



Uppdragsanalys, 2017-10-02

ANALYSGUIDEN

Kopy Goldfields

KOPY GOLDFIELDS

Större tillgång bådar gott

En ny mineraltillgångsrapport visade tydligt ökade tillgångar i Krasnyfyndigheten. Det bådar gott inför beslut om en gruvutbyggnad och vi höjer vårt motiverade värde. Krasny kräver dock omfattande finansiering framöver.

Kopy Goldfields har nyligen kunnat redovisa väsentligt ökade mineraltillgångar för guldfyndigheten i Krasny, baserat på förra årets prospektering. I dagsläget uppskattas guldresurserna till 1,4 miljoner oz för Krasny-området, med potential till ökning framöver. Den nya mineraltillgångsrapporten baserad på internationell-standard stärker förhoppningarna om att en gruvutbyggnad med bra lönsamhetsförutsättningar ska kunna sjösättas. Att guldpriset har stigit under sommaren är givetvis en annan positiv faktor. Guldproduktion i Ryssland är generell konkurrenskraftig mot bakgrund av den svaga rubeln.

Ett antal pusselbitar måste dock falla på plats innan en gruvutbyggnad blir aktuell. Inom kort förväntas en förlönsamhetsstudie som ska ge beslutsunderlag för partnern GV Gold (majoritetsägare i Krasny). Även om GV Gold har uttalat sig positivt om Krasny

vet vi ännu inte hur högt projektet prioriteras av den ryske partnern. Om gruvutbyggnad genomförs måste Kopy Goldfields resa omfattande finansiering för att kunna försvara sin andel i Krasny. Bolaget har nyss erhållit ett lån på 15 miljoner kronor vilket ger ett visst andrum kortsiktigt men det räcker inte för att delta i gruvutbyggnaden.

Vi bedömer att Kopy Goldfields fortfarande är lågt värderat i förhållande till jämförbara bolag. Detta understryks av att vi har höjt motiverat värde till 2,23 kronor per aktie (tidigare 1,76 kronor). Det beror i sin tur på att vi ser ett högre potentiellt värde i Krasny till följd av ökade mineraltillgångar och då guldpriset har stärkts jämfört med vår tidigare analys. I väntan på ett besked från GV Gold råder en viss ovisshet om den framtida utvecklingen. Därefter måste också frågan hur Kopy ska finansiera kommande investeringar adresseras. Vår rekommendation stannar därför vid Öka ■

NYCKELTAL

mnkr	2014	2015	2016P	2017P
Omsättning	40	7	3	0
Rörelseresultat	20	-3	-5	-16
Vinst per aktie, kronor	0,43	neg	neg	neg
PE-tal	0,9	neg	neg	neg
Nettokassa	-2	-5	11	-2

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

Riktkurs: 2,23 kronor ÖKA

Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Mikhail Damrin
Styrelseordförande: Kjell Carlsson
Största ägare: KGK Holding AB
Börsvärde, mnkr: 129
Lista: First North
Aktuell börskurs, kr: 1,62

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 inom kort om beslut fattas om gruvanläggning i Krasny.

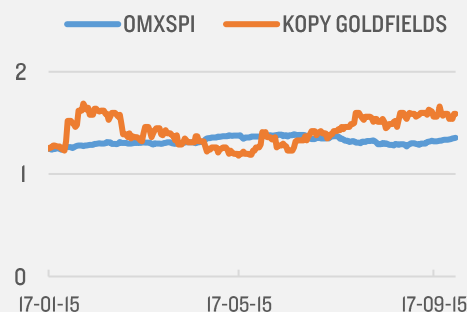


Potential
Potentialen i huvudprojektet Krasny är lovande och bolaget har en låg värdering sett till redovisade tillgångar



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

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

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 (1-10)

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 (1-10)

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 (1-10)

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 (1-10)

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 har under året gjort klara framsteg i Krasnyprojektet. En ny bedömning baserad på förra årets prospektering medförde en ökning om 45 procent av rapporterade mineraltillgångar. Ökningen är relaterad dels till den större undre strukturen i fyndigheten, dels att Vostochny (Krasny Norra) har tillkommit i beräkningarna. För första gången kan bolaget nu även rapportera guldreserver enligt den internationella JORC-standarden. Även om vi fortfarande väntar på ytterligare bedömningar om projektets ekonomiska förutsättningar anser vi att det sammantaget bådär gott inför ett kommande beslut om utbyggnad av produktion i Krasnyfyndigheten. Kopy har nyligen rest ett lån på 15 miljoner kronor, varav större delen har investerats i joint-venturebolaget som utvecklar Krasnyfyndigheten för vidare prospekteringsarbete.

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

Tänkt utveckling för Kopy Goldfields enligt Jarl Securities bedömning. Mörkblått markerar genomförd fas, ljusare blått pågående aktivitet.

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 guldutvinningar 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. Kommande förlönsamhetsstudier kan därför få stor betydelse för bedömningen av Krasnys utsikter.

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 Goldfields

omfattande finansiering för att försvara sin andel (49 procent) i projektet. Det finns därmed en risk att Kopys ägande späds ut. Graden av utspädning hänger bland annat på hur snabb gruvutbyggnaden blir och därmed hur stor initial investering som krävs.

Med vår värderingsmodell beräknar vi ett motiverat värde på 2,23 kronor per aktie i Kopy Goldfields. Det är en höjning jämfört med tidigare då vi värderat upp Krasnyfyndigheten till följd av ökade mineraltillgångar och ett stigande guldpris. Vi anser att aktien i dagsläget är tydligt lågt värderad jämfört med liknande bolag. Vi bedömer att det till stor del beror på osäkerhet kring storlek på kapitalbehov och villkor för finansiering. En tydlig rabatt i förhållande till vårt beräknade motiverade värde och nyligen redovisade framsteg talar för en positiv syn på aktien. Med hänsyn till att någon finansiering för gruvutbyggnad ännu inte finns på plats stannar rekommendationen vid 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 2017 har ett flertal borrhprogram genomförts för Kopylovskoye- och Krasnyfyndigheterna. För dessa fyndigheter har mineraltillgångar beräknats enligt internationell standard (Joint Ore Reserves Committee, JORC). Per september 2017 har bolaget rapporterat 0,31 miljoner oz indikerade och 1,19 miljoner oz antagna guldresurser, varav 0,24 miljoner oz utgör sannolika reserver (1 oz "troy ounce" = 31,1 gram). Sedan bolagets bildande har cirka 412 miljoner kronor i eget kapital investerats i bolaget. De uppdaterade mineraltillgångarna i kombination med övriga studier väntas ligga till grund för beslut om gruvkonstruktion i Krasny inom kort.



Kopy Goldfields är verksamt i sydöstra Sibirien

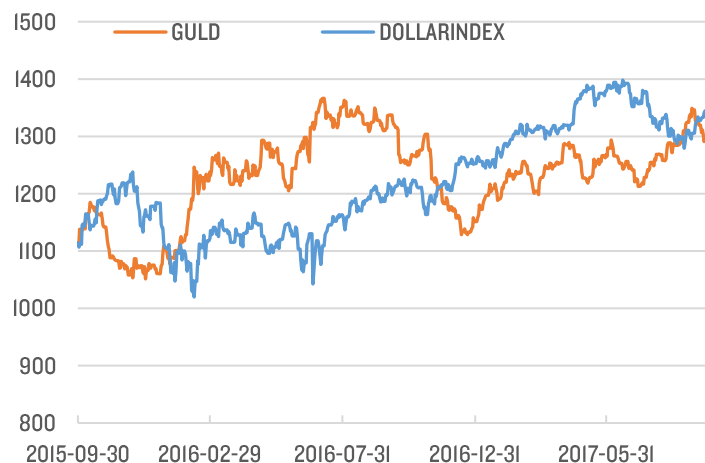
Guldmarknaden och guldutvinning

Guldet har återfått glansen efter svagt fjolår

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. Investeringsefterfrågan ökade under 2016 även om året avslutades svagt.

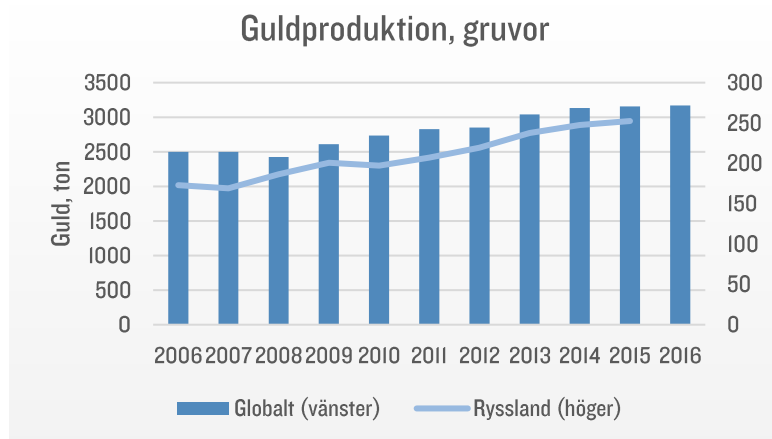
Guldpriset har vänt uppåt igen under 2017. Uppgången förstärktes under sommaren med noteringar över 1 300 USD per oz, samtidigt som US dollarn backade, sannolikt delvis drivet av geopolitisk oro. Guldet lyckades dock inte bryta upp över förra årets högstanotering och befinner sig för närvarande i en kortsiktigt fallande trend.



Guldpriset och US dollar index den senaste tvåårsperioden. Källa: Thomson Reuters.

Guldproduktion i ett globalt perspektiv

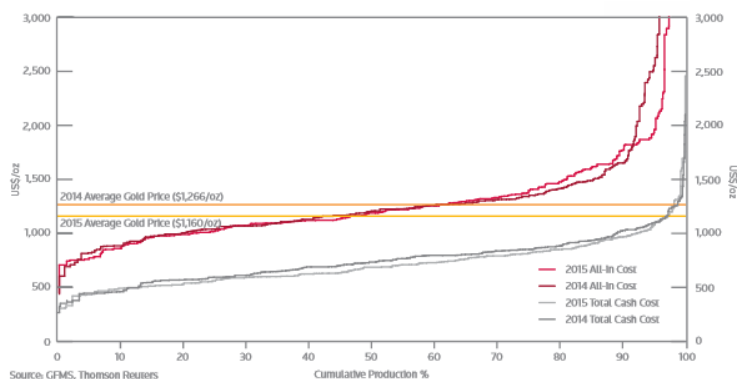
I ett tioårsperspektiv har guldproduktionen från gruvor stigit med 671 ton eller med i genomsnitt 2,4 procent årligen. Större delen beror på ökad produktion i Asien, framför allt i Kina. Även Ryssland har ökat sin andel av den globala produktionen och ryska gruvor svarar för cirka 8 procent av den totala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



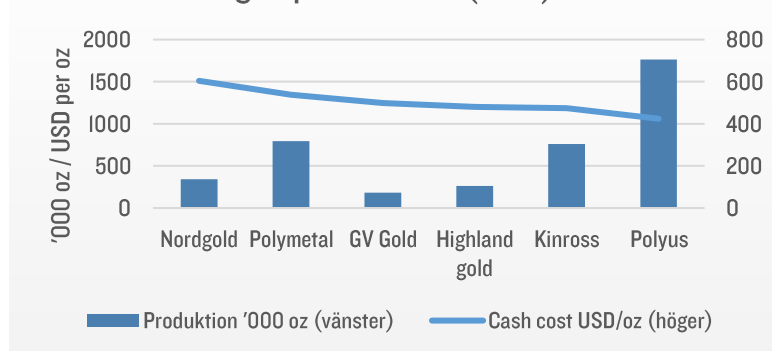
Kostnadskurvor för guldgruvor globalt under 2014 och 2015. Källa: GFMS och Thomson Reuters.

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.

Produktion och kostnad, ledande ryska guldproducenter (2015)



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.

Anrikningssmetoder

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 kopparkopparproduktion 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.

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 licenser 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 guld tillgångar. 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.

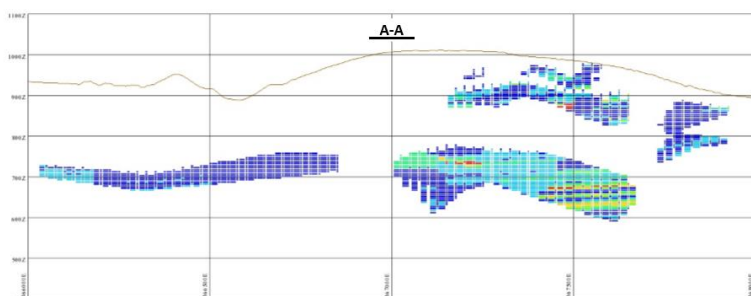
Krasny

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. Krasny består av en huvudsaklig mineralisering, Krasny Central samt en satellitmineralisering, Vostochny (tidigare benämnd Krasny Norra), som upptäcktes under 2016 års prospekteringsprogram. 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. I Micons rapport från 2016 är modellen för gruvbrytningen ett omfattande dagbrott med en längd på 1 100 meter, en bredd på 710 meter och ett djup på 380 till 400 meter.



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 skalstreck på den vågräta axeln är 500 meter och på den lodrätta axeln 100 meter. Färgskalan från blått till rött motsvaras av stigande guldhalter, 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 gjordes på Krasny Central under 2016 syftade 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, Vostochny, bara fyra kilometer från Krasny Central, vilket innebär att den kan bli ett komplement till Krasny Central och dela infrastruktur och utrustning.

I september 2017 rapporterades en ny mineraltillgångsberäkning för Krasny Central enligt JORC. Den visade på 1,325 miljoner oz antagna och indikerade guldtilgångar, det vill säga en ökning med 37 procent sedan 2016 års rapport. Det omfattar för första gången även guldreserver om 0,240 miljoner oz i kategorin sannolika. Vostochny har kategoriserats som en indikerad tillgång på 1,1 miljoner ton med en snitthalt på 1,76 g/ton

Den främsta ökningen för Krasny har skett i kategorin antagna mineraltillgångar där malmresurserna ökat från 12,3 miljoner ton malm med en snitthalt på 1,68 g/ton till 18,5 miljoner ton med en snitthalt på 1,765 g/ton. Ökningen är hänförlig till den undre strukturen.

Sammantaget har prospekteringen varit framgångsrik vad gäller att öka de antagna tillgångarna i den undre strukturen. Det är positivt för utsikterna att även inkludera den undre strukturen i den framtida gruvbrytningen och i slutändan generera ett gruvprojekt som kan ge ett meningsfullt bidrag till GV Golds produktion. GV Gold har som målsättning att fördubbla guldproduktionen till 2020 och Krasny är en pusselbit i den planen. De indikerade tillgångarna minskade dock något sedan den senaste JORC-rapporten vilket är förbryllande och en besvikelse i våra ögon. Dessa utgör enbart en femtedel av de totala mineraltillgångarna men är belägna i den övre strukturen och är därmed betydelsefulla i inledningen av en gruvutbyggnad.

En utmaning är att i den nuvarande modellen är den övre och undre strukturen åtskilda. Prospektering under 2017 har bland annat syftat till att undersöka övergångsområdet och Kopy rapporterar att dessa borrhningar tyder på att de båda strukturerna ligger närmare varandra än vad man tidigare kunnat observera.

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.

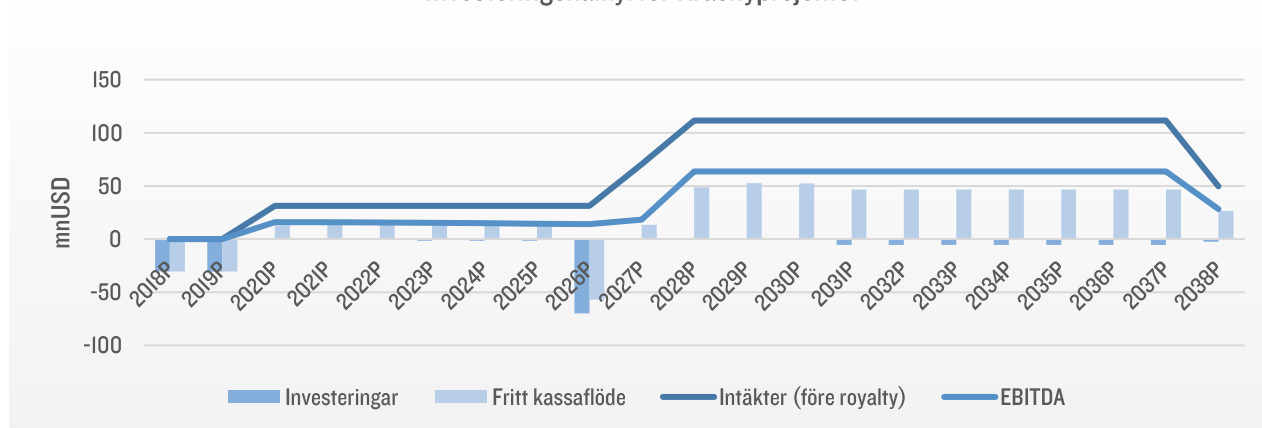
I den nyligen publicerade mineraltillgångsrapporten utförd av Micon och baserat på JORC beräknades mineraltillgångarna (både övre och undre struktur) till 26,2 miljoner ton i Krasny Central med en snitthalt på 1,58 g/ton. För dagbrottsoptimeringen antogs vidare en metallurgisk utvinningsgrad om 85,5 procent i enlighet med de nya mineralprocesstester som genomförts. De kostnadsparametrar som antogs var 2,36 USD per m³ för brytning av överblivet berg, 1,1 USD/ton för brytning av malm och processkostnader och omkostnader (G&A) om 7,95 USD/ton.

Vi har gjort en värdering som grundas i antagandena ovan, med följande tilläggsantaganden:

- Ett guldpris om 1 300 USD/oz
- En initial kapacitet på 0,8 miljoner ton under de första åtta åren för den övre strukturen (investering 60 mnUSD)
- Därefter utbyggnad till 1,8 miljoner ton (tilläggsinvestering 70 mnUSD)
- En strip ratio på 10,9
- Royaltybetalningar på 5,5 procent i genomsnitt
- Därav en cash cost (inklusive royalties) om i genomsnitt cirka 590 USD per oz baserat på antagandena i Micons rapport ovan och justerat för att utbyggnaden sker i två faser
- En diskonteringsränta på 10,1 procent
- En bolagsskatt på noll procent år ett till och med fem, tio procent år sex till tio och 20 procent därefter

Vi får då ett diskonterat nuvärde på 79 miljoner USD efter antagna finansieringskostnader. I grafen nedan illustreras kalkylen.

Investeringskalkyl för Krasnyprojektet



Källa: Jarl Securities

Investeringskostnaden för att bygga en kapacitet upp till 1,8 miljoner USD har vi beräknat utifrån antagandet om 50 miljoner USD för den övre strukturen i scoping studyn från 2016 (0,8 miljoner ton) och skalat upp den med hänsyn till en stärkt rubel och en schablonmetod för anläggningsinvesteringar ("rule of 0.6"). Fyndighetens karaktär med två strukturer varav den ena ligger förhållandevis djupt försvårar en bedömning av ekonomin i projektet. Ett upplägg med en gruvutbyggnad i två steg kan leda till att utbyggnaden av den undre strukturen åtminstone delvis kan finansieras av kassaflödet från övre. Inom kort väntas en förlösamhetsstudie för ett investeringsbeslut avseende den övre strukturen samt en preliminär förstudie avseende den undre strukturen. Dessa studier kan sätta projektet i ett nytt ljus och föranleda ändrade antaganden i vår värderingsmodell

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

Provbrytning genomförd och utvärderas av potentiell partner

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 samarbeten till Kopylovskoyeprojektet och en probvrytning och process har genomförts av en potentiell partner som har en närliggande anläggning. Denna har tagit samtliga kostnader och kommer att utvärdera resultaten under vintern.

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 borrprogram. 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 borrprogram. 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 guldtillgångar

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	Price/Book
Auriant Mining	89	0,8	104	-0,14
Lundin Gold	415	9,7	43	1,89
Botnia Exploration	41	0,1	285	4,95
Silver Bear	94	0,8	111	-1,55
Sotkamo Silver	41	0,3	124	1,45
Medel			133	1,32
Median			111	1,45
Kopy Goldfields	16	0,8	20	1,14
Större internationella guldproducenter	EV, miljoner USD	Guldekvalenter P&P (miljoner oz)	EV/oz, USD	Price/book
Newcrest	12 960	66	198	1,8
Agnico Eagle	11 326	21	530	2,3
Barrick	25 924	98	266	2,0
Anglogold	60 80	50	121	1,5
Newmont Mining	23 169	69	338	1,9
Goldcorp	14 293	82	174	0,8
Kinross	6 144	34	179	1,3
Medel			258	1,6
Median			198	1,8
Ryska guldproducenter	EV, miljoner USD	Guldekvalenter P&P (miljoner oz)	EV/oz, USD	Price/book
Polymetal	7 805	21	376	4,4
Polyus	31 423	64	489	81,2
Petropavlovsk	1 114	4	278	0,6
Medel			381	28,8
Median			376	4,4

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 en multipel på bokfört värde. Relativvärderingen ger värde på 154 miljoner USD, det vill säga 111 USD gånger 1,39 miljoner oz. Det motsvarar 1 235 miljoner kronor. Vår investeringskalkyl gav som tidigare beskrivits i analysen ett värde på 79 miljoner USD eller 635 miljoner kronor. Det bokförda värdet uppgår till 171 miljoner kronor per 30 juli 2017. Jämförelsegruppen av juniora bolag värderas till 1,45 gånger eget kapital (median) vilket skulle motsvara ett värde på 248 miljoner. Ett genomsnitt av dessa tre ansatser renderar ett belopp om 706 miljoner kronor. Kopy Goldfields andel (49 procent) blir då 346 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 45 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 29 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	706	346	4,33	Snitt av investeringskalkyl, EV/oz, P/B
Kopylovskoye	42	42	0,53	Bokfört värde
Norra territoriet	29	29	0,36	Sukhoi Log-multipel
Overhead		-32	-0,41	8 mnkr per år, diskonterat med 10,1 %
Nettokassa		-2	-0,03	Per 20171231 (P)
Aktieägarvärde		382	4,79	79,9 miljoner aktier
Bedömt kapitalbehov		152		Se nedan
Aktieägarvärde efter utspädning		534	2,23	240 miljoner aktier

Källa: Jarl Securities.

Vi beräknar ett värde på omkring 382 miljoner kronor för Kopy Goldfields nettotillgångar. Om och när ett beslut om utbyggnad av Krasny tas uppstår ett 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 initial investering på 60 miljoner USD enligt vår investeringskalkyl, samt att det finansieras till 50 procent med eget kapital. I så fall behöver Kopy skjuta till 120 miljoner. Vi har räknat med ett finansieringsbehov på 160 miljoner kronor före emissionskostnader för att även täcka lånatärbetalning, rörelsekapitalbehov och prospekteringskostnader för övriga projekt. Med en antagen emissionskurs på en krona per aktie ger det ett värde på 2,23 kronor per aktie efter 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.

TIO STÖRSTA ÄGARE, 2017-06-30

	% kapital
Kgk Holding Aktiebolag	10,2
Tord Cederlund	9,9
Avanza Pension	7,0
Nordnet Pensionsförsäkring	2,2
Swedbank Försäkring	1,4
Anders Danielsson	1,3
Dala Tillväxt AB	0,9
Handelsbanken Liv Försäkring AB	0,9
Anders Sjöberg	0,8
Tim Carlsson	0,8

Källa: Holdings.se

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.