

# Kopparberg Mineral

## Mineraler med stora potentialer

---

Uppdragsbevakning

Aktietorget

Köp

Hög risk

- **Hög affärsintensitet och starkt nyhetsflöde väntas**
  - Förvärvet av Lundin Mining Exploration förra året har skapat en helt ny spelplan för Kopparberg Mineral. Hög affärsintensitet kan ge starkt nyhetsflöde framöver
  - Finansieringsrisk kan minska betydligt efter troligt tillskott om knappt 22 MSEK under våren via teckningsoptioner
- **Nordic Iron Ore nytt Dannemora Mineral?**
  - Intressebolaget Nordic Iron Ore är nyligen kapitaliserat och står inför pre-feasability
  - Större historiska mineraltillgångar (69 miljoner ton, ej NI 43-101) än Dannemora Mineral med tydlig expansionspotential
  - Marknadsnotering sannolik under 2011 – uppvärdering att vänta
- **Undervärderade tillgångar ger språngbräda i stark metallmarknad**
  - Höga metallpriser gynnar bolagets exponering mot projekt inom järnmalm, basmetaller och silver
  - Låg värdering jämfört med andra mindre prospekteringsbolag
  - En aktiekurs runt 15 kronor ser vi som rimlig i dagsläget. På ett par års sikt kan dock enbart innehavet i Nordic Iron Ore vara värt 30 kronor per aktie

Prospekteringsbolaget Kopparberg Mineral visar upp en hög affärsintensitet och befinner sig mitt i en förvandlingsprocess där flera branschkollegor är inblandade. Arbetet med att utveckla järnmalmsfyndigheten i intressebolaget Nordic Iron Ore kan synliggöra stora värden redan under 2011. Kopparberg är även i processen att tillsammans med Gold Ore bilda ett gemensamt bolag för basmetallprojekten på Skelleftefältet vilket kan komma att särnoteras inom något år. Ovanjordbrytning bäddar för ett projekt som vid utveckling ger hög lönsamhet och stark värdetillväxt.

Hela Kopparberg Mineral värderas idag till drygt 45 miljoner kronor på Aktietorget, men enbart innehavet i Nordic Iron Ore har enligt våra beräkningar ett motiverat värde på åtminstone 70 miljoner kronor. Smallcap.se anser att runt 100 miljoner för Kopparberg Mineral vore en mer rättvisande värdering, motsvarande en aktiekurs om 15 kronor efter utspädning. I takt med att projekten fortskrider finns en betydande potential därutöver.

För närvarande finns 4,1 miljoner aktier i bolaget, men därutöver finns 2,4 miljoner utestående teckningsoptioner med en lösenkurs om 9 SEK som löper ut i vår. Vid full teckning tillförs Kopparberg Mineral således 21,7 MSEK vilket skulle minska osäkerheten kring finansiering betydligt.

## ***Händelsrika tider väntar Kopparberg Mineral***

### **Prospektering och kommande gruvdrift**

Kopparberg Mineral genomgår just nu en stor strukturell förändring för att finansiera och utveckla järnmalms- och basmetallprojekt i Bergslagen och Västerbotten där bolaget har stora intressen och ser betydande potential. Även Gold Ore är inblandat såtillvida att Kopparberg och Gold Ore är i färd med att sätta upp ett separat bolag för att exploatera de lovande fyndigheterna i Skelleftefältet.

Kopparberg Mineral är ett ungt bolag som bildades så sent som 2006. Bolaget innehar en portfölj av undersökningstillstånd varav en stor del utgörs av ett omfattande material som härstammar från förvärvet av Lundin Mining Exploration som gjordes för ett drygt år sedan. Därutöver har Kopparberg Mineral ett mycket intressant innehav (28%) i Nordic Iron Ore som huvudsakligen är ett järnmalmsprojekt vars syfte är att återuppta gruvdrift i Bergslagen.

Vidare har Kopparberg Mineral via dotterbolaget ARGO även utrustning för borrhning och liknande, bland annat en mobil kaxborrmaskin. Bilden nedan visar översiktligt hur Kopparberg Mineral ser ut i dagsläget. Utöver det som finns i bilden äger KM Argo som ovan beskrivits.



## ***Tydliggörande av värden och tillgångar***

Det är som sagt en för utomstående granskare invecklad process i många steg som just nu pågår och som syftar till att tydliggöra de "i sfären" ingående bolagens skilda strategier och inriktning. Det kommer att vara en viktig uppgift för bolagsledningarna under de kommande åren att på ett pedagogiskt sätt förklara sammanhangen. Inte minst för att kunna säkerställa finansiering på för nuvarande aktieägare rimliga villkor.

Kopparberg arbetar för närvarande med att strukturera upp portföljen i olika delar. Skelleftefältet ska utforskas grundligt tillsammans med Gold Ore. Bergslagen är ett annat intressant område med bland annat en gammal gruva i

Håkansboda. Området är geologiskt intressant med flera närliggande fyndigheter och expansionsmöjligheter. Där återstår dock en hel del modellering och ytterligare undersökningar innan vi vet mer säkert vad som är värt att prospektera närmare. Slutligen finns ett område i närheten av Vetlanda i Småland där man funnit intressanta halter av guld, om än i ett mycket tidigt skede. De värden som finns idag i Kopparberg Mineral består till största delen av innehavet i Nordic Iron Ore, följt av undersökningstillstånden i Skelleftefältet.

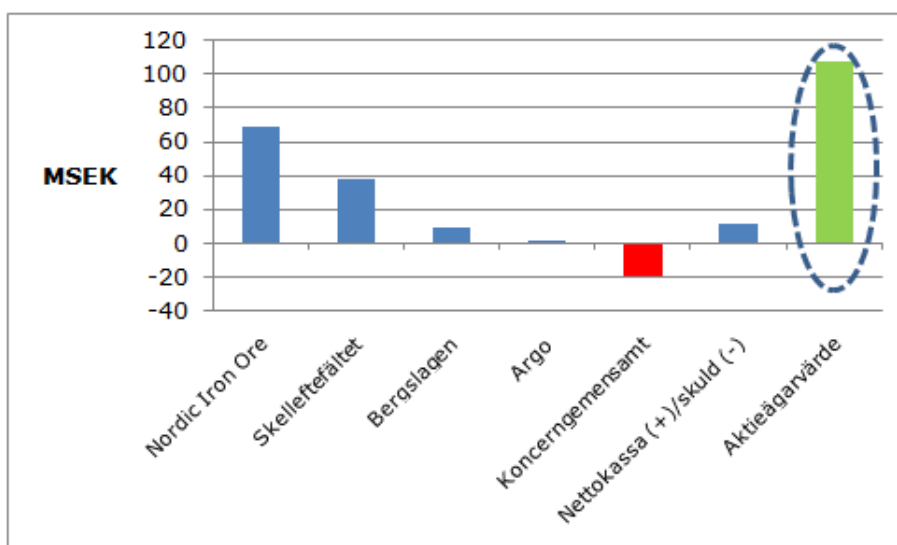
Bilden nedan visar hur vi tänker oss att Kopparberg Mineral kommer att utvecklas under de kommande åren. Det finns som vanligt ett stort mått av osäkerhet kring de faktiska tidpunkterna.

Förvärv Lundin Mining Exploration Ansökan bearbetning Nordic Iron Ore (NIO) Finansiering NIO Ansökan bearbetning Håkansboda och Tvistbo	Bildande av j/v med Gold Ore Bearbetningskonces. för EVA Bearbetningskonces. för Bergslagen Bearbetningskonces. NIO. Notering och finansiering NIO	Miljötillstånd & finansiering NIO Provbrytning NIO Utbyggnad NIO Prospektering o feasibility Skellefte Prospektering o prefeasibility Bergslagen	-----> -----> Miljötillstånd o finansiering Skelleftefältet
2010	2011	2012	2013

### Klar uppvärderingspotential

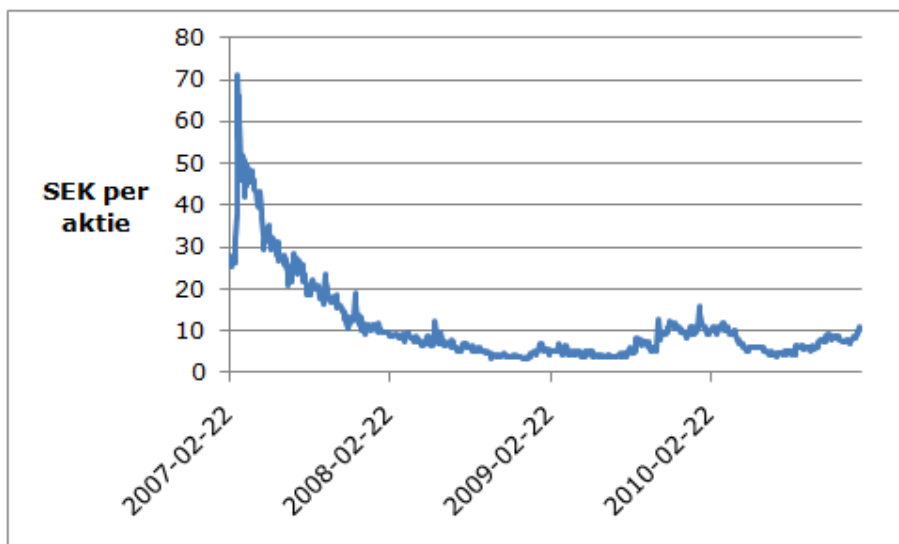
I vår sammantagna värdering för Kopparberg Mineral har vi valt att summera värdet av koncernens väsentliga tillgångar. Läs mer under separata stycken för redovisning av våra beräkningar och dess underlag.

#### Värderings- ansatsen sammanfattad



Summan av delarna-värdering för Kopparberg Mineral

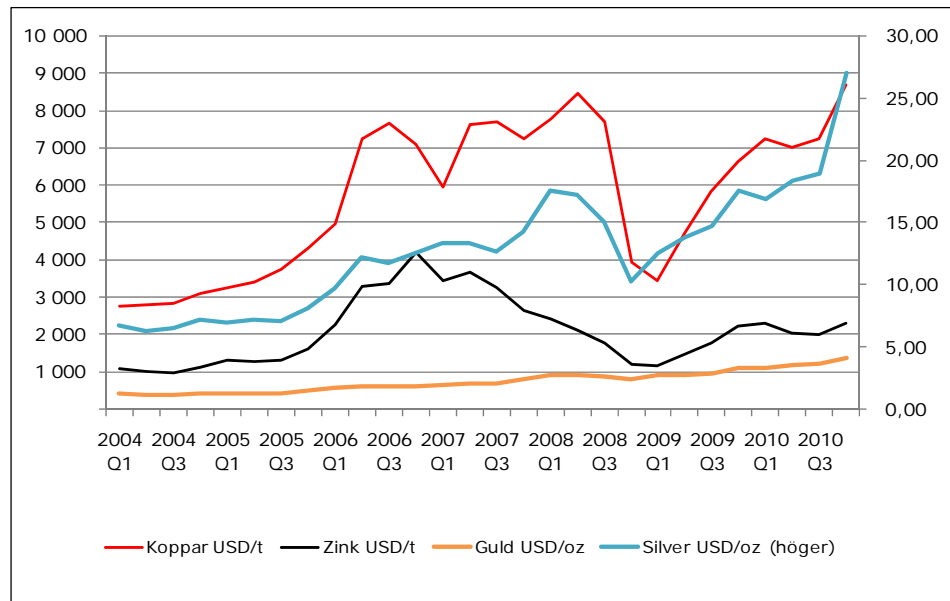
Vi erhåller ett motiverat värde vid slutet av detta år på 108 MSEK eller 16,6 SEK per aktie efter full utspädning (6,5 miljoner aktier). Vi bedömer att de värderingar vi gjort är relativt konservativa och vill understryka att vi ser en möjlighet till en kraftig värdestegring utöver detta på ett par års sikt givet att pusselbitarna faller på plats.



*Kursgraf för Kopparberg Mineral*

### **Starka fundamenta på metallmarknaderna**

Efterfrågan på metaller och metallpriser har snabbt återhämtat sig efter finanskrisen och de djupa nedgångarna under 2008-2009. Per den 18 januari var *The Economists* index för industrimetaller upp 23 % på ett år och 132 % sedan januari 2009. Var prisfallen bara ett hack i kurvan i en pågående metallboom sedan 2000-talets början som kommer att fortsätta under lång tid framöver? Eller ser vi en tillfällig bubbla skapad via centralbankernas sedelpressar som snart kommer att brista och leda till nya kraftiga fall i metallpriserna? Vi kan här inte ge något uttömmande svar på denna fråga men vill peka på några indicier:



*Bas- och ädelmetallpriser, genomsnitt per kvartal. Källa: Boliden*

- Stålproduktionen globalt ökade med i snitt 6 % per år under föregående årtionde. Denna ökningstakt är i nivå med vad som uppnåddes under den förra större uppgångsfasen från andra världskrigets slut fram till mitten på 70-talet och i kontrast till 1 % per år mellan 1975 och 2000. Kina och dess urbanisering har förstås varit drivande och den kinesiska stålproduktionen växte med 19 % per år 2000-2010 (Källa: Metal Strategies november 2010). Kinas metallkonsumtion per capita är fortfarande låg i ett globalt perspektiv, t ex är antal bilar per 1000 invånare på samma nivå som USA låg 1917. Många bedömare ser därför en liknande stålboom det kommande decenniet .
- Den globala industriproduktionen är tillbaka på samma nivå som i början av 2008 vilket ger fundamentalt stöd åt metallprisuppgångarna det gångna året. Kina är alltså inte hela förklaringen.
- Den inhemska kinesiska järnmalmsproduktionen stagnerar och basen utgörs av huvudsakligen små gruvor med låga halter och med höga produktionskostnader. Fortsatt hög järnmalmsimport till Kina är därför sannolik. (Källa: Raw Materials Group, november 2010).

- Trots höga kopparpriser så råder brist på ny kapacitet och produktionen ökar knappast alls och de flesta bedömare ser ett stigande underskott (dvs. efterfrågan överstiger utbud) på kopparmarknaden under 2011.
- Även marknaden för järnmalm befinner sig i underskott. Visserligen planeras ett kapacitetstillskott på uppskattningsvis uppåt 700 miljoner ton i nya järnmalmsprojekt världen över på några års sikt (Källa: Raw Materials Group). Frågan är dock hur stor del av dessa planerade projekt som kommer bli verklighet då många kräver omfattande investeringar i infrastruktur pga. läget (Brasilien) och dessutom ligger i politiskt instabila regioner (Västafrika). Brist på gruvutrustning kan också förlänga ledtiderna. Detta talar för att ökning i efterfrågan de närmaste åren kommer matcha ökad kapacitet.

### **Teckningsoptioner ger utökat finansiellt utrymme**

I likhet med många mindre prospekteringsbolag i tidig fas har Kopparberg Mineral begränsade intäkter samtidigt som verksamhet som prospektering och kostnader förknippade med tillstånd belastar kassaflödet. Intäkterna inom servicebolaget Argo ligger kring 1,5 MSEK och de löpande kostnaderna i koncernen ligger kring 3 MSEK. Finansiering är därför en kritisk faktor. Per den 30 september hade bolaget en kassa på 2,7 MSEK. Efter periodens slut genomfördes en riktad nyemission som inbringade 3 MSEK.

Kopparberg Mineral har utfärdat 2,4 miljoner teckningsoptioner med teckningskurs 9 kronor och en teckningsperiod som löper från 21 februari till och med 30 mars innevarande år 2011. Förutsatt att optionerna tecknas kommer Kopparberg att tillföras 21,7 miljoner kronor. I nuläget finns drygt 4 miljoner aktier utgivna och största ägare är Christer Lindqvist (VD i Nordic Iron Ore och SO i Kopparberg) med 500 000 aktier. Familjen von Kantzow (fd ägare till Kanthal som köptes av Sandvik) är näst största ägare. Dagens aktiekurs indikerar att optionerna kommer att tecknas fullt ut och därmed ge en rejäl kassaförstärkning till bolaget. Skulle aktiekursen falla under senvintern och teckning inte sker kommer Kopparberg att tvingas dra ner på sina exploateringsplaner eller göra en nyemission.

***TO med  
teckningskurs 9  
kronor i mars 2011***

Förstärkningen av kassan ger goda möjligheter att utveckla verksamheten och utan inbördes ranking torde följande projekt stå högt på prioritetslistan:

- Borrning av Skelleftefältet
- Utveckla portföljen i Bergslagen, dvs. utöka mineraltillgångarnas storlek
- Feasability EVA-fyndigheten

### ***Joint Venture söker fler ägare?***

I samband med utgivandet av teckningsoptionerna uppgav bolaget att pengarna skulle användas till en feasibility gällande EVA och att den skulle kosta åtminstone 10 miljoner kronor. Samarbetet med Gold Ore gör att dessa planer förmodligen ändras. Klart är att en del måste gå till bildandet och kapitaliseringen av det med Gold Ore gemensamägda bolaget, men det kommer endast att handla om ett relativt begränsad belopp. Troligen kommer ytterligare prospektering i Skelleftefältet att prioriteras. Förhoppningen är att detta ska finansieras med medel från nya tillkommande ägare, t ex i samband med en notering. Sammanfattningsvis så har Kopparberg Mineral goda förutsättningar för att på ett bra sätt genomföra de planer som finns och i och med kapitaliseringen av Nordic Iron Ore har ännu ett fundament i processen kommit på plats.

### **Fokuserar på egna projektportföljen**

Kopparberg valde att inte delta i den kapitalförstärkning som Nordic Iron Ore nyligen genomförde. Vi ser detta som ett beslut sprunget ur strategiska överväganden. Kopparberg ser stora möjligheter att utveckla de helägda (samt de med Gold Ore delägda) undersökningstillstånd som bolaget innehar och någonstans måste ett bolag begränsa sig i engagemang. Förvisso kan man som investerare tycka att det är synd att inte fullt ut ta tillvara den värdetillväxt som förväntas ske inom Nordic Iron Ore, men samtidigt hade det krävts ytterligare kapitaltillskott och det hade krävts en nyemission för att försvara ägarandelen.

### ***Äger 28 procent av Nordic Iron Ore***

Nu äger man 28 procent av Nordic Iron Ore som är kapitaliserat och redo att ta nästa steg (pre-feasibilitystudie, uppbyggnad av organisation och vidare prospektering) mot gruvstart 2014. En framgångsrik pre-feasibility kommer att ge en stark värdetillväxt i Nordic Iron Ore. Ett kapitaliserat Nordic Iron Ore sänker även risken betydligt för Kopparberg vilket i sig motiverar en uppvärdering av bolaget.

### ***Nordic Iron Ore är kapitaliserat***

#### **Nordic Iron Ore kapitaliserat och färdigt för pre-feasability**

Nyligen genomfördes en emission i Nordic Iron Ore där bolaget tillfördes 22,5 miljoner kronor. Syftet med kapitalförstärkningen är att genomföra en pre-feasability och bygga upp en organisation som ska ta bolaget till börsen under innevarande år enligt planen. Därtill ska kompletterande prospektering göras ibland annat Väsmänfyndigheten (belägen mellan Håksberg och Blötberget).

### ***Lokal förankring i ägarlistorna***

Efter kapitalförstärkningen finns det tre dominerande ägare i Nordic Iron Ore varav Kopparberg Mineral är den största följd av Archelon. En ny ägare kom in i samband med finansieringen och det är Bengtssons Tidnings AB som närmast kan beskrivas som ett mindre investmentbolag med rötterna i regionen. Trots namnet har bolaget ingen verksamhet kvar inom media utan äger i stället 9,5 procent av fastighetsbolaget Diös samt en fastighet i Stockholm. Bengtssons Tidnings AB köper en ägarandel motsvarande 20 procent av Nordic Iron Ore till en bolagsvärdering på 66 miljoner kronor.

Lokal förankring bland ägarna löper som en röd tråd vid de senaste kapitalanskaffningarna inom "sfären" och det framstår som en vald strategi i det skede såväl Kopparberg Mineral som Nordic Iron Ore befinner sig i. När sedan Nordic Iron Ore noteras kommer sannolikt det inslaget minska i takt med att vi närmar oss gruvdrift och därmed en helt annan storlek på kapitalbehov. Dagens slagsida mot lokala ägare kan av vissa uppfattas som en svaghet vid kommande kapitalanskaffningar, men vår bedömning är att vi kommer få se fler starka ägare när väl feasibilitystudierna avslutas och risken därmed sjunker.

#### **Strategisk planering och finansiell uthållighet ger resultat**

Mindre börsnoterade prospekteringsbolag har historiskt sett haft en tendens att överskatta de hinder som måste övervinnas innan en ny gruva kan tas i drift. Det är därför med stor tillfredsställelse vi ser hur noga och genomtänkt processen hittills har varit i konstellationen Kopparberg Mineral/Nordic Iron Ore/Archelon med flera.

### ***Klar strategisk plan bör premieras***

Här har hela tiden funnits en klar plan av karaktären flerstegsraket och vi ser nu hur bolagen successivt ställer sig på egna ben och lägger fokus på olika delar av



ursprungsprojektet. Dessutom har bolagen lyckats skaffa sig en relativt stabil finansiell ställning som möjliggör vidareutveckling och fullgörande av planerna. Vi applåderar och tror att fler kommer få upp ögonen för Kopparberg Mineral som investeringsobjekt.

**En stark styrelse är alltid viktigt men kanske extra viktigt i gruvnäring och prospekteringsverksamhet**

Styrelsen i Kopparberg Mineral innehar stor erfarenhet om såväl prospektering som gruvdrift. Såväl VD som styrelseordförande har en bakgrund som är väl lämpad att driva prospekterings- och gruvutvecklingsverksamhet.

**Kompetent styrelse och ledning**

VD Thomas Lundgren (sedan 2007) har lång erfarenhet efter att ha arbetat för bland annat Scanmining. Styrelsens ordförande Christer Lindqvist är Bergsingenjör och var tidigare projektledare och styrelsemedlem när Dannemora Mineral utvecklades, en förmodat mycket god erfarenhet när nu Nordic Iron Ore ska göra samma resa. Christer Lindqvist har även en gedigen industribakgrund inkluderande ABB, Traction samt STC Interfinans.

Alain Chevalier kom in i bolaget via förvärvet av Lundin Mining Exploration och var i hög grad involverad i prospektering, igångsättande och drift av Storlidengruvan. Ulrich Andersson är VD på Swede Resources. Harald Meinhardt är bergsingenjör och har som sådan arbetat många år för Boliden. Vidare har vi Nils-Erik Marinder som varit knuten till ett antal projekt inom Boliden under många år.

Utöver styrelsen omger sig Kopparberg Mineral med för bolaget viktiga rådgivare, och en viktig person i sammanhanget är Lars-Göran Ohlsson som är Bergsingenjör till utbildningen. Lars-Göran Ohlsson var redan 1977 chef för prospekteringsverksamheten i Bergslagen och VD för LKAB prospektering AB. Han har arbetat som VD för Riddarhyttan, VD för Dannemora Mineral och sitter i Endomines styrelse. Lars-Göran Ohlssons 40 års erfarenhet av prospektering och gruvindustri, särskilt med inriktning mot Bergslagen måste betraktas som en mycket god tillgång för Kopparberg Mineral.

**Lars-Göran Ohlsson teknisk rådgivare**

Bland ovan nämnda finns flera så kallade QP, dvs. Qualified Persons och även en Europeageolog, vilket får anses som en klar styrka med tanke på bolagets storlek. Sammantaget

finns det mycket som talar för att styrelse och ledning framgångsrikt kan driva Kopparberg Mineral i rätt riktning.

### ***Prefeasability följt av notering***

#### **Notering av Nordic Iron Ore synliggör värden**

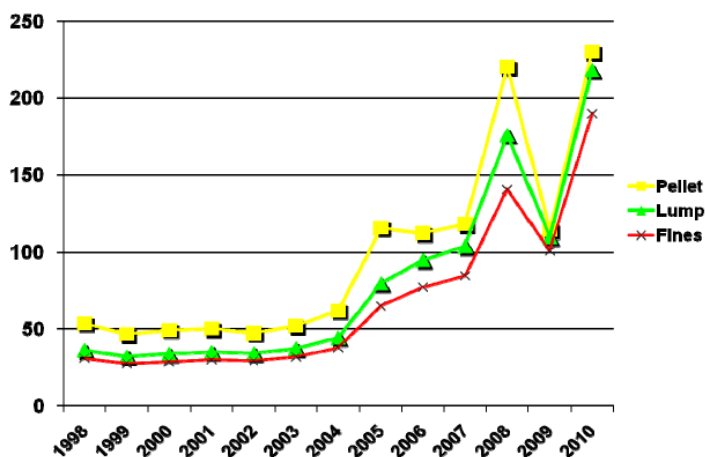
Från början var tanken att Nordic Iron Ore skulle noterats redan 2010 på Aktietorget men förseningar har uppstått, vilket inte är något ovanligt i dessa sammanhang. Som planen är nu så kommer prefeasability genomföras och presenteras och därefter sker notering och finansieringsrunda under andra halvåret 2011.

Nordic Iron Ore består av järnmalmsfyndigheterna Blötberget, Håksberg och Väsman samt några ytterligare prospekteringstillstånd i Bergslagen. Blötberget och Håksberg har varit i drift tidigare och Blötberget drevs efter andra världskriget av Stora Kopparberg och SSAB fram till gruvan lades ned 1979. Järnmalmproduktionen låg som mest på omkring 600 000 ton årligen. Nedläggningen var en följd av de låga priserna vid den tiden och även ett resultat av att SSAB valde att fokusera på stålproduktionen.

Att gruvan var liten och därmed hade sämre konkurrensförmåga torde också ha spelat in. Håksberg förstatligades efter andra världskriget efter att dessförinnan varit ägd av tyska intressen. I slutet av sextiotalet övertog Stora Kopparberg gruvorna som sedan övergick till SSAB innan nedläggning 1979. Nyligen lämnade Nordic Iron Ore in ansökan om bearbetningskoncession för att återöppna den järnmalmsgruva i Blötberget som alltså varit stängd sedan verksamheten upphörde för drygt 30 år sedan. Arbetet med ansökan beträffande Håksberg pågår för närvarande.

#### **Höga järnmalmspriser och en ypperlig logistiksituation öppnar möjligheter och gruvor**

Varför överväger någon att starta dessa gruvor på nytt, i synnerhet med tanke på att miljardinvesteringar kommer att krävas? Den främsta anledningen är givetvis att järnmalmsmarknaden gått in i en ny uppgångsfas drivet av den snabbt ökande stålkonsumtionen i Kina och Indien. Som en följd har järnmalmspriserna ökat kraftigt och fyrdubblats sedan 2002 sett till spotpriset.



Prisutveckling järnmalm produkter USD/ton.

Källa: Dannemora Mineral

**Även mindre projekt blir lönsamma**

De högre priserna gör att även mindre järnmalmprojekt får en god lönsamhetskalkyl och därmed bli attraktiva för utbyggnad trots den ekonomiska risken. Med en tänkt produktion om 5,5 miljoner ton råmalm (och 2,5 miljoner ton produkt) kommer visserligen Nordic Iron Ore att vara en liten spelare jämfört med flertalet betydande järnmalmproducenter. LKAB har exempelvis en kapacitet på 28 miljoner ton malmprodukter. Däremot hamnar man inte allt för långt efter Northland Resources och kommer att bli större än Dannemora Mineral kapacitetsmässigt. Framgång eller bakslag för dessa båda projekt kommer säkerligen bli viktigt för hur aktiemarknaden och potentiella partners i sin tur kommer att bedöma utsikterna för Nordic Iron Ore.

Ovanstående bygger givetvis på att de mineraltillgångar som bolaget bedömer finns i området kan omvandlas till brytningsvärda reserver. Nedanstående beräkningar gjordes av SSAB innan NI 43-101 standarden antogs.

Tillgång	Kända	Indikerade	Totalt	Antagna
Blötberget	5	20	25	
Håksberg	14	22	36	
Väsman		8	8	46
<b>Totalt</b>	<b>19</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>46</b>

**Mindre än Northland men större än Dannemora**

Huvudsakliga mineraltillgångar för Nordic Iron Ore, miljoner ton.

Dessa uppskattningar tyder på att det kan finnas brytningsvärda mängder malm. Som en jämförelse har Dannemora Mineral knappt 29 miljoner ton råmalm, och Northland Resources Kaunisvaaraprojekt 176 miljoner ton.

Ett viktigt steg blir om och i vilken utsträckning en prefeasabilitystudie kan bekräfta bolagets, och tidigare SSABs, bedömning.

Malmen i de olika gruvorna skiljer sig något åt. I Blötberget bedöms halten vara hög (43 %), dock är malmen apatitrik och innehåller ganska höga halter fosfor vilket kommer att behöva skiljas bort. I Håksberg är halten lite lägre (36 %) men malmen förefaller i gengäld renare. Ledningen förefaller vara optimistisk om kvaliteten men hur den högre fosforhalten i Blötberget påverkar processkostnaden kan vara en fråga som prefeasability behöver adressera. Att det förekommit gruvbrytning tidigare inger givetvis förhoppning om att detta inte är ett alltför betydande hinder. Fyndigheterna kan med ovanstående antaganden om halter och tonnage omräknas till 23,8 miljoner ton järnmalmresurser för Blötberget och Håksberg.

Denna järnmalm ska på något sätt fraktas till anläggningar som kan tillverka pellets eller annan förädlad produkt. Här har Blötberget och Håksberg en stark konkurrensfördel i och med den omedelbara närheten till järnväg som kan transportera malmen till hamnar på ostkusten för vidare transport sjövägen.

### **Stort men hanterbart investeringsbehov**

Visserligen har gruvorna tidigare varit i bruk men driften lades ned för 30 år sedan och ingen utrustning finns kvar. Orter och schakt finns kvar men gruvorna är vattenfyllda. Pumpning och betydande investeringar återstår således. Hur mycket investeringar som krävs för att på nytt köra igång gruvorna blir givetvis en viktig fråga.

Vid en presentation den 2 december 2010 uppgav VD Christer Lindqvist att investeringen för de båda gruvorna bedömdes hamna på drygt 2 Mdr SEK. Baserat på en planerad årlig råmalmsproduktion om 5,5 miljoner ton skulle det motsvara en investering per ton om 53 USD (vid växelkurs USD/SEK 7). Vissa likheter finns med Dannemoraprojektet där investeringen bedöms hamna på ca 48 USD/ton råmalmsproduktion. En högre investeringskostnad per enhet jämfört med Dannemora förefaller rimlig med hänsyn till att kapaciteten i Nordic Iron Ore fördelas på två gruvor samt att man i Dannemora tror sig kunna använda sig av en torr förädlingsprocess. Med stor sannolikhet kommer Nordic Iron Ore behöva en "blöt"

***Logistik kan bli trumfkort***

***Totalt investeringsbehov överstiger 2 Mdr***

anrikningsprocess och med tanke på att fosforhalten i Blötberget verkar vara högre kan en flotationsanläggning komma att krävas där.

Sammantaget förefaller investeringsbehovet i Nordic Iron Ore kunna kategoriseras som relativt högt men hanterbart och givetvis lägre än för ett motsvarande Greenfieldprojekt. Investering per enhet förefaller jämförbar med eller något lägre än t ex vad Northland Resources Kaunisaaraprojekt bedöms kräva (ca 57 USD/ton råmalm).

### **Kundbas utanför Europa?**

Järnmalm är en bulkvara och har inte lika omedelbara avsettningsmöjligheter som exempelvis basmetaller eller guld, utan malmproduktionen bygger på djupa och långvariga relationer med ståltillverkarna. Eftersom Nordic Iron Ore planerar att i första hand producera slig/pellets koncentrat och inte utföra någon egen pelletisering innebär det att den mest troliga och kanske enda tänkbara kunden i Europa är Tata Steel Europe (f d Corus, dessförinnan Hoogovens) som har ett eget pelletiseringsverk i Holland.

De övriga verken i Europa ägs av LKAB. Österrikiska Voestalpine har diskuterat att investera i ett pelletiseringsverk, dock bedöms EUs striktare regler för CO2-utsläpp vara ett hinder. Givetvis kan det mycket väl finnas kunder för bolagets produkter i exempelvis Asien och Kina. Det är dock viktigt för nya järnmalmstillverkare att så tidigt som möjligt (och till så fördelaktiga villkor som möjligt) skriva leveransavtal (s.k. off-take) med framtida kunder för att minska osäkerheten kring avsettningen.

### **Kassaflödesvärdering ger stöd åt positiv syn**

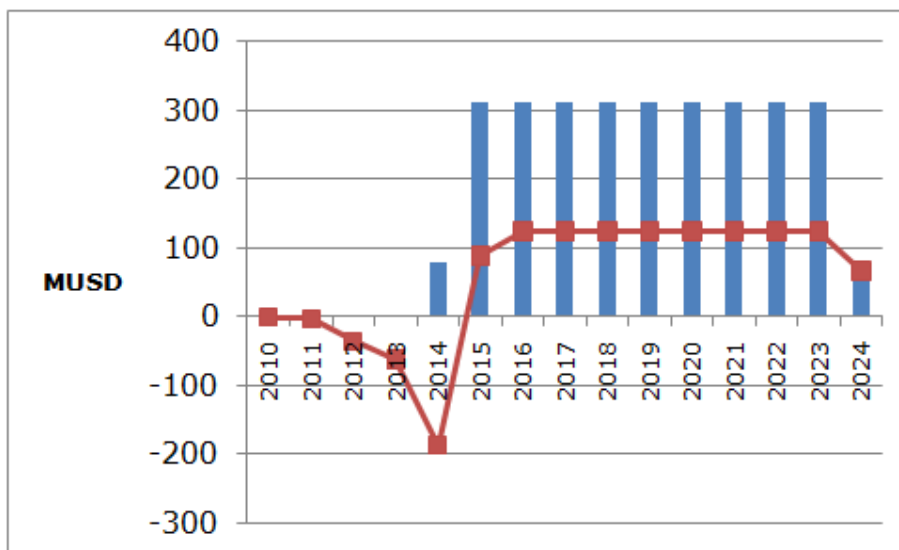
Vi har försökt göra en preliminär kassaflödesvärdering av Nordic Iron Ore, trots att informationen i detta tidiga läge är begränsad. Vi har tagit hänsyn till fyndigheterna i Blötberget och Håksberg men inte tagit med Väsman i beräkningarna. Några väsentliga antaganden:

- En investering på 300 MUSD, motsvarande 53 USD/ton råmalmsproduktion.
- En kostnad för gruvbrytning och behandling på 52,5 USD/ton produkt. Detta är beräknat med utgångspunkt i en "cost curve"-formel baserat på gruvexperten Victor Rudennos undersökningar (se [www.miningvaluation.com](http://www.miningvaluation.com)), med ett påslag om

***Begränsad kundbas***

omkring 5 %. Detta är en liknande kostnad som för Kiruna Fines och beräkningar för Kaunisvaara (Northland Resources).

- En diskonteringsränta på 10 %.
- En produktion under 11 år, som mest 2,5 miljoner ton per år.
- Pris FOB på 125 USD/ton beräknat på produkt fines 68 %. Detta motsvarar ungefär 75 % av spotpriset i Kina.



### **DCF-modell ger nuvärde på 275 MUSD**

*Intäkts- (stapel) och Free Cash Flow-prognoser (linje) (MUSD) för Nordic Iron Ore.*

Kassaflödesmodellen renderar ett nuvärde (Net Present Value) på 275 MUSD efter skatt. I detta skede finns givetvis många osäkerhetsfaktorer, våra antaganden är högst preliminära och det är fortfarande en lång väg att vandra innan den första malmen kan levereras. Men ovanstående indikerar starkt att detta projekt inte bara är genomförbart utan kan bli mycket lönsamt och skapa ett stort värde åt aktieägarna, trots ett omfattande initialt investeringsbehov. Sänker vi prisantagandet till 100 USD/ton sjunker värdet till knappt 100 MUSD.

Utöver Blötberget och Håksberg finns en mellanliggande fyndighet benämnd Väsman som utgör en mycket intressant expansionspotential. Indikerade resurser baserat på borrhningar ned till 300 meter beräknades av tidigare exploatörerna Ställbergsbolagen till 8 miljoner ton med en halt om 41 % och ytterligare antagna resurser om 46 miljoner ton. Geofysiska undersökningar indikerar att

malmzonen sträcker sig ned till åtminstone 1000 meters djup.

**Stora värden att realisera**

**Värdet på nordiska järnmalmstillgångar betydande**

Nedanstående tabell visar hur några noterade järnmalmsbolag med nordisk anknytning värderas, med avseende på malmresurser (M & I = Measured & Indicated, dvs. kända och indikerade malmresurser). Värderingen ligger mellan knappt fyra och upp mot tio USD per ton. Att notera är att Northern Iron, som bedriver gruvdrift i Sydvaranger i Nordnorge, redan är producerande till skillnad från de båda andra vilket troligen bidrar till att förklara den högre multipeln. Northland Resources är det enda Greenfieldprojektet och investeringsbehovet är därmed högre, vilket också kan påverka värderingen.

Bolag	Kurs lokal valuta	Börsvärde MUSD	M&I Mton	EV/ton USD
Northland Resources	18	703	91	4,7
Dannemora Mineral	71,25	126	10	8,4
Northern Iron	1,95	670	65	11,3

En värdering för Nordic Iron Ore i lägre delen av spannet på omkring 23,75 Mton @ 5 USD/ton skulle motsvara ett företagsvärde om knappt 120 MUSD eller 840 MSEK exklusive Väsman. Att det finns en potential till uppvärdering understryks av att Dannemora Mineral vid noteringen våren 2007 (efter prefeasibility) värderades till 285 MSEK eller ungefär 4 USD/ton malmresurser. Detta skulle motsvara 95 MUSD för Nordic Iron Ore.

**Värdering uppåt 100 MUSD efter feasibility?**

Sammantaget bedömer vi att Nordic Iron Ore bör kunna värderas till 95 - 120 MUSD, konservativt räknat, efter erhållna tillstånd och feasibility förutsatt att denna ger stöd åt bolagets antaganden om tillgångar och halter. Innan vi nått denna fas bör detta värde riskjusteras. Anger vi en sannolikhet för framgång till 1/3 för att nå denna fas erhåller vi ett värde på ca 35 MUSD eller 245 MSEK.

Vid den senaste nyss avslutade kapitalanskaffningen som inbringade 22,5 MSEK värderades Nordic Iron Ore till 66,2 MSEK "efter pengarna". Planen är som sagt att genomföra en ytterligare kapitalanskaffning under 2011 i kombination med en notering på marknadsplats. Vilken värdering bolaget får vid denna tidpunkt blir givetvis avhängigt marknadsklimat och inte minst resultatet av de studier och det arbetet som väntar under året.

Dannemora Mineral noterades på First North 2007 till en pre-money värdering på ca 200 MSEK. Med tanke på att NIO av allt att döma har större malmresurser och att järnmalmspriserna stigit sedan dess så är det sannolikt konservativt att räkna med att NIO får åtminstone motsvarande värdering, vilket ändå skulle vara under vårt riskjusterade värde.

***Mycket talar för  
koncession***

Det finns mycket som talar för att Nordic Iron Ore kommer att erhålla koncession för brytning, så kallad bearbetningskoncession som är giltig i 25 år. Det rör sig om en före detta gruva där en hel del ingrepp i naturen redan har skett, och en redan existerande, mycket närliggande järnväg kan användas för miljövänlig och kostnadseffektiv transport av slig och styckemalm till anrikningsverken. Det är trots allt så att järnmalmsbrytning i mångt och mycket är en logistikfråga när fyndigheten väl är konstaterad.

***Kopparberg och  
Archelon är stora  
ägare i Nordic Iron  
Ore***

För allmänheten finns det idag två möjligheter att indirekt investera i Nordic Iron Ore via ägarbolagen Archelon Minerals och Kopparberg Mineral. Värdet av Kopparberg Minerals andel skulle med vår värdering uppgå till 60 - 70 MSEK vid notering, dvs. mer än vad hela koncernen värderas till idag på Aktietorget, och med ytterligare stor potential i takt med att risken minskar. Även om risken är stor i denna tidiga fas kan vi inte annat än tycka att en investering i Kopparberg Mineral är en attraktiv möjlighet att ta del av en potentiellt mycket stor värdeutveckling i Nordic Iron Ore.

En annan stor risk men även potential är givetvis järnmalmspriset. I och med att vi bedömer att Nordic Iron Ore (bland annat i egenskap av underjordsgruva) ligger relativt högt på kostnadskurvan jämfört med andra järnmalmsgruvor, kommer bolaget att drabbas värre än den genomsnittliga gruvan vid en prisnedgång. Dock är tillverkningskostnaderna i Kina högre och vissa uppgifter gör gällande att produktionskostnaden för de kinesiska järnmalmsproducenterna kommer att stiga till omkring 140 USD/ton inom de närmaste åren, något som i så fall skulle tala för fortsatt höga priser framöver.

***Lundin Mining  
Exploration utgör  
grunden***

**Förvärv av Lundin Mining Exploration startskott för omfattande transformering**

För ungefär ett år sedan förvärvade Kopparberg Mineral Lundin Mining Exploration. Förvärvet möjliggjordes av att Lundin ville fokusera mer på gruvdrift än prospektering samt



att parterna kände varandra sedan tidigare. Samtidigt ville Lundin Mining behålla en option på uppsidan om en stor fyndighet skulle hittas med hjälp av de undersökningstillstånd som medföljde i affären, något som de också fick.

Det viktigaste villkoret är en royalty på 1,5 % av gruvproduktion från de undersökningstillstånd som ingick vid övertagandet. Lundin Mining har också möjlighet att köpa in sig till fördelaktiga villkor om en betydande fyndighet görs (> 1 miljon ton zink och bly, eller > 0,5 miljoner ton koppar). Villkoren är inte särskilt betungande och kommer förmodligen att följa med in i det nya samägda (50/50) bolaget, med hittills okänt namn, som håller på att bildas. Härefter benämner vi projektet "Skelleftefältet".

Förvärvet gav Kopparberg Mineral en omfattande databas av tidigare utförda mätningar. Enligt bolaget självt har Lundin Mining Exploration utfört flygmätningar för över 20 miljoner kronor under fyra år och det låter ju imponerande.

### **LME - Mycket bra förvärv**

I takt med att Kopparberg (och även Nordic Iron Ore) utvecklat den förvärvade projektportföljen framstår förvärvet mer och mer som en fantastiskt bra affär. Vän av ordning frågar sig möjligen varför inte Lundin Mining själva valde att gå vidare med undersökningarna och materialet. Svaret står nog att finna i strategi. Att bedriva gruvdrift fokuserat kan säkerligen kombineras med en omfattande prospekteringsverksamhet, men samtidigt kräver de helt olika expertis och det var förmodligen ett strategiskt beslut från Lundin som gjorde förvärvet möjligt. De har ju som sagt även kvar en option att åter köpa in sig om det skulle visa sig att fyndigheter av grov kaliber upptäcks.

### **Skelleftefältet - expansion och dagbrott kan ge jackpott**

EVA-fyndigheten hittades 2005 av Lundin Mining efter flygmätningar. Det är en vulkanogen massiv sulfidmineralisering (VMS) typisk för Skellefteområdet. Baserat på 23 kärnborrhåll bedömdes fyndigheten av Lundin Mining ha en indikerad mineraltillgång på drygt fem miljoner ton med 2,4 % zink, 0,4 % bly, 0,3 % koppar, 40 g/ton silver och 1 g/ton guld.

Som framgår är tillgången ganska liten med (relativt låga) halter som påminner om Skellefteåregionen i stort.

Kopparberg Mineral hoppas emellertid kunna utöka tillgången genom prospektering i närliggande område. Bolaget förefaller optimistiskt om att detta ska bli framgångsrikt i första hand baserat på anomalier som observerats under flygmätningar. Under 2010 genomfördes kärnbörningar i närområdet som gav delvis positiva resultat och som motiverar ytterligare börningar.

Den tillgängliga informationen tyder på som sagt på ett relativt litet projekt med basmetallmått räknat. Det skulle dock inte desto mindre kunna generera intäkter och ett kassaflöde för att använda i expansion av andra projekt, i likhet med vad Lundin Mining gjorde med Storlidengruvan. Dagens höga basmetallpriser försämrar inte precis läget.

***Dagbrott talar för låg produktionskostnad i EVA***

Att även mindre basmetallprojekt kan bedrivas med god lönsamhet är Lovisagruvan ett exempel på. En mycket viktig fördel är att EVA bedöms kunna drivas som ett dagbrott och därmed blir investeringar men framförallt brytningskostnad klart lägre än för ett motsvarande underjordsprojekt. Investeringen bedöms därför kunna stanna på 130 MSEK (bolagets uppskattning) istället för den kanske halva miljarden som en investering i underjordsbrytning skulle hamna på enligt våra beräkningar. Med ovanjordbrytning borde det även finnas förutsättningar att cash cost blir klart lägre än för den genomsnittliga zinkgruvan som ligger kring 1000 USD/ton. Samtidigt blir ingreppet i miljön större vilket är en nackdel i ansökan om miljötillstånd.

Att söka samarbete med andra gruvbolag är ett naturligt steg och, för att fortsätta analogin, var också det sätt på vilket Storliden drevs inledningsvis som ett joint-venture mellan Lundin Mining och Boliden.

***Joint Venture med Gold Ore***

I augusti i år meddelade Kopparberg Mineral att man har för avsikt att bilda ett gemensamt bolag tillsammans med Gold Ore Inc. Gold Ore äger sedan 2008 Björkdalsgruvan i det som benämns Skelleftefältet. För att på ett effektivt sätt dra nytta av de undersökningstillstånd som de båda bolagen innehar kommer ett 50/50-bolag att sättas upp där Gold Ore bidrar med Norra Norrliden och Kopparberg Mineral bidrar med EVA-fyndigheten och dess omgivning. Det faktum att undersökningstillstånd är svåra att värdera i tidigt skede illustreras av att man helt enkelt delar bolaget i två lika delar. Norra Norrliden har mineraltillgångar i form av 1,476 miljoner kända och indikerade resurser med 3,54 % zink,

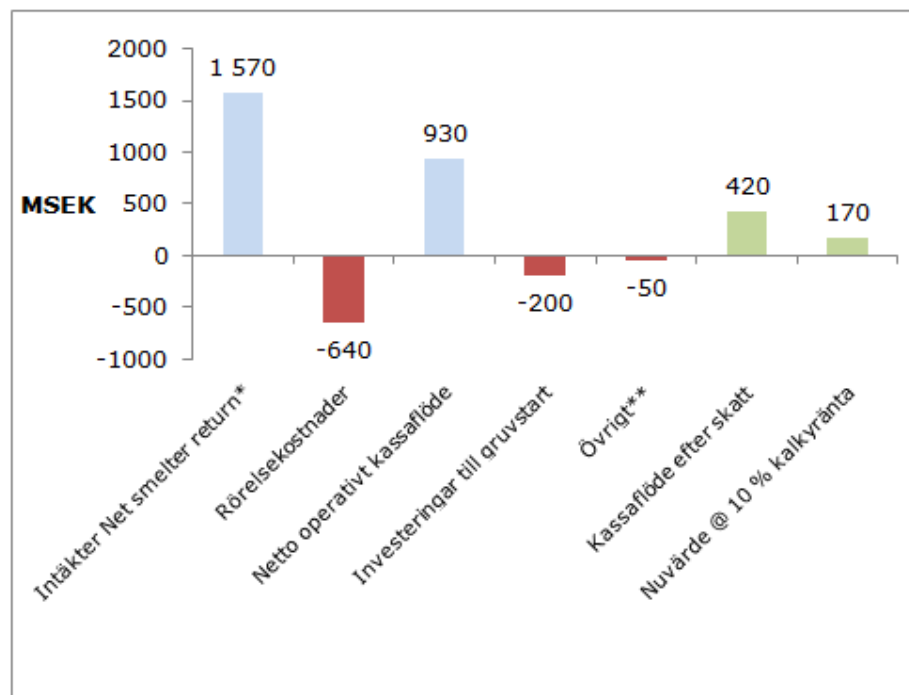
0,36 % bly, 0,74 % koppar, 50,8 g/ton silver och 0,4 g/ton guld.

I Skelleftefältet har Kopparberg Mineral borrar enstaka hål, men ambitionen är att borra åtminstone 40-50 hål och det kräver finansiering. Var den finansieringen ska komma ifrån vet vi inte i dagsläget men det ligger nära till hands att tro att Gold Ore och Kopparberg kapitaliserar upp sitt intressebolag och att man kort därefter genomgår någon form av notering (och finansiering i samband med det) . Ambitionen är så vitt vi förstår att därefter göra ett omfattande borrhprogram i Skelleftefältet.

På sikt har Kopparberg Mineral intentionen att uppföra ett eget anrikningsverk för att på sätt inte behöva vara beroende av existerande verk. För att möjliggöra den planen är det naturligtvis viktigt att maximera storleken på fyndighet och tonnage och ett led i den riktningen är borrhundersökning av Skelleftefältet.

### **EVA-fyndigheten kan göra skäl för sitt namn**

Med reservation för de många osäkra faktorerna i detta tidiga skede har vi gjort en ansats till investeringskalkyl för EVA. Vi väljer att här inte räkna med Norra Norrliden då det är osäkert om fyndigheten lämpar sig för dagbrott. Vi räknar med en kapacitet på 750 000 ton råmalm per år, en zinkproduktion på drygt 14 000 ton, produktionsstart 2014 och en livslängd på 7 år.



*Indikativ investeringskalkyl för EVA-projektet. \*) Totala intäkter efter smärtlöner över gruvans livslängd. Prisantagande om 75 % av spotpriset för Zn, Cu, Pb och Ag. Antaganden om utbyte mellan 60 och 85 %. \*\*) Rörelsekapital och underhållsinvesteringar*

Diagrammet ovan illustrerar olika posterna i vår kalkyl. Våra beräkningar bygger på ett antagande om en låg cash cost om 500-600 USD/ton zink. Vi har som framgång räknat med en investering om ca 200 MSEK, dvs. högre än de 130 MSEK som Kopparberg tidigare indikerat. Vår högre uppskattning är bland annat relaterad till uppbyggnad av ett anrikningsverk. Nuvärdet av projektet blir med dessa antaganden och 10 % kalkylränta 170 MSEK. Med samma investeringsantagande som i prospektet (130 MSEK) blir nuvärdet istället 210 MSEK. Använder vi dagens spotpriser blir värdet givetvis uppskattningsvis dubbelt så högt.

Denna räkneövning bygger visserligen på schablonmässiga antaganden som vi som externa bedömare gjort men kan ge en förklaring till Kopparberg Minerals entusiasm inför projektet. Inom finansiell teori är EVA förkortning för "Economic Value Added", och det namnet förefaller mot ovanstående inte opassande...

***EVA = Economic Value Added?***

Även om jämförelsen haltar något kan det vara intressant att studera det geografiskt närbelägna exemplet Storliden.

Denna underjordsgruva bröts av Lundin Minings intressebolag (sedermera dotterbolag) North Atlantic Natural Resources (NAN) mellan 2002 och 2007 med hög lönsamhet med en total råmalmsproduktion på ca 1,7 miljoner ton.

Fyndigheten hade klart lägre tonnage (knappt 1,2 miljoner ton reserver och resurser) men i gengäld betydligt högre halter (10 % zink och 3,6 % koppar) jämfört med EVA. Innan NAN (där Storliden var den dominerande tillgången) helt togs över av Lundin Mining vid årsskiftet 2004/2005 värderades bolaget till omkring 330 MSEK. Vid den tidpunkten var zinkpriset omkring 1100 USD/ton, kopparpriset 3000 USD/ton och silver 7 USD/oz, idag är spotpriserna mellan två och fyra gånger högre.

En ytterligare jämförelse är att titta på hur juniora bas- och ädelmetallbolag och deras mineraltillgångar värderas idag av aktiemarknaden. Vi har då använt oss av bolag noterade i Toronto och beräkningar för genomsnittligt värde per ton mineraltillgång utförda av investmentbanken Canaccord Genuity (december 2010). Vi har här valt att inte räkna med några guldtilgångar då vi bedömer att halten är för låg för att dessa ska tillgodoräknas.

#### Skelleftefältet

##### EVA

Metall	Tonnage	Halt %	Resurs ton	Värde/ton resurs USD	Värde MUSD
Zink	5000000	2,4	120000	76	9,1
Bly	5000000	0,4	20000	76	1,5
Koppar	5000000	0,3	15000	160	2,4
Silver	5000000	0,004	200	64000	12,8
<b>Totalt</b>					<b>25,8</b>
<b>Norra Norrliden</b>					
Zink	1476000	3,54	52250	76	4,0
Bly	1476000	0,36	5314	76	0,4
Koppar	1476000	0,74	10922	160	1,7
Silver	1476000	0,005	75	64000	4,8
<b>Total</b>					<b>10,9</b>
<b>Totalt Skelleftefältet</b>	<b>100%</b>				<b>36,8</b>

*Värdering av mineraltillgångar i Skelleftefältet baserat på jämförande värdering, värde/ton metall.*

En rak jämförelse motsvarar alltså en värdering av Skelleftefältet på knappt 37 MUSD eller knappt 250 MSEK. En brasklapp är att värderingen bygger på en databas bestående av blandning av producerande och icke-producerande bolag. Då Skelleftefältet befinner sig i pågående prefeasability-fas är det motiverat med en betydande rabatt. Jämförelsen illustrerar dock potentialen på ett par års sikt om och när erforderliga tillstånd erhållits och

studier har genomförts på ett framgångsrikt sätt, samt givet att inte marknadsklimatet inte försämras påtagligt.

En del av syftet med att lägga EVA tillsammans med Norra Norrliden i ett separat bolag är att bolaget ska finansiera sig på egen hand. Dessutom kan en listning bli aktuell.

Inledningsvis kommer dock med största sannolikhet Kopparberg Mineral att behöva tillskjuta kapital för att bland annat genomföra prefeasability.

Ett möjligt scenario är att bolaget i prefeasabilityfas listas och genomför en kapitalanskaffning från externa ägare för vidare undersökningar och på sikt en feasibilitystudie. Vid det läget, på ett till två års sikt, bedömer vi att det kan vara rimligt att anta att "Skelleftefältet" kan få en premoneyvärdering på 50-100 MSEK. Detta med hänsyn till våra egna värderingar med justering för rimlig riskfaktor.

### **Många bäckar små kan ge stor utdelning i Bergslagen**

Efter Nordic Iron Ore och Skellefte ligger prioriteten på fyndigheterna i Bergslagen. Kopparberg Mineral har påbörjat processen med ansökningar om bearbetningstillstånd för Håkansboda och Tvistbo. Håkansboda är en gammal underjordsgruva med lång historik, där den senaste verksamheten bedrevs 1983. LKAB har tidigare beräknat en mineraltillgång på 310 000 ton med 1,7 % koppar, 0,07 % kobolt, 21 g/ton silver och 0,5 g/ton guld mellan 100 och 200 meters djup.

Mineraliseringen ligger öppen mot djupet och LKAB såg en potential om 3 miljoner ton här. I närheten av Håkansboda har Kopparberg Mineral även undersökningstillstånd söder om den nuvarande Lovisagruvan. Här har LKAB lokaliserat smala men mycket rika zink-bly-förekomster (halter på 20 %) som påminner om Lovisa.

Tvistboförekomsten norr om Ludvika, har undersökts med totalt 38 diamantborrhål. En zink-bly-silver-mineralisering har påvisats från dagytan ner till 230 meters djup vilken innehåller 470 000 ton med 3,5 % zink, 2,5 % bly och 24 g/ton silver. Mineraliseringen är inte avgränsad mot djupet.

Var och en av dessa tillgångar för sig är sannolikt enligt Smallcap för små för att vara lämpliga för brytning och anrikning men om ytterligare prospektering kan påvisa större tonnage kan de bli tillsammans bli intressanta i kombination med ett centralt anrikningsverk i Bergslagen.

***Skelleftefältet  
kräver tid och  
pengar***

En liknande jämförande värdering som redovisades ovan för Skelleftefältet får följande utseende för Bergslagenfyndigheterna, här inräknat Håkansboda och Tvistbo:

Metall	Tonnage	Halt %	Resurs ton	Värde/ton USD	Värde MUSD
<b>Håkansboda</b>					
Cu	300000	1,7	5100	160	1
Ag	300000	0,0018	5,4	64000	0
					1
<b>Tvistbo</b>					
Zn	470000	3,5	16450	76	1,3
Pb	470000	2,5	11750	76	0,9
Ag	470000	0,0024	11	64000	0,7
					2,9
<b>Total</b>					<b>4,0</b>

*Värdering av mineraltillgångar i Bergslagen baserat på jämförande värdering, värde/ton metall.*

Totalt värde blir således 4 MUSD. Med riskjustering på 1/3 hamnar vi på ett värde på 1,3 MUSD eller 9 MSEK. Observera att vi här inte räknat med den prospekteringspotential som LKAB tidigare har uppskattat för Håkansboda med omnejd. Inräknat denna, och med samma värderingsmetod som ovan, stiger värdet med ca 25 MSEK. Denna expansionsmöjlighet utgör alltså en klar uppsida till vår värdering och ny information kring Håkansboda och övriga undersökningstillstånd i Bergslagen kan bli tydliga positiva värdedrivare framöver.

### **Slutsats: Kopparberg Mineral har stor potential**

Kopparberg har gjort mycket rätt det senaste året och nu börjar värden realiseras som tidigare endast kunde anas.

Nordic Iron Ore är kapitaliserat och Kopparberg har kvar hela 28 procent av ett bolag som har potential till en mycket stark värdeutveckling när pre-feasability och tillstånden är klara och bolaget börjs noteras. Den risk som Kopparberg står i projektet har minskat avsevärt i och med den senaste kapitaliseringen.

Joint Venture med Gold Ore underlättar en omfattande exploatering av de undersökningstillstånd som de båda bolagen gemensamt bidrar med. Eventuellt särnoteras det nybildade bolaget när bilden över fyndigheterna blivit klarare och vidimerade. I Bergslagen finns några potentiellt utvecklingsbara fyndigheter, i dagsläget visserligen relativt

***Mycket har gjorts rätt och värden realiseras***

små, som tillsammans på sikt kan ge en plattform för gruvbrytning i regionen.

Förutsatt att teckningsoptionerna tecknas fullt ut kommer Kopparberg ha en fullgod kassa för att genomföra planerade projekt. Om emissionen via teckningsoptionerna blir lyckad så kommer det sannolikt att bli en viktig katalysator för kursen då den finansiella risken minskar. Det motsatta gäller givetvis om teckningsoptionerna utnyttjas i låg eller ingen grad och vid det läget kommer bolaget att tvingas genomföra en kapitalanskaffning på annat håll något som lär pressa kursen.

I vår sammantagna värdering för Kopparberg Mineral har vi valt att summera värdet av koncernens väsentliga tillgångar. Våra värderingsansatser bygger till stor del på en jämförande värdering med hänsyn till den tidiga fasen i projekten men som vi redovisat för Nordic Iron Ore och Skelleftefältet finns det, som vi ser det, gott stöd i investeringskalkyler och kassaflödesvärderingar.

Enhet	Värde MSEK	KMIN andel MSEK	Per aktie SEK	Kommentar
Nordic Iron Ore	245	69	10,5	Se avsnitt ovan
Skelleftefältet	75	38	5,8	Se avsnitt ovan
Bergslagen		9	1,4	Se avsnitt ovan
Argo		2	0,3	1 x eget kapital
Koncerngemensamt		-20	-3,1	Koncerngem. kostn 3 MSEK dividerat med diskränta på 15 %
Nettokassa (+)/skuld (-)		11	1,7	
<b>Aktieägarvärde 2011-12-31</b>		<b>108</b>	<b>16,6</b>	
Värde idag		95	14,6	15 % avkastningskrav
Antal aktier, miljoner	6,5			

*Summan av delarna-värdering för Kopparberg Mineral, beräknat efter full utspädning från teckningsoptioner*

**16-17 kronor per aktie är en konservativ värdering**

Vi erhåller ett motiverat värde vid slutet av detta år på 108 MSEK eller 16,60 SEK per aktie efter full utspädning. Vi bedömer att de värderingar vi gjort är relativt konservativa och att det finns en betydande mersmak. En uppenbar sådan potential som vi inte tagit med i våra beräkningar finns i Nordic Iron Ores Väsmanfyndighet med möjlighet att utöka bolagets malmtillgångar väsentligt. Som vi beskrivit ovan tror vi att Nordic Iron Ore kan komma att värderas till omkring 100 MUSD på ett par års sikt, med ett värde för Kopparbergs andel på närmare 200 MSEK eller 30 kr per aktie.



<b>Bolag</b>	<b>Kurs</b>	<b>Börsvärde MSEK</b>	<b>Kurs/EK</b>
Arctic gold	7,7	59	0,9
Botnia Exploration	0,29	200	3,8
Beowulf Mining	4,78	764	41,2
Kopparberg Mineral	11	45	2,2

*Jämförelse värdering av eget kapital, prospekteringsbolag.  
Källa bolagens räkenskaper och Smallcaps beräkningar*

En jämförelse med andra mindre listade svenska prospekteringsbolag är svår med hänsyn till de stora skillnaderna i projektportföljen. Tabellen ovan indikerar ändå att Kopparberg Mineral har genomsnittlig till låg värdering av eget kapital jämfört med några andra utvalda prospekteringsbolag. Enligt vår mening borde istället Kopparberg Minerals kvaliteter som tydlig strategi och en stark projektportfölj snarare premieras. Notera att samtliga bolag i jämförelsen har aktiverade prospekteringskostnader i balansräkningen.

## Ansvarsbegränsning

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

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

Smallcap.se/Smallcap.se AB

## Disclaimer

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

## Intressekonflikter

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

-annonsering via banners och utskick

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

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

## Smallcap.se lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Smallcap.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Smallcap.se tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov. Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## Källor

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

garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Smallcap.se.

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