



Värderingsutlåtande

18 juni 2018

NORDIC IRON ORE AB

Innehåll

Introduktion till uppdraget.....	2
Tillgång till information.....	2
Begränsningar och reservationer och friskrivning	2
Metoder	2
Introduktion till Nordic Iron Ores verksamhet och affärsmodell.....	4
Pågående företrädesemission och riktad emission till Copperstone Resources	4
Mineraltillgångar	5
Vidare utveckling	6
Nära beläget till järnväg	6
NIO siktar på att producera höghaltigt koncentrat.....	7
Hög kvalitet kan ge hög prispremie	8
Sjöfrakt en viktig komponent för nettopris.....	9
Produktionskostnader.....	10
Investeringsbehov på cirka 200 MUSD.....	10
Finansiering.....	11
Möjligheter	11
Risker	11
Värdering.....	12
Kassaflödesvärdering.....	12
Jämförande värdering.....	14
Nordic Iron Ore – Summan av delarna.....	15
Friskrivning.....	16

Introduktion till uppdraget

Jarl Securities (Jarl) har fått i uppdrag av Lennart Eliasson, Vice Verkställande Direktör i Nordic Iron Ore AB (Nordic Iron Ore, NIO eller Bolaget), att lämna ett värderingsutlåtande för Bolaget. Detta värderingsutlåtande har som syfte att utgöra en "second opinion" till värderingen i Bolagets förestående företrädesemission. Kontaktpersoner som representerat Bolaget innefattar Lennart Eliasson, VVD på Nordic Iron Ore AB och Paul Marsden, verkställande direktör (Representanter).

Den 23 maj 2018 fick Jarl i uppdrag att göra en värdering baserad på historiska räkenskaper och tekniska rapporter avseende Bolagets järnmalmfyndigheter i Bergslagen.

Tillgång till information

För att utföra uppdraget har Jarl använt sig av följande informationskällor: Bloomberg, Reuters Eikon och CreditSafe samt ytterligare källor specificerade i den löpande texten. Utöver dessa källor och informationssystem har Jarl även nyttjat information tillhandahållen av Bolaget.

Begränsningar och reservationer och friskrivning

Värderingsutlåtandet för Bolaget baseras på en kassaflödesvärdering och en jämförelse-/multipelvärdering. De båda värderingsmetoderna har både för- och nackdelar och innehåller avgörande antaganden baserade på subjektiv bedömning. Även om de uttalanden som anges är baserade på nuvarande övertygelser kan faktiska resultatutfall skilja sig från dem som anges eftersom de är utsatta för betydande risker och osäkerhetsfaktorer utom Jarl Securities kontroll.

Jarl Securities utlåtande grundar sig på ekonomiska och marknadsmässiga faktorer liksom övriga parametrar samt uppgifter och information tillgängliga per den 5 juni 2018. Förhållanden som lagts till grund för utlåtandet kan påverkas av efterföljande händelser och utlåtandet kan därför inte göras gällande vid någon annan tidpunkt. Jarl Securities har antagit och förlitat sig på att publik informationen liksom information som tillhandahållits av Representanter för Bolaget som Jarl Securities använt som underlag för detta utlåtande, är korrekt och fullständig utan att använda någon oberoende verifiering av denna. De uppgifter som lämnas i detta dokument anges enbart i informationssyfte och bör inte betraktas som någon form av rekommendationer, riktlinjer eller råd.

Metoder

För att värdera NIO har vi tillämpat en kassaflödesmodell (DCF) i kombination med en jämförelsemodell vars utgångspunkt är bolag med snarlik verksamhet där data finns tillgänglig.

Diskonterat kassaflöde

För att värdera NIO har vi tillämpat en kassaflödesmodell (DCF) i kombination med en jämförelsemodell vars utgångspunkt är bolag med snarlik verksamhet där data är tillgänglig.

Fördelar:

- Kassaflödesbaserad

- Marknadsberoende
- Akademiskt stöd

Nackdelar:

- Beroende av finansiella prognoser
- Känslig för antagande
- Risk för stort beroende av slutvärde

Jämförelsevärdering

För att värdera NIO har vi tillämpat en kassaflödesmodell (DCF) i kombination med en jämförelsemodell vars utgångspunkt är bolag med snarlik verksamhet där data är tillgänglig.

Fördelar:

- Marknadsbaserad
- Relativ
- Enkel att applicera

Nackdelar:

- Få (om några) perfekta jämförbara bolag
- Ej kassaflödesbaserad
- Bolagsspecifika faktorer tas ej i beaktande

Introduktion till Nordic Iron Ores verksamhet och affärsmodell

Nordic Iron Ore AB (publ), (Nordic Iron Ore, Bolaget; eller NIO) är i dag ett prospekterings- och gruvutvecklingsföretag. Bolagets verksamhet består i att förvalta och förädla innehavda undersökningstillstånd avseende järnmalmshyfsfyndigheter i Västerbergslagen.

Bolaget har fyra bearbetningskoncessioner avseende Blötbergsgruvan, Håksbergsgruvan och Södra Väsmansfältet och även ett undersökningstillstånd i Blötberget.

Blötberget och Håksberg är före detta gruvor som varit i drift tidigare och Blötberget drevs efter andra världskriget av Stora Kopparberg och SSAB fram till det att gruvan lades ned 1979. Åren innan nedläggning hade Blötbergsgruvan en kapacitet på omkring 400 000 ton årligen. Nedläggningen var en följd av de låga järnmalmpriserna vid den tiden och även ett resultat av att SSAB valde att fokusera på stålproduktionen. 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.

Nordic Iron Ore bildades 2008 och har genomfört geologiska, tekniska och miljöinriktade undersökningar i området, inklusive kärnbörningskampanjer i såväl Väsmansförelkomsten som i Blötberget. I mars 2014 fick Nordic Iron Ore tillstånd av Mark och miljödomstolen att anlägga och bedriva Blötbergets och Håksbergs järnmalmgruvor. Domstolen medgav även tillstånd för ansökta vattenverksamheter, samt rätt att ta i anspråk ansökta mark och vattenområden. Domen vann laga kraft den 24 juni 2014. Tillståndet omfattar brytning av högst tre miljoner ton järnmalm per år och gruva.

Nordic Iron Ore planerar att anlägga och bryta sina järnmalmshyfsfyndigheter i tre steg. Det första steget omfattar en återstart av Blötbergsgruvan med målsättningen att producera 1,3 miljoner ton årligen. I eventuella andra och tredje steg är visionen att utveckla fyndigheten i Väsmans respektive återstarta Håksbergsgruvan med sikte på en årsproduktion på totalt 4,4 miljoner ton vid full produktion.

Affärsmodellen är att prospektera och utveckla högkvalitativa järnmalmshyfsförekomster, skapa en effektiv totallösning för drift, anrikning och logistik och producera en nischprodukt med hög järnhalt.

Innan den nu förestående emissionen har aktieägare investerat omkring 200 MSEK i Nordic Iron Ore.

Pågående företrädesemission och riktad emission till Copperstone Resources

Årsstämman i Nordic Iron Ore den 22 maj 2018 beslutade om en företrädesemission. En gammal aktie ger en uniträtt och tre uniträtter ger rätt att teckna en unit till en kurs om en krona. Varje unit har en teckningskurs på en krona och består av två nya aktier och en teckningsoption. Det motsvarar en emissionskurs på 0,50 kronor per aktie.

Teckningsoptionen, som har ett lösenpris en krona, kan utnyttjas under perioden mars till april 2019. Om företrädesemissionen blir fulltecknad ökar antalet aktier från 109,6 miljoner

till 182,7 miljoner. Vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna ökar antalet aktier med ytterligare 36,5 miljoner stycken.

Nettolikviden (efter relaterade emissionskostnader) från företrädesemissionen på maximalt cirka 33 miljoner kronor ska finansiera genomförbarhetsstudien med Golder och även användas för löpande kostnader. Möjlig maximal nettolikvid från fullt utnyttjande av teckningsoptioner uppgår till 34,7 miljoner kronor och avses främst finansiera planering och förberedelse inför byggstart av Blötbergsgruvan.

I samband med stämman beslutades även om en riktad emission till Copperstone Resources om 16,3 miljoner aktier som kvittning mot fordran. Därtill beslutades även om en riktad emission av konvertibler till Copperstone Resources om nominellt 8,185 MSEK som kvittning mot fordran. Konvertiblerna har en konverteringskurs på en krona per aktie och konvertering kan öka antalet aktier med 9,1 miljoner aktier.

TIO STÖRSTA ÄGARE, 2018-03-29

	% kapital
Bengtssons Tidnings AB	29,9
Ludvika Holding AB	14,83
Nord Fondkommission AB	5,08
Garden Growth Industries AB	3,97
Emil Nilsson	3,82
Günther & Wikberg Kapitalförvaltning AB	2,71
Väsman Invest AB	1,84
Jonas Bengtsson	1,76
Jan Blomquist	1,23
Couder AB	1,06

Källa: Nordic Iron Ore. Ägandet är exklusive Copperstone Resources innehav som därefter har delats ut.

Mineraltillgångar

Blötberget ligger i en mineralrik zon som är ungefär 40 km lång som tillsammans utgör den tredje största järnmalmsfältet i Sverige efter Kirunavaara och Malmberget i Norrbotten. Förekomsten i Blötberget består huvudsakligen av fem mineraliserade kroppar med magnetit (60 procent) och hematit (40 procent). Blötberget bedöms utgöra en del av en anomali i Bergslagenområdet. Jämförelser har gjorts med Kirunafyndigheten med avseende på geologin.

Nordic Iron Ore har, vid sidan av Blötberget, bearbetningskoncessioner för Håksbergsgruvan och Södra Väsman. Det senare omfattar en del av det så kallade Väsmanfältet. Nedan redovisas mineraltillgångar för respektive fyndighet:

PROJEKT	KÄNDA		INDIKERADE		ANTAGNA		KLASSIFICERING ENLIGT
	MT	FE (%)	MT	FE (%)	MT	FE (%)	
Blötbergsgruvan	45,4	41,7	9,6	36,2	11,8	36,1	JORC 2012
Håksbergsgruvan	-	-	25,4	36,4	11,6	36	JORC
Södra Väsmanfältet	-	-	7	38,5	85,9	38,4	JORC

Mineraltillgångar Ludvika gruvor. Källa: Nordic Iron Ore

Väsmanfältet, som huvudsakligen ligger under sjön Väsman, kan utgöra en betydande expansionspotential på sikt. Under 2011 gjordes magnetiska mätningar från isen. Baserad på dessa identifierades ett Exploration Target på 600 - 650 miljoner ton. Osäkerheten i en geofysisk tolkning och modellering samt att fältet tidigare endast undersökts med ett otillräckligt antal kärnborrhål medför att omfattande prospekteringsinsatser, bland annat ett större kärnbormningsprogram, krävs för att om möjligt kunna klassificera mineraliseringarna som en mineraltillgång enligt JORC standard.

Vidare utveckling

I juli 2017 avlämnade konsultfirman DMT en mineraltillgångsuppskattning för Blötberget enligt den internationella standarden JORC 2012. Kända och Indikerade mineraltillgångar skattades till 55 miljoner ton med en järnhalt om 40,7 procent.

Mineraltillgångsrapporten ska ligga till grund för en genomförbarhetsstudie för att utreda de ekonomiska förutsättningarna för gruvbrytning i Blötberget och ge underlag för ett investerings- och produktionsbeslut. Nordic Iron Ore har anlitat Golder för detta uppdrag som planeras vara klart andra kvartalet 2019.

Genomförbarhetsstudien blir avgörande för möjligheterna att resa finansiering för att genomföra gruvanläggning.

Nära beläget till järnväg

För att järnmalmsprodukter ska nå till potentiella kunder krävs tillgång till en fungerande och kostnadseffektiv logistik. Nordic Iron Ores projekt ligger i mycket nära anslutning till järnväg i form av TGOJ-banan mellan Grängesberg och Oxelösund. Oxelösunds hamn, som är beläget cirka 270 km från gruvorna via järnväg, har en kapacitet för att ta emot bulkfartyg av den största tillåtna klassen i Östersjön, så kallade Östersjömax. Det ger goda förutsättningar att skeppa bolagets järnmalmsprodukter till europeiska stålverk och även en transportväg till kunder längre bort i exempelvis Mellanöstern eller Nordafrika. I Oxelösund finns även SSAB som kan vara en möjlig kund (stålverket köper dock uteslutande pellets i dagsläget).

Enligt en rapport från Trafikverket 2013 (Malmtransporter från Bergslagen 2013:106) bedömdes dagens järnväg till Oxelösund inte kunna möta gruvnäringens behov. Myndigheten såg då ett investeringsbehov på 2,5 miljarder kronor i kapacitetshöjande åtgärder för att hantera transportvolymerna från Nordic Iron Ore och Grängesberg Iron om upp till 4,5 miljoner ton per år.

En kapacitetsökning av järnvägen är en förutsättning för att samtliga faser för Ludvika Gruvor ska kunna genomföras med lönsamhet då det i praktiken saknas alternativa transportvägar. I dagsläget finns så vitt vi känner till inga avdelade investeringar för en större förstärkning av kapaciteten till Oxelösund på bordet. I Regeringens nationella plan för infrastruktur 2018-2029 pekas stråket ut som ett område för bristanalys. Nordic Iron Ore är inte ensamma om att efterfråga kapacitetshöjning. I regionen finns ABB som behöver en långsiktig lösning för transport av tunga transformatorer och på längre sikt kan även järnmalsprojektet Grängesberg Iron om det realiserar ha ett behov av godstransport på järnväg. Enligt Nordic Iron Ore räcker befintlig kapacitet på Bergslagsbanan för att möta behovet av transport från Blötberget (fas I) utan större ytterligare investeringar.

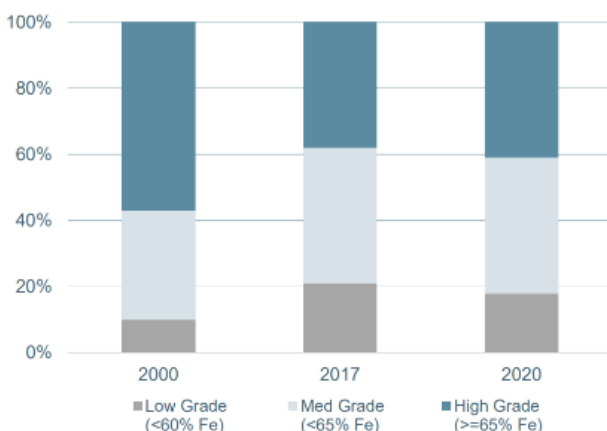
NIO siktar på att producera höghaltigt koncentrat

Historiskt har magnetitkoncentrat av hög halt producerats (67,8 procent mellan 1973 och 1978) och även hematitkoncentrat (60,9 procent) i Blötberget. Nordic Iron Ore har kommunicerat att de avser att producera finkornigt järnmalskoncentrat (slig) i Blötberget. Produktionstester utförda av SGA i Tyskland 2015 indikerar att två undertyper kan produceras från fyndigheten i Blötberget: Ett höghaltigt (Fe 70,6 %) magnetitkoncentrat genom magnetisk separering och ett hematitkoncentrat (Fe 66,4 %) genom en längre anrikningsprocess som omfattar flotation. Hematiten kännetecknas av goda halter järn men också av gråbergsmineraler som fosfor. Genom att blanda dessa produkter (magnetit- och hematitkoncentrat) ungefär 1,7:1 fås en möjlig slutprodukt med hög järnhalt (69%). En viss utmaning är en fosforhalt på 0,05 procent vilket är något över vad som är önskvärt (målet är under 0,04 procent). Fosforinnehållet kan dock förmodligen godtas av kund om NIO:s produkt används som komplement till andra leverantörer. Labbtester har indikerat att fosforinnehållet kan sänkas betydligt till omkring 0,02 procent men det har ännu inte bekräftats i produktion i större skala. Vid produktionstesterna erhöles ett processutbyte på 91,7 procent.

Järnmalskoncentrat är insatsvara för förädling till pellets eller sinter fines. Pellets är en eftertraktad produkt på järnmalsmarknaden eftersom dessa produkter kan produceras med hög järnhalt och jämn kvalitet och ger många effektivitetsfördelar vid ståltillverkning. Pelletsproduktion kräver insatsvaror med hög järnhalt, i synnerhet för pellets som säljs vidare till stålverk som använder direktreduktion i produktionen.

Ett pelletiseringsverk kräver omfattande investeringar och är inte försvarbart för Nordic Iron Ore, åtminstone inte i den första utbyggnadsfasen. Då NIO (till skillnad från exempelvis LKAB) därmed inte kommer ha egen pelletiseringskapacitet är det på förhand svårt att bedöma var bolaget ska få avsättning för sin produkt. Givet utsikterna att kunna producera en produkt av hög kvalitet och bolagets karaktär av liten nischstillverkare kan det dock finnas utrymme som kompletterande leverantör till externa pelletiseringsverk. Efterfrågan på högggradig malm för exportmarknader spås öka snabbare än marknaden i stort enligt analysfirman Wood MacKenzie:

Iron Ore Supply
 (% of total seaborne supply)



Data source: Wood Mackenzie

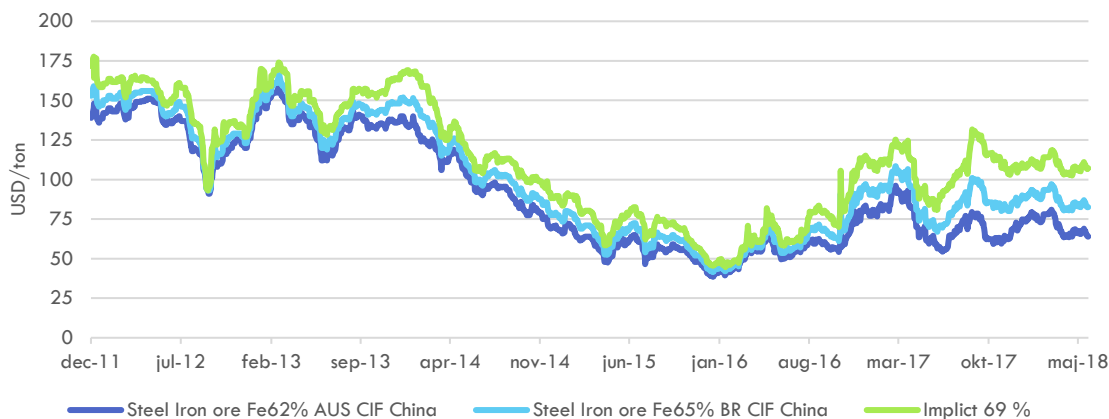
Källor: BHP Billiton, Wood MacKenzie:

Vi har inte gjort någon specifik kartläggning av potentiella kunder i det här läget. Nordic Iron Ore nämner i prospektet europeiska stålverk såsom Salzgitter, Rogesa, Tata Steel och Archelor Mittal som möjliga kunder för koncentrat för sintring. På marknaden för järnmalmskoncentrat till pelletsverk, så kallad "pellet feed", är Tata Steel i Europa, och GIIC i Mellanöstern exempel på potentiella köpare av Bolagets produkter. Bolagets potentiella kunder kan även utgöras av råvarugrossister, som i sin tur säljer vidare till slutkund. I ett globalt perspektiv lär det inte saknas kundunderlag, men lönsamheten försämras med avståndet till kund (då sjöfraktkostnader stiger). Ur lönsamhetssynpunkt vore därför europeiska kunder vara att föredra. Enligt det australiensiska näringsdepartementet väntas stålproduktionen i EU öka med i genomsnitt en procent per år de närmaste fem åren. Som kontrast spås produktionen i Kina minska med i snitt 0,7 procent per år under samma period (Källa: Australian Government Department of Industry, Innovation and Science, "Resources and Energy Quarterly March 2018"). Det är ett tecken på att den europeiska stålindustrin är relativt sett vid god hälsa.

Hög kvalitet kan ge hög prispremie

Ett vanligt i media refererat järnmalmspris är spotpriset på 62 % Fe Fines, vilket motsvarar en järnmalmsprodukt (finkornigt sinterslig) med 62 procent järnhalt. Produkter med högre järnhalt, liksom mer förädlade produkter som pellets, prissätts med tydliga premier i förhållande till detta referenspris eftersom de har ett högre värde för kunden. Vice versa, produkter med lägre halt åsätts en rabatt.

Som exempel prissätts 65 % Fe Fines ungefär 20,5 dollar högre per ton än 62 % Fe Fines i dagsläget (2018-05-31). Det innebär en premie på ungefär 6,8 USD per procentenhet järnhalt. Givet att NIO kan producera en produkt med 69 % Fe skulle denna alltså kunna betinga en premie på 47,8 USD per ton. Med ett järnmalmspris på cirka 65 USD/ton (62 % Fe) skulle det motsvara en prissättning på 113 USD för NIO:s produkt (före sjöfraktkostnader).



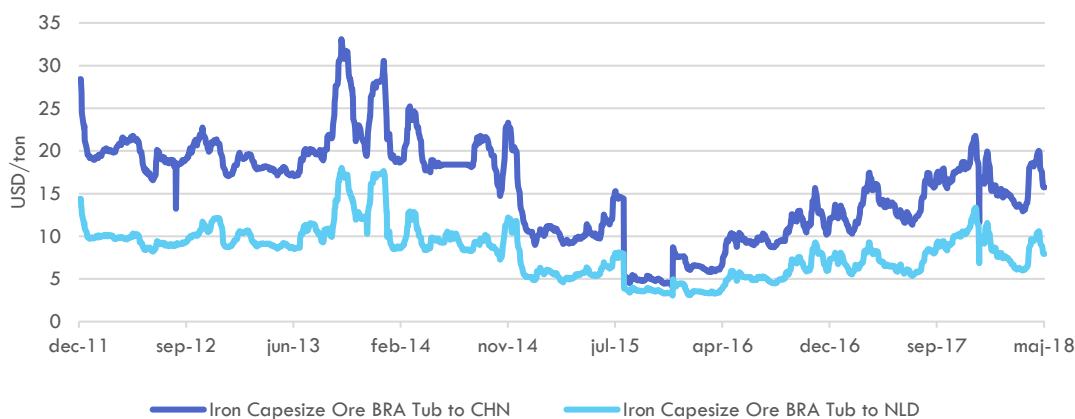
Källa: Thomson Reuters.

Prispremien är ganska hög i ett historiskt perspektiv (sedan 2012 har premien i snitt legat på tre USD per ton och Fe % i snitt), se graf ovan. En förklaring att kinesiska stålverk i större utsträckning har börjat efterfråga malm av högre kvalitet, i bakvattnet av striktare krav från kinesiska myndigheter vad gäller utsläpp.

Sjöfrakt en viktig komponent för nettopris

Sjöfraktkostnader är en viktig komponent i erhållet pris eftersom säljaren normalt levererar till utseppningshamn, Free on Board (FOB). Det medför i sin tur att det pris som Nordic Iron Ore erhåller innehåller ett avdrag för sjöfraktkostnader till kund. Dessa stiger i sin tur av naturliga skäl med avståndet till kund.

Grafen nedan illustrerar utvecklingen av rater för järnmalsfrakt.



Källa: Thomson Reuters. BRA: Brasilien, CHN: Kina, NLD: Nederländerna

Dessa har generellt fallit de senaste fem åren, vilket allt annat lika är positivt för exporterande järnmalsproducenter.

Eftersom vi i dagsläget inte vet vilka Nordic Iron Ores framtida kunder är, finns det en osäkerhet i en bedömning av ett lämpligt avdrag för sjöfrakt för att beräkna ett produktpris FOB. Kostnaden påverkas av den storlek på fraktfartyg som kan användes. I Östersjön används mindre fartyg än för de stora volymer som fraktas exempelvis från Brasilien till Kina. Det ger en skalnackdel vilket sannolikt innebär en högre kostnad per fraktad ton jämfört med de rater som nämnts ovan.

Produktionskostnader

I jämförelse med basmetaller och guld är järnmalm normalt en högvolymprodukt med historiskt lägre marginaler. För en nischproducent som Nordic Iron Ore är den enda framkomliga vägen att producera en högkvalitativ produkt som kan ge ett högre pris än standardprodukter och detta givetvis så effektivt som möjligt.

I mineraltillgångsrapporten från 2017 antas en produktionskostnad på 25 USD/ton ROM (råmalm). Med en planerad produktion på 1,4 miljoner ton malm per år (vi antar tre miljoner ton råmalm) beräknar vi att det motsvarar en produktionskostnad på knappt 52 USD/ton malm. Vi bedömer att det är en rimlig till hög skattning. Detta baserat på tumregler för beräkning av produktionskostnader i underjordsgruvor (Rudenno, V., "The Mining Valuation Handbook", Wrightbooks, 2009, 3rd ed.). Det är värt att nämna att Nordic Iron Ores ledning siktar på en lägre produktionskostnad (under 50 USD/ton). Viktig vägledning kommer att ges i samband med genomförbarhetsstudien. Betydelsefulla parametrar är att minimera gråbergsinblandning i brytningen och erhålla ett högt utbyte i anrikningsprocessen.

Blötberget ska brytas med igensättningsbrytning kompletterad med en begränsad mängd skivpallsbrytning. Avsikten är att möjliggöra utvinning av några av de smalare järnmalmsförekomsterna för att därmed öka mängden brytbar malm. Det innebär att brutet gråberg återfylls successivt under jord och mindre gråberg behöver deponeras ovan jord. Det medför en samtidigt en högre brytkostnad jämfört med skivrasbrytning.

I samband med rapporten för det första kvartalet lämnades en preliminär uppskattning om brytbara resurser uppgående till ungefär 35 miljoner ton i Blötberget med en malmproduktion på närmare 17 miljoner ton under de första tolv åren.

Investeringsbehov på cirka 200 MUSD

Nordic Iron Ore har kommunicerat ett investeringsbehov på omkring 200 MUSD för anläggning och utbyggnad av gruvan i Blötberget. Denna bedömning är preliminär och kommer att utredas mer utförligt i den kommande genomförbarhetsstudien.

Det finns inte särskilt många exempel på nyligen uppförda jämförbara gruvor som referens för att bedöma investeringsbehovet. Närmast till hands ligger troligen Dannemora Mineral, som också var ett "brownfield"-projekt (återuppstart av gammal gruva) för underjordsbrytning av järnmalm. Därtill var planerad kapacitet i samma härad som för Blötbergsgruvan. Vi bedömer att Dannemora Mineral investerade omkring 1,1 miljarder SEK i gruvan baserat på finansiell information. Dannemoragruvan fick produktionsproblem bland annat till följd av lågt utbyte och en bakomliggande faktor kan ha varit att investeringsbehovet underskattats.

Exemplet Dannemora Mineral kan tala för att ett investeringsbehov på omkring 200 MUSD är en rimlig bedömning för Blötberget. Behovet av en "blöt" process för anrikning av hematitmalm talar vidare för ett högre investeringsbehov för NIO.

Finansiering

Nordic Iron Ore planerar att finansiera anläggningen av Blötbergsgruvan genom eget kapital och lån. Om möjligt ska detta ske genom säkerställda banklån. Såväl Dannemora Mineral som Northland Resources använde i stället obligationer, med höga räntekostnader. Bolaget kommer även att undersöka möjligheterna till leasing samt möjligheterna att få finansieringshjälp från leverantörer.

Möjligheter

- Tidigare produktion och pilotproduktion tyder på goda förutsättningar att producera en järnmalmprodukt med hög järnhalt.
- Investeringsbehovet är betydande men jämförelsevis begränsat i förhållande till andra järnmalmprojekt.
- Håksbergsgruvan och i synnerhet Väsmanfältet utgör betydande expansionspotential på sikt och skulle väsentligt kunna förlänga livslängden för Ludvika Gruvor som helhet.
- För närvarande prissätts järnmalm av högre halt med tydlig premie. Åtgärder för att begränsa utsläpp och försämrade marginaler för stålverk som använder låggradig malm kan tala för höga premier även i framtiden. Under 2017 steg priserna för metallurgiskt kol kraftigt och det är en insatsvara som behövs i större utsträckning när järnmalm av sämre kvalitet används.
- Efterfrågan på höggradig järnmalm förväntas öka snabbare än järnmalmmarknaden i stort, enligt analysfirman Wood Mackenzie.

Risker

- Utbyggnaden av Blötberget kräver omfattande investeringar och därmed finansiering vida överstigande värderingen i pågående emission. Det är osäkert om och när NIO kommer att kunna resa tillräckligt kapital för att kunna genomföra projektet.
- Det finns en risk att den kommande emissionen inte tecknas i tillräckligt hög grad, vilket kan försena genomförbarhetsstudien.
- I väntan på genomförbarhetsstudien är finns det än så länge begränsat med extern validering av de ekonomiska förutsättningarna för Blötberget.
- Tidigare producerad malm i Blötberget har visat på ett relativt högt innehåll av fosfor. Om bolaget misslyckas med att producera ett koncentrat med tillräckligt lågt fosforinnehåll kan det påverka efterfrågan och prissättning av bolagets produkter negativt.
- Det finns bedömare som ser risk för fallande järnmalmspris de närmaste åren (exempelvis Australiens näringsdepartement) till följd av försämrad balans mellan utbud och efterfrågan, främst på grund av ökad järnmalmsexport från Brasilien och Australien och minskad stålproduktion i Kina.

Värdering

Nedan redovisar vi våra antaganden för valuta och parametrar för prissättning av NIO:s produkt:

Parameter	Värde	Kommentar
USD/SEK	8,8	Per 2018-05-31
Järnmalm, fines 62% CFR Kina (1)	65,3	Per 2018-05-31
Järnmalm, fines 65% CFR Kina	85,8	Per 2018-05-31
Premie 69 % koncentrat vs (1)	47,8	Implicit
69% konc CFR Kina	113,1	
Frakt	-24,0	PEA 2011
69% konc FOB	89,1	

Källor: Thomson Reuters, Metal Bulletin, Nordic Iron Ore, Jarl Securities

Vi har antagit att NIO kommer att producera ett koncentrat med 69 % järn. Med utgångspunkt i skillnaden mellan marknadsnoteringar av 65 % fines och 62 % fines har vi använt en premie på 6,8 USD per procentenhet järn, vilket totalt summerar till en antagen premie på 47,8 USD/ton. En i dagsläget osäker komponent är fraktkostnaden med hänsyn till att kunderna är okända och svårighet att få fram data kring rater för de fraktfartyg (Östersjömax) som Nordic Iron Ores kunder förväntas anlita. I PEA-rapporten (Preliminary Economic Assessment) från 2011 antogs en kostnad på 24 USD/ton och vi har preliminärt använt detta värde.

Kassaflödesvärdering

För att beräkna ett nuvärde för Blötbergsgruvan har vi förutom prisantagandet ovan gjort följande antaganden av väsentlig betydelse

- Brytning av 34,7 miljoner ton råmalm (3 miljoner ton per år) och en produktion på 16,8 miljoner ton koncentrat (cirka 1,4 miljoner ton per år) över gruvans livslängd. Vi har antagit en järnhalt på 45 procent i bytbara mineraltillgångar och därefter antagit en gråbergsinblandning som ger en utspädning på drygt 21 procent. Vi har därefter antagit ett utbyte på 90 procent i anrikningen, i linje med antagandena i mineraltillgångsrapporten från 2017 och SGA:s pilotproduktion.
- Ett investeringsbehov på 230 MUSD över gruvans livslängd, varav cirka 200 MUSD för anläggning av gruva och anrikningsverk.
- Produktionsstart 2022, vilket är cirka ett år senare än bolagets mål. Vi har valt ett mer konservativt antagande för att ta viss höjd för risken att det kan ta längre tid än planerat att resa tillräcklig finansiering. Detta då tillgångar i ännu inte producerande järnmalmsbolag för närvarande värderas lågt generellt sett.
- En produktionskostnad på 25 USD/ton råmalm, vilket vi beräknar motsvarar 52 USD/ton malm (brytnings- och processkostnader samt transport till hamn).
- Administrationskostnader på 2 USD/ton malm.

- Efterbehandlingskostnad på totalt 53,5 MSEK, varav 15,8 MSEK betalas första året tillståndet tas i anspråk och därefter 3,2 MSEK per år.

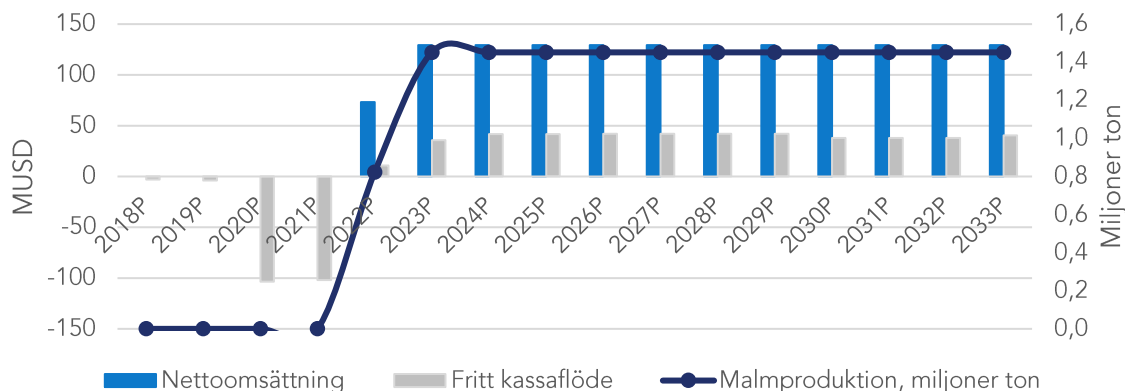
För att beräkna avkastningskravet på det egna kapitalet har vi utgått från CAPM (Capital Asset Pricing Model). Den riskfria räntan (rf) representeras i vår modell av räntan på den tio-åriga statsobligation utgiven av svenska staten. En härledning av en statlig nollkuponobligation ger en implicit (riskfri) ränta om cirka 0,52 procent. Med hänvisning till PWC:s rapport "Riskpremien på den svenska Aktiemarknaden" från maj 2018 är riskpremien på en väldiversifierad portfölj 6,4 procent. Till avkastningskravet på marknadsportföljen har vi adderat en småbolagspremie om 3,9 procent med referens till tidigare nämnda rapport från PWC. Vi har antagit ett Beta (β) på 1,43, en beräknad median av utvalda jämförelseobjekt (Beowulf Mining, Boliden, Copperstone Resources, Lundin Mining och NGEX Resources). Avkastningskrav på det egna kapitalet (re) beräknas således till 15,25 procent.

$$\begin{aligned} \text{CAPM, } re &= rf + \beta(rm + Sp - rf) + B \\ &= 0,52 \% + 1,43 \times (0,52 \% + 6,4 \% + 3,9 \% - 0,52 \%) \\ &= \mathbf{15,25 \%} \end{aligned}$$

Vi har vidare antagit att Blötberget finansieras till 50 procent med skulder. Vi har räknat med en lånekostnad på 8,5 procent före skatt. Som referens har vi använt ett nyligen träffat finansieringsavtal inom järnmalmbranschen, bolaget Champions återstart av projektet Bloom Lake 2017. Efter skatt beräknas lånekostnaden uppgå till 6,63 %. Sammantaget beräknar vi ett WACC på 10,94 procent.

$$\begin{aligned} \text{Diskonteringsfaktor: } WACC &= \frac{D}{D+E} \times rd + \frac{E}{D+E} \times re \\ &= 0,5 \times 6,63 \% + 0,5 \times 15,25 \% \\ &= \mathbf{10,94 \%} \end{aligned}$$

I diagrammet nedan åskådliggörs våra prognoser och antaganden grafiskt:



Prognoser för Blötberget. Källa: Jarl Securities.

Med antagandena ovan beräknat vi ett nuvärde på 8,4 MUSD eller 73,9 MSEK (USD/SEK 8,79) för Blötbergsgruvan. Nedan redovisar vi vårt basscenario i relation till ett optimistiskt scenario (BULL) och ett pessimistiskt scenario (BEAR)

- I det optimistiska scenariot har vi räknat med högre pris FOB, något lägre OPEX (motsvarande 50 USD/ton malm) och lägre WACC (då vi antar en lägre lånekostnad på sex procent).
- Vi har också inkluderat ett pessimistiskt scenario (BEAR) där vi använder samma antaganden som i basscenariot, förutom att vi räknar med en högre lånekostnad (12 procent) vilket ger ett högre WACC.

	BEAR	BAS	BULL
DCF			
Wacc	12,3%	10,9%	10,0%
Pris USD/ton FOB	89,1	89,1	100,0
OPEX USD/ton	52	52	50
Investeringar, MUSD	230	230	233
Nuvärde MUSD	-4,1	8,4	83
Nuvärde MSEK	-35,7	74,0	726,0

Blötberget, Bas-, Bull- och Bearsценarion. Källa: Jarl Securities.

Vi har inte använt oss av vare sig BULL-eller BEAR-scenarion i vår värdering och beräkningarna syftar endast till att illustrera känslighet för förändrade förutsättningar. Som framgår av sammanställningen är värdet mycket känsligt för antaganden om priser, kostnader och diskonteringsfaktor. En viktig orsak är de förhållandevis låga järnmalmpriserna i dagsläget.

Nedan har vi gjort en känslighetsanalys där vi varierar antaget erhållet pris för Nordic Iron Ore (ungefär +/- fem procent) och år för produktionsstart i Blötberget.

Produktionsstart	Erhållet pris FOB (USD/ton)		
	85	89,10	95
2021	-83	102	364
2022	-92	74	310

Värdering av Blötberget (MSEK) vid olika antaganden om erhållet pris för Nordic Iron Ore och år för produktionsstart i Blötberget. Källa: Jarl Securities.

Jämförande värdering

För att värdera fyndigheterna Väsman och Håksberg som är i tidigare utvecklingsfas än Blötberget har vi använt oss av en jämförande värdering. Vi har här undersökt hur mineraltillgångar i andra gruvutvecklingsföretag verksamma inom järnmalm värderas.

Bolag	EV, miljoner USD	Fe innehåll M&I&I (miljoner ton)	EV/ton Fe, USD
Alderon Iron Ore	52,4	400	0,13
Iron Road	52,1	722	0,07
Flinders Mines	231,7	579	0,40
Sundance Resources	77,9	462	0,17
Beowulf Mining	40,4	41	0,98
Medel			0,35
Median			0,17
Implicit Väsman	6,0	35,7	0,17
Implicit Håksberg	2,3	13,4	0,17

Värdering järnmalmstillgångar (per 2018-06-01). Källor: Thomson Reuters, Bolagsuppgifter, Jarl Securities.

Vår sammanställning ger ett värde på 0,17 USD per ton järninnehåll (median) i kända, indikerade och antagna mineraltillgångar ("M&I&I"). Valet av jämförelseobjekt är relativt begränsat, spridningen i värderingen är ganska stor och med en jämförande värdering riskerar vi att missa projektspecifika faktorer. Om vi värderar Väsman och Håksberg till 0,17 USD per ton motsvarar det ett värde på 8,3 MUSD eller 72,8 MSEK.

Nordic Iron Ore – Summan av delarna

Nedan redovisar vi vår värdering av Nordic Iron Ore baserat på summan av delarna.

Projekt	Värde (MSEK)	Värde per aktie (SEK)	Antagande
Blötberget	74	0,37	DCF Basscenario
Väsman, Håksberg	73	0,37	EV/ton
Ludvika gruvor	147	0,74	
Kassa efter emission	30	0,15	Efter återbet bryggglån
Konvertibelskuld CS	-8	-0,04	
Totalt	168	0,85	199,1 milj aktier

Källa: Jarl Securities.

Vi har i vår modell räknat med att emissionen blir fulltecknad. Med vår värderingsansats beräknar vi ett motiverat värde för Nordic Iron Ore på 168 MSEK eller 0,85 kronor per aktie. Om vi tidigarelägger produktionsstart till 2021 vilket är den tidpunkt som ledningen har som mål stiger värdet för Blötberget till cirka 102 MSEK (enligt känslighetsanalysen ovan). Det höjer motiverat värde för Nordic Iron Ore totalt till 196 MSEK, motsvarande 0,99 kronor per aktie.

Sammantaget ger vår värderingsansats ett motiverat värde för Nordic Iron Ore på mellan 0,85 och 0,99 kronor per aktie.

Friskrivning

Jarl Securities utlåtande grundas på ekonomiska och marknadsmässiga faktorer liksom övriga parametrar samt uppgifter samt den information som funnits tillgänglig för Jarl per den 5 juni 2018. Förhållanden som lagts till grund för utlåtandet kan påverkas av efterföljande händelser. De uppgifter som lämnas i detta dokument anges enbart i informationssyfte och bör inte betraktas som någon form av rekommendationer, riktlinjer eller råd. Jarl Securities ska inte göras ansvarig för några som helst förluster som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna presentation. Utlåtandet 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 heller inte spridas till sådana personer. Utlåtandet riktar sig heller inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av utlåtandet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning. Utlåtandet baseras på för Jarl Securities tillgängliga uppgifter per den 5 juni 2018 och kan inte göras gällande vid någon annan tidpunkt. Utlåtandet får inte sammanfattas, citeras eller på annat sätt refereras till i något offentligt sammanhang utan Jarl Securities skriftliga medgivande. Kopior av, eller utdrag ur, denna rapport får ej distribueras utan Jarl Securities tillstånd till andra än Representanter för Nordic Iron Ore AB, dess styrelse, relevanta personer på Bolaget och närstående personer. Utlåtandet är underkastat svensk rätt och eventuell tvist i anledning av utlåtandet skall avgöras av svensk domstol exklusivt.

Kontakt och frågor rörande detta material ska i första hand riktas till:

Niklas Elmhammer 070-898 39 59 ne@jarlsecurities.com

Markus Augustsson 076-235 03 20 ma@jarlsecurities.com