (P50) van 6.6Tcfe, zij het dat deze beoordeling uit 2011 stamt en Antelope 3 nog geboord moest worden.
- De komende bronnen zullen zogenaamde delineation bronnen zijn, die vooral de grootte van het veld moeten bevestigen (Antelope 1&2&3 zijn alle op de centrale as geboord). Succes is niet gegarandeerd, boorresultaten kunnen tegenvallen, met name de dikte van het gashoudende gesteente, de porositeit, of hoeveel ervan zich boven het waterniveau bevindt, is aan onzekerheid onderworpen. Dit heeft InterOil ook al eens zelf ondervonden met de teleurstellende Elk2 bron in 2007.

Aan de andere kant, nieuwe bronnen zouden ook kunnen indiceren dat het gasveld groter is, met name als de porositeit en de grootte van de gaskolom meevallen. Alleen het daadwerkelijke boren en testen kan hierover meer uitsluitsel geven. We moeten dus afwachten wat de twee evaluatierapporten zullen zeggen.

Overigens kan InterOil nog een derde evaluatie aanvragen, een mogelijkheid die vooral in het leven lijkt te zijn geroepen om uitsluitsel te kunnen geven of de bron die op kosten van Total mag worden geboord een veld aanboort dat in communicatie met Elk/Antelope staat. Mocht dat het geval zijn dan is het echt kassa voor InterOil. Dan wordt de grootte van dat veld bij dat van Elk/Antelope opgeteld en loopt de betaling van Total enorm op.

Die kans is niet heel groot, maar als u de vinger aan de pols wilt houden, kunnen we u de gepensioneerde petroleum ingenieur, petengr1 genaamd, bijzonder aanraden. Hij plaatst [uitvoerige technische beschouwingen](#) op het [InterOil forum van SHU](#). Bijkomend voordeel is dat petengr1 in een veld van voornamelijk enthousiastelingen bijzonder objectief is, en als het nieuws slecht is, neemt hij doorgaans geen blad voor de mond.

## 7. Waardering van de deal met Total

Hoe kunnen we de deal, en de enorme verkoop van het aandeel nu beoordelen? We geven enkele punten ter overweging. Eerst de tegenvallers:

- **Prijs.** Zonder twijfel viel de prijs die Total betaalt voor gas (en condensaten) uit het Elk/Antelope veld, en datgeen er verder nog wordt ontdekt qua nieuwe velden in PRL 15, tegen. Het hangt af van de uiteindelijke evaluaties hoeveel gas er nu eigenlijk gewonnen kan worden, omdat er sprake is van een oplopende schaal qua betalingen. Hoe meer gas er in Elk/Antelope (of eventueel communicerend veld) blijkt te zitten, des te hoger de prijs en des te groter de betaling van Total. Voor alles boven de 6.5Tcfe betaalt Total \$1.29/Mcf, voor gas daaronder aanzienlijk minder. Zonder twijfel een tegenvaller en de belangrijkste reden van de koersafstraffing.
- **Lang wachten op de LNG fabriek.** Een tweede tegenvaller. Een deal met Exxon was verwacht, waardoor het gas waarschijnlijk al binnen twee jaar zou kunnen worden verwerkt.

Meevallers:

- **InterOil is op veel vastere grond komen te staan.** De klok tikt op weg naar de eerste LNG productie, veel risico is uit het aandeel, niet alleen door de deal zelf, maar ook door de slachting van de koers erna. InterOil heeft een kapitaalkrachtige partner waar de overheid van Papua Nieuw Guinea (lang niet altijd de makkelijkste) ook heel blij mee is. Het krijgt daarnaast genoeg geld om de eeuwige kapitaalschaarste teniet te doen.
- **InterOil krijgt een 30% belang in de komende LNG fabriek.** Dat is naar alle waarschijnlijkheid een veel groter aandeel dan ze van Exxon zouden hebben gekregen en deze fabriek wordt waarschijnlijk een enorme geldmachine voor InterOil. We moeten hier alleen wel flink geduld voor hebben.
- **InterOil krijgt genoeg geld om flink te gaan boren.** Met al enkele vondsten op zak en nog veel mogelijke velden te gaan, zijn de kansen op nieuwe ontdekkingen behoorlijk gunstig.

## 8. Relatie met de PNG overheid is sterk verbeterd

Bijkomend voordeel is ook dat de relatie met de overheid van Papua Nieuw Guinea sterk is verbeterd nu InterOil eindelijk een 'supermajor' als strategische partner heeft gekozen. Een partner die ook een nieuwe LNG fabriek op het eiland neer gaat zetten. Een deal met Exxon zou Papua Nieuw Guinea behoorlijk afhankelijk van Exxon hebben gemaakt als LNG monopolist. Het is zelfs de vraag of de mededingingsautoriteiten daar het groene licht voor zouden hebben gegeven.

Vraag het Repsol, het Spaanse olieconcern dat haar dochteronderneming YPF zag worden afgenomen door de Argentijnse overheid, en u zult beseffen dat het investeren in energiebedrijven in ontwikkelingslanden niet zonder risico is. Zo sprak in Papua Nieuw Guinea, Energie Minister Duma een kleine twee jaar geleden een de-facto veto uit betreffende InterOil's plannen in de Gulf omdat deze niet zouden voldoen aan de overeenkomst die IOC met de overheid sloot in December 2009.

Dat was een vette streep door de rekening, en de taal was bij tijd en wijlen behoorlijk dreigend (al was dat



waarschijnlijk meer lawaai dan echte dreiging). Echter, na de verkiezing van O'Neill als Minister President lijkt de ergste kou uit de lucht. Dat is ook niet zo verwonderlijk omdat Papua Nieuw Guinea een arm ontwikkelingsland is, afhankelijk van buitenlands kapitaal en knowhow om de royale energiebronnen te exploiteren.

Desalniettemin is dit wel iets dat u als investeerder in het achterhoofd dient te houden. Risicovrij is een investering in InterOil niet. Ook al heeft het geen historie van nationalisaties of grote onrust, het politieke klimaat op Papua Nieuw Guinea zou zo maar kunnen omslaan.

## 9. Risico's

Naar onze mening is er eigenlijk nog één aanzienlijk risico over. De licentie PRL 15 waar Total zo'n groot belang in neemt en waar het Elk/Antelope veld is gesitueerd (en mogelijk nog een aantal andere velden) heeft namelijk meerdere eigenaren. InterOil zal deze allemaal voor de sluiting van de deal met Total moeten uitkopen.

Er zijn twee partijen, Pacific LNG van Carlo Civelli en de zogenaamde IPI investeerders. Volgens de sales and purchase agreement (SPA) met Total geldt het volgende:

*"PacLNG Interest" means, as at the Effective Date, an aggregate twenty two decimal eight three five percent (22.835%) interest in the PRL 15 Title and the JOA applicable to PRL 15 as at the date of this Agreement, which interest is held by the following entities:*

- (a) PAC LNG Investments Limited (2.500%);
- (b) PAC LNG Assets Limited (6.750%);
- (c) PAC LNG International Limited (5.100%);
- (d) PAC LNG Overseas Limited (5.000%); and
- (e) PAC LNG Holdings Limited (3.485%).

De eerste twee zijn, naar alle waarschijnlijkheid, vehikels van Carlo Civelli. De laatste drie zijn de zogenaamde IPI investeerders, deze hebben in 2005 een fonds (\$125 miljoen) bij elkaar gebracht ter cofinanciering van de eerste acht boringen. In een [recent analistenrapport van Raymond James](#) (u dient eerst uw emailadres ter linkerkant in te vullen onder 'sign up for premium content') vinden we het volgende terug:

*Second, we assume that InterOil will pay \$248 million in cash to buy out the resource stake of the remaining Indirect Participation Interest (IPI) investors, equating to a 15% annualized return since they made the investment in 2005.*

Wij denken dat dit het meest gunstige scenario is. In de wandelgangen horen we ook andere berichten. Zo zou er met de uitkoop van Civelli en de IPI's mogelijk 10 miljoen nieuwe aandelen worden uitgegeven. Mocht dat waar zijn, dan is een nieuwe afstraffing van aandelen InterOil niet ondenkbaar.

Kortom, de uitkoop van Pacific LNG en de IPI investeerders is een belangrijke horde die nog genomen moet worden. We raden u dan ook aan geen grote posities in te nemen voordat deze horde is genomen want wij kunnen u op dit moment helaas geen exact beeld geven over de precieze omvang van de verplichtingen omtrent de uitkoop van deze twee partijen. We hebben daarom sterk de neiging eerst even de kat uit de boom te kijken totdat dit achter de rug is.

Er zijn zo'n 12 miljoen aandelen short (geleende aandelen die worden verkocht, waarbij de shorter hoopt om ze goedkoper terug te kunnen kopen), en dit zijn geduchte partijen. Mocht het aandeel verder onderuit gaan op de uitkoop van Pacific LNG en de IPI investeerders, dan is dat wel een goed moment om een aanzienlijke positie in te nemen. Het is dan waarschijnlijk dat een deel van de shorts hun posities zullen gaan afdekken.

Houdt u er ook rekening mee dat het aandeel InterOil historisch gezien erg volatiel is, iets waar u maar net tegen moet kunnen. Weliswaar is met de Total deal en de nieuwe relatie met de overheid van Papua Nieuw Guinea een behoorlijke onzekerheid weg; echter staat daar tegenover dat de beslissing over het bouwen van de LNG fabriek pas in 2016 wordt genomen. Daarnaast is InterOil op twee manieren erg afhankelijk van haar boorresultaten:

- De delineation bronnen geven meer zekerheid over de omvang van Elk/Antelope, en daarmee over de resource betalingen van Total. Deze kunnen enorm oplopen, maar ze kunnen ook tegenvallen.
- De winst zit in nieuwe ontdekkingen en dit is, met het 30% aandeel in de LNG fabriek, de belangrijkste reden om in aandelen InterOil te gaan. De kansen op nieuwe ontdekkingen zijn aanzienlijk, en niets van deze informatie is momenteel in de koers van het aandeel verwerkt.

## 10. Andere bedrijfsactiviteiten

Voor we het vergeten; InterOil opereert nog een raffinaderij, een netwerk aan tankstations, en een aantal brandstof opslag- en distributielocaties. Dat zijn geen gigantisch winstgevendende bedrijven waar u als aandeelhouder echt warm van zult worden maar ze founneren wel jaarlijks een behoorlijke cash flow.

## Conclusie

- Neem nu geen grote posities in. Wacht totdat er meer duidelijkheid is over de uitkoop van de IPI investeerders en Civelli en de koersreactie hierop af. Het is niet onwaarschijnlijk dat er een mooi aankoopmoment komt.
- InterOil heeft vastere grond onder haar voeten middels de strategische partner Total en de relatie met de overheid van Papua Nieuw Guinea. Er is uitzicht op een 30% belang in een nog te bouwen LNG fabriek en InterOil gaat flink boren. Met name hieruit moet de winst vandaan komen... en de kansen hierop zijn reëel.

# DSNY | Destiny Media

In komende nummers gaan we het nog uitgebreid hebben over dit aandeel hier alvast een korte introductie omdat we net worden geconfronteerd met gunstig nieuws voor deze kleine Canadese mediaspeler.

## Een paar basisgegevens

- 52M uitstaande aandelen
- Koers \$1.80
- Geen schuld, winstgevend en cash flow positief (zij het beperkt)
- Geen enge financieringen

Destiny heeft twee producten:

1. MPE, een veilige manier om hoge kwaliteit ("lossless") media files te verzenden.
2. Clipstream G2, een file format om media files te kunnen streamen. Dit product is vrijdag 29 november commercieel gelanceerd.

## Play MPE

De omzet van MPE is betrekkelijk gering (\$4M), maar daar gaat na een wereldwijde deal met Universal (de grootste platenboer ter wereld) wel verandering in komen, al blijft de uiteindelijke markt hier met zo'n \$40 miljoen wel wat beperkt. Het duurt nog wel even voordat we zover zijn, maar aan de andere kant zijn de marges op dit product enorm, omdat het hele proces is geautomatiseerd.

Wie gebruiken MPE? Dat zijn vooral de grote platenmaatschappijen, zij vertrouwen hun meest waardevolle bezit, muziek die nog niet is gepubliceerd, aan MPE toe omdat dit de veiligste en efficiëntste manier is om deze muziek files (zowel de muziek zelf, maar ook de bijbehorende videoclip of ander promotiemateriaal) naar belanghebbende partijen te sturen.

Waarom dit vertrouwen? Simpel, omdat PlayMPE zeer veilig is, het heeft top DRM (digital rights management). De media files bevatten een uniek watermerk dat overal op het internet getraceerd kan worden, waardoor de overtreders snel bekend worden. Bovendien kan het gebruik van de mediafiles tot een enkele computer of URL worden beperkt ('digital locking'). Beide methodes zijn bovendien beveiligd met [patenten](#).



Met die top DRM oplossingen zijn overigens nog wel nieuwe markten aan te boren (consumentenmarkt, pre-release film, etc.). Wij zien, ondanks de betrekkelijk geringe omzet vandaag de dag, nog volop nieuwe kansen in nieuwe markten en nieuwe gebruikers. We gaan in komende nieuwsbrieven nog uitvoerig op deze materie in.

## Clipstream G2

Dit is een streaming oplossing voor media files. Dat klinkt niet erg opwindend, maar bedenkt u dat er op het ogenblik geen standaard is voor streaming media, en deze is ook niet in zicht (al kan er altijd iets nieuws komen). Aanbieders van streaming media hebben te maken hebben met een aantal problemen en kosten welke Clipstream simpelweg elimineert of sterk reduceert:



- In tegenstelling tot andere formats spelen Clipstream files op ieder apparaat, zolang deze maar een HTML5 compatibele browser gebruikt.
- De browser heeft geen plug-ins nodig en is dus altijd up-to-date.
- Media files hoeven niet in andere formats te worden geconverteerd om meer gebruikers te bereiken.
- Clipstream files streamen net zoals gewone internet content, in tegenstelling tot alle andere streaming formats, welke een speciale streaming server nodig hebben. Clipstream heeft dus geen speciale media streaming server nodig (of meerdere als de media eigenaar verschillende formats wil aanbieden om de hele markt te bereiken).
- Omdat de Clipstream files als gewone internet content worden verzonden worden ze ook ge-cached door uw lokale ISP (internet service provider), de files worden dus lokaal opgeslagen en ze kunnen ook lokaal worden hergebruikt. Dit bespaart tot 90% aan bandbreedte gebruik en maakt de noodzaak voor het gebruik van content distribution networks (bedrijven als Akamai welke overal ter wereld enorme server farms hebben staan om content dichterbij de eindgebruiker te brengen) overbodig.
- Clipstream files hebben vergelijkbare DRM features als PlayMPE (locking, watermerk).

Zie ook de informatieve [website van Destiny Media zelf](#). Kortom, vergeleken bij de mêlee aan streaming standards, de noodzaak voor verschillende formats om de hele markt te bereiken, daarmee de noodzaak voor meerdere streaming servers, file transcription en content distribution networks, dit gecombineerd met de kostenvoordelen en met een veel beter DRM, maakt Destiny Media interessant.

Destiny begint, per 29 november, met een zelf-uploader, [Clipstream Cloud](#). U kunt zelf met één klik uw mediafiles uploaden naar een Amazon server in de cloud waarbij de file automatisch in Clipstream worden geconverteerd. Ze spelen dan overal af, op tablets, mobiele telefoons, Pc's, het maakt niet uit op welk operating systeem, het enige wat noodzakelijk is, is een HTML5 compatibele browser (alleen oude browsers geven hier problemen).

Destiny verdient per gebruik. Alles is eigenlijk automatisch, Destiny moet alleen de Amazon servers betalen, verder zijn er eigenlijk geen kosten. Destiny overweegt ook om op termijn zelf de servers te gaan beheren, ze hebben immers al vier server centra verspreid in de wereld voor de PlayMPE files. Het Clipstream Cloud product zal direct winstgevend zijn.

Of het storm gaat lopen kunnen we niet, en al helemaal niet met enige zekerheid voorspellen, maar we weten dat de interesse aanzienlijk is. Dit is gezien de voordelen ook niet zo verwonderlijk. Binnenkort komt er een grote mediacampagne om het product verder onder de aandacht te brengen, Destiny is geen geheel onbekende speler in medialand.

De zelf-uploader is niet de enige Clipstream applicatie welke voor de komende tijd staat gepland. Voor grote klanten komt er ook de mogelijkheid om een site licence te kopen, zodat ze files zelf kunnen transformeren en uploaden op hun eigen servers. [Clipstream Surveys](#), deze applicatie was de eerste trial versie voor betalende klanten in de vorm van onderzoeksbureaus.

Handig is dat deze onderzoeksbureaus marktonderzoek doen voor grote klanten, waardoor Clipstream de nodige naamsbekendheid verdient en handige contacten worden gelegd. **Clipstream Site License** voor grote

gebruikers. Deze kunnen Clipstream in licentie nemen om mediafiles op hun site in Clipstream te kunnen hosten.

## Clipstream ads

Gewerkt wordt aan een versie die beter gebruik maakt van de vele interactieve mogelijkheden van Clipstream G2. We noemen er enkele:

- Het is mogelijk om elke pixel (of groep van pixels) in een banner ad met een verschillende audio stream te verbinden.
- Het is mogelijk om precies te zien waar de kijker van de streaming video ophoudt met kijken.
- De video zelf, of objecten erin kunnen hyperlinks bevatten, dat wil zeggen, ze zijn 'aanklikbaar.'
- Pay per view functie voor media streams.
- Het volgen (tracking) van het IP adres van kijkers.
- Verschillende advertenties afhankelijk van kijkgedrag.

Met andere woorden, clipstream bereikt niet alleen een grotere markt en heeft aanzienlijk minder infrastructuur nodig, het is ook veel veiliger vanwege superieure DRM, maar vooral voor de ad markt biedt het formaat interactieve mogelijkheden die nergens anders te vinden zijn.

Dit alles staat nog in de stijgers. Er is nog behoorlijk wat werk nodig voordat het format met de real-time advertentienetwerken in gebruik kan worden genomen. Maar, het is een uiterst interessante, en omvangrijke markt.

## Uw eigen TV kanaal

Clipstream geeft eigenaren van media een veel grotere greep over hun content. Clipstream is namelijk gewapend met vergelijkbare DRM veiligheid als PlayMPE, waardoor de streams niet van een andere URL kunnen komen of slechts naar een ontvanger kunnen worden gestuurd.

Dat opent interessante pay-per-view mogelijkheden waardoor eigenlijk iedereen zijn eigen tv kanaal kan beginnen en dit direct in klinkende munt kan omzetten (uiteraard als er kijkers worden gevonden).

## Management

Wij hebben meerdere keren met Steve Vestergaard, de CEO gesproken, en zelfs meegedaan in de testfase. Vestergaard is een no-nonsense figuur, gedreven en toegankelijk. Bovendien heeft hij [ruim 11,5 miljoen aandelen](#) (ruim 20%). Het bedrijf wordt geleid als een Duits Mittlestandbedrijf. Alles gaat zuinig.

Met de betrekkelijk schaarse cash flow uit PlayMPE is de ontwikkeling van Clipstream gefinancierd. Geen gekke dingen of onnodige risico's, maar geduld en degelijkheid. Daar houden wij wel van. De lancering van Clipstream heeft bijvoorbeeld ook nog al op zich laten wachten, maar Steve wilde niet live gaan voordat het product 100% klaar was.

Het management heeft, ook [behoorlijk ingekocht](#), al was dat toen op aanzienlijk lagere niveaus.



## Meer weten?

Dit is een betrekkelijk kort overzicht. In volgende nieuwsbrieven gaan we nog verder in op dit interessante aandeel, maar als u nu al vast meer wilt weten dan kunt u terecht op:

- [De Destiny website](#)
- [De Clipstream Cloud website](#)
- [SEC filings](#)
- [Rapporten en fact sheets](#)
- [Shareholdersunite artikel 1](#)
- [Shareholdersunite artikel 2](#)
- [Shareholdersunite artikel 3 \(24 Dec 2013\)](#)

## Kopen?

De koers is op het moment van schrijven rond de \$2. Er zijn wel een paar hordes die moeten worden genomen voordat het echt hoger kan met dit aandeel:

- Er zit mogelijk een short verkoper in het aandeel, een doel zou kunnen zijn om het aandeel onder de \$2 te houden wat een Nasdaq notering (een doelstelling van het bedrijf) bemoeilijkt.
- Er zijn nog wel wat bugs in de uploader. Dat is normaal voor complexe software. In Clipstream zelf zaten ook bugs, en deze zijn er langzamerhand uitgehaald. Een belangrijke bug is bijvoorbeeld dat de upload vaak opnieuw moet beginnen als er iets met de internetconnectie is gebeurd tijdens het uploaden. Niet handig, maar er wordt aan gewerkt
- We zijn ook hier iets minder enthousiast dan de collega's van shareholdersunite in hun laatste beschouwing die rond Kerst uitkwam. Wij zien met name in de betrekkelijk trage upload tijd voor Clipstream files een probleem. Dat zal wel verbeteren, maar vooralsnog houdt dat ons inziens een echte explosie in het gebruik tegen. Op termijn kan dit met name voor grote klanten met de site license worden omzeilt, maar daar is vooralsnog het wachten op.

Het aandeel is nogal volatiel, wij zien kansen onder de \$1.80 en op wat langere termijn kan het met commercieel succes van Clipstream, gezien de enorme winstmarges, nog aanzienlijk hoger, maar het is nog wat vroeg om dit al met de nodige mate van zekerheid te zeggen. Met name de advertentiemarkt zou erg interessant kunnen worden. Destiny heeft nog meer ijzers in het vuur.

De DRM technologie is uniek, en die zou zelfstandig kunnen worden aangeboden. Er zijn tijdens de analistenbijeenkomsten ook wel andere mogelijkheden genoemd (we noemen een internet radio applicatie, de data welke PlayMPE genereert is real-time en uiterst waardevol, en er zijn nog een hoop andere interessante mogelijkheden).

Met name voor video levert de DRM van Clipstream content managers veel meer mogelijkheden om zelf geld met de video's te verdienen. CEO Vestergaard heeft Clipstream in dit verband het You-tube voor business genoemd. CEO Steve wil het bedrijf niet teveel versnipperen, en dat lijkt ons bijzonder verstandig. Beter eerst een paar zaken echt goed doen dan de aandacht op teveel dingen richten.

# XXII | 22nd Century Group

Tenslotte een korte introductie van een ander klein maar bijzonder interessant bedrijfje, 22nd Century Group (ticker XXII). Dit biotech bedrijfje heeft een hele serie patenten (meer dan 100, met nog enkele tientallen 'pending', wachtend op goedkeuring) waarmee het nicotinegehalte in tabak kan worden gereguleerd van heel hoog tot vrijwel afwezig, zonder dat dit duurder tabak oplevert en, minstens zo belangrijk, zonder dat dit ook maar enigszins afbreuk doet aan de smaak (het werkt namelijk niet chemisch maar genetisch).

Het is het enige bedrijf dat dit kan. Dit is uiteraard erg interessant, helemaal gezien het feit dat volgens J.P. Morgan 90% van de rokers bereid zijn een minder schadelijke sigaret te proberen. Het bedrijf begon ooit met de vraag waarom er bier was zonder alcohol, maar geen sigaretten zonder nicotine. Nicotine kan chemisch worden gereduceerd, maar dit gaat ten koste van de smaak (je krijgt een soort Buckler sigaretten).

Het bedrijf heeft [50M uitstaande aandelen](#) en er waren nog eens 18,5M uitstaande warrants. Deze 'overhang' was vervelend want dit hield de koers van het aandeel tegen en maakte tevens een notering aan een belangrijkere beurs onmogelijk. Hier is recentelijk verandering in gekomen en het bedrijf heeft [93% van de uitstaande warrants weten te elimineren](#). Dit heeft tot gevolg dat:

- Het bedrijf zo'n 5,5 miljoen nieuwe aandelen heeft uitgegeven
- Het bedrijf \$3,6 miljoen aan inkomsten verkreeg
- Een notering aan de NYSE of Nasdaq nu in zicht komt
- Institutionele investeerders kunnen nu kopen

En dat laatste deden ze dan ook. De koers is van zo'n \$1.30 naar boven de \$2 gestegen, ondanks de 10% verwatering van het aandelen kapitaal. En wij denken dat het hiermee nog niet gedaan is. Het bedrijf is bijzonder kansrijk.

## De kansen

Het bedrijf heeft nogal wat ijzers in het vuur, ruwweg zijn er twee markten te bedienen. De markt voor sigaretten (wereldwijd \$750 miljard omzet per jaar) en de markt voor producten die helpen bij het stoppen met roken. Die laatste is een veel kleinere markt (enkele miljarden), maar desalniettemin erg interessant en groeiend.

De Amerikaanse FDA heeft sinds kort de mogelijkheid om het nicotinegehalte in sigaretten te reguleren. Mocht dit gebeuren dan heeft het bedrijf twee soorten sigaretten, één met een laag nicotine gehalte en een andere met een erg lage teer tot nicotine gehalte. **22nd Century gaat begin volgend jaar voorstellen aan de FDA doen.**

Als ook maar één van de twee voorstellen wordt goedgekeurd kan de onderneming direct een paar keer over de kop (de Amerikaanse sigarettenmarkt heeft een omvang van \$80 miljard), de CEO zegt dat dit de grootste mogelijkheid is waar het bedrijf mee wordt geconfronteerd omdat het bedrijf dan direct in staat is om

sigaretten als een gematigd risico te marketen.

U dient hierbij te beseffen dat het in Amerika niet langer mogelijk is om sigaretten als 'light' (laat staan 'ultra-light' of 'low-tar') te marketen omdat research heeft aangetoond dat gebruikers compenseren (ze roken meer en inhaleren dieper). De FDA goedkeuring zou 22nd Century dus direct een enorm marketing voordeel opleveren wat andere spelers heel moeilijk kunnen evenaren, in een markt waar tot 90% van de rokers een minder schadelijke sigaret willen proberen.

De FDA heeft (op eigen initiatief!) de onderneming uitgenodigd voor een gesprek. Hier een weergave van president [Henry Sicignano](#):

*One of the questions that the FDA had was that if they were to mandate lower nicotine cigarettes for all cigarette brands in the United States, could we do that, and how long would it take? The Tobacco Control Act empowers the FDA to force the utilization of technology across all cigarettes in the United States. So if they wanted to mandate lower nicotine cigarettes, the technology exists. We told them it would take approximately 2 years to genetically engineer all the tobacco varieties that are grown and used in US cigarettes.*

*We conveyed to the FDA at our meeting that we were going to file a modified risk application for our VLN cigarette (BRAND A) and the FDA seemed very open to this and inquired when we would file the application. Two months later, the FDA put out to bid a contract for very low nicotine tobacco containing 0.30 mg nicotine per gram of tobacco. **No other company in the world could fulfill this order because we are the only company in the world that has tobacco with those extremely low nicotine levels.** Therefore, we won the contract which was approximately \$230,000.*



## 22nd Century Group, Inc.

Met andere woorden, de FDA is erg geïnteresseerd in de technologie van dit kleine bedrijfje. Het bedrijf levert dus al sigaretten (de **Spectrum research sigaretten**, deze zijn niet bedoeld als een commercieel product) aan de Amerikaanse overheid voor klinische trials. Er zijn er al 12 miljoen van verkocht en er is een order voor nog eens 5,5 miljoen sigaretten. Deze sigaretten hebben een 50-voudige variatie in nicotinegehalte, geen enkel ander bedrijf komt hierbij in de buurt.

We wachten ook op de derde fase van klinische studies die moeten aantonen dat het product dat 22nd Century heeft ontwikkeld om de afhankelijkheid van sigaretten te verminderen, **X-22** (in essentie een sigaret met een erg laag nicotinegehalte), goedgekeurd wordt als hulpmiddel bij het stoppen met roken. De eerste twee fases hebben aangetoond dat het zelfstandig, of in combinatie met andere producten (zoals nicotine pleisters) erg doeltreffend is. Maar ook dit is iets voor de langere termijn.

22nd Century heeft ook enorme **licentie mogelijkheden**. Dit laatste zagen we al een maand geleden, toen het grote concern **British American Tobacco** (BAT) voor \$7 miljoen, (met een optie op nog eens \$7 miljoen, afhankelijk van enkele onderzoeksmijlpalen) [een vierjarige overeenkomst sloot](#) met 22nd Century voor een research license gebaseerd op een aantal (28) van de patenten van 22nd Century.

BAT heeft tevens een optie om deze licentie om te zetten in een wereldwijde (niet exclusieve) commerciële licentie (tot het jaar 2028), hetgeen nieuwe aanzienlijk grotere inkomsten (waar nauwelijks of geen kosten mee gemoeid zijn) kan genereren mocht BAT deze optie lichten. En licentie overeenkomsten met andere partijen blijft tot de mogelijkheid behoren.

[Hier is CEO Pandolfini](#) over de overeenkomst met BAT:

*After successfully incorporating 22nd Century's technology into certain tobacco plant varieties, we expect BAT will use 22nd Century technology in BAT's commercial tobacco products. Our technology gives the ability to alter the nicotine content in tobacco, essentially to any level. This cannot be accomplished commercially with conventional tobacco varieties.*

Een overeenkomst met een zo grote speler als BAT (het op één na grootste sigaretten concern ter wereld) is natuurlijk een enorme validatie voor de technologie van een micro bedrijfje als 22nd Century. De koers van het aandeel schoot dan ook de lucht in na bekendmaking, maar viel vervolgens weer sterk terug.

De CFO denkt dit kennelijk ook, want hij [kocht 10.000 aandelen op de open markt](#).

## Winstgevend?

De president Henry Sicignano zei in een interview recentelijk iets opmerkelijks:

*We will be profitable in 2013 and we expect that sales of our brands in 2014 will keep us profitable going forward*

U leest het goed, winstgevend dit jaar (niet zo verrassend gezien de \$7M bounty van BAT), maar verkoop van eigen merken zullen zorgen dat de winstgevendheid zich in 2014 continueert. Het gaat op de volgende eigen merken:

- **Speadtrum:** de research sigaret, die we al geïntroduceerd hebben.
- **Red Sun:** een super-premium sigaret (verkocht als "de beste sigaret ter wereld") met een relatief hoog nicotinegehalte, maar een lage teer/nicotine ratio welke in speciale winkels wordt verkocht waar het voor de retailer veel hogere marges genereert, waardoor het een interessant product is om te verkopen.
- **Magic:** een andere premium sigaret.

Hier is opnieuw president Sicignano:

*We have just started exporting our products to The Netherlands in Q3 2013, we believe in 2014 we will start to have sustainable reoccurring revenue from our commercial products internationally and domestically, including our RED SUN® and MAGIC® cigarette brands. Having our own manufacturing facility will greatly facilitate this.*

U leest het wederom goed. Nederland?! De eerste lading is verscheept, wij zijn er niet zeker van of dit Red Sun of Magic sigaretten zijn (of beide), maar interessant is het wel. Laat u het ons vooral weten als u een van deze twee merken ergens tegenkomt.

Gezien de lage marktkapitalisatie (\$120M) is er niet zo heel veel voor nodig qua deel van de Amerikaanse markt om een enorme impact te genereren. Een paar tienden van een procent van de Amerikaanse markt (\$80 miljard) kan de koers al een aantal keer de lucht laten invliegen, maar zover zijn we natuurlijk nog niet.

Een indicatie, de American Spirit sigaret had slechts een 0,2% marktaandeel in de VS maar werd voor \$356

miljoen verkocht. Nu heeft het een 1,2% marktaandeel, en de analist van Wells Fargo waardeert het op \$3,7 miljard. Het zijn maar indicaties, maar u ziet dat een gering marktaandeel al gauw een enorme waardeinstijging van het aandeel zou kunnen bewerkstelligen.

## Overname

De onderneming is bezig meer sigarettenproductie machinerie aan te schaffen uit faillissementen, en dan was er nog de [overname van NASCO](#) afgelopen september. Behalve de overname zelf (\$1M in cash en aandelen) betaalde 22nd Century ook \$2m voor sigarettenproductie machines en heeft NASCO ook een voor de Amerikaanse markt onontbeerlijke lidmaatschap van de MSA, een overeenkomst tussen 46 staten en de tabaksindustrie onder auspiciën van de National Association of Attorneys General (NAAG).

22 Century had ook zelf een lidmaatschap applicatie lopen (via dochteronderneming Goodrich, welke de Magic en Red Sun sigaretten distribueert in de VS, per het [jaarverslag van 2012](#)) maar met deze overname, die volgende maand wordt afgerond, lopen de zaken sneller en kan de productie in eigen hand worden genomen en de verkoop in de VS pas echt los gaan. NASCO wordt een dochter met eigen productiecapaciteit en 22nd Century krijgt met deze overname tevens de beschikking over een zeer ervaren management team.

Dit werd nog eens uitgelegd door president Sicignano:

*Goodrich Tobacco Company, the distribution arm of 22 Century Group, has thus far utilized contract manufacturers that are not members of the MSA to produce the company's cigarette brands. Henry Sicignano, President of Goodrich Tobacco, explained, "We intentionally have delayed expansion of the marketing and distribution of our brands in the United States since the more product we sold, the more difficult and expensive it would be to become a participating manufacturer of the MSA. 22nd Century Group owning NASCO Products resolves this issue.*

## Kopen?

Wij denken dat de risico/rendement ratio voor XXII zich bijzonder gunstig is gaan keren. Was het jaarverslag van 2012 nog betrekkelijk somber, de licentie deal met BAT en de overname van NASCO maken dat de bedrijfsontwikkeling in een stroomversnelling terecht is gekomen.

Een zekere fundering wordt ook gegeven door de enorme patenten portefeuille welke een uniek intellectueel eigendom bevat welke geen enkele andere speler in de markt bezit. Bovendien heeft het bedrijf de nodige ijzers in het vuur, al is dat vuur niet altijd even warm.

Volgend jaar, afhankelijk van de afronding van de NASCO overname (of resolutie van het eigen MSA verzoek), kan de productie en distributie van Magic en Red Sun sigaretten serieus ter hand worden genomen ook binnen de VS. Export is al in gang gezet, met Nederland als eerste markt. De research sigaretten vinden nu al enige aftrek, al is de markt hiervoor natuurlijk klein.

Daarnaast kunnen op termijn nog veel meer inkomsten worden gegenereerd als de FDA besluit het nicotine gehalte in sigaretten te reguleren en de applicatie hiervoor wordt gehonoreerd. Dat zou 22nd Century Group in een bijzonder comfortabele zetel kunnen plaatsen op de Amerikaanse markt die \$80 miljard bedraagt (en helemaal als andere landen volgen).

We verwachten op termijn ook meer belangrijke inkomsten uit commerciële licenties, niet alleen van BAT, maar



ook andere spelers. Dan komen nog de derde fase van de klinische trials voor X-22 het product dat rokers helpt te stoppen. En eventuele nieuwe licentie inkomsten zijn vrijwel helemaal winst, omdat de kosten al gemaakt zijn.

Kern is dat dit bedrijf iets kan wat geen enkel ander bedrijf kan, en dat in een industrie welke een enorme omvang heeft. Wij verwachten dat de koers al snel kan oplopen als de verkoopdruk verdwijnt en het aandeel er in slaagt om een notering aan een beurs voor volwassenen te krijgen.

Ook hoeft het bedrijf zeker voorlopig geen nieuw geld op te halen, en als de uitgesproken verwachtingen uitkomen en het bedrijf inderdaad winstgevend blijft dan hoeven we ons hier ook niet veel zorgen meer over te maken. Maar dit kan ook tegenvallen, zoals alles kan tegenvallen met dergelijke kleine bedrijfjes.

We denken dat we met deze twee kleine spelers, aandelen hebben gevonden met een bijzonder gunstig risico/rendement profiel. Beide bedrijven hebben een zekere mate van bescherming tegen scherpe koersdalingen mits hun technologische voorsprong niet door nieuwe innovaties onderuit wordt gehaald. En beide bedrijven hebben bij commercieel succes kans op een verveelvoudiging van de koers.

Maar, **bedenk wel, Destiny en 22nd Century zijn kleine bedrijfjes, met alle risico's van dien. U moet nooit uw hele portefeuille volladen met dit soort aandelen.** Gunstige bijkomstigheid is wel dat dit soort kleine bedrijfjes zich doorgaans weinig van het beurs sentiment aantrekken. Nu de aandelen op beurzen in Amerika behoorlijk duur zijn geworden en al langere tijd niet omlaag zijn gegaan, is dat wel een prettige

**Lees aub aandachtig de volgende belangrijke informatie:**

De informatie waarop een beleggingsoordeel is gevormd, wordt gezocht in alle mogelijke externe bronnen die betrouwbaar worden geacht. Indien dit niet het geval is, zal Beursprofs steeds wijzen op de twijfelachtigheid van de verkregen informatie. Beursprofs is een informatieve nieuwsbriefdienst, een aanreiker van ideeën, en mag absoluut niet aanzien worden als een medium voor professioneel beleggingsadvies. Beursprofs raadt de abonnee aan om elke transactiebeslissing, gebaseerd op informatie verkregen uit het magazine, te toetsen aan zijn eigen gezond verstand en research én aan de opinie van zijn financiële tussenpersoon. Beursprofs wijst er tevens op dat elke belegging in aandelen of opties hoogst speculatief is. De lezer van Beursprofs moet dan ook beseffen dat het aankopen of verkopen van aandelen of opties, op basis van de inhoud van dit magazine, enkel op eigen risico en eigen verantwoordelijkheid gebeurt. Beursprofs, zijn uitgever en medewerkers houden zich aan een strikte ethische code.