



Uppdragsanalys, 2017-04-11

ANALYSGUIDEN

Kopy Goldfields

KOPY GOLDFIELDS

Viktiga besked i närtid

Kopy Goldfields väntar inom kort viktiga besked rörande den vidare utvecklingen av guldfyndigheten Krasny. Vi bedömer att aktien är lågt värderad men ytterligare finansiering krävs för att realisera värden i projekten.

Kopy Goldfields går en spännande tid till mötes då resultat från prospektering och lönsamhetsstudier för huvudprojektet Krasny väntas inom kort. Dessa bedömningar ska ligga till grund för ett beslut om guld-brytning. Det ger ett nyhetsflöde som kan påverka bolagets värdering i väsentlig grad. Även om vi anser att Krasny-projektet är något svårbedömt innan denna information har presenterats är både bolaget och den ryske partnern GV Gold optimistiska. Ytterligare prospektering kan motivera en utvidgning av projektet i framtiden.

Guldproduktion i Ryssland är konkurrenskraftig givet den svaga rubeln. Det stärker förutsättningarna även för Kopy Goldfields. Vidare är bolaget verksamt i en historiskt guldrig region, det så kallade Lena Goldfields, i närheten av en av världens största utvecklade guldfyndigheter (Sukhoi Log). Det ger intressanta möjligheter i framtida

prospektering. Bolaget har licenser för ett större område (Norra territoriet) som kan addera betydande värden på sikt. Verksamhet i Ryssland kan reflexmässigt uppfattas som riskabel. Guldproduktion i landet har dock hittills varit befriad från problem, även vad gäller utländska intressenter. Av värderingen av producerande guldbolag verksamma i Ryssland att döma ser aktiemarknaden den politiska risken som hanterbar. Kopy Goldfields har också en stark rysk partner i Krasny i GV Gold, Rysslands åttonde störste guldproducent.

Vi bedömer att Kopy Goldfields är lågt värderat i förhållande till jämförbara bolag. Dock krävs en större finansiering för att fullt ut realisera de bedömda värdena i bolagets gruvutvecklingsprojekt. Med vår värderingsmodell beräknar vi ett motiverat värde på 1,76 kronor per aktie, justerat för antagen utspädning. Vi inleder bevakning av Kopy Goldfields med rekommendationen Öka. ■

NYCKELTAL

mnkr	2014	2015	2016	2017P
Omsättning	40	7	3	0
Rörelseresultat	20	-3	-5	-15
Vinst per aktie, kronor	0,43	neg	neg	neg
PE-tal	0,9	neg	neg	neg
Nettokassa	-2	-5	11	-4

Källa: Jarl Securities (prognoser) och Kopy Goldfields (utfall).

Riktkurs: 1,76 kronor ÖKA

Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Mikhail Damrin
Styrelseordförande: Kjell Carlsson
Största ägare: KGK Holding AB
Börsvärde, mnkr: 105
Lista: First North
Aktuell börskurs, kr: 1,31

BÖRSTEMPERATUR



Ledning
Bolaget har tillsammans med partnern GV Gold utvecklat Krasnyfyndigheten i relativt snabb takt sedan 2014.



Ägare
Störste ägare är KGK Holding och Tord Cederlund som äger drygt 10 procent var. I övrigt är ägandet spritt.



Finansiell ställning
Vi bedömer att bolaget kommer att behöva finansiering under 2017 för att bedriva fortsatt prospektering och eventuell gruvanläggning.

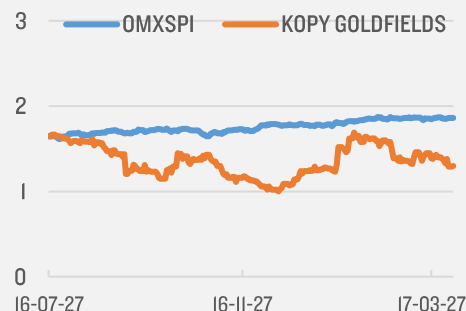


Potential
Potentialen i huvudprojektet Krasny är lovande men samtidigt svårbedömd innan uppdaterade studier och tillgångsbedömningar har presenterats.



Risk
Bolaget har inga intäkter och för att realisera potentiella värden i gruvutvecklingsprojekten krävs framgångsrika undersökningsresultat och ytterligare finansiering.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (I–10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare (I–10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (I–10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential (I–10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk (I–10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

Investment Case

Guldprospekteringsbolaget Kopy Goldfields går mot ett spännande år som sannolikt kommer att vara avgörande för bolagets framtida utveckling. En ny mineraltillgångsbedömning och lönsamhetsstudie baserad på det gångna årets prospektering ska presenteras i närtid. Sannolikt kommer ett beslut att fattas om utbyggnad av produktion i Krasnyfyndigheten under året.

TÄNKT UTVECKLING KOPY GOLDFIELDS				
Projekt	HI 2017	H2 2017	HI 2018	H2 2018
Krasny				
Prospekteringsresultat				
Teknisk rapport anrikningsmetod				
JORC mineraltillgångsrapport				
Lönsamhetsstudie				
Beslut om gruvkonstruktion				
Finansiering				
Gruvkonstruktion				
Kopylovskoye				
Plan för vidare utveckling				
Norra Territoriet				
Resultat geokemiska studier				

Det faktum att verksamheten bedrivs i Ryssland kan uppfattas som en risk. De ryska myndigheterna har dock hittills inte lagt några hinder för guldutvinning som bedrivs av utländska intressenter. Vi ser inte heller tecken på att ryska guldtilgångar åsätts någon generell rabatt utifrån hur guldproducenter verksamma i Ryssland värderas på börsen. Den svaga rubeln gör att guldproduktion i Ryssland har en stor kostnadsfördel.

Huvudprojektet Krasny är en i internationell jämförelse relativt liten fyndighet. Nyligen genomförd och framtida prospektering kan dock öka tonnaget. Förändringar i antaganden om guldhalt, tonnage och investeringsbehov får stor betydelse för projektets ekonomiska förutsättningar. I de hittills publicerade lönsamhets- och tillgångsbedömningarna har antagandena vad gäller viktiga parametrar som guldhalt varierat ganska mycket, vilket ger en ganska stor osäkerhet i vårt värderingsarbete. Kommande tekniska rapporter kan därför komma att påverka bedömningen av Krasnys utsikter väsentligt.

Kopy Goldfields har i arbetet med Krasny haft en stark partner i form av det ryska bolaget GV Gold, som totalt sett har erlade 3 MUSD i kontantersättning till Kopy Goldfields och 6 MUSD i prospektering för 51% av projektet. Därefter har bolagen investerat ca 1 MUSD var för fortsatt utveckling. Denna partner har bidragit med finansiering och möjliggjort en snabb utvecklingstakt för projektet. Vi anser att det förtroende som GV Gold hittills har visat är en positiv faktor. I den händelse ett beslut om utbyggnad i Krasny fattas behöver Kopy Goldfield finansiering för att försvara sin andel (49 procent) i projektet. Det bör inte vara något större problem för GV Gold men Kopy Goldfields kommer dock att behöva resa ett ansevärt belopp från aktieägarna. En möjlighet är att GV Gold i stället köper ut Kopy Goldfields andel i Krasny. GV Gold har i det läget förmodligen en ganska bra förhandlingsposition vilket kan påverka köpeskillingen.

Med vår värderingsmodell beräknar vi ett motiverat värde på 1,76 kronor per aktie i Kopy Goldfields. Vi bedömer att aktien i dagsläget är lågt värderad jämfört med liknande bolag men för att fortsätta bygga värde i projektportföljen krävs alltså en större finansiering. Det kan begränsa potentialen på kort sikt. Vi inleder därför bevakningen av bolaget och aktien med rekommendation Öka.

Om bolaget

Kopy Goldfields AB (publ.) (Kopy Goldfields eller bolaget) grundades 2007 efter att det tidigare moderbolaget Central Asia Gold (CAG) förvärvat en guldfyndighet i Bodaibo-området i Irkutskregionen i östra Sibirien. Ett externt investerarkonsortium förvärvade 25 procent av Kopylovskoye AB (som bolaget hette då) för 10 miljoner USD i en riktad emission. I slutet av 2008 delade CAG ut sitt innehav till de egna aktieägarna. I samband med det tillträdde nuvarande Vd Mikhail Damrin på sin post. Bolaget listades på First North i augusti 2010. Under 2010 förvärvades Krasny-licensen som idag är bolagets huvudprojekt. 2014 bildades ett joint-venture med det ryska producerande bolaget GV Gold för att ta Krasnyprojektet till gruvproduktion. GV Gold åtog sig att investera nio miljoner USD i utbyte mot 51 procent av projektet, varav tre miljoner USD var kontantersättning till Kopy Goldfields och sex miljoner USD investerades i prospektering.

Under 2011 till 2016 har ett flertal borrhprogram genomförts för Kopylovskoye- och Krasnyfyndigheterna. För dessa fyndigheter har mineraltillgångar beräknats enligt internationell standard (Joint Ore Reserves Committee, JORC). Bolaget har hittills rapporterat 0,33 miljoner oz indikerade och 0,75 miljoner oz antagna guldresurser (1 oz ("troy ounce") = 31,1 gram). Sedan bolagets bildande har cirka 412 miljoner kronor i eget kapital investerats i bolaget.

Under början av 2017 väntas rapport med resultat från 2016 års borrhprogram i Krasny. Detta i kombination med övriga studier väntas ligga till grund för en uppdatering av mineraltillgångar och ett underlag för beslut om gruvkonstruktion.



Kopy Goldfields är verksamt i sydöstra Sibirien

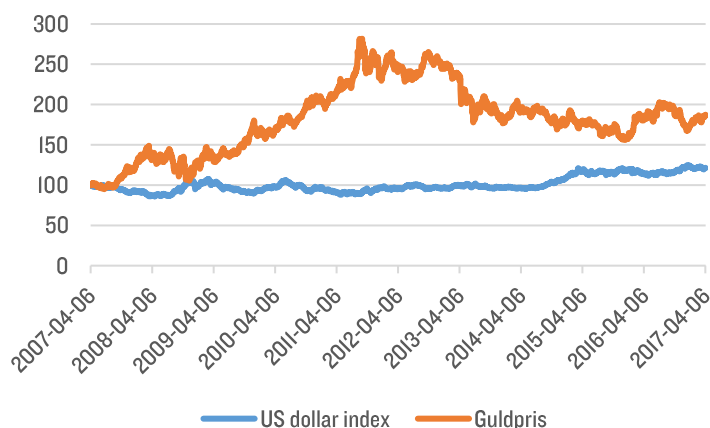
Guldmarknaden och guldutvinning

Svag utveckling för guldpriset sedan 2012

Till skillnad från de flesta andra metaller används guld endast i begränsad omfattning för industriellt bruk. Den främsta användningen är i smyckestillverkning och som investering eller alternativ till valuta. Ungefär två tredjedelar av tillverkningen kommer från gruvor och en tredjedel är återvunnet guld.

Under 2001 till 2011 steg guldpriset kraftigt från omkring 250 USD per oz till som högst 1900 USD per oz. Sedan 2013 har priset gått ned även om priset steg under första halvan av 2016. Andra halvåret 2016 tyngdes priset av en mycket svag fysisk efterfrågan från Asien i kombination med en stigande dollar. Sedan toppen 2013 har den fysiska globala efterfrågan fallit från omkring 5 000 ton per år till cirka 3 300 ton 2016 enligt GFMS. Detta är framför allt relaterad till svag efterfrågan från Kina. Gruvproduktionen i världen har under samma period ökat med omkring fyra procent. Investerings efterfrågan ökade under 2016 även om året avslutades svagt.

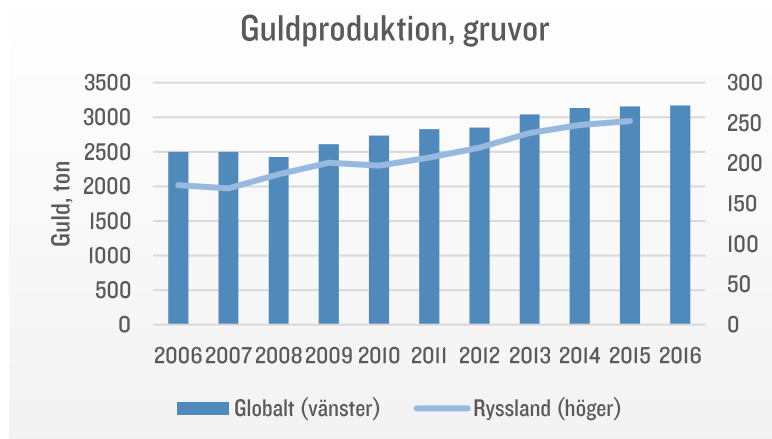
För närvarande verkar guldpriset befinna sig i en konsolideringsfas i avvaktan på att en ny trend åt endera håll ska ta vid. En förväntad återhämtning på den indiska marknaden kan öka efterfrågan på fysiskt guld. Stigande räntor och en starkare dollar kan dock innebära motvind vad gäller investerings efterfrågan.



Guldpriset och US dollar index den senaste tioårsperioden. Basen satt till 100 per 2007-04-06. Källa: Thomson Reuters.

Guldproduktion i ett globalt perspektiv

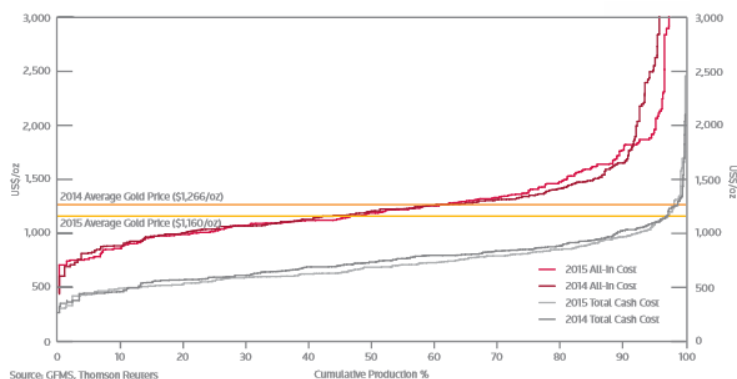
I ett tioårsperspektiv har guldproduktionen från gruvor stigit med 671 ton eller med i genomsnitt 2,4 procent årligen. Större delen beror på ökad produktion i Asien, framför allt i Kina. Även Ryssland har ökat sin andel av den globala produktionen och ryska gruvor svarar för cirka 8 procent av den totala produktionen. Som enskilt land är Ryssland den tredje största guldproducenten, efter Kina och Australien.



Källa: GFMS

Ökningstakten har mattats av de senaste åren. Ett lägre guldpris jämfört med toppåren har minskat investeringsviljan. Till viss del har det uppvägs av lägre insatspriser som bränslerelaterade kostnader. Liksom för gruvbrytning överlag sjunker genomsnittliga metallhalter även i guldgruvor vilket hämmar produktionen. I flera länder har frågor rörande påverkan på miljö och lokalbefolkning fått en större tyngd vilket torde höja inträdesbarriären för nya projekt framöver.

Under 2015 låg den genomsnittliga produktionskostnaden på 707 USD per oz sett till guldgruvor globalt enligt GFMS. Detta avser "Total Cash Cost" det vill säga summan av brytnings- och processkostnader, raffineringkostnader, royalties och administrativa kostnader. Det har blivit vanligare att använda det vidare begreppet "All-in Cost" eller "All-in Sustainable Cost" som även inkluderar underhållsinvesteringar och andra indirekta kostnader. Thomson Reuters uppskattade denna kostnad till i genomsnitt 1 175 USD per oz under 2015, exkluderat icke-kassaflödespåverkande poster.

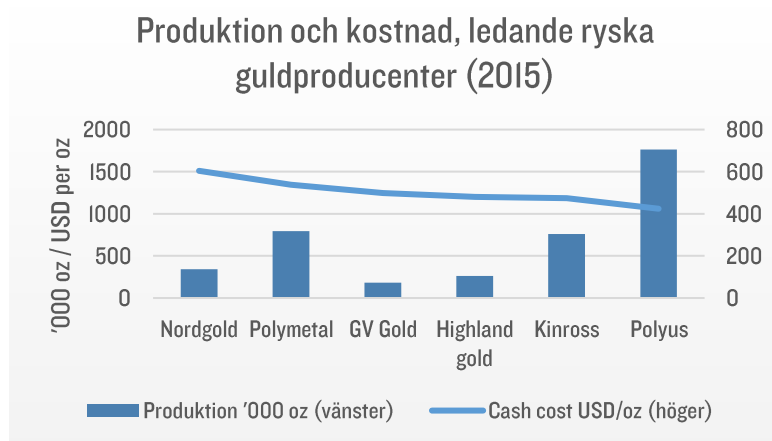


Kostnadskurvor för guldgruvor globalt under 2014 och 2015. Källa: GFMS och Thomson Reuters.

Guldproduktion i Ryssland

Guldindustrin i Ryssland ser ut att vara på frammarsch. Jämfört med många andra områden bedöms landet som underinvesterat vad gäller guldprospektering och gruvutveckling.

Bedömd geopolitisk risk skrämmar sannolikt bort många utländska intressenter från den ryska marknaden. Guld specifikt omfattas dock inte i dagsläget av de sanktioner som riktats mot landet efter Krimkrisen. Enligt lagen om naturtillgångar betraktas guldreserver över 50 ton (eller 1,6 miljoner oz) som strategiska. Det innebär att endast ryska bolag har rätt att äga dessa och bland annat att ryska myndigheter har rätt att utse styrelsemedlemmar i bolagen. Staten har vidare rätt att neka utländska bolag att utveckla sådana tillgångar mot en ersättning. Det har dryftats förslag om att höja gränsen eftersom den sannolikt bidrar till lägre prospekteringsaktivitet i landet och i förlängningen är kontraproduktiv. Det ska noteras att gränsen för guldreserver formellt bygger på den ryska standarden GKZ och inte internationella standards såsom JORC eller NI-43-101. Så vitt vi känner till har denna lag, som tillkom 2008, inte tillämpats i praktiken. Kanadensiska Kinross Gold är exempelvis en framgångsrik större guldproducent i Ryssland.



Källa: GV Gold

Den kraftiga rubelförsvagningen har skapat en gynnsam kostnadsposition för ryska guldgruvor. I grafen ovan ser vi produktion och cash cost för ledande guldproducenter i Ryssland under 2015. Som framgår låg kostnaden mellan 400 och 600 USD per oz, det vill säga väsentligt lägre än den genomsnittliga globala kostnaden och Ryssland rankas nu i topp bland världens lågkostnadsländer för guldproduktion.

Ryska guldgruvor betalar normalt en royalty på sex procent på värdet av guldproduktionen. Denna royalty är avdragsgill. Det finns möjlighet att i Sibirien, där Kopy Goldfields är verksamt, ansöka om en lättning av denna royalty under de första produktionsåren. Bolagsskatten i Ryssland uppgår till 20 procent. Även i det avseendet finns vissa regionala program med skattelättnad i syfte att främja sysselsättning.

Produktionsteknik

Guld utvinns i dag främst genom gruvbrytning i dagbrott och i viss utsträckning under jord. Vaskavlagringar från botten av vattendrag har historiskt varit av stor betydelse men produktionen är relativt sett blygsam i dag. Guldmineraller innehåller sällan helt rent guld. Däremot förekommer ibland så kallat gediget guld i legeringar med silver och andra metaller. Guld återfinns exempelvis också i förening med svavel i sulfid-mineral. Guld utvinns inte sällan som en bimetall exempelvis vid kopparproduktion.

Anrikningsmetoder

Guldmalmer är huvudsakligen oxidiska eller sulfidiska malmer enligt ovan. Oxidmalmer är lättare att processa då guld förekommer i fria partiklar. Sulfidiska malmer är mer utmanande då guld är inneslutet i sulfidmineralkornen.

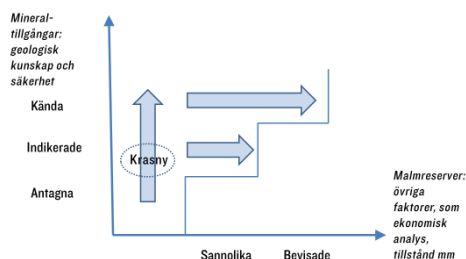
Efter brytning krossas och mals guldmalm i gruvkrossar och gruvkvarnar. För att framställa en slutprodukt, exempelvis koncentrat eller doréackor, som kan skeppas till raffinering krävs att malmen därefter anrikas i ett anrikningsverk. I de flesta fall krävs kemisk behandling. Oxidiska malmer genomgår lakning med cyanid för att fälla ut ett guldcyanidkomplex, vilket filtreras med kol och därefter genomgår elektrolys. För sulfidiska malmer gäller vid kopparkoncentration att guldet följer med kopparkoncentratet till smältverket. I de fall endast guld avses att utvinnas måste sulfidmalmen dock förbehandlas innan den genomgår lakning med cyanid. Det kan ske med biolakning, kemisk oxidering eller att koncentrat rostas i ugnar. Det gör anrikningen mer komplicerad och utbytet blir normalt lägre.

Bedömning av mineraltillgångar

De internationella systemen för klassificering av mineraliseringar skiljer mellan mineraltillgångar och malmreserver där kategorierna "antagna", "indikerade" och "kända" refererar till mindre säkra uppskattningar av mineraltillgångar. När mineraltillgångarna bedöms vara brytbara under rådande finansiella förutsättningar, legala krav samt beprövad teknologi, klassificeras fyndigheten som en "malmreserv" vilken i sin tur kan uppdelas i "sannolika" och "bevisade".

Kunskaperna om en fyndighet växer i takt med att prospekteringsarbetet fortskrider. Generellt gäller att säkerheten ökar med antalet och tätheten mellan borrhål.

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



"Utvecklingstrappa" för gruvutvecklingsprojekt. Källa: Jarl Securities

En betydande del av de nuvarande mineraltillgångarna utgörs av kategorin antagna resurser. De är därför per definition ett för otillräckligt underlag att användas för ekonomisk analys i lönsamhetsstudier och behöver om möjligt uppgraderas genom prospektering (steg lodrätt uppåt).

Kopy Goldfields idag

Kopy Goldfields verksamhet består i dagsläget av tre guldprojekt i Irkutskregionen i sydöstra Sibirien. För två av projekten, Krasny och Kopylovskoye, finns det definierade mineraltillgångar. Bolaget har också licens för prospektering, kartläggning och produktion i ett större område på 182 500 hektar som benämns Norra territoriet.



Kopy Goldfields projekt. Källa: Kopy Goldfields

Samtliga projekt ligger i Lena Goldfields, ett område känt för sina stora guldtilgångar. Omkring 40 miljoner oz guld har utvunnits här genom åren. Det har framför allt skett alluvialt det vill säga från flodbäddar. Sedan 2000 har dock stort fokus lagts på berggrundsproduktion. GV Gold, som är Kopy Goldfields partner i Krasny-projektet, bedriver produktion i närområdet. Omkring tre mil nordost om Krasny ligger Sukhoi Log, som beskrivs som en av världens största utvecklade guldfyndigheter. Licensen till området såldes nyligen till ett joint-venture mellan Rysslands största guldproducent Polyus och statliga Rostec för 9,4 miljarder rubel (158 miljoner dollar). Historiska bedömningar uppskattar tillgångarna till 62,5 miljoner oz guld.

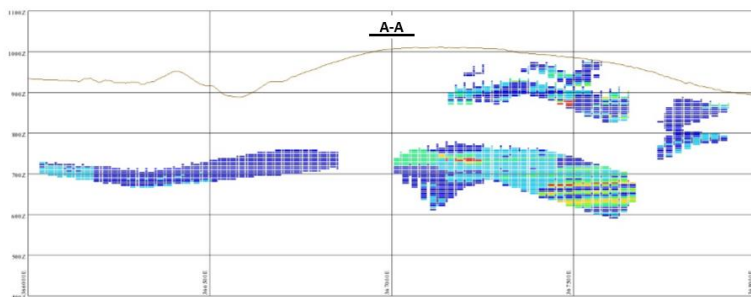
Krasny

Omfattande borrhprogram avslutat

Krasny är det projekt som av allt att döma ligger närmast produktion. Krasny är ett joint-venture med det ryska bolaget GV Gold, där Kopy Goldfields andel är 49 procent. GV Gold är ett producerande guldbolag med gruvor och anrikningsverk i Lena Goldfieldsområdet. Under 2016 var produktionen 4,7 ton guld från området. I Vysochaishy fem mil norr om Krasny finns processanläggningar med en kapacitet på 4,5 miljoner ton malm per år.

Sedan 2014 har flera borrhprogram genomförts i Krasny uppgående till 47 km. Det räcker troligen för att kunna rapportera reserver när lönsamhetsstudien är genomförd. Krasny består av en huvudsaklig mineralisering, Krasny Central samt en satellitmineralisering, Krasny Norra, som upptäcktes under 2016 års prospekteringsprogram och som ännu inte har inkluderats i någon mineraltillgångsuppskattning. Således är Krasny Central den mest undersökta.

Krasny Central bedöms bestå av två grupper av guldådror i en övre och en undre struktur. Enligt den tekniska rapporten från Micon i maj 2016 är den övre gruppen av malmkroppar omkring 900 meter lång, den vertikala utbredningen av mineraliseringen är 210 till 305 meter, medan den undre större gruppen är 1 620 meter lång och den vertikala utbredningen 180 till 280 meter. Den totala omfattningen av mineraliseringen som hittills har kartlagts genom borrhål sträcker sig ned till 430 meter. Uppskattade mineralresurser enligt JORC uppgår till 0,288 miljoner oz indikerade (7,8 miljoner ton malm med en snitthalt på 1,14 g/ton) och 0,667 miljoner oz antagna guldtillgångar (12,3 miljoner ton malm med en snitthalt på 1,68 g/ton). Dessa uppskattningar är baserade på borrhningar genomförda till och med januari 2016.



Blockmodell för fyndigheten i Krasny Central baserad på JORC-rapporten 2016. De övre respektive undre strukturerna syns i högra delen av diagrammet. Den vänstra avlånga strukturen är inte inkluderad i tillgångsbedömningen. Avstånd mellan skalstrecker på den vågräta axeln är 500 meter och på den lodräta axeln 100 meter. Färgskalan från blått till rött motsvaras av stigande guldhalt, där mörkblått är 0-1 g/ton, ljusblått 1-2 g/ton, mörkgrönt 2-3 g/ton, ljusgrönt 3-4 g/ton, gult 4-5 g/ton och rött över 5 g/ton. Källa: Kopy Goldfields

De undersökningar som gjorts på Krasny Central under 2016 har syftat dels till att kunna uppgradera mineraltillgångar i kommande resurs- och reservbedömningar. Därtill indikerar borrhningarna att den undre strukturen sträcker sig längre såväl västerut som österut än vad tidigare modeller indikerat. Som nämnts tidigare har man upptäckt en satellit-mineralisering, Krasny Norra, bara fyra kilometer från Krasny Central,

vilket innebär att den kan bli ett komplement till Krasny Central och dela infrastruktur och utrustning. Totalt pekar det alltså på större mineraltillgångar än tidigare, främst avseende den undre strukturen.

Investeringskalkyl känslig för förändrade antaganden

Krasny Central har i de preliminära lönsamhetsbedömningarna planerats som ett dagbrott. Det ger normalt fördelar i form av lägre brytningskostnader och ett minskat investeringsbehov jämfört med underjordsbrytning. Den övre strukturen ligger nära dagen vilket talar för denna metod. En utmaning är emellertid att mineraliseringen är sadelformad och går brant nedåt djupet. Det medför att det krävs ett stort dagbrott för att komma åt hela mineraliseringen. Allt annat lika gäller att ju större dagbrott och ju mer berg som behöver flyttas, desto sämre blir ekonomin i projektet.

En uppdaterad preliminär förstudie utförd av Irgiredmet Engineering Consultancy publicerades i maj 2016. Den avsåg produktion i den övre strukturen i Krasny Central. I studien beräknades ett diskonterat projektvärde på 25 miljoner USD vid 10 procents diskonteringsränta, baserat på följande antaganden:

- En guldresurs om 5,9 miljoner ton malm med en genomsnittlig guldhalt på 1,75 g/ton
- En kapacitet om 0,8 miljoner ton processad malm per år
- Ett utbyte på 78 procent
- Produktionskostnader på 475 USD per oz
- Initiala investeringar om 49 miljoner USD
- Ett genomsnittligt guldpris på 1 100 USD per oz och en växelkurs på 70 RUB/USD.

Det är värt att observera det höga antagandet om guldhalt jämfört med bedömningen enligt JORC-rapporten (standard för bedömning av sådana här tillgångar). Å andra sidan ligger guldpriset för närvarande över prisantagandet ovan. I studien antas ett ganska lågt utbyte beroende på inslag av refraktärt (inneslutet) guld.

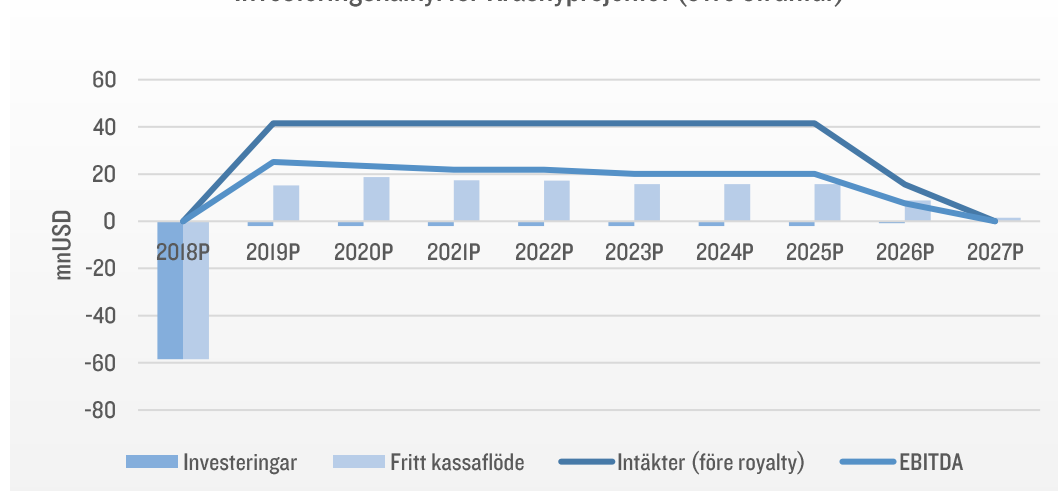
Antagen produktionskostnad är i linje med vad större ryska producenter redovisar enligt ovan. Det faktum att fyndighetens övre delar delvis ligger nära dagen kan betyda låga kostnader, åtminstone i en inledande fas av gruvbrytning. Kostnaden sett över gruvans livslängd är dock till stor del beroende av guldhalten. Högre guldhalt allt annat lika innebär, förutom mer guld i backen, en lägre kostnad per producerat oz. Vidare har de ovan nämnda ryska producenterna klart högre kapacitet i sina anrikningsverk vilket ger skalfördelar när det gäller produktionskostnaden och det minskar jämförbarheten.

Vi har gjort en värdering som grundas i antagandena ovan, med vissa justeringar:

- Ett högre guldpris om 1 200 USD/oz
- En RUB/USD-växelkurs på 58
- Därav en högre cash cost på 514 USD per oz
- Initiala investeringar om 58 miljoner USD
- En royaltyersättning på fyra procent i genomsnitt och en total skatt på 15 procent till följd av skattelättnader

Vi får då ett diskonterat nuvärde på 22,3 miljoner USD. Detta avser den övre strukturen som motsvarar cirka 1/3 av de mineraltillgångar som påvisats. Beräkningen är före finansieringskostnader. I grafen överst på nästa sida illustreras kalkylen:

Investeringskalkyl för Krasnyprojektet (övre struktur)



Källa: Jarl Securities

Baserat på de parametrar vi känner till i dagsläget ser vi Krasny som ett svårbedömt projekt. Det är relativt litet i ett internationellt perspektiv och vi är också osäkra på hur pass robusta de antaganden som gjorts kring de preliminära lönsamhetsstudierna är. Detta bland annat eftersom de tydligt överstiger motsvarande antaganden i tillgångsbedömningen enligt JORC från Micon, inte minst med avseende på guldhalt. Med samma guldhalt som i den senast publicerade JORC-rapporten för de indikerade mineraltillgångarna (1,14 g/ton) får projektet ett negativt nuvärde i vår kalkyl, räknat på den övre strukturen.

Mot detta ska vägas att partnern GV Gold har investerat tio miljoner USD i hela Krasnyprojektet. Det tyder på optimism. Om den undre strukturen kan kategoriseras som brytbar ökar tonnaget väsentligt eftersom denna bedöms som åtminstone dubbelt så stor som den övre strukturen. Dock ökar även investeringsbehovet påtagligt. Det finns vidare tecken på andra intressanta mineraliseringar i närområdet som kan addera värde till Krasnyområdet som helhet. Förutom mineraliseringen i Krasny Norra finns en nyförvärvad licens omedelbart väster om Krasny Central som kallas Batiy. Detta område bedöms kunna vara en förlängning av Krasny Central-mineraliseringen enligt bolaget. Ledningen i GV Gold har vidare i en publicerad intervju uttalat en prospekteringspotential på 50 till 100 ton i Krasnyområdet.

Kopylovskoye

Ur malpåsen med mål om försäljning

Kopylovskoye är den fyndighet som utgjorde ursprunget till Kopy Goldfields verksamhet. Fyndigheten ligger någon mil söder om Krasny. De undersökningar som slutfördes 2011 resulterade i en resursuppskattning om 37 000 oz guld i antagna mineraltillgångar och 80 000 oz i indikerade tillgångar (enligt JORC). Det var lägre än vad bolaget hade hoppats på och den tidigare målsättningen om en miljon oz kunde inte bekräftas. Detta i kombination med fallande guldpriser har medfört att inga ytterligare undersökningar har genomförts.

Kopy Goldfields söker en köpare eller partner till Kopylovskoyeprojektet. Bolaget bedömer att det krävs provbrytningar för att validera fyndigheten gentemot externa intressenter. Nyligen har bolaget fått nödvändiga tillstånd från ryska myndigheter. Det finns en anrikningsanläggning på plats som dock behöver restaureras.

Norra territoriet

Stor oexploaterad potential

Norra territoriet omfattar sex licenser i ett område där utvinning från vattendrag pågått i 100 år. Däremot har ingen gruvbrytning skett där. Det har heller inte genomförts några kontinuerliga borrhprogram. Geologiskt har Norra territoriet likheter med jättefyndigheten Sukhoi Log belägen fem mil i sydvästlig riktning.

Kopy Goldfields strategi är att genomföra geokemiska studier av guld i flodbädden för att identifiera källor i berggrunden. Under 2016 har 5 380 prover tagits, analyserats och kartlagts. Utifrån jämförelser med historiska data från geofysiska undersökningar har tolv prioriterade kluster valts ut. Bolaget söker partners för nästa steg av mer omfattande undersökningar och borrhprogram. Detta för att genomföra prospektering och tester och välja ut tre till fem större mineraliseringar för vidare utveckling. Målet är kunna definiera mineraltillgångar på 0,9 till 2 miljoner oz guld. Det indikerar en potential som kan överstiga Krasny. Detta utgör dock en tidig uppskattning och det krävs ganska omfattande prospektering för att verifiera detta mål.

Värdering

Värdering av guld tillgångar

Nedan har vi studerat hur prospekteringsbolag och producerande bolag inom guld- och silversektorerna värderas. Detta i förhållande till rapporterade mineraltillgångar och reserver.

VÄRDERING AV GULDTILLGÅNGAR			
Mindre jämförbara bolag	EV, miljoner USD	Guldekvalenter M&I&I (miljoner oz)	EV/oz, USD
Auriant Mining	67	0,8	79
Lundin Gold	390	9,7	40
Botnia Exploration	31	0,1	241
Silver Bear	96	0,8	114
Sotkamo Silver	42	0,3	125
Medel			120
Median			114
Kopy Goldfields	12	0,6	20
Större internationella guldproducenter	EV, miljoner USD	Guldekvalenter P&P (miljoner oz)	EV/oz, USD
Newcrest	14 050	66	214
Agnico Eagle	10 718	21	501
Barrick	30 402	98	311
Anglogold	6 874	50	137
Newmont Mining	2 117	69	308
Goldcorp	15 200	82	185
Kinross	5 388	34	157
Medel			259
Median			214
Ryska guldproducenter	EV, miljoner USD	Guldekvalenter P&P (miljoner oz)	EV/oz, USD
Polymetal	8 332	21	401
Polyus	20 142	64	313
Petropavlovsk	1 120	4	280
Medel			331
Median			313

Översikt av värdering av guld- och silverbolag i förhållande till mineraltillgångar och reserver. För jämförelsen har andra metaller än guld i tillgångs- och reservbasen räknats om till guldekvalenter. "M&I&I" står för "Measured, Indicated and Inferred" det vill säga Kända, Indikerade och antagna mineraltillgångar. "P&P" står för "Proven and Probable" det vill säga Bevisade och Sannolika reserver. Källor: Thomson Reuters, finansiell information från bolagen.

Vi hittar ganska få noterade prospekteringsbolag med ryskt fokus. Generellt spretar värderingarna ganska mycket vilket är en svaghet i analysen. Intressant nog så förefaller dock inte ryska guldproducerande bolag värderas med någon rabatt i förhållande till bolag i omvärlden, snarare tvärtom. En förklaring är sannolikt de låga produktionskostnaderna som vi diskuterat ovan.

Kopy Goldfields har en låg värdering i förhållande till de bolag som vi bedömer som någorlunda jämförbara. Om och när tillgångarna i Krasny kan graderas upp stiger rabatten ytterligare. En förklaring till rabatten är troligen att bolaget har behov av ytterligare kapital för utbyggnaden av Krasny.

Summan av delarna i Kopy Goldfields

För att värdera Kopy Goldfields har vi summerat värdet av de olika projekten.

Vad gäller **Krasny** har vi använt oss av ett genomsnitt av vår investeringskalkyl, en relativvärdering med liknande bolag och bokfört värde. Relativvärderingen ger ett ganska högt värde på 108 miljoner USD, det vill säga 114 USD gånger 0,955 miljoner oz. Det motsvarar 976 miljoner kronor. Vår investeringskalkyl gav som tidigare beskrivits i analysen ett värde på 22,4 miljoner USD eller 201 miljoner kronor. Det bokförda värdet uppgår till 176 miljoner kronor per 31 december 2016. Ett genomsnitt motsvarar 451 miljoner kronor. Kopy Goldfields andel (49 procent) blir då 221 miljoner kronor.

Vi värderar **Kopylovskoyefyndigheten** till bokfört värde, det vill säga cirka 42 miljoner kronor. Sett till indikerade och antagna mineraltillgångar motsvarar det en värdering på 40 USD per oz. Det vill säga, tydligt lägre än vad guldresurser värderas till i vår jämförelsegrupp av noterade bolag. Baserat på den prospektering som hittills gjorts (senast 2011) är fyndigheten liten och därmed svårbedömd.

För **Norra territoriet** är målsättningen att definiera mineraltillgångar inom intervallet från 0,9 till 2 miljoner oz guld. Ett genomsnitt blir 1,45 miljoner oz. Med samma multiplar som i transaktionen för Sukhoi Log (2,5 USD per oz) ger det ett värde på 3,7 miljoner USD eller 33 miljoner kronor.

Nedan sammanfattas värderingen av projekten för att summera till ett totalt värde för Kopy Goldfields.

SUMMAN AV DELARNA, KOPY GOLDFIELDS				
Projekt	Värde (mnkr)	Kopy G. andel (mnkr)	Värde per aktie (kronor)	Antagande
Krasny	451	221	2,77	Snitt av investeringskalkyl, EV/oz och bokfört värde
Kopylovskoye	42	42	0,53	Bokfört värde
Norra territoriet	33	33	0,41	Sukhoi Log-multipel
Overhead		-31	-0,39	8 mnkr per år, diskonterat med 10 %
Nettokassa		3	0,04	Per 20170630 (P)
Aktieägarvärde		269	3,37	79,9 miljoner aktier
Andel kapitalbehov Krasny		152		Se nedan
Aktieägarvärde efter utspädning		421	1,76	240 miljoner aktier

Källa: Jarl Securities

Vi beräknar ett värde på omkring 269 miljoner kronor för Kopy Goldfields nettotillgångar. Om och när ett beslut om utbyggnad av Krasny tas uppstår ett investerings- och finansieringsbehov. Tidigare bedömningar av

investeringsbehovet enligt preliminära lönsamhetsstudier har legat mellan 50 och 150 miljoner USD beroende på antaganden om storlek och produktionskapacitet. Vi antar en investering på 58 miljoner USD enligt vår investeringskalkyl, samt att det finansieras till 50 procent med eget kapital. I så fall behöver Kopy skjuta till 129 miljoner kronor för att försvara sin ägarandel. Vi har räknat med ett finansieringsbehov på 160 miljoner kronor före emissionskostnader för att även täcka rörelsekapitalbehov och prospekteringskostnader för övriga projekt. Med en antagen emissionskurs på 1 krona per aktie ger det ett värde på Kopy Goldfields på 1,76 kronor per aktie efter antagen utspädning.

Ägare och ledande befattningshavare

Industrikoncern största ägare

KGK Holding AB är med liten marginal bolagets största ägare med drygt 10 procent av kapitalet och är moderbolag i KGK-koncernen. Tord Cederlund är VD för Arctic Gold och styrelseledamot i Endomines.

TIO STÖRSTA ÄGARE, 2017-01-31

	% kapital
KGK Holding AB	10,2
Tord Cederlund	10,0
Avanza Pension	7,3
UBS AG/Clients account	6,5
Nordnet Pensionsförsäkring	1,5
Robur Försäkring	1,4
Anders Danielsson	1,2
CBLDN-Saxo Bank A/S	1,1
Tim Carlsson	1,0
Anders Lund Thörgeesen	1,0

Källa: Kopy Goldfields

Ledande befattningshavare

Vd och Ordförande

Mikhail Damrin är Vd sedan 2008. Tidigare har Damrin haft ledande befattningar i Central Asia Gold och West Siberian Resources. Damrin har ett innehav om drygt 262 000 aktier.

Kjell Carlsson är styrelseordförande. Han är född 1951 och har haft ledande befattningar inom Sandvik Mining & Construction, Atlas Copco och ABB. Carlsson har ett innehav om 260 000 aktier.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.