

Sammanfattning

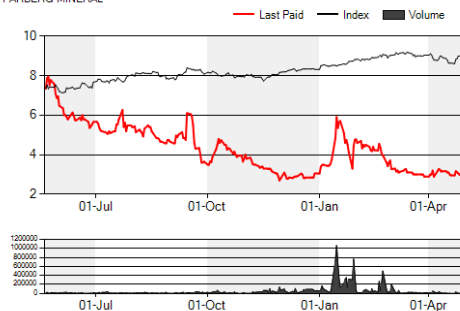
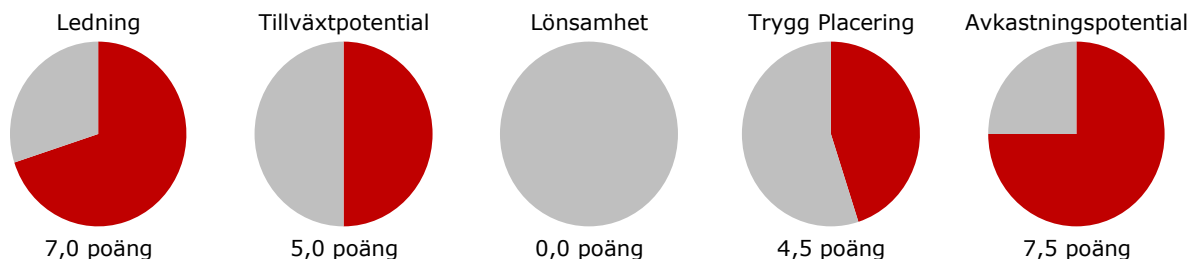
Kopparberg Mineral (KMIN-B.ST)

NIO tidigarelägger gruvstart

- Kopparberg Minerals Q1-rapport var odramatisk och vi har inte gjort större förändringar av vår syn på bolaget även om en låg kassabehållning indikerar på ett kapitalbehov för fortsatt utveckling av bolagets projekt.
- Vi har emellertid justerat våra prognoser för Nordic Iron Ore efter att bolaget meddelat att produktionsstarten vid Ludvika gruvor tidigareläggs. Initiala investeringar för att nå produktion uppskattas av NIO till 165 miljoner kronor, men det totala kapitalbehovet är oförändrat varför vår DCF-värdering bara ökar marginellt.
- Även om DCF-värdet endast påverkas i begränsad utsträckning innebär en tidigare start en positiv signal samt mindre risk i projektet. Viktigt i närtid är nu att Nordic Iron Ore erhåller miljötillstånd under hösten 2013 för att tidsplanen skall hållas intakt.

Lista: Övriga
 Börsvärde: 35 MSEK
 Bransch: Exploration & Mining
 VD: Per Storm
 Styrelseordf: Christer Lindqvist

KOPPARBERG MINERAL


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2010	2011	2012	2013e	2014e	Fakta	
Omsättning, MSEK	8	6	3	3	3	Aktiekurs (SEK)	3,0
Tillväxt	228%	-26%	-48%	0%	0%	Antal aktier (milj)	11,8
EBITDA	-1	-4	-8	-8	-8	Börsvärde (MSEK)	35
EBITDA-marginal	-7%	-63%	-258%	-258%	-258%	Nettoskuld (MSEK)	-3
EBIT	-1	-6	-11	-8	-8	Free float (%)	60,0
EBIT-marginal	-7%	-102%	-352%	-258%	-258%	Dagl oms. ('000)	20
Resultat före skatt	-1	-6	-10	-8	-8		
Nettoreultat	-1	-6	-10	-8	-8		
Nettomarginal	-7%	-97%	-350%	-258%	-258%		
Utdelning	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	Analytiker:	
VPA	-0,13	-0,86	n.m.	-0,65	-0,65	Hjalmar Ahlberg	
VPA just	-0,13	-0,86	n.m.	-0,65	-0,65	hjalmar.ahlberg@redeye.se	
P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	Billy Degerfeldt	
P/S	4,5	6,2	11,8	11,8	11,8	billy.degerfeldt@redeye.se	
EV/S	4,7	4,1	8,0	10,9	10,9		
EV/EBITDA just	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) konjunkturkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) upptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, upptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Tidigarelagd gruvstart för NIO

Vi har justerat vår kalkyl för Nordic Iron Ore efter att bolaget meddelat om tidigarelagd gruvstart i Ludvika

Vi har justerat vår kalkyl för Nordic Iron Ore efter att bolaget meddelat om tidigarelagd gruvstart i Ludvika. Bolaget uppger att initial produktion skall ske under 2014 då uppskattningsvis ca 200 tusen ton järnmalm skall produceras. Därefter skall detta rampas upp mot 400 – 600 tusen ton under 2015 och successivt mot 4,4 miljoner ton per år under 2018. I huvudsak gör detta inga större förändringar av vår kalkyl för projektet men det kommer likväl närmare potentiella intäkter och med en stegvis upprampning bör risken i projektet bli lägre. I tabellen nedan sammanfattar vi vår nya prognos för Nordic Iron Ore.

Nordic Iron Ore, prognos											
SEKm	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Bruten malm	-	0,4	1,0	3,0	6,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Producerad Fe, 67%	-	0,2	0,4	1,3	2,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Standard pris Fe, USD / t	-	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Realiserat pris Fe, USD	-	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93
Intäkter	-	107	267	800	1 601	2 668	2 668	2 668	2 668	2 668	2 668
Kostnad MSEK	-	-114	-257	-557	-943	-1 428	-1 428	-1 428	-1 428	-1 428	-1 428
EBITDA	-	-8	10	243	658	1 240	1 240	1 240	1 240	1 240	1 240
Cash cost/t	-	100	90	65	55	50	50	50	50	50	50
Avskrivningar	-	-17	-100	-315	-382	-403	-407	-411	-415	-419	-423
EBIT	-	-24	-90	-72	277	837	833	829	825	821	816
Skatt	-	0	0	0	-61	-184	-183	-182	-181	-181	-180
Kassaflöde från rörelse	-	-8	10	243	597	1 056	1 057	1 057	1 058	1 059	1 060
Investeringar	200	1 000	1 500	1 000	800	250	50	50	50	50	50
Kassaflöde	-200	-1 008	-1 490	-757	-203	806	1 007	1 007	1 008	1 009	1 010

Källa: Redeye Research

Vi har utgått från ett järnmalmspris på 100 USD per ton för en standardprodukt med 62 procents järninnehåll

Kostnaderna är liksom tidigare satta till 50 USD per ton från år 2018 där vi väljer att vara något mer konservativa än bolaget (prognos 48 USD per ton) fram till dess att feasibilitystudien är klar. Vi har utgått från ett järnmalmspris på 100 USD per ton för en standardprodukt med 62 procents järninnehåll. Detta är i linje med rådande långsiktiga konsensusprognoser. Priset har sedan justerats med 20 USD för fraktavdrag samt ökats med en premie på 3 USD per ton och järnhalt över 62 procent. Vi har inte räknat med någon Value in Use premie. Detta resulterar i ett realiserat pris på 93 USD per ton för Nordic Iron Ore.

Baserat på ovanstående förutsättningar har vi beräknat ett DCF-värde för projektet. Ett avkastningskrav (WACC) på 14 procent har använts vilket är högre än tidigare (12 procent) och motiveras av att osäkerheten ökar när Väsmans tas i beaktning då mineraltillgången till stor del är antagen. Ett högt avkastningskrav motiveras också av att feasibilitystudien ännu inte är färdigställd. DCF-värdet för Nordic Iron Ore blir totalt 733 miljoner kronor

(tidigare 696 miljoner kronor). Att värdet blir något högre än tidigare förklaras av att de första intäkterna ligger något tidigare samt eftersom vi förflyttat en mindre del av investeringen framåt.

Värdet varierar dock kraftigt beroende på vilket järnmalmspris som används samt vilken långsiktig produktionskostnad som uppnås och i tabellen nedan syns att ett pris på över 90 USD per ton krävs för ett positivt nuvärde.

Nordic Iron Ore: Känslighetsanalys DCF värde MSEK						
Järnmalmspris, 62 %						
	48	90	95	100	105	110
Cash cost per ton	neg	422	877	1 333	1 788	
	49	neg	347	802	1 257	1 712
	50	neg	271	726	1 182	1 637
	51	neg	196	651	1 106	1 561
	52	neg	120	575	1 030	1 486

Källa: Redeye Research

Vi gör även en jämförelsevärdering med noterade bolag baserat på bolagsvärde i förhållande till mineraltillgång

Eftersom Ludvika gruvor fortfarande är i planeringsstadiet är det även relevant att göra en värdering jämfört med andra noterade icke producerande järnmalmsbolag. Det är svårt att hitta perfekta jämförelseobjekt och i tabellen nedan finns endast tre bolag vilket gör metoden osäker men likväl utgör en grov uppskattning.

Sedan vår senaste uppdatering har värderingarna i sektorn sjunkit. I tabellen nedan visar vi även värderingen på Dannemora Mineral då det noterades år 2007 samt Northland Resources kring början av 2008 då PEA-studier för flera av bolagets projekt färdigställdes.

Nordic Iron Ore: Relativvärdering, EV/Tillgång						
Bolag	Börsvärde, MUSD	Nettoskuld, MUSD	EV, MUSD	Tillgång, Mton	USD/Ton	
Beowulf	27	-6	21	36,8	0,56	
Alderon Iron Ore	142	-34	107	457,7	0,23	
Black Iron	26	-25	1	144,4	0,01	
Medel					0,27	
Median					0,23	
<i>Dannemora *</i>	<i>41</i>	<i>-12</i>	<i>28</i>	<i>10,3</i>	<i>2,76</i>	
<i>Northland Resources *</i>	<i>297</i>	<i>-137</i>	<i>160</i>	<i>148,4</i>	<i>1,08</i>	

Källa: Bloomberg, bolagsdata

* Dannemora vid notering 2007, Northland i början av 2008 efter PEA-studie

Baserat på ett snittvärde på 0,3 USD per ton järnmalm kan ett värde på 116 miljoner kronor motiveras för Nordic Iron Ore. Med en värdering i nivå med Dannemora och Northland blir värdet istället 500 miljoner till 1 000 miljoner kronor. Givet de besvikelser som skett i sektorn de senaste åren är det dock troligt att motsvarande värderingen skulle vara lägre i dagsläget.

Vårt motiverade värde på Nordic Iron Ore utgörs av genomsnittet av DCF-värdet (733 miljoner kronor) och relativvärdet för vårt urval av noterade

icke producerande järnmalmsbolag (116 miljoner kronor) och är 424 miljoner kronor. Detta är en nedjustering mot tidigare 468 miljoner kronor vilket beror på en lägre värdering av noterade jämförelsebolag. För Kopparberg Minerals andel på 20,6 procent ger det ett värde på 87 miljoner kronor.

Jämför vi vår värdering med den teckningsoption i Nordic Iron Ore som erhöles som i samband med nyemissionen i Kopparberg Mineral så visar det på en uppsida. Teckningskursen uppgår till 25 kronor per aktie vilket ger ett värde på 287 miljoner kronor att jämföra med Redeyes motiverade värde på 421 miljoner kronor (ca 36 kronor per aktie). Givetvis finns dock risken att marknaden kan värdera Nordic Iron Ore lägre vid en kommande notering men vår värdering indikerar likväl en potentiell uppsida.

I tabellen nedan summerar vi vår uppdaterade värdering på Kopparberg Mineral totalt sett. Vi har inte gjort några justeringar avseende Norrliden Mining eller Håkansboda men justerat för kassan som minskat till 2,6 miljoner kronor vid utgången av Q1'13. Totalt värderar vi Kopparberg Mineral till 138,7 miljoner kronor, motsvarande 11,8 kronor per aktie.

Värdering, Sum of the parts			
Projekt	Enterprise value	Värde per aktie	Värderingsmetod
Nordic Iron Ore	87,5	7,4	DCF & EV/Resource
Norrliden Mining	29,4	2,5	DCF & EV/Resource
Håkansboda	19,2	1,6	DCF & EV/Resource
Nettokassa, Q1'13	2,6	0,2	Bokfört värde
Marknadsvärde	138,7	11,8	

Källa: Redeye Research

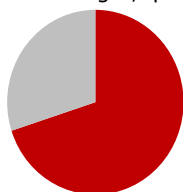
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Vi har inte gjort några förändringar i vår Rating.

Ledning 7,0p



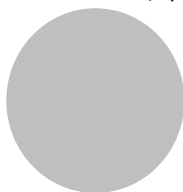
Kommentar: Bolagets ledningsgrupp och styrelse har erfarenhet lång från och prospekteringsbranschen och metallmarknaden. Styrelseordförande är bolagets största aktieägare.

Tillväxtpotential 5,0p



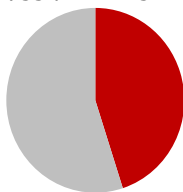
Kommentar: Efterfrågan på basmetaller är stigande vilket påverkar både volym och pris positivt. Bolagets mineraltillgångar är outvecklade och har potential att växa.

Lönsamhet 0,0p



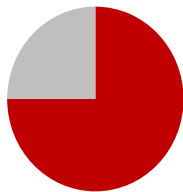
Kommentar: Kopparberg Mineral har idag inga intäkter men vid rådande metallpriser har framtida gruvor potential att nå hög lönsamhet.

Trygg placering 4,5p



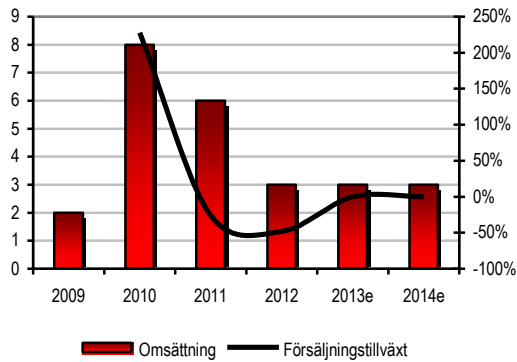
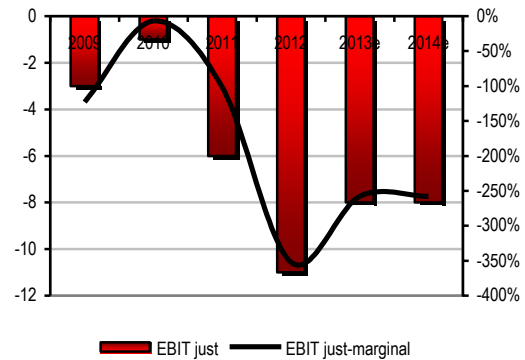
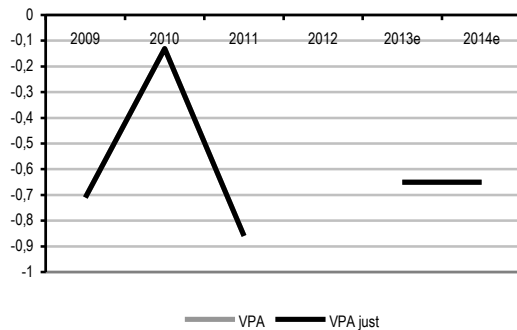
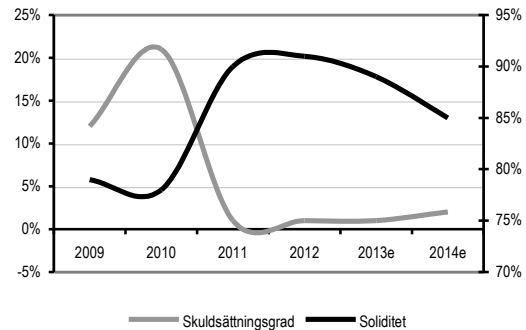
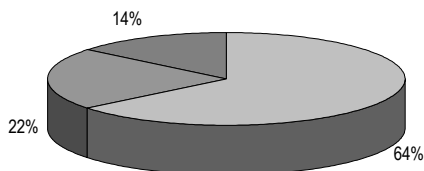
Kommentar: Bolaget är beroende av finansiering då de i dagsläget inte har några intäkter. Kassa på 2,6 MSEK vid Q1'13 indikerar kapitalbehov. Försäljning av aktier i NIO kan ge kapitaltillskott under Q2'13. Exponering mot basmetaller ger hög känslighet mot konjunktur.

Avkastningspotential 7,5p



Kommentar: Vårt fundamentala värde är långt över rådande kurs. Även relativvärdering visar på en låg värdering. VD har blivit aktieägare i samband med senaste emission.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK							
	2010	2011	2012	2013e	2014e										
Omsättning	8	6	3	3	3	Riskpremie (%)	4,0	NV FCF (2013-14)							n.m.
Summa rörelsekostnader	-8	-9	-11	-11	-11	Betavärde	1,5	NV FCF (2015-24)							n.m.
EBITDA	-1	-4	-8	-8	-8	Riskfri ränta (%)	5,0	NV FCF (2025-)							n.m.
Avskrivningar	0	-1	-3	0	0	Räntepremie (%)	1,0	Rörelsefrämjade tillgångar							15,8
EBIT	-1	-6	-11	-8	-8	WACC (%)	0,0	Räntebärande skulder							0,4
Resultatandelar	0	0	0	0	0	Antaganden 2015-24 (%)		Motiverat värde							138,7
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	Genomsn. förs. tillv.	0,0	Motiverat värde per aktie							11,8
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0	EBIT-marginal	-258,4	Börskurs							3,0
Resultat före skatt	-1	-6	-10	-8	-8										
Skatt	0	0	0	0	0	Lönsamhet	2010	2011	2012	2013e	2014e				
Nettoresultat	-1	-6	-10	-8	-8	Avk. på eget kapital (ROE)	-5%	-23%	-31%	-24%	-31%				
						ROCE	-4%	-22%	-31%	-23%	-30%				
						ROIC	-4%	-22%	-31%	-23%	-30%				
						EBITDA-marginal (just)	-7%	-63%	-258%	-258%	-258%				
						EBIT just-marginal	-7%	-102%	-352%	-258%	-258%				
						Netto just-marginal	-7%	-97%	-350%	-258%	-258%				
						Data per aktie, SEK	2010	2011	2012	2013e	2014e				
						VPA	-0,13	-0,86	n.m.	-0,65	-0,65				
						VPA just	-0,13	-0,86	n.m.	-0,65	-0,65				
						Utdelning	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0				
						Nettoskuld	0,2	-1,9	n.m.	0,1	1,2				
						Antal aktier	4,1	6,4	0,0	11,8	11,8				
						Värdering	2010	2011	2012	2013e	2014e				
						Enterprise value	36	23	24	33	33				
						P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.				
						P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.				
						P/S	4,5	6,2	11,8	11,8	11,8				
						EV/S	4,7	4,1	8,0	10,9	10,9				
						EV/EBITDA just	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.				
						EV/EBIT just	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.				
						P/BV	2,1	1,1	1,0	1,2	1,7				
						Aktiens utveckling						Tillväxt/år			10/12e
						1 mån	-15,9%					Omsättning			-38,0%
						3 mån	-29,3%					Rörelseresultat, just			339,4%
						12 mån	-42,7%					V/A, just			n.m.%
						Årets Början	-44,2%					EK			46,1%
						Aktiestructur %						Röster			Kapital
						Christer Lindqvist						8,0			7,2
						Handelsbanken Life och Pension Ltd						5,2			5,3
						Försäkrings AB Avanza Pension						4,3			4,3
						Leif Bengtsson						3,7			3,7
						Nordnet Pensionsförsäkring AB						2,8			2,8
						Björn Israelsson						1,5			1,5
						Trustor AB						1,4			1,4
						Robur Försäkring AB						1,4			1,4
						Tord Cederlund						1,2			1,2
						Handelsbanken Life och Pension LTD						0,9			0,9
						Aktien									
						Reuterskod									KMIN-B.ST
						Lista									Övriga
						Kurs, SEK									3,0
						Antal aktier, milj									11,8
						Börsvärde, MSEK									35
						Börspost									1
						Bolagsledning & styrelse									
						VD						Per Storm			
						CFO						Marie Hannuksela			
						IR						Per Storm			
						Ordf						Christer Lindqvist			
						Nästkommande rapportdatum									
						Q2'13						2013-08-15			
						Q3'13						2013-11-28			
						Q4'13						2014-02-13			
						Analytiker									Redeye AB
						Hjalmar Ahlberg									Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
						hjalmar.ahlberg@redeye.se									114 35 Stockholm
						Billy Degerfeldt									
						billy.degerfeldt@redeye.se									
Tillväxt	2010	2011	2012	2013e	2014e										
Försäljningstillväxt	228%	-26%	-48%	0%	0%										
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	n.m.%	n.m.%	n.m.%										
Tillväxt eget kapital	171%	81%	18%	-21%	-27%										

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Projekt


Nordic Iron Ore
 Norrleden Mining
 Håkansboda

Geografiska områden
Intressekonflikter

Hjalmar Ahlberg äger aktier i bolaget Kopparberg Mineral: Nej

Billy Degerfeldt äger aktier i bolaget Kopparberg Mineral: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

Kopparberg Minerals affärsidé är att genom egen prospektering såväl som förvärv skapa malmtillgångar som kan utgöra basen för lönsam gruvproduktion i bolagets regi. Kopparberg Minerals långsiktiga målsättning är att bli en betydande aktör på mineralmarknaden med malmtillgångar som bryts i egna gruvor och förädlas i egna verk med god lönsamhet. Bolaget avser att genom egen prospektering, köp eller "joint ventures" successivt utöka projektportföljen och att genom fortsatta undersökningar vidareförädla förekomster, såväl nu kontrollerade som tillkommande, till brytvärda malmer.

DISCLAIMER