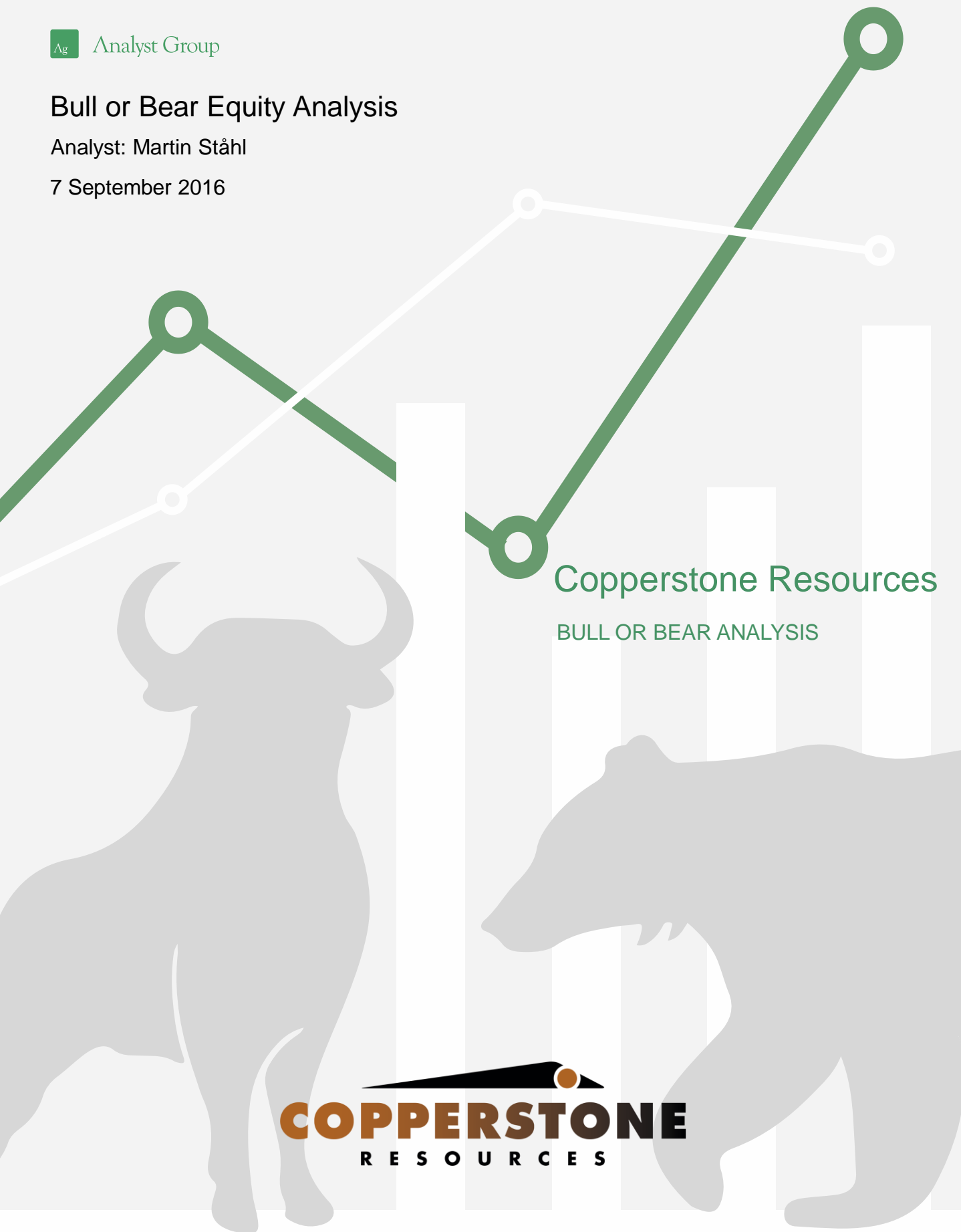


Bull or Bear Equity Analysis

Analyst: Martin Stähl

7 September 2016



Introduction

Ag

Analyst Group



5

Value Drivers



5

Quality of Earnings



4

Risk Profile



3

Quality of Management

- » **Nästa fas i Copperstoneprojektet inleds.** Efter ett mycket effektivt prospekteringsarbete kunde bolaget under Q1 definiera delprojekten Granliden och Granliden Södra som antagna mineraltillgångar enligt regelverket JORC 2012. Bolagets förmåga att omvandla prospekteringspotential till realiserbara tillgångar bådor gott inför framtiden. Utsikterna för en expansion av dessa mineraltillgångar bedöms vara goda givet geologin i området.
- » **Attraktiv värdering.** Enligt en relativvärdering baserad på EV/Resource finns utrymme för en uppvärdering om ca 42 % givet de förutsättningar som antagits. Fortsätter arbetet enligt plan finns betydande triggers på både kort och medellång sikt. Innehavet i Nordic Iron Ore (NIO) ger exponering mot ett långt gånget järnmalmsprojekt med stor potential.
- » **Kopparprojekt med mycket stor potential.** Copperstone Resources kunde 2014 presentera en prospekteringspotential om 60-100 Mton med en mineralhalt om 1-1,25 % Cu-ekv (kopparekvivalenter), vilket gör projektet till en av de potentiellt största bas- och ädelmetallförekomsterna i Norden.
- » **Positivt besked avseende EVA, trigger under H2** Efter att Länsstyrelsen avstyrkt ett utfärdande av en bearbetningskoncession har ärendet återlämnats av regeringen till Bergsstaten, som tidigare ställt sig bakom ett utfärdande. Sannolikheten för ett beviljande bedöms vara hög.
- » **Hög risk.** Prospekteringsverksamhet är till naturen mycket riskfylld. Enskilda borrhkampanjer och myndighetsbeslut kan få stor effekt på bolagets avkastningspotential. I detta fall vägs detta till viss del upp av effektiv förvaltning det senaste året, god tillgång till geodata och stabila finanser.

ANALYTIKER	
Martin Ståhl	martin.stahl@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Riddargatan 35 114 57 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se
COPPERSTONE RESOURCES	
Aktiekurs	0,429
Antal aktier	161 279 006
Börsvärde (MSEK)	69,19
Nettoskuld (MSEK)	-0,105
EV (MSEK)	69,085
Sektor	Råvaror
Lista / kortnamn	First North
UTVECKLING	
1 månad	-1,38 %
3 månader	+72,29 %
1 år	+152,35 %
YTD	-11,55 %
HUVUDÄGARE	
Michael Mattsson	8,91 %
Avanza Pension	6,36 %
Björn Israelsson	5,54 %
Leif Bengtsson	2,53 %
Nordnet Pension	2,14 %
LEDNING	
CEO	Per Storm
Styrelseordförande	Christer Lindqvist

Aktiekurs



Value Drivers

Fortsatt prospektering vid Svartliden utmynnar i ytterligare en definierad mineraltillgång.

Uppdatering av mineraltillgången för EVA i enlighet med internationell standard (JORC 2012).

Beviljande från Bergsstaten angående ansökan om bearbetningskoncession för EVA-fyndigheten.

Fortsatt prospektering visar på en större sammanhållen mineralisering runt Granlidenområdet.

Bearbetningskoncession erhålls för Granlidenhöjden

Content

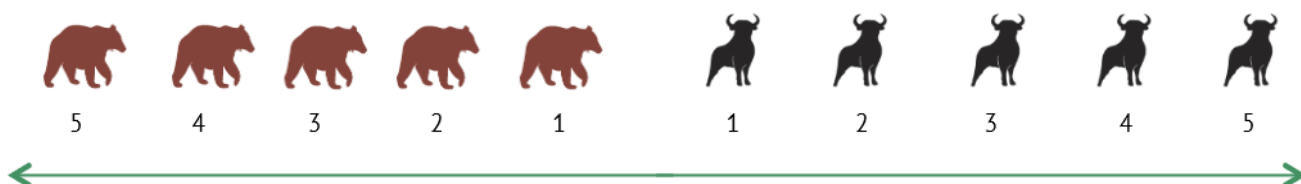
Timeline	4
The Copperstone Project	5
Investment Thesis	6-7
Management and Board	8
General Description and Market	9
Valuation	10
SWOT	11
CEO-Interview and Rating	12
Definitions of Ratios and Terms	13
Disclaimer	14

Förtydligande av rating

Analyst Groups "bull and bear"-system syftar till att kort illustrera hur vi ser på utsikterna för ett bolag att lyckas i framtiden. Här så vägs både historiska faktorer och händelser som ligger i framtiden in. Skalan går från bear 5, vilket är det sämsta betyget, till bull 5, vilket är det bästa. Där bear 5 innebär att det är mycket lite som talar för att ett bolag ska lyckas inom det området i framtiden, baserat på historisk data och hur detta förhåller sig till framtiden. Och bull 5 innebär således att det är väldigt mycket som talar för att ett bolag ska lyckas i framtiden, baserat på dess historik.

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång

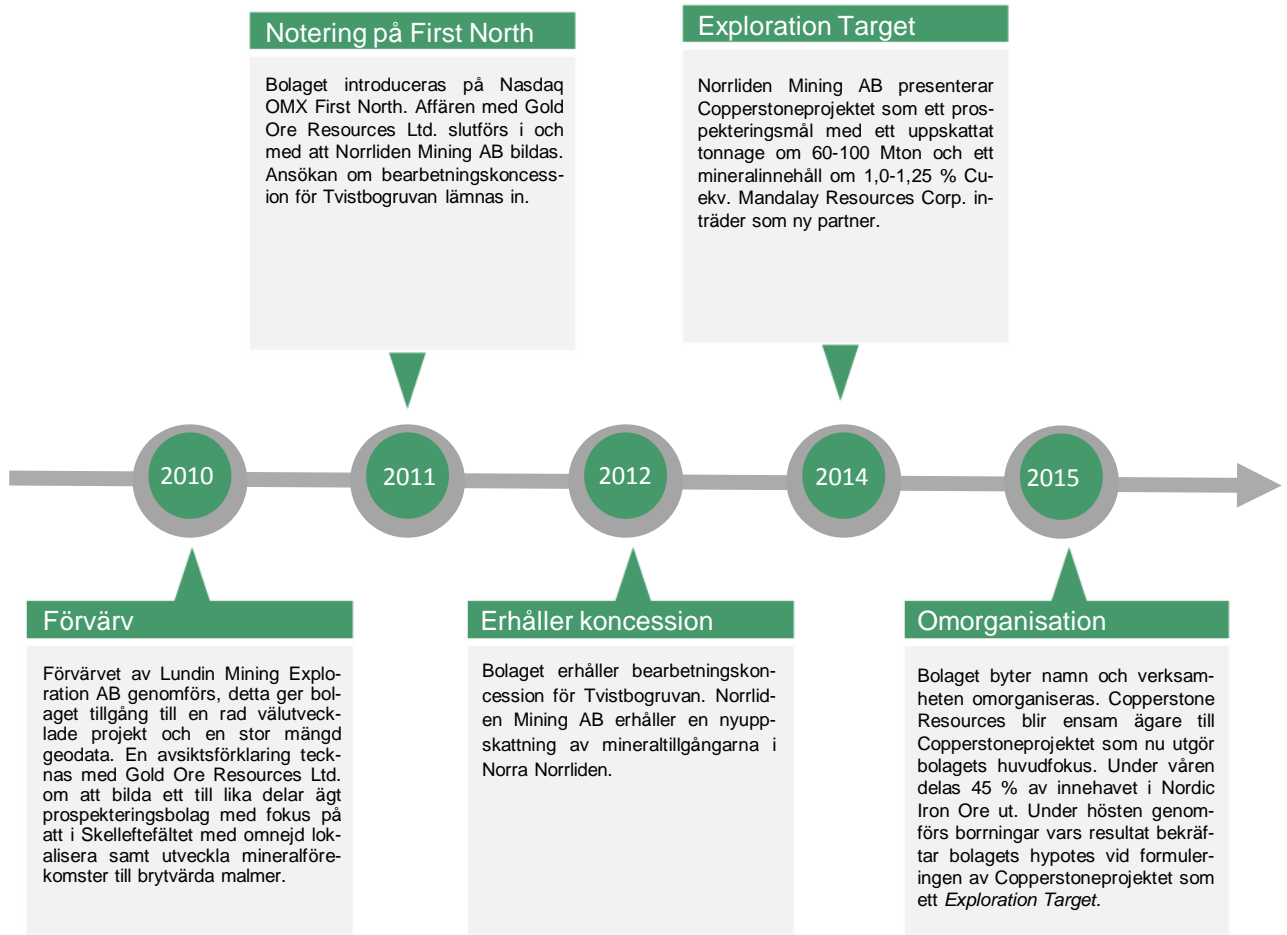


Business Summary

Copperstone Resources, är ett svenskt gruvutvecklingsbolag vars verksamhet omfattar egen prospektering i Bergslagen och Skelleftefältet med omnejd. Bolagets långsiktiga målsättning är att bli en framstående aktör på mineralmarknaden med egna gruvor och förädlingsverk.



Timeline Copperstone Resources



The Copperstone Project

Projektbeskrivning

Copperstoneprojektet, beläget i Arvidsjaurs kommun i Norrbottens län, omfattar två bearbetningskoncessioner, Svartliden och EVA samt ett undersökningstillstånd om ca 800 hektar.

Prospektering har bedrivits sedan slutet på 1920-talet då Bolidenbolaget inledde sitt engagemang i området. Ett utmål beviljades för Svartliden redan 1930, varefter aktiviteten avstannade. 1968 återupptogs arbetet med geofysiska mätningar och provborrningar av betydande omfattning. Utöver koppar påvisades komplexa mineraliseringar med zink och andra ädelmetaller, därutöver utvidgades tidigare bearbetningskoncessioner. Under senare delen av 1990-talet inledde Boliden ett samarbete med Lundinkontrollerade North Atlantic Resources, varefter prospekteringsarbetet fortsatte i Lundin Mining AB:s regi under perioden 2004-2007. Aktiviteten i området har lett till att bolaget idag har tillgång till stora mängder geodata, vilka visat sig vara mycket användbara i arbetet med att uppgadera de olika delprojekten till mineraltillgångar. Efter att samarbetet med partnern Mandalay Resources upplöstes 2015 är Copperstoneprojektet helägt av bolaget.

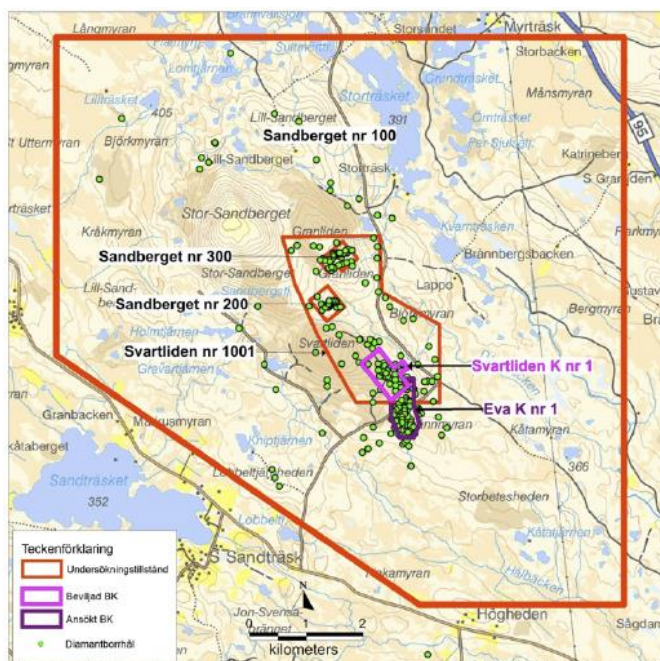
Första mineraltillgången definierad

Under Q1 nådde bolaget en viktig milstolpe då den första mineraltillgången i enlighet med JORC 2012 kunde rapporteras i Granlidenområdet. Denna bedöms uppgå till omkring 5,4 Mton med en mineralhalt om 1,03 % Cu-ekv. Bolaget låter i Q1-rapporten kommunicera att den geologiska modell som legat till grund för bedömningen indikerar större potential vid fortsatta undersökningar. Vad gäller EVA-förekomsten kvarstår den tidigare gjorda bedömningen om 5,16 Mton, med en zinkhalt om 2,6 % och en guldhalt om 1g/ton (ej kompatibel med internationella standarder). Bolaget låter också meddela att arbetet med att uppdatera mineraltillgången kommer inledas så snart ansökan om bearbetningskoncession beviljats.

Område	Mton	Cu-ekv. %
Granliden	4,74	0,98
Granliden Söd.	0,65	1,45
EVA	5,16, 2,4 % Zn och 1g/ton Au	

Stor prospekteringspotential

Efter en omfattande granskning av tillgänglig geodata kunde Copperstone Resources 2014 presentera Copperstoneprojektet som ett prospekteringsmål om 60-100 Mton, med en mineralhalt om 1-1,25 % Cu-ekv. Enligt JORC (Joint Ore Reserves Committee) beskriver ett prospekteringsmål en uppskattning av prospekteringspotentialen i ett område där mineraltillgångar ännu ej kunnat definieras genom mer omfattande prospektering. Projektet har potentialen att bli en av de största bas- och ädelmetallförekomsterna i Norden.



Bildkälla: Copperstone Resources

På kartan ovan har bolagets tillstånd i området markerats. Granliden och Granliden Södra betecknas Sandberget 300 respektive 200.

Pågående tillståndprocess

Bearbetningskoncessionen för EVA är för närvarande under behandling hos Bergsstaten sedan regeringen återlämnat ärendet i slutet av juni. Ärendet har sin bakgrund i att Länsstyrelsen avrått från ett utfärdande med hänvisning till möjlig negativ påverkan på rennäringen i området. Bergsstaten ställde sig i detta skede bakom ett utfärdande, vilket torde öka sannolikheten för ett positivt besked. Därutöver har fokus, som nämnts lagts på undersökningstillstånden Granliden och Granliden Södra, men även på Svartliden där positiva indikationer inkommit under Q2.

Investment Thesis

Kopparprojekt med stor potential

Copperstoneprojektet har i ett bullscenario potentialen att bli en av de mest omfattande bas- och ädelmetallförekomsterna i Norden. Detta till en överkomlig värdering relativt en rad kanadensiska och australiensiska peers. Enligt vår värdering (EV/Resource-baserad sum-of-parts) finns utrymme för uppvärdering om ca 42 % givet de förutsättningar som antagits (mer information på sid. 10). Fortsätter prospekteringsarbetet enligt plan finns betydande triggers på både kort och medellång sikt.

Nästa fas på Copperstoneprojektet inleds

Under Q1 kunde bolaget rapportera Granliden och Granliden Södra (Sandberget 200 och 300) som antagna mineraltillgångar enligt internationell standard, ett viktigt steg i arbetet mot att ta Copperstoneprojektet från statusen prospekteringsmål till en realiserad mineraltillgång. Denna milstolpe visar att bolaget har kapaciteten att omvandla potential till realiserbara tillgångar på ett mycket effektivt sätt, något som bådar gott inför det fortsatta prospekteringsarbetet. Ansökan om bearbetningskoncession för Granliden förbereds för närvarande parallellt med fortsatta studier av geologin i området. Dessa syftar till att på ett effektivt sätt expandera mineraltillgången, något bolaget ser stora möjligheter till givet de definierade tillgångarnas karaktär. Kan fler, mer sammanhållna datapunkter samlas in ser utsikterna för en expansion ljusa ut.

Arbetet vid Svartliden fortgår

I början på maj rapporterade bolaget att arbetet med att definiera mineraltillgången vid Svartliden fortgår med goda resultat. Flertalet borrhälsningar visade på höga mineralhalter, samtidigt som geologin antyder en mineralisering i nivå med Norra Granliden. Ytterligare data krävs dock för att definiera en mineraltillgång i enlighet med JORC-regelverket.

Triggers på kort sikt (1-6 mån):

- Beviljande av bearbetningskoncession för EVA.
- Fortsatt lyckad prospektering vid Svartliden resulterar i ytterligare en definierad mineraltillgång.
- Expansion av mineraltillgången vid Granlidenområdet genom mer omfattande borrhälsningar.

Triggers på medellång (6-12 mån)/lång sikt (12<mån)

- Uppdatering av mineraltillgången för EVA i enlighet med JORC-regelverket (givet ett beviljande).
- Bearbetningskoncession erhålls för Granlidenhöjden
- Positiva resultat presenteras för de genomförbarhetsstudier som nu inleds för att optimera projektet.

Management

Ledning och styrelse har omfattande erfarenhet från branschen, vilket i kombination med ett högt insiderägande ingjuter förtroende. VD Per Storm kommer närmast från Raw Materials Group AB, vid tiden ett ledande svenskt analyshus inom gruv- och metallindustrin, nu en del av S&P Global Inc. Styrelseordförande Christer Lindqvist kommer närmast från posten som VD i det f.d. intressebolaget Nordic Iron Ore AB. Christer var dessförinnan engagerad i Danemora Mineral AB, (mer information på sid. 8).

Bearbetningskoncessioner och ett urval av bolagets undersökningstillstånd

Bearbetningskoncession		Giltigt från	Giltigt till
Svartliden K nr 1	36,97 ha	2000-12-27	2025-12-27
EVA K nr 1*	34,25 ha	2007-09-14	Inväntar beslut
Tvistbo K nr 1	11,42 ha	2012-04-17	2037-04-17
Undersökningstillstånd			
Sandberget nr 200	19,19 ha	2012-10-03	2018-10-03
Sandberget nr 300	34,25 ha	2012-10-03	2018-10-03
Sandberget nr 100**	8074,14 ha	2004-12-15	Specialstatus
Sandberget nr 1001**	443,83 ha	1996-09-18	Specialstatus

*Under behandling hos Bergsstaten, "giltigt från" avser ansökningsdatum

**Specialtillstånd som gäller t.o.m. beslut fattats ang. EVA-förekomsten

Investment Thesis

Ökat ägande i Nordic Iron Ore

Copperstone Resources ökade i mitten av juli sitt ägande i det tidigare intressebolaget Nordic Iron Ore (NIO) till 8 % av kapitalet, en affär om totalt 7,5 MSEK. Köpet har ett högt signalvärde då NIO befinner sig i en mycket spännande fas. Alla nödvändiga tillstånd har erhållits och målet är att återstarta gruvverksamheten i Blötberget före utgången av 2019, för att vid full kapacitet nå en brytningstakt om 3 Mton per år. En del av nödvändig infrastruktur är dessutom på plats sedan tidigare, vilket minskar det initiala investeringsbehovet. Därutöver finns stor potential i närliggande Håksberg och Väsmanfältet. Totalt uppgår NIO:s JORC-klassificerade mineraltillgångar till 183,1 Mton, med en järnhalt på mellan 33,5 och 41,9 %. Projektet har en bedömd Recovery Rate om 80-90 % beroende på malmtyp och en produktionskostnad om 40 USD/ton.

Nordic Iron Ore är ett svenskt gruvbolag vars målsättning är att återuppta och utveckla brytningen av järnmalm i Blötberget och Håksberg, som tillsammans bildar Ludvika Gruvor i södra Dalarna. Därutöver bedrivs prospektering och undersökning vid Väsmanfältet vilket sammanbinder de båda gruvorna.

En enkel relativvärdering av EV/Resource-typ visar att järntillgångar i klass med NIO:s värderas till 0,2-0,4 USD/ton per M&I&I Fe. (kända, indikerade och antagna tillgångar), vilket i NIO:s fall renderar ett värde om 13,7-27,4 MUSD. Ett lämpligt jämförelseobjekt är Beowulf, vars förutsättningar i stor utsträckning liknar NIO:s. Beowulf handlas en bra bit över över angivet spann, till ett EV/Resource om 0,61 USD/ton Fe. En värdering i nivå med Beowulf renderar ett värde om 41,7 MUSD, varav Copperstones andel uppgår till 3,33 MUSD.

Vägen till mineraltillgångsklassificering

Antagen

I detta stadie befinner sig för närvarande bolagets delprojekt Granliden och Granliden Södra m.fl.

Indikerad

Idé- och genomförbarhetsstudier

Känd

Ett prospekteringsmål, identifieras med hjälp av geodata som ännu inte är tillräcklig för en mineraltillgångsklassificering. Ofta rapporteras ett brett spann avseende tonnage och mineralhalt till följd av den stora osäkerheten som föreligger i detta skede

Prospekteringsarbetet fortsätter, nu med fokus på att öka den geologiska kännedomen genom ytterligare studier, bl.a. ytterligare kärnbörning i enlighet med de internationella regler som finns ang. mineraltillgångsklassificering (JORC och NI 43-101). Allmänt gäller att tätare borrhål ökar sannolikheten för en hög klassificering. I takt med att mer geodata samlas in och graden av kännedom ökar, uppraderas tillgången enligt ovan.

Priset på järnmalm har efter tre år av stadig nedgång återhämtat sig från botten kring 40 USD/ton Q4 2015 till drygt 60 USD/ton Q2 2016, troligtvis till följd av en stimulansdriven kinesisk efterfrågeökning. NIO:s lågkostnadsprofil möjliggör dock lönsamhet vid ett jämförelsevis lågt världsmarknadspris.

Finansiering

Bolaget har under H1 2016 säkrat finansiering från en rad källor, bl.a. genom ett optionsprogram, vilket tillförde 6,58 MSEK i slutet av maj. Kassan uppgår vid utgången av Q2 till 8,46 MSEK. Justeras kassan för det lån om 2 MSEK som upptogs under inledningen av Q3 samt förvärvet av lån och aktier i NIO i mitten på juli beräknas den uppgå till 2,96 MSEK, vilket enligt VD torde täcka finansieringsbehovet året ut. Möjligen kan ytterligare finansiering krävas givet att *burn raten* under Q3 och Q4 är i nivå med snittet de senaste två åren. Bolagets förmåga att attrahera kapital visar dock på ett stort intresse från investerarkollektivet, vilket bådar gott inför fortsatta satsningar.

Som nämnts är prospekteringsverksamhet behäftad med stor osäkerhet avseende kapitalbehov, varför ovanstående uppskattning kan förändras vid eventuella verksamhetsstörningar eller andra oförutsedda händelser. Rörelserisken är därmed hög.

Kopparberg Mining Exploration (KMEX)

KMEX tillgångar omfattar bearbetningskoncessionen för Tvistbogruvan och en rad undersökningstillstånd, varav arbetet med de senare nedprioriterats under 2015 till följd av att mer resurser förlagts till Copperstoneprojektet. Tvistbogruvan är belägen i ett geologiskt intressant område som har varit föremål för gruvbrytning och prospektering under lång tid. Bolaget har för avsikt att ingå ett partnerskap avseende den fortsatta utvecklingen av dessa tillgångar.

Mineraltillgångar, Tvistbo K nr 1

Antagna	280 Kton (3,0 % Zn, 2,5 % Pb och 20g/ton Ag)
Indikerade	575 Kton (3,3 % Zn, 2,6 % Pb och 22g/ton Ag)

Management and Board

Per Storm, VD

Aktieinnehav: 796 005 B

Bergsingenjör, tekn.lic. och tekn.dr från Kungliga Tekniska Högskolan samt en civ.ek. från Stockholms Universitet. Per kommer närmast från Raw Materials Group AB, RMG, där han varit VD och seniorkonsult. RMG var vid tiden ett av Europas ledande företag inom analys av gruv- och metallindustrin. Före det var Per Storm akademisekreterare och vice VD på Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien. Han har även omfattande erfarenhet från sin tid som konsult i svensk processindustri och har grundat ett flertal mindre företag.



Christer Lindqvist, styrelseordförande

Aktieinnehav: 12 050 A och 1 837 934 B

Bergsingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan. Styrelsemedlem sedan 2010. Christer var en av de första investerarna i Dannemora Mineral AB, där han även var verksam som styrelseledamot med specifikt ansvar för marknad och anläggningsprojekt. Tidigare var Christer Lindqvist VD på Nordic Iron Ore AB, industrichef på Traction AB och vice koncernchef för STC Interfinans AB.



Harald Meinhardt, styrelseledamot

Aktieinnehav: 88 000 B

Bergsingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan. Styrelsemedlem sedan 2008. Harald har mångårig erfarenhet av gruvdrift i ledande befattningar inom Boliden Mineral AB mellan 1972–1990, bl.a. som gruvchef i Saxberget, Renström, Udden och Garpenberg. Sedan 1990 har Harald varit verksam i Saudiarabien som platschef för Sukhayabarat och Bulghah-gruvorna och som produktionsdirektör för samtliga metallgruvor tillhörande Saudi Arabia Mining Company. Under åren 1999–2002 var Harald Meinhardt VD för Woxna Graphite AB. Han är av SveMin utsedd till en "Qualified Person" (QP).



Michael Mattsson, styrelseledamot

Aktieinnehav: 13 052 383 B

M.Sc in Finance från Handelshögskolan i Stockholm. Michael har skapat sig en gedigen erfarenhet inom företagsöverlåtelser (M&A), affärsförhandlingar, börsintroduktioner, nyemissioner samt kapitalförvaltning på Enskilda Securities och Kaupthing, samt arbetat såväl i Stockholm som i New York. Övriga uppdrag: Savo-Solar Oy, Quia-PEG Pharmaceuticals AB och Svenska Pannkakshuset AB.



Niclas Löwgren, styrelseledamot

Aktieinnehav: 2 502 190 B

Civ ek. från Stockholms Universitet. Privat investerare, vilket omfattat medverkan till finansiering och konsultarbete kopplat till såväl noterade som onoterade bolag. Niclas har tidigare arbetat med affärsutveckling samt sälj- och marknadsrelaterade frågor, företrädesvis inom finans- och fastighetssektorn. Övriga uppdrag: styrelseledamot QuiaPEG Pharmaceuticals AB, styrelseledamot Omnivation AB.



General Description and Market

Bolagsbeskrivning

Copperstone Resources är ett svenskt råvarubolag vars verksamhet omfattar prospektering och utveckling av mineraltillgångar på ett sådant sätt att dessa kan utgöra basen för lönsam gruvdrift. Verksamheten är primärt inriktad mot Skelleftefältet (Copperstoneprojektet) och projekten i Bergslagen. Bolagets målsättning är att utveckla projekten till ett stadium då ett investeringsbeslut kan fattas. När denna fas nås kan samarbeten/partnerskap, alternativt avknoppningar till bolagets aktieägare bli aktuella. För att skapa långsiktiga förutsättningar för en denna strategi fortsätter arbetet med att generera kommersiellt gångbara gruvutvecklingsprojekt.

Marknad

Copperstone Resources huvudmetall är koppar, men även prisutvecklingen för zink, silver och guld påverkar bolagets verksamhet. Kopparpriset steg kraftigt från ca 2800 USD/ton i slutet på 2008 för att nå en toppnivå om ca 10000 USD/ton under H1 2011. Därefter inleddes en utdragen nedgång till dagens nivåer om ca 5000 USD/ton, nära produktionskostnaden för många högkostnadsaktörer.

LME Koppar USD/ton



Prisutvecklingen beror beror i hög utsträckning på den industriella efterfrågan, men även på fluktuationer i gruvbolagens produktivitet. Prisuppgången 2008-2011 hade sin bakgrund i en kraftigt ökad efterfrågan i en bransch med ett stort investeringsbehov. Denna uppgång resulterade i ökade investeringar, samtidigt som tillväxttakten avtog på en rad viktiga marknader, främst Kina, vilket också med stor sannolikhet

Copperstone Resources tillgångar utgörs idag av Copperstoneprojektet, dotterbolaget Kopparberg Mining Exploration AB (KMEX) och resterande innehav i Nordin Iron Ore AB. KMEX omfattar bearbetningskoncessionen Tvistbo K nr 1 och en rad undersökningstillstånd i Bergslagen. Huvudfokus för KMEX är att ta fram en industriell lösning där en partner kan driva projekten vidare.

Bolagets huvudfokus är idag, som tidigare framgått, Copperstoneprojektet vilket omfattar ca 800 ha i Arvidsjaurs kommun, Norrbottens län. Projektet innefattar bl.a. två bearbetningskoncessioner, Svartliden och EVA (under behandling hos regeringen). Området är beläget strax norr om det mycket mineralrika Skelleftefältet.

föränledde den nedåtgående trend som kopparpriset befunnit sig i sedan H2 2011, en trend vilken ser ut att ha nått sin botten kring nuvarande nivåer. Zinkpriset har å andra sidan ökat med ca 40 % under H1 2016 till ca 2300 USD/ton, vid tiden för denna analys.

Positiva marknadsutsikter

Volatiliteten till trots står det klart att efterfrågan för koppar och zink har ökat med omkring 2-3 % per år de senaste 15 åren, en utveckling som av flertalet bedömare spås fortsätta under över-skådlig tid. Priset på olja, den viktigaste industriella insatsvaran har dessuom fallit påtagligt de senaste åren. Detta kan i kombination med en minskad prospekteringsaktivitet och en fortsatt underliggande efterfrågeökning bidra till en positiv pristrend för koppar kommande år. De långsiktiga utsikterna för Zinkpriset ser även de goda ut mot bakgrund av nämnda förhållanden.

"Etablerade bedömare som Wood Mackenzie och CRU räknar med att ett underskott kommer uppstå på koppark marknaden om ca tre år, och att det om dryga tio år kan fattas uppemot 10 Mton koppar på en marknad som idag omfattar dryga 23 Mton, alltså ett underskott på så mycket som en tredjedel. Med en fortsatt rimlig utveckling för Copperstoneprojektet kan timing för gruvstart således vara utomordentlig."

Citat hämtat från Copperstone Resources Q1-rapport 2016

Valuation

Relativvärdering EV/Resource

Vi har valt att göra en EV/Resourcebaserad relativvärdering där bolagets EV (Enterprise Value) och definierade mineraltillgångar ställs mot peers. Detta då Copperstoneprojektet befinner sig i ett såpass tidigt stadie att en nuvärdesberäkning blir svår att utföra. Då utsikerna för ett beviljande av bolagets ansökan om bearbetningskoncession bedöms vara goda medräknas även EVA i uppställningen nedan, dock som en koppartillgång av praktiska skäl.

Uppställningen nedan visar på stora skillnader i hur marknaden värderar koppartillgångar. Det breda spannet har med en rad parametrar att göra, såsom skillnader i tillgångarnas omfattning, utveckling och karaktär, men även tillgången till nödvändig infrastruktur. Noteras bör att Avalon Minerals, det bolag vars allmänna förutsättningar mest påminner om Copperstones, handlas till en premie relativt medelvärdet.

Bolag	EV/Ton Cu ekv.
NGEx Resources	17,97
AQM Copper	22,21
Los Andes Copper	8,29
Abacus	25,58
Panoro Minerals	9,48
Redhawk Resources	21,65
Avalon Minerals	21,91
Medelvärde	18,15

Vid beräkning av ovanstående mineralekvivalenter har följande priser antagits: Cu 6500 USD/ton, Au 1200 USD/troy oz, Mo 15000 USD/ton, Zn och Pb 2100 USD/ton samt Ag 20 USD/oz. Recovery Rate 90 %. USD/SEK 8 kr.

EVA och Tvistbo behandlas här som renodlade koppartillgångar då det finns få noterade gruvutvecklingsbolag med zink som huvudmineral. För att göra uppställningen mer överskådlig har samtliga metaller omräknats till Cu-ekv. Bolagets mineraltillgångar uppgår enligt ovanstående antaganden till 0,1537 Mton. Mot bakgrund av det breda värderingsspannet och den fas projektet befinner sig i har vi varit relativt försiktiga och utgått från 15 USD/ton. Multiplikerat med bolagets definierade mineraltillgångar nås ett värde om ca 2,3 MUSD. En rimlig värdering med hänvisning till de förutsättningar som beskrivits.

Bolagets nettoskuld, inklusive det lån som förvärvades i samband med köpet av aktier i NIO uppgår till -13,1 KUSD. Innehavet i NIO tas upp till en värdering i nivå med Beowulf, d.v.s. 3,33 MUSD, där vi anser att mindre omfattande M&I-tillgångar vägs upp av mer omfattande M&I-tillgångar, högre järnhalt och kortare väg till produktion. Därtill bör kvarvarande prospekteringspotential medräknas. Vi utgår från medelvärdet av presenterad potential, d.v.s. 65 Mton (80 Mton, minus de tillgångar vilka definierats) och en mineralhalt om 1,125 % Cu-ekv. Prospekteringsmål bör av förklarliga skäl rabatteras kraftigt. En rimlig nivå på denna rabatt är dock svår att uppskatta, men ett riktmärke som föreslagits av SRK Consulting är 50 % mot definierade mineraltillgångar (i det här fallet det framräknade medelvärdet), vilket renderar ett värde om 6,69 MUSD. Sammanlagt nås således ett värde om 12,28 MUSD, motsvarande 0,609 kr per aktie och en uppsida om ca 42 % från dagens nivå (0,429 kr per aktie).

Bull- och Bearsscenario

I ett bullscenario fortsätter prospekteringsarbetet enligt plan och fler delar av Copperstoneprojektet upptas som antagna, indikerade eller kända mineraltillgångar, bolagets tes om en större mineralisering stärks härmed. Bolaget kan därmed fortsätta arbetet mot produktion i egen regi, vilket höjer avkastningspotentialen. Ansökan om bearbetningskoncession för EVA-fyndigheten godkänns och arbetet med att uppdatera mineraltillgången inleds. I takt med att fler delprojekt uppgraderas närmar sig värderingen av bolagets definierade mineraltillgångar medelvärdet (se tabell t.v.).

I ett bearsscenario stöter bolaget på problem vilket får till följd att burn raten ökar dramatiskt och ytterligare kapital behöver anskaffas tidigare än beräknat. Copperstoneprojektets potential revideras ned eller kan av olika skäl inte realiseras, något som får till följd att ett partnerskap måste ingås.

Sammanfattning

Copperstone är ett intressant bolag som innehar tillgångar med mycket stor värdepotential enligt vad som hittills framgått. Bolaget framstår givet dagens värdering som ett bra alternativ till andra gruv- och prospekteringsbolag av liknande typ.

SWOT-analysis

Strengths

- Effektiv förvaltning skapar förutsättningar för fortsatta satsningar.
- Ensam ägare till Copperstoneprojektet, en av Sveriges potentiellt största bas- och ädelmetallförekomster.
- Rutinerad management.

Weaknesses

- Bolaget verkar i en riskfylld bransch där myndighetsbeslut och enskilda borrhkampanjer kan få stor effekt på den framtida avkastningen.
- Värderingsmässigt är det troligt att bolaget lider av de nederlag andra prospekteringsbolag mött tidigare.

Opportunities

- Närheten till ett flertal producerande gruvor i kombination med lovande geodata ger tyngd åt bolagets tes om Copperstoneprojektet som en sammanhängande mineralisering.
- Kan fler mineraltillgångar definieras med liknande effektivitet som vid fallet Granliden och Granliden Södra finns stor potential till uppvärdering. Näst på tur: Svartliden och EVA.
- Hittar bolaget en partner till projekten i Bergslagen finns utvecklingspotential, främst avseende Tvistbo.
- Fortsätter NIO:s framgångar får bolaget och dess aktieägare ta del av eventuell framtida värdeutveckling.

Threats

- Plötsliga förändringar i efterfrågan kan få till följd att investeringsviljan minskar och/eller att vissa projekt inte längre är lönsamma.
- Ansvariga myndigheter kan dra undan mattan för relativt långt gångna projekt (läs Håkansboda och eventuellt EVA).

CEO-Interview

Vad händer de närmaste 12 månaderna?

Prospekteringsarbetet kommer fortlöpa med ökad intensitet, med syftet att expandera och/eller höja kvaliteten på våra befintliga tillgångar. Parallellt förbereder vi en ansökan om bearbetningskoncession/er för Granlidenområdet. I arbetet med ansökan kommer inledande gruvtekniska studier, anrikningstester och miljöstudier att genomföras. Från de pågående borrhningarna och det övriga fältarbetet kan resultat förväntas inkomma om uppskattningsvis ett par månader.

Vad skiljer er från andra prospekteringsbolag?

- Vår inriktning mot basmetaller och därmed i förlängningen industriella tillämpningar gör oss tämligen unika bland noterade nordiska prospekteringsbolag. Vi möter en stadigt ökande efterfrågan på både koppar och zink, detta samtidigt som kopparpriset ser ut att ha nått sin botten kring nuvarande nivåer.
- Vi har en exceptionell databas som har varit till stor nytta hittills i projektet. Med denna kan vi kostnadseffektivt komplettera geodata vid behov, en värdefull möjlighet för oss framöver.






Vilka är de största riskerna framöver?

Jag ser primärt tre typer av risker i dagsläget.

- **Geologisk risk.** Som vid all form av prospektering finns det en risk att vi inte klarar av att utöka och/eller höja kvaliteten på våra tillgångar. Genom det goda kunskapsläget framstår dock sannolikheten för negativa överraskningar som förhållandevis låg.
- **Finansiell risk.** Vår förmåga att finansiera verksamheten är till stor del avhängig projektets utveckling. De framsteg som gjorts under året har inneburit att intresset från potentiella investerare ökat avsevärt, vilket möjliggjort finansiering till bra villkor. Detta dock kan förändras snabbt.
- **Politisk risk.** Tillståndsprocesser kan kräva mycket tid, kraft och resurser. Myndighetsbeslut avseende tillstånd kan således få stor inverkan på projektets status, trots att de enligt vår bedömning bör beviljas.

VD Per Storm 2016-09-05

Rating

 5	Value Drivers	Betydande triggers finns på både kort och medellång sikt. Närmast beslutet om bearbetningskoncession för EVA. Fler definierade mineraltillgångar och uppgraderingar av befintliga tillgångar hade också satt fart på aktiekursen.
 5	Quality of Earnings	Bolaget har inga intäkter i dagsläget.
 4	Risk Profile	Prospekteringsverksamhet är till naturen mycket riskfylld. Enskilda borrhkampanjer och myndighetsbeslut kan få stor effekt på bolagets avkastningspotential. I detta fall vägs detta delvis upp av god tillgång till geodata och stabila finanser.
 3	Quality of Management	Ledning och styrelse har lång erfarenhet av prospekterings-/gruvverksamhet och finansieringfrågor. Detta har manifesterat sig genom en första definierad mineraltillgång under Q1, effektiv förvaltning och lyckade finansieringsinsatser.
 3	Overall view	Copperstone Resources är ett intressant och välfinansierat bolag som sitter på spännande tillgångar enligt vad som hittills framgått. Bolaget framstår givet dagens värdering som ett intressant alternativ till andra gruv och prospekteringsbolag av liknande storlek.

Definition of Ratios and Terms

Bergsstaten Bergsstaten är den myndighet som utfärdar undersökningstillstånd (prospekteringsverksamhet) och bearbetningskoncessioner (gruvverksamhet) samt är ansvarig för tillsyn och informationsgivning.

Bearbetningstillstånd Ett bearbetningstillstånd ger innehavaren rätten att föfoga över en utvinningsbar mineralfyndighet. Tillståndet gäller inledningsvis i 25 år varefter möjlighet finns till förlängning.

Cu-ekv. Kopparekvivalenter beskriver samtliga påvisade mineraler omräknade till koppar enligt rådande marknadspris eller schablon.

Prospekteringsmål, eller ett *Exploration Target* beskriver enligt JORC Code 2012 en uppskattning av prospekteringspotentialen i ett projekt där mineraltillgångar ej ännu kunnat definieras genom mer omfattande prospektering.

JORC Joint Ore Reserves Committee är en australiensisk organisation som publicerar regelverket "The JORC Code", vilken är en internationell standard för rapportering av prospekteringsresultat.

Undersökningstillstånd Ett undersökningstillstånd ger innehavaren ensamrätt till malmletning i det aktuella området.

M&I "Measured and Indicated", d.v.s. kända och indikerade mineraltillgångar. Varianten M&I&I innefattar även antagna mineraltillgångar.

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren Copperstone Resources AB (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva. Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.