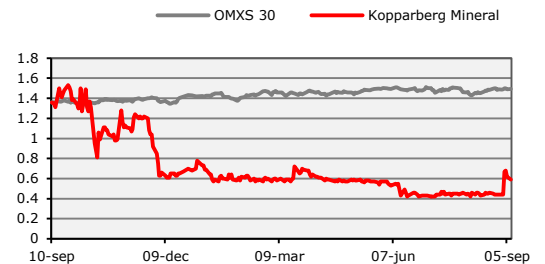


Sammanfattning
Kopparberg Mineral (KMINB.ST)
In i ett nytt skede

- Med nyheten kring Copperstone går Kopparberg in ett nytt skede. Fokus för bolaget kommer framförallt ligga kring att utveckla detta projekt vidare. Ett oriskat värde av Copperstone estimerar vi kunna uppgå till omkring 2,2 miljarder SEK. Vägen dit är dock lång men potentialen stor.
- Bolaget är i behov utav finansiering då kassan snart är slut. Efter förändringen i optionsvillkoren ser detta ut att lösa finansieringen för stunden. Bolaget får då ett nog stort kapital för att utveckla Copperstone till nästa nivå, vilket borde öka chanser för framtida finansiering. Ett möjligt scenario som vi ser är delförsäljning av ägandet i Norrleden Mining för att stärka finanserna ytterligare.
- Vårt motiverade värde uppgår till 1,39 SEK per aktie, detta skapar en stor säkerhetsmarginal till dagens aktiekurs. Den främsta anledning vi ser till den stora rabatten mot värdet av bolagets tillgångar är osäkerheten kring långsiktig framtida finansiering. Om detta löses på ett aktieägarvänligt sätt är kurspotentialen stor i bolaget.

Lista: First North
 Börsvärde: 22 MSEK
 Bransch: Exploration & Mining
 VD: Per Storm
 Styrelseordf: Christer Lindqvist

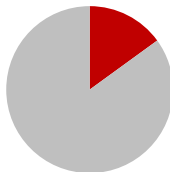

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



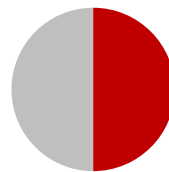
5,0 poäng

Ägarskap



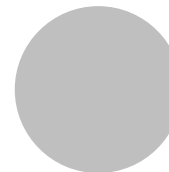
1,5 poäng

Tillväxtutsikter



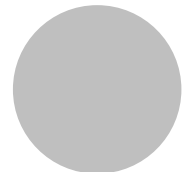
5,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



0,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	4	3	3	3	3	Aktiekurs (SEK)	0,6
Tillväxt	-62%	-31%	4%	-3%	0%	Antal aktier (milj)	36,4
EBITDA	-11	-8	-8	-8	-8	Börsvärde (MSEK)	22
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Nettoskuld (MSEK)	1
EBIT	-11	-11	-8	-8	-8	Free float (%)	50 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Dagl oms. ('000)	0
Resultat före skatt	-14	-11	-10	-8	-8		
Nettoresultat	-14	-11	-10	-6	-6		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-1,19	-0,29	-0,27	-0,16	-0,16	Kristoffer Lindström	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	6,94	7,92	7,15	9,37	11,38		
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

In i ett nytt skede

Kopparberg Mineral har under den senaste tiden presenterat två större nyheter kring sina projekt. Framförallt tänker vi på nyemissionen i Nordic Iron Ore (NIO) samt kring Copperstone projektet. I denna analys kommer det även lyfta fram exempel på hur en värdering av prospekteringsstillgångar ser ut med sannolikhets vikter. Vi väljer även att se närmare på bolagets kassanivå, Burn rate, utestående optionsprogram samt framtida kapitalbehov.

Vidare vill vi upplysa läsare av denna analys att våra estimat och värderingsmetodik skiljer sig från tidigare analyser. Detta med anledning utav analytiker byte.

Optionsprogram

Bolagets kassa vid senaste rapporten i juni uppgick till omkring 2,5 MSEK, detta är självklart vid minsta laget då Kopparberg har historiskt haft en genomsnittlig Burn rate på operativ nivå på omkring 2,6 MSEK per kvartal. Detta är ju något som bolaget har varit medveten om och har därför arbetat hårt med att kunna presentera nytt material kring deras projekt.

Kopparberg har en köpoption utestående där villkoren nyligen ändrades. Villkoren är att en ägare av optionen kan teckna 1,78 nya aktier för 0,55 SEK. Det finns inte redovisat vilka ägarna av optionen är och hur deras möjlighet att fullfölja affären ser ut. Vi får dock ändå anta att de flesta av optionsägarna kommer att köpa aktier om kursen är över 0,55 SEK då den löper ut, vilket är den 17 oktober. Bolaget förlängde just löptiden för optionen.

Optionen strike befinner sig under vårt motiverade värde.

Striken för optionen på 0,55 SEK är under vårt motiverade värde på 1,39. Vi finner det relativt sannolikt att marknaden kommer befinna sig över denna nivå vid optionens utgång. Skillnaden mellan bolagets underliggande värde av sina tillgångar och marknadspriset är stor. Anledningen till att bolaget värderas så billigt i förhållande till sina tillgångar är säkerligen frågetecken kring finansieringen, om optionsprogrammet faller väl får bolaget en möjlighet att utveckla Copperstone till nästa nivå vilket ökar möjligheter till framtida finansiering av bolaget. Vid fullteckning i optionsprogrammet kommer bolaget få in kapital på omkring 5 MSEK.

Bolagets Burn rate per kvartal har legat omkring 2,6 MSEK, sannolikt har bolaget hållit i kostnadstyglarna ytterligare så nivån är sannolikt lite lägre idag

Burn Rate

Bolaget har historiskt haft en operativ burn rate på omkring 2,6 MSEK i kvartalet, detta motsvarar 0,9 MSEK per månad. Sannolikt ligger denna brun något lägre idag då ledningen har troligen har varit extra kostnadsmedvetna den senaste tiden. Om Burn raten har legat omkring 30 procent lägre än den historiska nivån landar det på omkring 0,6 MSEK i månaden. Kassen uppgick per den 30:e juni till 2,5 MSEK. Detta skulle betyda att kassen sannolikt tar slut någon gång i oktober/november.

Kopparberg Mineral - Burn Rate (MSEK)						
Datum	2013-Q1	2013-Q2	2013-Q3	2013-Q4	2014-Q1	2014-Q2
Kassaföde från löpande verksamhet	-2.5	-2.3	0.2	-5.3	-2.1	-3.3
Kassaföde från investeringsverksamhet	-1.0	3.2	-0.2	0.1	-0.6	-0.7
Kassaföde från finansieringsverksamhet	-0.1	0.0	-0.2	11.2	0.0	0.0
Periodens kassaflöde	-3.6	0.8	-0.2	6.1	-2.8	-4.1
Likvida medel vid periods utgång	2.6	3.4	3.2	9.3	6.5	2.5
Medel Burn Rate från löpande verksamhet /år	-2.6					
Antagen burn per månad framöver	-0.9					
	-0.6					

Källa: Redeye Research & Kopparberg Mineral

I vår värdering har vi även tagit hänsyn till den framtida Burn raten och diskonterat detta värde. Vi har valt att diskontera de fyra nästkommande årens Burn med ett antagande om en Burn rate på omkring -0,6 MSEK i månaden. Nuvärdet av nästkommande års operativa utlägg uppgår till omkring -16 MSEK.

Kopparberg Mineral - Burn Rate (MSEK)				
Datum	2014e	2015e	2016e	2017e
Burn Rate	-1,8	-7,2	-7,2	-7,2
Diskonterat värde	-1,7	-5,7	-4,7	-4,0
Nuvärde Burn Rate 5 år	-16,1			

Källa: Redeye Research

Kapitalbehov framöver

Finansieringsbiten är självklart en ytterst central fråga för Kopparberg. Utan pengar i kassen kan bolaget inte bedriva sin verksamhet. Vi finner det sannolikt att optionsprogrammet faller väl ut, vilket säkrar finanserna den närmaste tiden.

Optionsemissionen – Då optionen är förlängd så finns det en möjlighet att aktiepriset befinner sig över striken vid löptidens slut. Vid full teckning skulle detta medföra omkring 5 MSEK till bolaget. Som tidigare diskuterat ligger 0,55 SEK under vårt motiverade värde. Med vårt antagande om framtida Burn rate kommer pengarna räcka i omkring 5 månader. Det kommer alltså finnas ytterligare behov av kapital framöver. Sannolikt räcker dessa 5 miljoner till att ta Copperstone till nästa nivå vilket borde förbättra möjligheter till framtida finansiering för bolaget. Vi finner egentligen att det finns 3 stycken sannolika scenarion för framtida finansiering av Kopparberg Mineral.

Vi finner en försäljning av några procentenheter i ägandet av Norrliden Mining som det mest sannolika finansierings alternativet

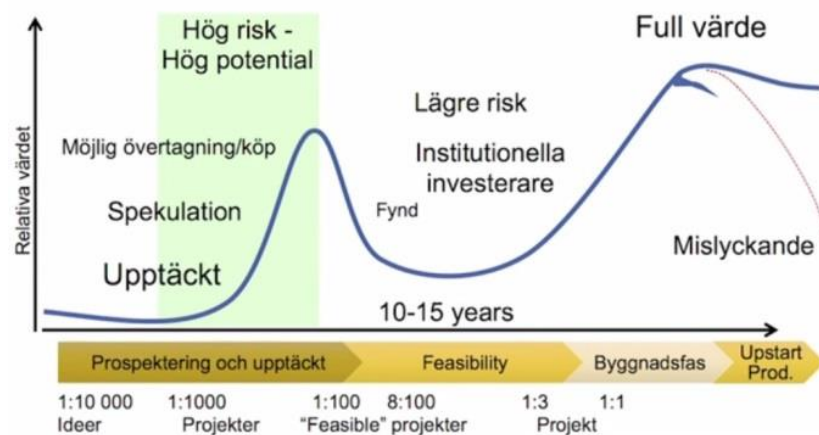
- Nyemission – Bolaget har alltid möjligheten att vända sig till marknaden för att göra en nyemission eller alternativt en konvertibelemission. I regel måste en emission ske till en rabatt mot aktiekursen. Vi anser att bolaget vill undvika detta in i det längsta och att de gör detta enbart som en sista utväg.
- Försäljning av NIO aktier – En möjlig utväg är försäljning utav NIO aktier. Men med pågående nyemission i bolaget finner vi detta relativt osannolikt i dagsläget.
- Andelsförsäljning i Norrliden Mining – Med anledning av nyheten kring Copperstone måste Norrlidens delägare, Mandalay Resources verkligen ha fått upp ögonen för projektet. Mandalay är väldigt kapitalstarka och sannolikt för Kopparberg en dialog med bolaget angående framtiden för Norrliden Mining. Vi finner det relativt sannolikt att Kopparberg kan släppa en del utav sitt ägande, omkring 10-20 procentenheter, för en earn-in-fee. Detta kapital kommer sedan att användas för att kunna leda projektet framåt. Om Kopparbergs optionsprogram faller väl ut har bolaget nog med finanser för att genomföra en klassificering av Copperstones mineraltillgångar enligt internationell standard samt driva Kopparberg operativt den närmaste tiden. Detta skulle leda till mindre risker samt öka möjligheterna för framtida finansiering för Kopparberg. Detta scenario är det som det mest sannolikt.

Junior Mining – Sannolikheter för utveckling till gruva

Vägen för att ett prospekteringsprojekt skall utvecklas till en fullskalig gruva är oftast väldigt ”krokig”. Det finns akademiska texter¹ som har undersökt diverse gruvprojekt och hur stor sannolikhet dessa faktiskt utvecklas till en operativ gruva. Undersökningarna har oftast skett internationellt men kan ändå ses som goda måttstockar kring vilka risker gruvprospektering förknippas med. Risken minskar i regel med mognadsgraden för projektet.

Grafen nedan exemplifierar de Probability of Success (PoS) att gruvprojekt i slutändan utvecklas till en operativ gruva. Grafen visar även på hur i regel värdeutvecklingen ser ut för gruvprojekt. Diagrammet stämmer väl överrens med Oliver Kreuzers text om ämnet och de antagna PoS som Kreuzers presenterar i sin text. Dessa sannolikheter kan därefter användas för att riskjustera gruvprojekt för att se hur mycket dessa är värda idag, sett till framtida risker.

De PoS som anges skall ses som indikativa och varierar självklart för enskilda projekt



Källa: Redeye Research

Grundtanken är att beräkna vad en trolig gruva borde vara värd och därefter riskjustera detta enligt den givna PoS för fasen som projektet befinner sig i. Detta blir självklart ingen exakt vetenskap. Exempelvis benämns Copperstone som ett exploration target trots att testerna har pågått under närmare 40 år i området. Således kommer vi välja en högre PoS för Copperstone än för ett vanligt projekt under benämningen exploration target.

¹ "Risk and uncertainty in mineral exploration: Implications for valuing mineral exploration properties" by Oliver Kreuzer. [Länk](#)

Probability of succes

Kopparberg har andelar i olika projekt vilka också ligger i olika delar av denna mining "cykel". Nordic Iron Ore ligger långt fram under feasibility medan Copperstone, Håkansboda samt Tvistbo ligger längre bak. Vi kommer att använda oss utav dessa sannolikheter för att riskjustera våra beräknade värden i den mån det är möjligt. Enligt de undersökningar vi har hittat samt de stadier som Kopparbergs projekt befinner sig i anger vi en PoS för NIO på 1/5 och Copperstone 1/50. För Håkansboda samt Tvistbo har vi angivet en PoS på 1/24 respektive 1/33. Dessa sannolikheter skall inte enbart spegla potentialen i fyndigheten utan även ekonomiska och legala förutsättningar för att ta projektet vidare.

Vi har använt oss utav en försiktig PoS för Copperstone, detta kommer öka snabbt ju längre projektet utvecklas

Probability of success - Projekt		
Projekt	Stadie	PoS
NIO	Feasibility	1/5
Copperstone	Prospektering	1/50
Håkansboda	Prospektering	1/24
Tvistbo	Prospektering	1/33

Källa: Redeye Research

Nyemission i Nordic Iron Ore

NIO behöver säkra finansiering inför den slutliga feasibility studien, som är ett krav för återstarten av Ludvika gruvan. Bolaget genomför därför en riktad nyemission till institutionella investerare på upp till 60 MSEK. Emissionen är garanterad till 40 MSEK av Inlandsinnovation. Teckningskursen är 25 Sek per aktie. Vid fullteckning ökar antalet aktier i NIO med 2,4 miljoner stycken.

Efter emissionen uppgår Kopparbergs ägande i NIO till omkring 14,7 procent

Det finns även erbjudande till bolagets befintliga aktieägare att teckna sig till samma kurs för att kunna försvara sin ägarandel. Utöver detta kommer bolaget konvertera ett lån till aktiekapital. Då Kopparberg inte har de likvida medlen i dagsläget som behövs för att försvara sitt ägande får vi anta att bolaget inte kommer att teckna sig för några nya aktier. Innan emissionen uppgick Kopparberg ägarandel utav NIO till omkring 18,6 procent av aktierna, vilket motsvarar omkring 2,1 miljoner NIO aktier. vid fullteckning i emissionen ser vi det sannolikt att bolagets ägande kommer uppgå till 14,7 procent. I tabellen nedan finns den beräkning NIO har gjort om antalet aktier efter pågående emission samt vår bedömning av Kopparbergs andel i NIO efter emissionen.

NIO emission	
	Antal aktier
Aktier innan emission	11,5
Nyemission	2,4
Lån konvertering	0,6
Antal aktier efter emission	14,5
Kopparberg innehav	2,1
% innan emission	18,6%
% efter emission	14,7%

Källa: Nordic Iron Ore & Redeye Research

I samband med emissionen har även NIO presenterat en uppdaterad presentation med sannolika produktions-, investerings- samt kostnadsnivåer för den framtida gruvan. Vi har tagit del av dessa för att skapa en DCF värdering av fyndigheten och sedan riskjustera detta värde.

Med konservativa antaganden beräknar vi ett DCF värde av NIO till omkring 1 miljard SEK

Nordic Iron Ore, prognos											
SEKm	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Bruten malm		0.2	1.0	2.1	3.0	4.0	7.0	8.5	8.5	8.5	8.5
Producerad Fe, 67%		0.1	0.5	1.0	1.4	1.9	3.3	4.0	4.0	4.0	4.0
Standard pris Fe, USD / t		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Realiserat pris Fe, USD / t		110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Intäkter		67	336	706	1 008	1 344	2 352	2 856	2 856	2 856	2 856
Kostnad MSEK		-61	-275	-353	-458	-611	-1 069	-1 298	-1 298	-1 298	-1 298
EBITDA		6	61	353	550	733	1 283	1 558	1 558	1 558	1 558
Cash cost/t		100	90	55	50	50	50	50	50	50	50
Avskrivningar		0	-48	-160	-205	-278	-322	-394	-466	-538	-545
EBIT		6	13	193	345	455	961	1 164	1 092	1 020	1 013
Skatt		0	0	0	-76	-100	-211	-256	-240	-224	-223
Kassaflöde från rörelsen		6	61	353	474	633	1 072	1 302	1 318	1 334	1 335
Investeringar		579	845	423	546	878	527	865	865	865	78
Kassaflöde		-572	-784	-70	-72	-244	545	438	453	469	1 257

Källa: Redeye Research

Vårt DCF värde uppgår till omkring 1520 MSEK för NIO. Vi har valt att vara något mer konservativ än bolagets egna prognoser vad det gäller framtida järnpris och kostnadsnivåer. Vår WACC är framräknad genom vår Redeye Rating för bolaget i dess nuvarande form. Då bolaget ändå har en feasibility studie samt en stor inhämtning av kapital framför sig använder vi oss utav en PoS på 1/5. Vilket genererar ett EV värde på 304 MSEK, av detta uppgår Kopparbergs ägarandel till omkring 45 MSEK.

NIO - värdering (MSEK)	
WACC	14%
DCF värde	1 520
PoS	1/5
Riskat EV	304
<i>Kopparbergs andel</i>	<i>14,7%</i>
EV Värde till kopparberg	45

Källa: Redeye Research

NIO relativ värdering

Vi har även genomfört en relativ värdering baserad på publika bolag med fokus på järnmalmprojekt. Värderingsmultipeln vi använder här är alltså EV/Resource då man mäter Enterprise Value jämfört med bolagets resurs. NIO har i dagsläget en resurs om 189 Mt. Vi väljer att värdera NIO baserat på medianvärdet 0,17 dollar per ton.

Järnmalmprojekt: Relativvärdering, EV/Tillgång			
Bolag	EV, MUSD	Tillgång, MTon	USD/Ton
Centrex	23	146	0,15
Beowulf	26	39	0,67
Alderon Iron Ore	143	376	0,38
Black Iron	17	261	0,07
New Millenium	29	1057	0,03
Iron Road	114	592	0,19
80:e percentil			0,38
Median			0,17
30:e percentil			0,11

Källa: Bloomberg, Bolagssidor & Redeye Research

Vår relativvärdering indikerar ett totalt värde av NIO på omkring 231 MSEK. Av detta äger således Kopparberg 34 MSEK.

NIO - Relativvärdering	
<i>Resurs (Mt)</i>	189,9
EV/Resource multipel	0,17
<i>EV Värde MUSD</i>	33
EV värde MSEK	231
<i>Kopparbergs andel</i>	14,7%
EV Värde till kopparberg	34

Källa: Redeye Research

Nedan följer även ett utdrag från M&A transaktioner för järnmalmsbolag och projekt 2013 och senare. På det stor går det att se att spridningen transaktionsmultiplarna är relativt stora vilket gör att vi väljer vår relativmultipel vid värdering utav NIO.

Järnmalmprojekt: M&A transaktioner EV/Tillgång 2013 och senare					
Bolag	EV, MUSD	Datum	Stadie	Tillgång, MTon	USD/Ton
Iron Ore Holding	175	8/11/2014	Development	542	0,32
Wonmunna iron ore project	35	3/18/2014	Exploration	84	0,42
Champion Iron Mines	39	3/31/2014	Feasibility studie	5754	0,01
Black Iron	41	4/16/2014	Feasibility studie	834	0,05
Afferro Mining	119	6/24/2013	Exploration	2337	0,05
GMK Timir	313	4/2/2013	Feasibility studie	3500	0,09
80:e percentil					0,32
Median					0,07
30:e percentil					0,05

Källa: Mergermarket, KPMG & Redeye Research

NIO värderings slutsats

De två värderingsmetoderna vi har använt oss av indikerar ett värderings spann på 34-45 MSEK. Vi anser att Kopparbergs andel i NIO är värd omkring 39 MSEK vilket är medelvärdet av vår riskjusterade DCF samt relativvärderingen.

Värdering Nordic Iron Ore	
Metod	EV (MSEK)
Riskjusterad DCF	45
Relativ värdering	34
Medel	39

Källa: Redeye Research

Copperstone – Med enorm potential

Området besitter en väldigt stor potential

Kopparberg har gått ut med information att en ny utvärdering utav Skelleftefältet visar på en långt mycket större fyndighet än de tidigare trott. Tidigare har man antagit att området bestod utav separata mineraliseringar men tror sig nu ha nog data för att konstatera att dessa mineraliseringar är en och samma. I sitt pressmeddelande uppger Kopparberg ett så kallat ”Exploration target” för området, som är en del utav Norrliden Mining där Kopparberg äger 50 procent utav av aktierna, vilket uppgår till om 60-100 Mton vid 1-1,25 procent CuEq. Detta visar på den stora potentialen detta område besitter. Eftersom det i dagsläget enbart blir en estimering av hur en gruva kan se ut kommer vi även utföra en relativ värdering baserat på trolig framtida resurs.

Copperstone gruvan

Mandalays ägande i Norrliden minskar framtida risker enligt Redeye

Vi har skapat en hypotetisk gruva där vi har använt oss utav Bolidens Grapenbergsgruva som måttstock för att produktions och kostnadsnivåer. Kopparbergs VD har i intervju sagt att Copperstone gruvan skulle kunna innebära 300-400 arbetstillfällen. I Grapenbergsgruvan finns omkring 350 arbetare idag. Vi har använt oss av en standard WACC på 10 procent. Vår antagna WACC kan ses som ganska låg men våra argument är att Kopparbergs partner i Norrliden Mining, Elgin mining, är stora och finansiellt starka efter Mandalay Resources uppköp av bolag vilket minskar riskerna.

Vårt DCF värde av Copperstone uppgår till 2,2 miljarder SEK. Vid en hård riskjustering estimerar vi projektet till 22,5 MSEK

Enligt vår värdering skulle Copperstone projektet ha ett DCF värde närmare 2,2 miljarder SEK utan riskjustering. Antaganden om initiala investeringar, produktions nivåer och livstid för gruvan kan ses i tabellen nedan. Själva projektet är dock enbart i sin linda vilket gör att en väldigt stor riskjustering måste ske. Vi har beräknat att Kopparbergs andel i Copperstone är värt omkring 22,5 MSEK efter riskjustering. Vi har då använt oss utav en PoS på 1/50 vilket måste ses som konservativt med tanke på de utförliga borrhoprover som skett i området.

Vi vill dock poängtera att projektet ligger i den del av cykeln där en väldigt snabb värdökning kan ske då möjligheterna till utveckling ökar snabbt vid bättre klassificering av reserven, diverse lönsamhetsstudier och nödvändiga tillstånd.

Copperstone antaganden			
Resurs (mton)	80	Fullskalig produktion (mton)	3
Kopparhalt	1,25%	Första produktions år	2021
Initiala investeringar	2 595	Sista produktions år	2045
		Långsiktigt kopparpris (t)	7 000
WACC	10%		
DCF värde idag	2 247		
Andel för Kopparberg (50%)	1 123		
Survival rate	1/50		
EV Värde	22,5		

Källa: Redeye Research

Relativ värdering Copperstone

Copperstone har idag ingen beräknad resurs men ett exploration target. Eftersom det ändå har utfört så pass mycket borrhövar i området under en så lång tid känner vi att vi kan använda exploration targetet i en EV/CuEq beräkning. Vi väljer dock att inte använda median värdet för våra jämförbara bolag utan läger oss i det lägre spannet då det ändå råder så pass stor osäkerhet. Sett till våra jämförbara bolag handlas de lägre värderade bolagen till en EV/CuEq multipel på omkring 9 dollar per ton. Detta har vi använt oss av i vår relativa värdering av objektet.

Kopparprojekt: Relativvärdering, EV/mineraltillgång			
Bolag	EV, MUSD	Mton CuEq	USD/Ton
Copper Fox Metals	71	2,9	25
Quaterra Resources	11	1,8	6
Nevada copper	183	4,3	43
NGEX	291	17,2	17
Cand	27	4,6	6
Panoro	84	3,5	24
Redhawk	28	1,7	16
Abacus mining	12	2,4	5
Coro mining	8	0,6	12
80:e percentil			24
Median			16
30:e percentil			9

Källa: Bloomberg, Bolagssidor & Redeye Research

Med ett antagande och resurs på 80 Mt samt en CuEq halt på 1,25 procent indikerar vår relativvärdering ett EV värde av Copperstone på 61 MSEK, där Kopparbergs andel uppgår till 31 MSEK.

Copperstone relativvärdering			
Resurs	80	Ev/CuEq multipel	9
CuEq halt	1,25%	EV värde MUSD	9
Kopparkevalenter	1,0	EV värde MSEK	61
		EV Kopparbergs andel	31

Källa: Redeye Research

Copperstone värderings slutsats

Vår riskjusterade DCF och relativvärdering visar ett spann av sannolika värden av Copperstone, mellan 22-31 MSEK. Vi har därefter tagit ett medelvärde av detta så vår slutsats är att Copperstone är värd omkring 27 MSEK per idag.

Värdering Copperstone	
Metod	EV (MSEK)
Riskjusterad DCF	22
Relativ värdering	31
Medel	27

Källa: Redeye Research

Håkansboda och Tvistbo

I ett nyligt presenterat pressmeddelande uppges förhandlingarna med Lovisagruvan vara avslutade och Kopparberg har ansökt om rättsprövning i ärendet hållande Håkansbodas bearbetningskoncession. Det råder ganska stor osäkerhet kring dessa projekt därav vår kraftiga riskjustering. Vi värderar både Håkansboda och Tvistbo baserat på EV/Resources samt riskjustering. Det sammanlagda värdet uppgår till omkring 0,29 MSEK.

Värdering (MSEK)			
Projekt	EV	PoS	Riskjusterat värde
Håkansboda	4,8	1/24	0,20
Tvistbo	3,0	1/33	0,09

Källa: Redeye Research

Sum-of-the-parts värdering

Vår Sum-of-the-parts värdering av Kopparberg indikerar ett EV värde på 50,2 MSEK. Innan medräknad framtida operativa utlägg uppgår värdet till 66,3 MSEK. Justerat för skulder samt sannolik kassanivå ger detta ett marknadsvärde på 50,6 MSEK, vilket motsvarar 1,39 SEK per aktie. Vårt motiverade värde på 1,39 SEK per aktie skapar en säkerhetsmarginal på omkring 140 procent till dagens aktiekurs. Detta till trots att våra antaganden i värderingen måste ses som konservativa för både NIO och Copperstone.

Vårt motiverade värde uppgår till 1,39 SEK per aktie

Vi vill dock poängtera att bolaget befinner sig i en fas där en väldigt snabb värde utveckling kan ske. Vid ett positivt utfall av klassificeringen av Copperstone borde en stor uppvärdering kunna ske av aktien då sannolikheten ökar för ytterligare finansiering, vilket i slutändan är bland det viktigaste för prospekteringsbolag.

Den enskilt största anledningen vi ser till den stora rabatten mot värdet av Kopparbergs tillgångar är frågetecken kring framtida finansiering. Kan detta lösas på ett smidigt och aktieägarvänligt sätt är det sannolikt med en stor uppvärdering utav Kopparberg Minerals aktie framöver.

Stor rabatt mot tillgångar sannolikt med anledning om osäkerhet kring framtida finansiering

Värdering, Sum of the parts			
Projekt	Enterprise value	% av Värde	Värderingsmetod
Nordic Iron Ore	39,4	59,5%	Riskjusterad DCF & EV/Resource
Norrleden Mining (Copperstone)	26,5	40,0%	Riskjusterad DCF & EV/CuEq
Håkansboda	0,20	0,3%	EV/Resource
Twistbo	0,09	0,1%	EV/Resource
Summa	66,3		
Koncernkostnader	-16,1		Diskt. operativ Burn Rate
EV	50,2		
Skulder	0,3		Bokfört värde
Kassa (estimerad)	0,7		Estimerat värde
Marknadsvärde	50,6		
Värde per aktie	1,39		
Dagens aktiekurs	0,58		
Säkerhetsmarginal	139%		

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 betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

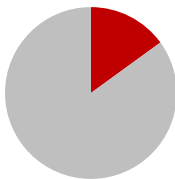
Ingen rating förändring har förekommit i denna rapport.

Ledning 5,0p



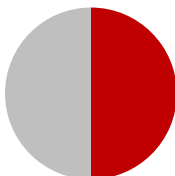
Kopparberg Minerals VD Per Storm har en god kunskap om risker och potential inom gruvbranschen genom tidigare erfarenhet från bland annat Raw Material Group. Bolagets prospekteringschef har varit anställd sedan 2007 och ledningen kompletteras av en styrelse med seniora personer som har lång erfarenhet från gruv- och prospekteringsbranschen. Bolaget har under de senaste åren visat en positiv utveckling vid intressebolaget Nordic Iron Ore som utökad mineraltillgången samt drivit projektet framåt. Positiva prospekteringsresultat har även erhållits vid det helägda Håkansbodaprojektet men avslag av ansökan om bearbetnings-koncession har slagit negativt mot bolaget. Kopparberg har varit något optimistiska vad gäller tidsplanen för deras projekt och en notering av Nordic Iron Ore har försenats pga dåliga marknadsförutsättningar. Bolaget har på sistone anpassat sig till en svagare marknad och dragit ned på kostnader samtidigt som projekten fortsätter att drivas framåt.

Ägarskap 1,5p



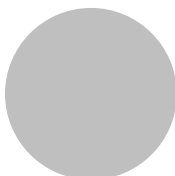
Styrelseordförande Christer Lindqvist äger ca 3 procent av aktierna i Kopparberg Mineral vilket är positivt. Övriga styrelsemedlemmar har dock endast mindre aktieinnehav. VD har ökat sitt ägande successivt sedan han började sin anställning 2011. Ett större ägande hos VD och övriga styrelsemedlemmar behövs dock för ett högre betyg. Det finns inga institutioner bland de större ägarna i bolaget. Bland de 10 största ägarna finns emellertid Leif Bengtsson. Vid de två senaste emissionerna har bolaget behövt använda sig av garantier och en större ägare med stora finansiella muskler saknas.

Tillväxtutsikter 5,0p



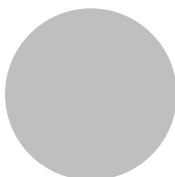
Kopparberg Mineral driver flera projekt med fyndigheter av olika metaller vilket skapar viss diversifiering. Störst inriktning är mot basmetaller där den underliggande efterfrågan är stigande framförallt pga ökad efterfrågan i tillväxtekonomier. Särskilt intressant är zinktillgångarna som kan bli attraktiva då det startats få nya zinkgruvor de senaste åren. Bolaget har verksamhet i Skellefteåfältet samt Bergslagen som är erkända gruvområden där det finns etablerade aktörer. Projektbolaget Norrleden Mining drivs tillsammans med Elgin Mining som äger Björkdalsgruvan. Bolagets fyndigheter har potential att växa men det kräver investeringar. Intressebolaget Nordic Iron Ore har den stor fördel med sitt järnmalmprojekt som är lokaliserat vid befintlig infrastruktur (järnväg).

Lönsamhet 0,0p



Kopparberg Mineral är ett prospekteringsbolag och har inga intäkter.

Finansiell styrka 0,0p



Kopparberg Mineral har inga räntebärande skulder och eget kapital uppgår till ca 40 miljoner kronor vilket ger en god soliditet. Bolaget har nyligen genomfört en nyemission på ca 14 miljoner kronor vilket bör täcka kapitalbehovet för närmaste 12 månader beroende på aktivitetsnivå. En framtida marknadsnotering av Nordic Iron Ore kan skapa intäkter vid avyttring av aktier.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	4	3	3	3	3
Summa rörelsekostnader	-16	-11	-11	-11	-11
EBITDA	-11	-8	-8	-8	-8
Avskrivningar materiella tillg.	0	-2	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-11	-11	-8	-8	-8
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-3	0	-2	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-14	-11	-10	-8	-8
Skatt	0	0	0	2	2
Net earnings	-14	-11	-10	-6	-6
Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	9	3	0	0
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	1	2	2	2	2
Summa omsättn.	8	12	5	2	2
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	1	1	1	1	1
Finansiella anl.tillg.	15	10	10	10	10
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	12	12	12	12	12
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	27	23	23	23	24
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	35	35	29	26	26
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	2	2	2	2
Summa kort. skuld	3	2	2	2	2
Räntebr. skulder	0	0	4	7	13
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	3	3	6	9	15
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	32	32	22	17	11
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	32	32	22	17	11
Summa skulder och E. Kap.	35	35	29	26	26
Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	4	3	3	3	3
Sum rörelsekost.	-16	-11	-11	-11	-11
Avskrivningar	0	-2	0	0	0
EBIT	-11	-11	-8	-8	-8
Skatt på EBIT	0	0	0	2	2
NOPLAT	-11	-11	-8	-6	-6
Avskrivningar	0	2	0	0	0
Bruttokassaflöde	-11	-8	-8	-6	-6
Föränd. i rörelsekap	-1	-1	0	0	0
Investeringar	1	-2	0	0	0
Fritt kassaflöde	-11	-12	-8	-6	-6
Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	91%	93%	78%	64%	41%
Skuldsättningsgrad	1%	1%	18%	41%	121%
Nettoskuld	-6	-9	1	7	13
Sysselsatt kapital	11	13	13	13	13
Kapit. oms. hastighet	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	-62%	-31%	4%	-3%	0%
VPA-tillväxt (just)	7%	-75%	-8%	-40%	0%

DCF värdering

Kassaflöden, MSEK					

Lönsamhet

	2012	2013	2014E	2015E	2016E

Data per aktie

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-1,19	-0,29	-0,27	-0,16	-0,16
VPA just	-1,19	-0,29	-0,27	-0,16	-0,16
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,51	-0,25	0,02	0,19	0,35
Antal aktier	11,78	36,44	36,44	36,44	36,44

Värdering

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value					
P/E	-2,6	-3,1	-2,2	-3,6	-3,6
P/S	8,3	11,1	7,0	7,2	7,2
EV/S	6,9	7,9	7,2	9,4	11,4
EV/EBITDA	-2,6	-2,8	-2,7	-3,5	-4,3
EV/EBIT	-2,6	-2,2	-2,8	-3,5	-4,3
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,3	2,0

Aktiens utveckling

	Tillväxt/år	12/14e
1 mån	28,3 %	Omsättning
3 mån	9,3 %	Rörelseresultat, just
12 mån	-56,6 %	V/A, just
Årets Början	-13,2 %	EK

Aktiestructur %

	Röster	Kapital
Avanza Pension	6,0 %	6,1 %
Christer Lindqvist	3,0 %	2,7 %
Handelsbanken Liv	2,6 %	2,6 %
Nordnet Pension	2,5 %	2,5 %
Leif Bengtsson	2,3 %	2,3 %
Robur Försäkring	2,3 %	2,3 %
Margaretha Smith	2,0 %	2,0 %
Martin Cedergren	2,0 %	2,0 %
Björn Israelsson	1,9 %	1,9 %
Secure Opportunity	1,6 %	1,6 %

Aktien

Reuterskod	KMINB.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	0,6
Antal aktier, milj	36,4
Börsvärde, MSEK	21,5

Bolagsledning & styrelse

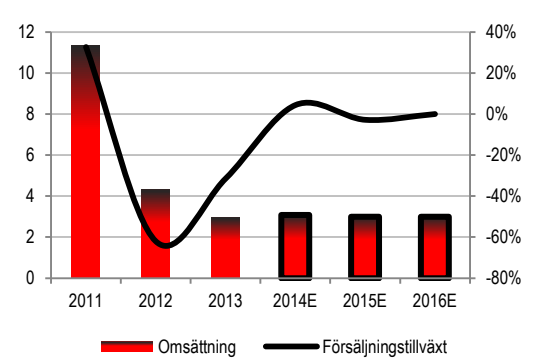
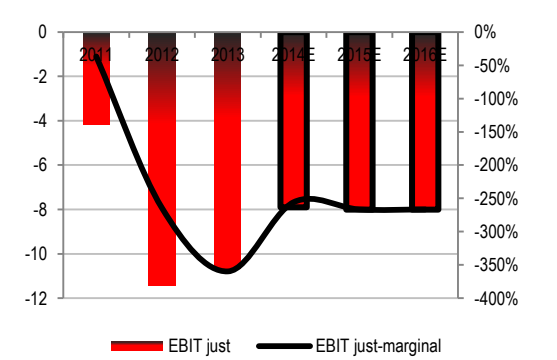
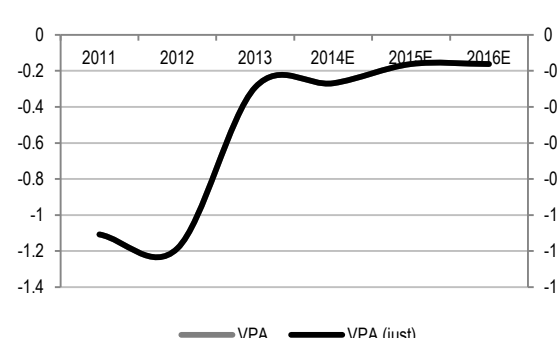
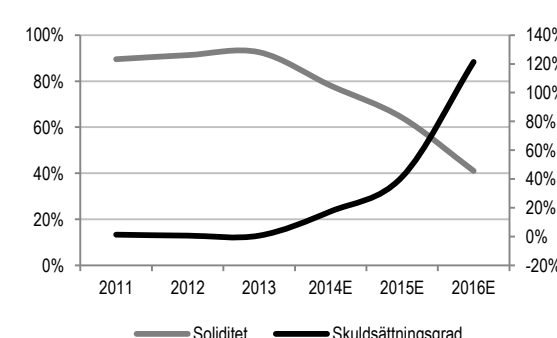
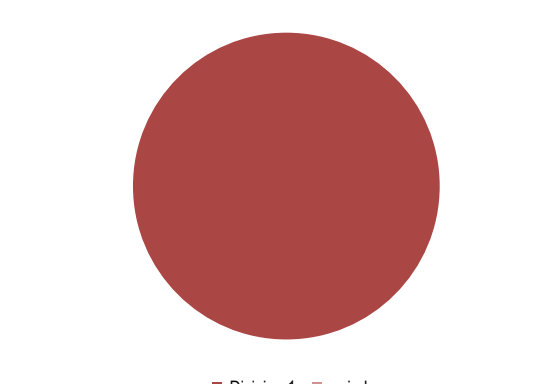

VD	Per Storm
CFO	Marie Hannuksela
IR	Per Storm
Ordf	Christer Lindqvist

Nästkommende rapportdatum

Q3 report	November 27, 2014
FY 2014 Results	February 19, 2015

Analytiker

Kristoffer Lindström	Redeye AB
kristoffer.lindstrom@redeye.se	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: Omsättning (red bar), Försäljningstillväxt (black line)</p>	 <p>Legend: EBIT just (red bar), EBIT just-marginal (black line)</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p>	 <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p>Legend: Division 1 (red square), period (grey square)</p>	 <p>Legend: period (red square)</p>
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Kristoffer.Lindström äger aktier i bolaget X: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Kopparberg Mineral's business concept is, through exploration and acquisitions, to create ore value that can form the basis for profitable mining production under our management. Kopparberg Mineral's goal is to open our first mine within a period of four years. Kopparberg Mineral's long-term objective is to become an important player in the mineral market, with ore supplies that are mined in our mines and processed in our plants, with good profitability. We intend, through exploration, purchases or joint ventures, to gradually increase our project portfolio and, through continued investigations, refine both currently controlled deposits and future deposits.</p>

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeys analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeys analysbevakning

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeys rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-12-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.