

# Kopparberg Mineral

## Kortsiktig osäkerhet, stor potential

### Uppföljningsanalys

### First North

### Köp

- **Nordic Iron Ores styrkor allt tydligare**
  - Kraftigt ökade mineraltillgångar med stor expansionspotential
  - Tydliga fördelar jämfört med liknande nordiska järnmalmsprojekt
  - Miljö tillstånd och finansiering viktiga milstolpar i år
  - Tidig produktionsstart i Blötberget kan ge positivt EBITDA-resultat redan 2015
- **Kortsiktiga frågetecken i basmetallprojekten, men kan rätas ut**
  - Segdragna myndighetsprocesser i Håkansboda och EVA har gnagt på förtroendet
  - Koncessionsbesked för EVA-fyndigheten är en trolig närliggande trigger
  - Norrleden Minings potential förbisedd av aktiemarknaden i dagsläget
- **Stor potential om och när osäkerheten lättar**
  - Vi beräknar värdet av summan av delarna till knappt 9 SEK per aktie
  - Ett besked om finansiering är sannolikt inom någon månad, där delförsäljning av NIO-innehavet är den troligaste finansieringskällan

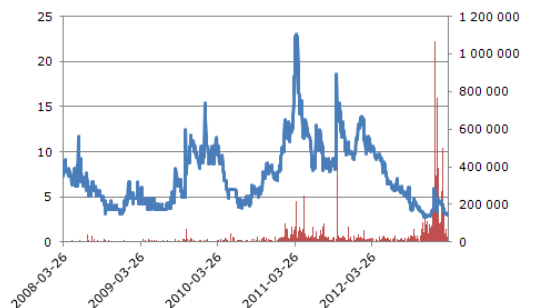
Det har varit en minst sagt händelserik vinter för svenska privata järnmalmsprojekt och kriserna som avlöst varandra har skapat en överdriven oro och pressat kursen i Kopparberg Mineral till en nivå där potentialen i förhållande till risk är mycket god. Nordic Iron Ore utvecklas enligt plan och förväntat miljö tillstånd i augusti är en stark kommande trigger för uppvärdering. Håkansbodaprojektet har drabbats av bakslag men processen med koncessionsansökan fortsätter och projektets betydelse ska heller inte överdrivas. För EVA-fyndigheten väntar vi få besked om koncession i närtid, och enbart Norrleden Mining motiverar dagens aktiekurs. Ett mått av osäkerhet kommer alltid vara en del av ett prospekteringsbolags vardag, men det finns goda möjligheter till att osäkerheten kraftigt minskar under innevarande år.

#### Nyckeltal

	Omsättning MSEK	VPA, kr	P/E	EK p aktie	P/EK
2011	5,7	-1,22	neg	4,8	1,9
2012	0,8	-1,32	neg	2,7	1,1
2013P	0,8	-1,23	neg	1,5	2,0

#### Aktiedata

Aktiekurs, kr	2,89	Sektor	Gruvdrift o metaller
Marknadsvärde, MSEK	34	Lista	First North
Antal aktier, milj	11,8	Risk	Hög
Nettoskuld(+)/Kassa(-) MSEK	-2	Börspost	1
Enterprise Value (EV) MSEK	32	Nästa rapport	2013-05-16



## Sammanfattning

Aktieägarna i Kopparberg Mineral har haft en prövande tid det senaste halvåret. Kursen var redan till att börja med pressad till följd av konjunkturoro och svag utveckling av metallpriserna efter sommaren och även av en långt i förväg aviserad nyemission. Pusselbitarna såg sedan ut att falla på plats då finansieringen blev framgångsrik och då intressebolaget Nordic Iron Ore (NIO) i början av året kunde påvisa kraftigt ökade mineraltillgångar.

Sentimentet har sedan snabbt åter försämrats till stor del som följd av externa faktorer, inte minst de välkända svårigheter som de nordiska järnmalmsprojekten Northland Resources och Dannemora Mineral har haft i samband med gruvstart.

För att utvärdera var Kopparberg Mineral står idag krävs svar på en del frågetecken.

Det helägda **Håkansboda**-projektet fick nyligen ett uppmärksammat avslag på koncessionsansökan och ett slutligt besked från antingen Bergsstaten eller Regeringsrätten i fallet lär dröja ett tag. Samtidigt ska Håkansbodas betydelse inte överdrivas och projektet motsvarar trots allt en mindre del av värdet i koncernen enligt vår syn, givet befintliga mineraltillgångar idag.

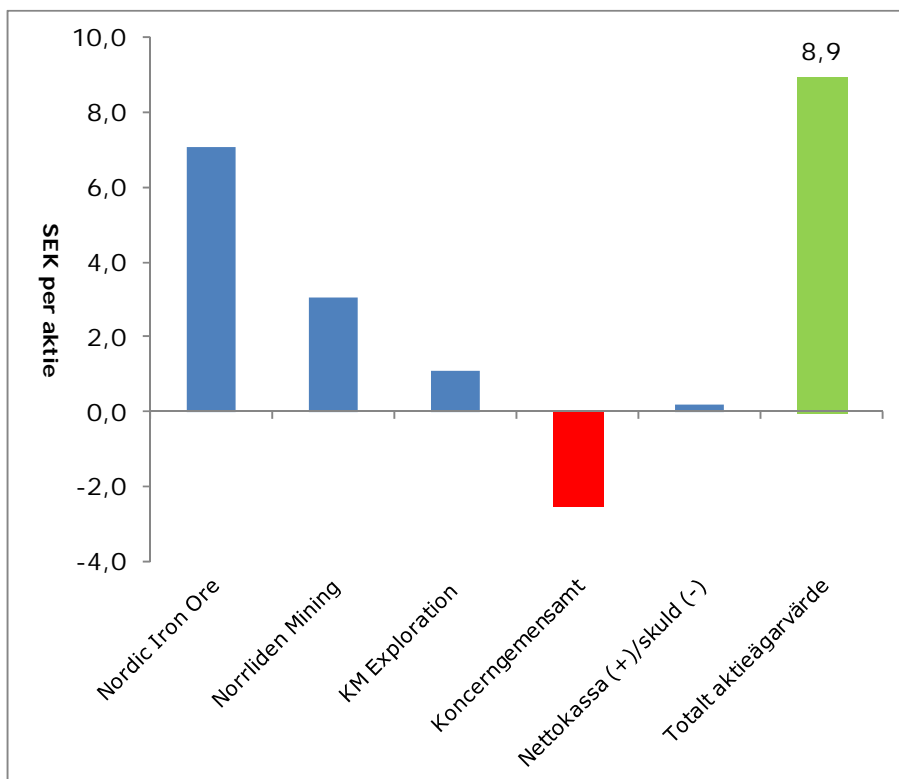
Intressebolaget **Norrliden Mining (50%)** utgör en stor del av värdet i bolaget, och där väntar vi fortfarande på hur Bergsstaten ska ställa sig till den kompletterade ansökan om koncession för EVA-fyndigheten.

En del av likviden från höstens kapitalisering har gått åt till investeringar i projekten och kassan kommer att behöva ytterligare tillskott inom de närmaste kvartalen. Planen är att kassan i första hand kan stärkas genom försäljning av delar av innehavet i **Nordic Iron Ore**, men innan detta är genomfört så kvarstår en viss osäkerhet.

Dessa frågetecken är knappast omöjliga att räta ut var för sig men har tillsammans åtminstone kortsiktigt medfört begränsad visibilitet.

Mot detta ska ställas stora framsteg i intressebolaget Nordic Iron Ore (Kopparberg Minerals andel 20,6 %) där kärnbörningar bekräftat mineraltillgångar i projektets stora expansionsmöjlighet Väsman.

Värderingen är också pressad och ligger väsentligt under vår syn på vad summan av värdet av koncernens hel- och delägda projekt uppgår till, som vi bedömer till totalt 8,9 SEK.



Sammanfattande diagram Smallcaps värdering av Kopparberg Mineral

Vi ser alltså betydande uppsida för den riskvillige investeraren. En tydlig uppvärdering är dock sannolikt beroende av klargörande och positiva besked rörande frågetecknen ovan vilka i sin tur till viss del är avhängiga externa faktorer som myndighetsbeslut. Risker är framför allt att en försäljning av NIO-andelar mot förmodan inte kommer till stånd och att alternativa finansieringsvägar som en nyemission aktualiseras. Sannolikt kommer vi att ha fler kort på bordet inom någon månad.

### **Nordic Iron Ore växer kraftigt**

Efter höstens borrhningar kunde Nordic Iron Ore i början av 2013 redovisa kraftigt ökade mineraltillgångar från 62 till 170 miljoner ton, framför allt genom att Väsman nu ingår i sammanställningen med 90 miljoner ton.

I samband med att mineraltillgångsuppskattningen släpptes uppstod viss förvirring hur denna skulle tolkas och hur den skulle ses i relation till det tidigare angivna Exploration Target för Väsman på 600-650 miljoner ton?

Förklaringen är att NIO endast borrar en i del av Väsmanfyndigheten, i den södra delen av fältet. En anledning är givetvis att kärnbörningar är förhållandevis dyra samtidigt som budgeten är begränsad och därför får man gå stegvis fram. Prioritet har förmodligen legat på att få fram ett tillräckligt bra underlag för att kunna gå vidare med en ansökan om bearbetningskoncession för Väsman. För att i möjligaste mån hålla tidsplanen och ha balans i projektutvecklingen är det viktigt att tillståndsprocessen håller jämn takt med prospektering och analys.

***Fortfarande betydande expansionspotential i Väsman***

Kopparberg Minerals VD Per Storm (sitter i NIO:s styrelse) kommenterade vid en presentation i januari att Väsman ser precis så bra ut som man tidigare trott. Hur mycket av de 600-650 miljoner ton som uppskattades som Exploration target som i slutändan verkligen kan definieras som mineraltillgångar är förmodligen fortfarande osäkert. Emellertid sträcker sig de magnetiska mätningarna från 2011 enbart ned till 300 m djup och då sannolikheten är stor att det även finns hematitfyndigheter (vilka ger svag respons i magnetiska mätningar) borde det innebära att förutsättningarna att väsentligt öka mineraltillgångarna i Väsman från dagens nivå om ca 90 miljoner ton alltså är goda.

***Specialprodukter kan med begränsade investeringar ge vinst i underliggande verksamhet redan från 2015***

Häromdagen meddelade NIO att man tecknat en avsiktsförklaring med Coal and Ore Trading Limited för marknadsföring och leveranser av järnmalmsprodukter på upp till 600 000 ton per år. Planen är nu att tidigarelägga tänkt produktionsstart från 2016 till andra halvåret 2014. Den inledande investeringen väntas uppgå till 165 MSEK. Detta kommer dock inte att räcka till någon anrikningsskapacitet utan denna produktion ska inledningsvis omfatta specialprodukter som inte främst är avsedda för stålproduktion. Det handlar om applikationer där man utnyttjar järnets tyngd och beskaffenhet i exempelvis tungbetongapplikationer eller som ballast inom offshoreindustrin. Fördelen är givetvis att NIO på detta sätt snabbare kan nå ett underliggande positivt kassaflöde och därmed minska bördan av de investeringar som kommer att krävas fram till beräknad full produktion 2018. Det handlar visserligen om en enklare produkt som därmed med all sannolikhet kommer att prissättas lägre, i gengäld behöver den alltså inte behöver anrikas nämnvärt. Denna lösning skulle enligt Smallcap kunna innebära att NIO kan nå ett

positivt EBITDA-resultat 1-2 år tidigare än beräknat, antagligen redan 2015 om tidplanen håller.

**Ökade tillgångar =  
starkt förbättrad  
kalkyl**

Med de ökade mineraltillgångarna i ryggen och möjlighet till ytterligare expansion är målet att utveckla ett gruvprojekt med en årlig produktion på 4,4 miljoner ton per år med åtminstone 25 års livslängd. Det är en väsentlig ökning jämfört med PEA (Preliminary Economic Assessment)-studien från 2011. Med en utökad kapacitet stiger investeringskostnaden men framför allt förbättras lönsamheten då skalfördelar sänker driftskostnad per enhet. Enligt en presentation från oktober baserat på bolagets egna beräkningar, ett s.k. Scoping Study Development Base Case, beräknas driftskostnaden bli 48 USD/ton jämfört med 52 USD/ton enligt PEA och investering till full produktion 4683 MSEK jämfört med 3024 MSEK enligt PEA-studien.

Vi har gjort kassaflödesvärderingar baserat på tre scenarios

- 1) **Basscenario** baserat på produktion 4,4 miljoner ton per år
- 2) Scenario baserat på **enbart Blötberget och Håksberg**, med ökade mineraltillgångar i Blötberget enligt den nya uppskattningen. Produktion 2,7 miljoner ton per år.
- 3) **Optimistiskt scenario** med produktion på 4,4 miljoner per år där Väsmanmineraliseringen i allt väsentligt kan omvandlas till motsvarande mineraltillgångar och generera ett gruvprojekt med en livslängd på flera decennier.

I tabellen nedanför sammanfattar vi våra antaganden och resultat för de olika scenarierna. Vi har använt en diskonteringsränta på 14,5 %, vilket vi motiverar med riskpremier och betavärden för liknande bolag på börsen. Det kan påpekas att kalkylräntan i lönsamhetsstudier och även aktieanalyser för gruvbolag kan ligga på 10 % eller to m under.

Våra antaganden om driftskostnader ligger något högre än vad NIO och deras konsulter själva antagit i hittills publicerade studier. Innan någon fullständig lönsamhetsstudie är presenterad väljer vi att använda oss av tumregler baserade på liknande projekt och får därigenom alltså något högre kostnader, även om skillnaden inte är väsentlig. Vi finner med samma tillvägagångssätt att de investeringsantaganden som bolaget redovisat är rimliga.

	Blötberget, Håksberg	Bas- scenario	Optimistiskt scenario
Totala intäkter MUSD	4941	10699	36865
Total malmproduktion, milj ton	41,5	89	308
Livslängd, år	18	24	73
Intäkter USD/ton	119	120	120
Driftskostnader/ton USD	57	53	42
Investeringar till full prod MUSD	432	668	945
Inv./ton till full prod USD	10	7	3
<b>NPV @ 14,5 % MSEK</b>	<b>308</b>	<b>1355</b>	<b>1701</b>

*Smallcaps beräkning av NPV för Nordic Iron Ore*

Även med våra totalt sett mer konservativa antaganden än i bolagets egna kalkyler får vi tydligt positiva NPV i samtliga fall. Våra beräkningar är även efter antagna skatte- och finansieringskostnader.

### **Bättre projekt än Dannemora- och Kaunisvaaragruvorna**

Det är många pusselbitar som ska falla på plats innan gruvstart, inklusive miljötillstånd, finansiering och installationer. Exemplet Northland Resources visar på faran med att driva tidplanen alltför hårt.

### **Sammantaget bättre förutsättningar än för DMAB och NAUR**

I jämförelse med Northland Resources och Dannemora Mineral bedömer vi dock att NIO sedan en längre tid varit mer konservativa i sina antaganden. Till detta ska läggas att vi bedömer att NIO är lika bra eller bättre positionerade i förhållande till dessa jämförelseobjekt med avseende på produktkvalitet, logistik och expansionsmöjligheter och sammantaget är ett projekt med bättre förutsättningar i utgångsläget. Dessutom är NIO klart konkurrenskraftigt vad gäller parametrar som driftskostnader och kapitalintensitet (investeringsbehov per ton) se jämförelse i tabell nedan.

<b>Bolag</b>	<b>Nordic Iron Ore</b>	<b>Northland Res.</b>	<b>Dannemora M.</b>
Projekt	Basscenario	Kaunisvaara	Dannemora
Kapacitet Mton/år råmalm*	9,2	12	3,5
Kapacitet Mton/år produkt	4,4	4,4	2
Investeringar MSEK	4683	7562	1077
Järnhalt %	39%	33%	37%
Drift USD/ton (bolagsuppgifter)	48	67	39
Drift USD/ton räknat på SEK/USD 6,5	52	71	39
Investeringar USD/ton och år*	7	16	8
Järnhalt färdig prod	67%	66-69%	50-55%
Mineraltillgång järn Mton (prel)	67	57	12
Life of Mine år*	24	17	10

*Nordic Iron Ore projektparametrar i jämförelse med Northland Resources och Dannemora Mineral. \*) Smallcaps antaganden och beräkningar*

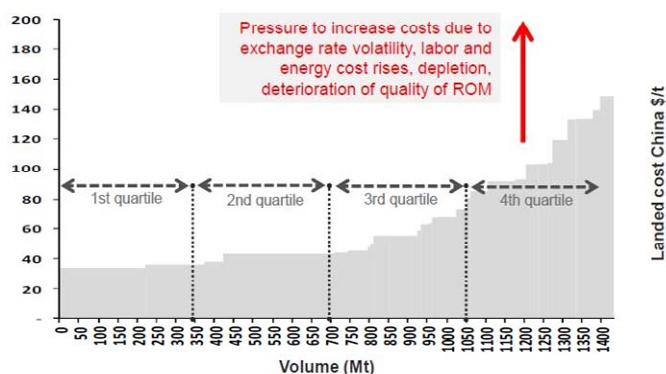
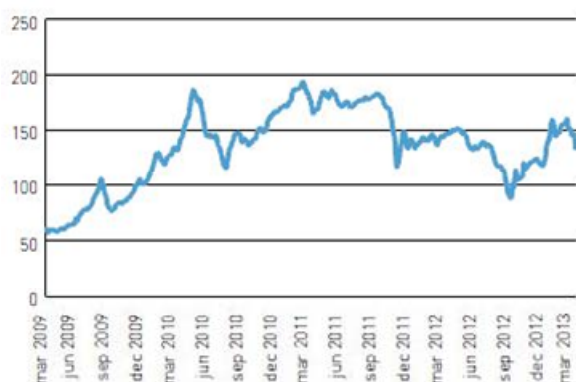
Vad gäller logistikkostnader till utskeppningshamn har vi använt oss av uppgiften i PEA-studien på 10 USD/ton vilken i sin tur är baserad på Vectura Consultings bedömning. Som en jämförelse förväntas logistikkostnaderna för Northland Resources Kaunisvaaraprojekt uppgå till 30 USD/ton enligt den senaste bedömningen. I början av året tecknade NIO ett letter-of-intent med Oxelösunds hamn. Detta är förmodligen den mest kostnadseffektiva lösningen för landtransporter i dagsläget. På sikt vore dock tillgång till djuphavshamn en fördel för att förbättra ekonomin vid export till Asien och detta skulle på nytt kunna aktualisera Lysekil som hamnalternativ. Sammanfattningsvis är logistiken en fördel för Ludvika Gruvor, även om en hel del frågor kvarstår. Vi har inte tillräckligt underlag för att verifiera NIO:s antaganden men bedömer att de ligger inom en rimlig härad.

Vad avser finansieringskostnader har vi räknat med en skuldfinansiering på 50 % av investeringsbehovet med en effektiv ränta på 14 %.

### Volatila järnmalmpriser, men botten kan ha nåtts i höstas

Järnmalmpriserna återhämtade sig under vintern från höstens nedgång och steg tillbaka till historiskt höga nivåer kring 150 USD/dmt efter att ha bottnat under 90 USD/dmt. Sedan dess har sentimentet åter försvagats och för närvarande ligger spotpriserna kring 135 USD/dmt.

China Iron Ore 62% Fe Spot (USD/Mton)



Spotpris järnmalm (Källa: Dannemora Mineral) och cost curve för järnmalmprojekt (Källa: Vale 2012)

Den höga volatiliteten verkar hänga samman med lagercykeln hos kinesiska kunder. I höstas drogs lagren ned kraftigt, vilket ledde till kraftigt prisfall vilket i sin tur



### **Höga kostnader i kinesiska gruvor anger botten**

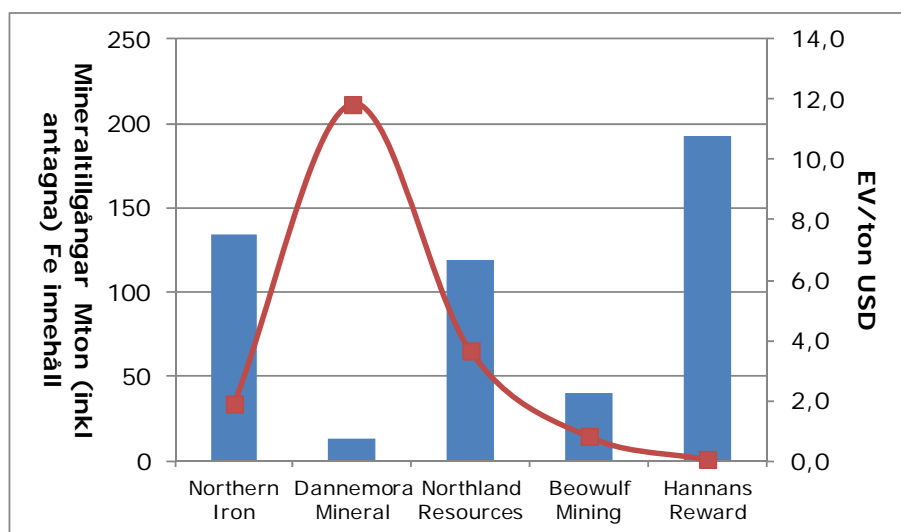
framtvingade produktionsneddragningar i högkostnadsgruvor. När lagren fylldes på så sköt priset snabbt i höjden igen. En fortsatt hög volatilitet i järnmalmspriset ska nog inte uteslutas.

Uppskattningsvis ligger produktionskostnaden för fjärde kvartilen av världens järnmalmsgruvor vid ca 90 USD/ton. Medelproduktionskostnaden för inhemska kinesiska gruvor uppskattas till närmare 120 USD/ton enligt Rio Tintos beräkningar. Det talar för att en botten i järnmalmspriset ligger i denna härad. Vi har antagit ett långsiktigt pris på 120 USD/ton för Nordic Iron Ore efter dels uppskattad premie för 67 % Fe, dels för sjöfraktkostnader.

### **Stor spridning i värdering av järnmalmstillgångar**

Trots återhämtningen i järnmalmspriserna sedan i höstas värderas järnmalmstillgångar generellt lågt på börserna för närvarande och detta gäller inte minst juniora icke-producerande bolag. Här finns exempelvis bolag med tillgångar på Labrador Trough i Quebec, Kanada och i Pilbararegionen i Australien. De stora investeringsbehoven i infrastruktur i dessa områden är troligen en bidragande avskräckande faktor.

En översikt av värdering av nordiska intressen visar på stor spridning i värdering. Detta i kombination med få noterade objekt medför att en jämförande värdering av mineraltillgångarna inte ger någon särskilt tillförlitlig vägledning vad avser NIO.



*Noterade nordiska järnmalmstillgångar och värdering EV/ton*



Medelvärde för nordiska järnmalmsbolag utan hänsyn till utvecklingsfas ligger på 3,6 USD/ton järninnehåll. Översatt till NIO motsvarar det ett värde på 1,6 miljarder SEK. Dock är NIO som bekant en bit från produktion. Ett EV/ton i linje med hur Beowulf Minings tillgångar värderas motsvarar ca 270 MSEK.

Med hänsyn till spridningen i värderingen av bolagen ovan lägger vi störst tyngd vid en nuvärdesberäkning. Vi väljer då att riskjustera de olika scenarier vi skissat på ovan och får ett motiverat värde enligt tabellen nedan.

I samband med noteringsförsöket på First North 2012 värderade vi NIO till 444 MSEK före pengarna med hjälp av riskjusterade kassaflöden. Vår ansats var något annorlunda då och den information som sedan tillkommit har lett till att vi omarbetat värderingsmodellen. En mineraltillgång har definierats för Väsman, även om en stor del av fältet fortfarande återstår att undersöka. Blötbergets mineraltillgångar har utökats och gruvstart där förväntas kunna tidigareläggas. På den negativa sidan har vi bland annat justerat upp driftskostnaderna något i vår modell och väljer att även justera för finansieringskostnader. Vi använder även en mer marknadsbaserad diskonteringsränta vilket påverkar värdet negativt. Slutligen väljer vi också att dra av en rabatt, dels för att bolaget till skillnad från vid den förra värderingstidpunkten inte offentliggjort några konkreta noteringsplaner, dels med hänsyn till att en finansieringsrunda stundar inom kort.

**Även konservativ ansats understryker betydande värde i NIO**

	<b>Riskvikt</b>	<b>NPV före riskjust. MSEK</b>	<b>Riskjust. NPV MSEK</b>
Optimistiskt scenario	15%	1701	255
Basscenario	30%	1355	407
Blötberget, Håksberg	15%	308	46
Riskviktad subtotal			708
Kassa			
Aktieägarvärde			708
Rabatt onoterat			33%
Justerat aktieägarvärde			474

*Riskjusterad DCF-värdering Nordic Iron Ore*

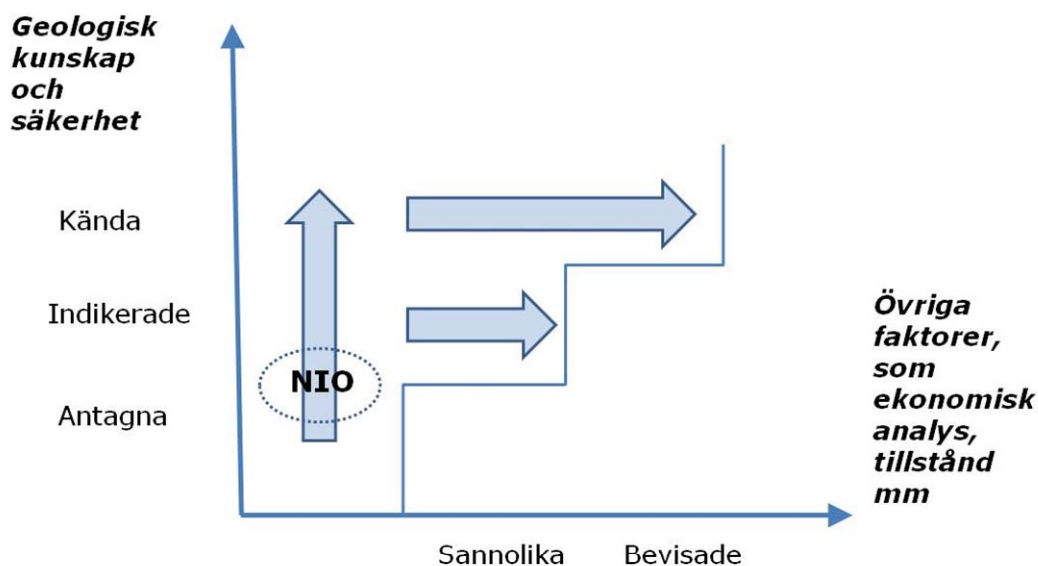
Det ska betonas att en kassaflödesbaserad värdering är mycket känslig för antaganden om bland annat järnmalmspriser och diskonteringsränta. Sänker vi långsiktigt prisantagande till 110 USD/ton sjunker justerat aktieägarvärde till 190 MSEK. Höjer vi istället till 130 USD/ton stiger värdet till 760 MSEK.

Villkoren för konvertibelemissionen med lösenpris på 17 SEK per aktie bestämdes i somras. Sedan dess har mineraltillgångar i Väsman kunnat bekräftas och inklusive indikerade tillgångar har mineraltillgångarna nästan tredubblats. Mot den bakgrunden är det knappast orimligt att motivera en tydligt högre värdering. Vår värdering motsvarar en kurs per NIO-aktie på 41,2 SEK (11,49 miljoner aktier).

### **Miljötilståndsprövning och finansiering mycket betydelsefulla kommande milstolpar**

NIO har flaggat för att en finansiering kommer att genomföras inom kort, under första halvåret, för att bära bolaget till miljötilstånd. Det blir en viktig värdemätare givet dels den framgångsrika prospekteringen under 2012, dels med tanke på det avgörande besked om miljötilstånd som stundar under andra halvåret. Då om inte förr får vi en stark indikation på hur investerare är beredda att värdera bolaget.

Nedan försöker vi illustrera var Nordic Iron Ore står i utvecklingstrappan. Steg såväl lodrätt uppåt som åt höger ökar värdet i projektet, allt annat lika.



*Illustrering av värdetrappa för gruvutvecklingsprojekt*

### **Mer prospektering behövs**

En betydande del av de nuvarande mineraltillgångarna utgörs av kategorin antagna resurser. De är därför per definition ett för otillräckligt underlag att användas för ekonomisk analys i en prefeasibility eller feasibilitystudie och behöver uppgraderas genom prospektering (steg lodrätt uppåt). Under 2012 borrades 14 000 meter i Blötberget och

Väsman. Den siffran kommer att behöva stiga väsentligt inför en feasibilitystudie. Parallellt med prospektering görs provbrytning och processtekniska tester.

### **Komplicerad men hanterbar miljöansökan avseende Ludvika gruvor – avslut väntas i augusti**

Sommaren 2012 lämnade Nordic Iron Ore in en miljöansökan till Mark och Miljödomstolen i Nacka där en mycket detaljerad plan beskrevs, med syfte att få miljötillstånd för återstarten av Blötberget och Håksberg. En beviljad miljöansökan är helt avgörande för projektet och blir den stora milstolpen under året. Smallcap besökte domstolen för att studera dokumenten på plats och vi kan konstatera att dokumentationen är mycket omfattande och innefattar detaljerad planläggning kring hur gruvdriften ska återtas, inbegripande allt från järnväg, anrikning, transportband, nyckelbiotoper och eventuella habitat för hotade arter, för att nämna några delar.

### ***NIO väl i fas med miljöansökan***

Länsstyrelsen lämnade i december 2012 in en skrivelse där de efterfrågar en ännu högre detaljgrad i dokumentationen. Denna skrivelse har i sin tur Nordic Iron Ore svarat på. Processen kring miljötillstånd är långdragen och komplicerad och det kan vara av intresse för nuvarande eller tillkommande aktieägare att ha en smula insyn i processen. I februari kungjordes ansökan, vilket innebär att domstolen anser att den i huvudsak är färdigframställd, och för närvarande pågår det som kallas för sakframställan, dvs. alla som på något sätt berörs av projektet har möjlighet att yttra sig till domstolen via inlagor. Sakframställan ska vara klar i början av april och därefter pågår domstolens arbete fram till dess att domstolsförhandlingar är utsatta (sista veckan i augusti 2013).

Efter att ha tagit del av dokumentationen anser vi (utan att ha specialistkompetens på området) att:

- Processen löper planenligt
- Länsstyrelsens invändningar är relevanta men hanterbara
- Sannolikheten för att miljötillstånd lämnas i augusti är hög

VD för Nordic Iron Ore, Christer Lindqvist nämner i samtal med Smallcap att tack vare att det rör sig om en återstart av existerande gruva så ser bolaget processen som relativt

okomplicerad, även om den givetvis tar tid och ska genomföras på ett korrekt sätt.

Vid ett positivt utfall i domstolen kan Nordic Iron Ore inleda arbete med anläggningar samt starta dräneringen (pumpa ut vattnet) av gruvorna.

### **Sammanlagning av projekt en naturlig väg framöver**

Det talades under en längre tid om att kinesiska intressen skulle välja att investera i nordisk gruvindustri, men vad vi sett hittills så har asiatiska aktörer valt att ligga lågt i regionen. Därmed inte sagt att de är borta från spelplanen för evigt, men Smallcap bedömer att en konsolidering av den svenska järnmalmsproduktionen ligger närmare i tid. Vi har skrivit det förut men det tål att upprepas: Lyckade järnmalmsprojekt inleds med att det finns möjlighet till bra logistik i direkt anslutning till fyndigheten. Därefter följer (utan inbördes ranking), högkvalitativ produkt, finansiella muskler framför allt i uppbyggnadsfasen samt en stark projektledning. Att det förutom en bra logistik behövs en stark projektledning internt bevisas av att det till stor del varit den faktorn som brustit i andra nordiska gruvprojekt på senare tid. Vi har sett exempel där en alltför stor del av ansvaret lagts ut på externa entreprenörer vilket sannolikt bidragit till bristande kostnadskontroll och andra missar i projektutveckling. Det finns givetvis inga garantier att inte NIO också fallerar i planering och genomförande och då bolaget är i tidig fas är det fortfarande upp till bevis. NIOs ledning har dock lång erfarenhet av anläggningsprojekt och har möjlighet att ta lärdom av de misstag som begåtts i andra projekt.

### ***Dannemora Mineral vill delta i konsolidering av svenska järnmalmsprojekt***

Dannemora Mineral har genomgått en tid av turbulens men presenterade nyligen lite framtidstankar. Dessa tankar lyfter fram ett behov/önskan om strukturella förändringar för svenska privatägda järnmalmsprojekt. De skriver vidare att de som enda privatägda producerande gruva (i full drift) bör ha en ledande roll i den utvecklingen och att en målsättning är att producera cirka 5 miljoner ton järnmalmsprodukter per år. Dannemora Mineral siktar på att producera 2 miljoner ton färdig produkt vid full produktion (upp till 60 procent styckemalm och resterande del fines med 55 procent järnhalt). Alltså en bit ifrån önskade volymer men kanske viktigare ändå är halten. 55 procent är en relativt låg halt och ger ofördelaktiga priser på världsmarknaden. Nordic Iron Ore kommer däremot att kunna producera fines med

betydligt högre järnhalt och det finns en logik i att kombinera de båda bolagens produkter.

Nu är det förmodligen en lång process innan någon form av samverkan eller för den delen sammanslagning kan ske, men vi håller det inte för otroligt att en sådan utveckling kommer till stånd i framtiden.

### Norrliden Mining

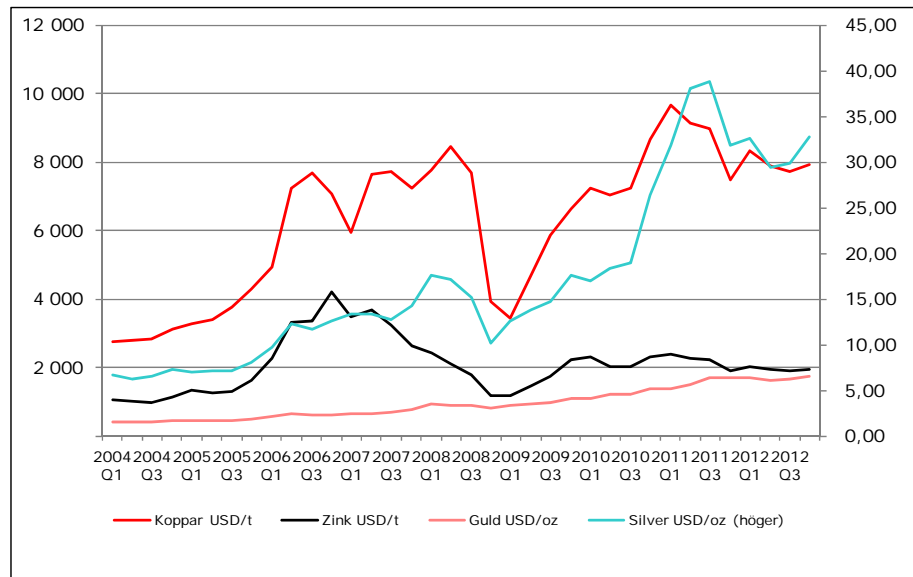
Norrliden Mining är Kopparberg Minerals delägda (50%) projekt i Skelleftefältet. Tillgångarna består av zink- och kopparfyndigheterna EVA, Norra Norrliden och Svartliden. EVA och Svartliden ligger i omedelbar anslutning till varandra i Arvidsjaur kommun medan Norra Norrliden ligger i Norsjö kommun ca 4 mil åt sydväst.

Norrliden Mining	Milj. ton	Zn %	Pb %	Cu %	Au g/t	Ag g/t
<i>EVA</i>						
Indikerade	5,16	2,39	0,36	0,25	0,96	38
<i>Norra Norrliden</i>						
Kända	0,493	2,93	0,39	0,74	0,65	58,9
Indikerade	1,499	2,89	0,31	0,59	0,54	40,2
Antagna	914	1,58	0,22	0,76	0,34	33,6
<i>Svartliden</i>						
Historisk	0,065	1,4		2,76		

#### *Mineraltillgångar i Norrliden Mining*

Vad gäller den potentiella marknaden för Norrliden Minings produkter så har bas- och ädelmetallpriser uppvisat stora svängningar de senaste tio åren men har det senaste året varit relativt stabila (åtminstone i jämförelse med järnmalm). Nedan visas kvartalsvisa genomsnitt sedan 2004.

**Basmetallpriser  
förhållandevis  
stabila senaste  
året**



Bas- och ädelmetallpriser, kvartalsvis genomsnitt t o m 4 kv. 2012. Källa: Boliden

Överlag är priserna hälsosamma för gruvdrift även om vi även sett kraftiga ökningarna i driftskostnader exempelvis i guldgruvor. Zinkpriset är i hög grad beroende av stålmarknaden, ungefär 60 % av produktionen går till galvaniserat stål som används i bygg-, fordons- och byggnadsindustrier. Det finns förväntningar om sjunkande produktion i större zinkgruvor, som börjar bli utbrutna, vilket därmed skulle kunna ge en skjuts åt priset men än så länge har detta scenario dock inte materialiserats. Koppar har ett brett användningsområde och priset bedöms som starkt kopplat till den allmänna världskonjunkturen. Jämfört med zink ligger kopparpriset förhållandevis högt i förhållande till genomsnittlig produktionskostnad. Utbudet väntas även öka kraftigare än för zink något som dock motverkas av tydligt sjunkande halter och högre kostnader i nya projekt.

I våra följande kalkyler har vi använt oss av femårsgenomsnitt i prisantagandena, vilket innebär 2000 USD/ton för zink och bly, 7300 USD/ton för koppar, 23 USD/oz för silver och 1300 USD/oz för guld.

### **EVA flaggskeppet i Norrliden**

Den på pappret största fyndigheten i Norrliden Mining, EVA, är en massiv, vulkanogen, komplex sulfidmineralisering. Fyndigheten ligger till stor del nära dagen och kan lämpa sig för dagbrottsbrytning vilket ger fördelar i form av lägre investeringar och lägre driftskostnader. En intressant förekomst av bimetaller, framförallt guld på 0,96 g/ton, är

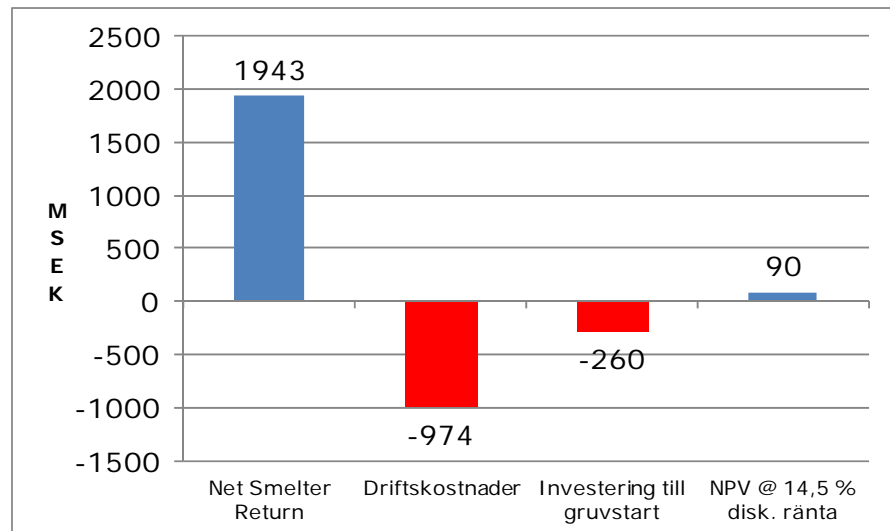
en annan potentiellt värdehöjande faktor. Mineraltillgången har uppskattats till ca 5 miljoner ton (antagna) men är ännu inte definierade enligt internationella standarder. Det finns dessutom en förlängning mot djupet under 270 m som inte ingår i uppskattningen.

Undersökningarna på EVA har de senaste två åren hållits tillbaka av en segdragen tillståndsprocess. Länsstyrelsen har tidigare avstyrkt ansökan om bearbetningskoncession med hänsyn till rennäringsområdet i området men Bergsstaten gav sitt medgivande. Norrliden Mining och den berörda samebyn lämnade i höstas in en gemensam komplettering till ansökan för att bemöta Länsstyrelsens invändningar. Enligt mediauppgifter har samebyn inte helt oväntat fortfarande invändningar mot gruvdrift men det faktum att frågan nu adresserats i ansökan och att en dialog förs parterna mellan kan förhoppningsvis föra processen framåt och leda till att Bergsstaten meddelar bearbetningskoncession. Om koncession inte beviljas förväntar vi oss att Norrliden överklagar till högre instans. Det ska noteras att Norrliden har en bearbetningskoncession för Svartliden som ligger omedelbart intill EVA och EVA ligger även inom Svartlidens skyddszone. En beviljad ansökan skulle medföra ett ökat fokus på Norrliden Mining och motivera ökad aktivitet i verksamheten som hamnat i skuggan av NIO och Håkansboda de senaste åren.

EVA ser ut att kunna brytas med mycket låg cash cost per ton zink givet krediter från bimetaller och projektet har goda lönsamhetsförutsättningar. Förmodligen behövs något större mineraltillgångar för att motivera en investering i ett anrikningsverk och för att ge en säkerhetsmarginal i kalkylen.

I diagrammet nedan illustrerar vi vår kalkyl i form av ett diagram, baserat på mineraltillgångar på 5 miljoner ton och en årlig brytning av 0,5 miljoner ton råmalm.





*Smallcaps beräkning av NPV för EVA-projektet*

***EVA har en bra bas för ytterligare expansion***

Vårt värde för EVA hamnar på 90 MSEK före finansieringskostnader. Kalkylen är dock som i alla gruvprojekt mycket känslig för antaganden om metallpriser och kalkylränta. Om man kan definiera en större mineraltillgång är det sannolikt motiverat att öka kapaciteten. Visserligen stiger investeringsbehovet men en ökning av tillgångarna med t ex 50 % skulle lyfta värdet avsevärt med hänsyn till skalfördelar.

Som vi ser det är EVA ett av de potentiellt mest värdedrivande projekten i gruppens portfölj och en beviljad bearbetningskoncession vore en tydlig kurskatalysator.

**Norra Norrliden intressant komplement till EVA**

Norra Norrliden är en zink-kopparförekomst knuten till en kvarts- och fältspatsporfyrisk vulkanit. Norra Norrliden var tidigare helägt av Gold Ore som utvecklat projektet en god bit på väg. Området är relativt väl undersökt med 25 000 m borrhningar, en bearbetningskoncession finns på plats och miljöstudier är långt gångna.

Enligt vår bedömning är Norra Norrliden dock ännu inte ett projekt som kan stå på egna ben och som i sig motiverar en gruva. Alternativet att anlita ett externt anrikningsverk och därmed hålla nere investeringen har framgångsrikt utnyttjats av mindre gruvor som exempelvis Lovisagruvan och tidigare Storlidengruvan (North Atlantic Resources). Detta har dock möjliggjorts främst genom de betydligt högre halterna i dessa projekt och vi ser därför inte att extern anrikning är en trolig väg för Norra Norrliden med dagens

förutsättningar. Ett gemensamt anrikningsverk med t ex EVA vore ett bättre alternativ på sikt.

### **Svarliden/Norra Copperstone spännande expansionsmöjlighet**

Svartlidenförekomsten, som ligger omedelbart norr om Evaförekomsten, är en sulfidmineralisering av så kallad stringertyp som brukar tolkas som rot-zoner till massiva sulfidkroppar. Här finns sedan år 2000 en bearbetningskoncession och det finns goda förhoppningar om att identifiera exploration targets och knyta ihop historiska borrhningar till större koppar-silver-guldmineraliseringar i det vidare Copperstoneområdet. Konsulter har pekat ut Copperstone som det mest intressanta området för vidare prospektering i Norrliden Mining. Detta får stöd av att tidigare luftburna geofysikmätningar har avslöjat ett stort antal anomalier i området norr om Evaförekomsten. Det senaste årets modellering av området har gett ett delvis nytt perspektiv på fyndigheten i så måtto att den skulle kunna betraktas som en större disseminerad mineralisering. Prospekteringen har legat på is i väntan på att Norrliden Minings organisation och finansiering kommer på plats men Copperstone är helt klart en krydda till anläggningen.

Zinktillgångar värderas enligt våra beräkningar till uppskattningsvis 20 USD/ton zinkekvivalenter<sup>1</sup> och koppartillgångar till ca 45 USD/ton<sup>2</sup>. Vi väljer att sätta en rabatt på 30 % på EVA bland annat då bearbetningskoncession ännu inte är beviljad. En justerad jämförande värdering motsvarar ett värde på Norrliden Mining på 72 MSEK.

<b>Fyndighet</b>	<b>Zinkekv. (Mton)</b>	<b>Kopparekv. (Mton)</b>	<b>Värde USD/ton</b>	<b>Värde MSEK</b>
EVA	0,47		14	43
Norra Norrliden	0,20		20	26
Svartliden		0,01	45	4
<i>Totalt</i>				<i>72</i>

*Sammanfattande värdering av projekten i Norra Norrliden*

Potentiell uppsida till vår värdering finns främst i form av möjligheter att påvisa högre mineraltillgångar i EVA och Svartliden och beviljad bearbetningskoncession för EVA. Den

<sup>1</sup> Canadian Zinc, Canada Zinc Metals, Selwyn, Tamerlane och Zincore.

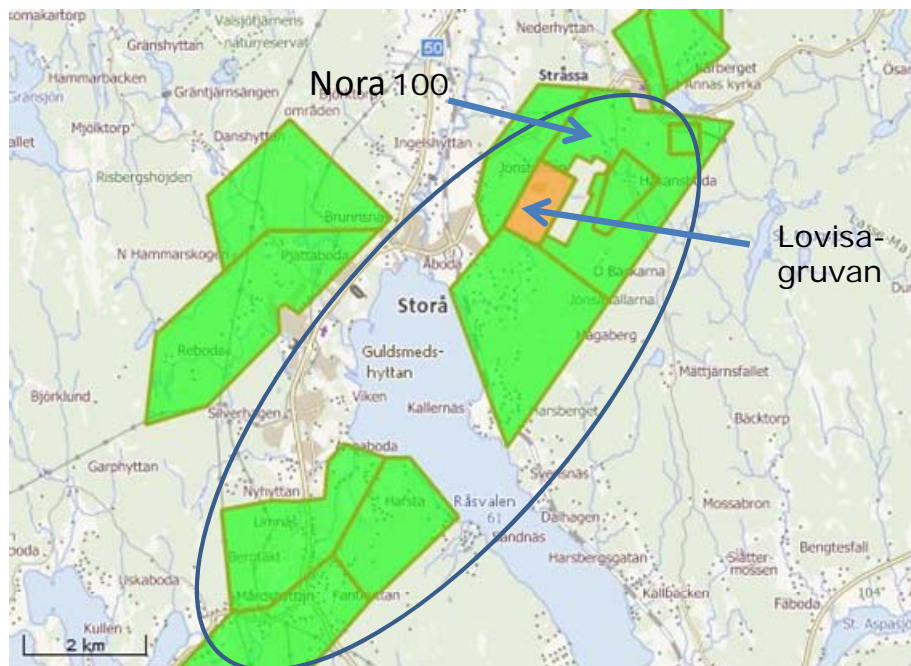
<sup>2</sup> Abacus, Copper Fox, Nevada Copper, Novacopper och Redhawk Resources

främsta projektrisken är att bearbetningskoncessionsansökan slutligen avslås för EVA.

### **Kopparberg Mining Exploration: Håkansboda var god dröj**

Håkansboda är det mest betydande helägda projektet i portföljen. Det är en kopparfyndighet i form av en mineralisering av sulfidimpregnation (kopparkis, zinkblände och blyglans samt mindre koboltglans) i en karbonatbergart. Projektet omfattar ett stort område på ca 2500 hektar. Borrningar i Håkansbodagruvan, som utgör en mindre del av projektområdet, har lett till en uppskattning av mineraltillgångar på 629 000 ton indikerade (1,4 % koppar, 0,4 g/ton guld och 14,3 g/ton silver) och 1485 000 ton antagna (1,5 % koppar, 0,3 g/ton guld och 11,3 g/ton silver). I december lämnades en ansökan om bearbetningskoncession in för Håkansbodagruvan.

Befintliga mineraltillgångar är troligen för små för att utveckla gruvdrift och stort fokus ligger på att öka mineraltillgångarna. Nyligen redovisades resultat från de första borrningarna i norra delen av gruvområdet (Norrgruvan) nära dagen, vilka gav visst stöd åt förhoppningarna om en ökad mineraltillgång. Förutom Håkansbodagruvan genomfördes under 2012 undersökningar av Eriksgruvan som ligger söderut och kaxborrningar indikerar en kopparkismineraliserad zon.



*Undersökningstillstånd i Håkansbodaområdet. Ovalen innesluter de tillstånd som innehas av Kopparberg Mining Exploration. Brandgult område är Lovisagruvans koncession*

Lovisagruvans zinkmineralisering, som kännetecknas av smala men rika malmlager, fortsätter vidare in på Kopparberg Minerals undersökningstillstånd Nora 101. Denna mineralisering har dock inte undersökts på senare år och storleken är i dagsläget okänd och det är svårt att bedöma om den är intressant för vidare exploatering.

Ett historiskt högt kopparpris gör kopparfyndigheter generellt sett intressanta. För Håkansboda projektet som fortfarande är relativt oprospekterat finns det ett behov och sannolikt god potential att öka mineraltillgångarna från en i dagsläget relativt marginell nivå.

I februari fick dock Kopparberg Mineral avslag på sin ansökan om bearbetningskoncession för Håkansboda. Detta med hänsyn till Minerallagens 4 kap 2 §, att fyndighetens art och belägenhet gör det olämpligt att sökanden får den begärda koncessionen. Enligt beslutet är motiveringen att det ansökta koncessionsområdet ligger inom skyddszonen för det område som omfattas av Lovisagruvans bearbetningskoncession. Kopparberg Mineral har överklaga t beslutet. Lovisagruvan erhöll bearbetningskoncession så sent som i november 2012 då man hade ett s.k. utmål enligt den gamla minerallagstiftningen och detta kunde omvandlas

till koncession i enlighet med övergångsbestämmelser. Enligt Minerallagens 2 kap 9 § får inte undersökningstillstånd meddelas inom en skyddszon på 1000 m från en bearbetningskoncession, om det finns särskilda skäl får skyddszonen dock minskas. Skyddszonen ska visserligen inte tillämpas på bearbetningskoncessioner/utmål som beviljats före 1 juli 1998 enligt övergångsbestämmelser. Dock lämnade Lovisagruvan in ansökan om bearbetningskoncession i maj 2010 och redan vid den tidpunkten ska reglerna om skyddszon börja gälla om vi tolkar Minerallagen rätt, i så måtto att berörda undersökningstillstånd ska förklaras vilande.

***Bergsstatens  
bedömningar för  
Håkansboda  
förefaller inte  
konsekventa***

Givet att Kopparberg Mineral tidigare beviljats och i synnerhet dessutom sedan 2010 fått förlängt undersökningstillstånd för Nora 100 och även beviljats tillstånd för och utfört undersökningsarbete där, framstår det därför i våra ögon som inkonsekvent att sedan avslå koncessionsansökan med skyddszonen som motivering.

Vilka möjligheter Kopparberg Mineral har att nå framgång med sin överklagan är svårt att bedöma, bland annat då vi ännu inte vet vilken grund man kommer åberopa. Det vore förmodligen fördelaktigt för Kopparberg Minerals överklagan om en konstruktiv dialog kan föras med Lovisagruvan och i bästa fall om Lovisagruvan kan ge sitt medgivande till att en koncession kan beviljas för Håkansboda inom skyddszonen. Det är dock osäkert vilka incitament Lovisagruvan skulle ha för att ge sitt stöd, möjligen kan det faktum att Lovisamineraliseringen fortsätter in på Kopparberg Minerals undersökningstillstånd Nora 101 bli en faktor i förhandlingar.

Det är vanskligt att förutsäga handläggningstider men en rimlig gissning är nog 6-12 månader innan vi får ett avgörande. I väntan på det kommer prospekteringsarbetet i Håkansboda mest troligt att ligga på is. En annan viktig tidpunkt i sammanhanget är den 11 maj i år då undersökningstillståndet för Nora 100 löper till dess och då frågan om en förlängning kommer att behandlas.

**Utfall i koncessionsfrågan och expansionsmöjlighet  
avgör värdet i KM Exploration**

Som tidigare nämnts uppskattar vi att juniora kopparprojekt värderas till omkring 45 USD/ton kopparekvivalenter. För Håkansboda givet befintliga mineraltillgångar motsvarar det ca 12 MSEK. Vi sätter en rabatt på 50 % på grund av den avslagna ansökan om bearbetningskoncession. Tillsammans

med den andra betydande fyndigheten inom Kopparberg Mining Exploration, Tvistbo (zinkfyndighet), ger det en värdering på hela dotterbolaget på totalt 13 MSEK.

**Osäkerhet om  
koncession sänker  
vår värdering**

Det förefaller finnas bra möjligheter till lönsam brytning i Håkansboda om man exempelvis kan nå målet om att mer än dubbla dagens mineraltillgång till ca 5 miljoner ton. Krediter från bimetaller torde sannolikt kunna bidra till en hälsosam cash cost per ton. Noterbart är även att ansökan om bearbetningskoncession rörde ett dagbrott vilket ytterligare skulle förbättra lönsamheten. Samtidigt är det dock osannolikt att hela fyndigheten kan brytas som dagbrott med tanke på att den centrala mineraliseringen lutar kraftig ned mot djupet. Dagens mineraltillgång (inklusive antagna) på drygt 2 miljoner ton räcker dock inte för att motivera en investering i ett anrikningsverk. En mineraltillgång på 5 miljoner ton skulle emellertid motivera en flerdubbelt högre värdering enligt vår bedömning.

**Sammanfattning värdering Kopparberg Mineral**

Om vi sammanfattar vår värdering för koncernens hel- och delägda innehav kan vi summera enligt tabellen nedan:

Enhet	Värde MSEK	KMAB andel MSEK	Per aktie SEK	SEK	Kommentar
Nordic Iron Ore	474	83	7,1	Riskjust. NPV	
Norrleden Mining	72	36	3,1	Justerat EV/ton	
KM Exploration		13	1,1	Justerat EV/ton	
Koncerngemensamt		-29	-2,5	Burnrate 8,4 MSEK @ 5år	
Nettokassa (+)/skuld (-)		2	0,2		
<b>Totalt aktieägarvärde</b>		<b>105</b>	<b>8,9</b>		

*Smallcaps värdering av summan av delarna i Kopparberg Mineral*

KMABs andel av NIO har i denna tabell justerats för utställda köpoptioner med lösen 25 SEK per aktie (eftersom vår NIO-värdering överstiger denna aktiekurs) och därför blir värdet lägre än vad den faktiska ägarandelen idag på 20,6 % motsvarar.

**Dagens värdering  
av aktien prisar in  
ett orimligt svagt  
scenario**

NIO står för huvuddelen av värdet i Kopparberg Mineral och synen på detta projekt får därmed en avgörande påverkan. Tveklöst har problemen hos Northland Resources och Dannemora Mineral åtminstone kortsiktigt ökat osäkerheten vad gäller värdet på nordiska järnmalmstillgångar, även om vi som sagt ser tydliga fördelar med NIO:s projekt jämfört med dessa. Om vi trots det utgår ifrån en betydligt mer konservativ ansats och applicerar värderingen vid höstens finansiering på 17 SEK per aktie sjunker värdet av Kopparbergs andel till 40 MSEK och det totala



aktieägarvärdet till 5,3 SEK per aktie enligt vår modell. Detta är ändå betydligt över dagskurs.

### **Försäljning av NIO-aktier mest sannolik finansieringskälla**

Vid årsskiftet fanns 6,2 MSEK i kassan. Det är lite osäkert hur stort det kortsiktiga kapitalbehovet är med tanke på utvecklingen i Håkansboda, men kassan kommer att behöva förstärkas inom de närmaste kvartalen.

I första hand är det aktuellt med en försäljning av delar av innehavet i Nordic Iron Ore. Det finns utställda köpoptioner på motsvarande 0,892 miljoner aktier med ett lösenpris på 25 SEK per aktie. Försäljning via optionerna kan således maximalt inbringa 22 MSEK. Teckningsperioden löper t o m april i år, dvs. ytterligare en knapp månad.

I vilken utsträckning optionerna kommer att lösas är för närvarande oklart. Det har ännu inte fattats något beslut om tidpunkt för en notering av NIO-aktien vilket försvårar beslutet för optionsinnehavarna. I bokslutskommunikén flaggade NIO för att bolaget avser göra en kapitalisering under första halvåret, och vilken värdering den kan genomföras till blir givetvis en viktig vägledning för optionserbudandet. Med största sannolikhet krävs en värdering tydligt över 25 SEK i en emission för att i sin tur locka optionsinnehavarna.

Har vi däremot inte fått något besked om villkor kring finansiering av NIO innan den 30 april är det dock osäkert om optionerna kommer att utnyttjas i särskild hög grad. I det fallet finns givetvis möjligheten att sälja till någon annan än optionsinnehavarna. Oavsett vilket skulle ett snart finansieringsbesked från NIO minska osäkerheten.

Det finns dessutom 5,35 miljoner utestående teckningsoptioner i Kopparberg Mineral (TO3B) med lösenpris 4,5 SEK och teckningstid 1 nov. 2013 till 31 januari 2014. Dessa kan totalt inbringa maximalt 24 MSEK, dock alltså först mot slutet av året. Lösenpriset ligger 50 % över dagskursen, men med tanke på den pressade kursen och aktiens volatilitet är den inte utom räckhåll.

***Kommande NIO-finansiering viktig vägledning för optionsinnehavare***



**Ansvarsbegränsning**

Detta analysmaterial är en del av tjänsten Uppdragsbevakning. Tjänsten innebär att Smallcap.se för bevakningen erhåller ekonomisk ersättning från det analyserade bolaget. Allt analysmaterial som publiceras på Smallcap.se är oberoende, vilket innebär att bedömningar och slutsatser inte påverkas av att Smallcap.se erhåller ekonomisk ersättning från det analyserade bolaget.

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Smallcap.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Smallcap.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Smallcap.se/Smallcap.se AB

**Disclaimer**

Smallcap.se är en oberoende aktör som ägs av Smallcap.se AB. Fokus ligger på analys av small- och microcapbolag.

**Intressekonflikter**

Smallcap.se strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Smallcap.se:s ställning som oberoende. Smallcap.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Smallcap.se:

-annonsering via banners och utskick

-Uppdragsbevakning, Uppdragsbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Smallcap.se

Smallcap.se:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Smallcap.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys. Eget innehav uppdateras löpande och finns tillgängligt på Smallcap.se

**Smallcap.se lämnar inte investeringsråd**

Analys och annat material på Smallcap.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 aktier. Smallcap.se 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 Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

**Källor**

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Smallcap.se försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande

garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se 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 Smallcap.se.

Material publicerat på/av Smallcap.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.