

Nordic Iron Ore

Börsdebutant med höggradig potential

Nordic Iron Ore
First North listning
Teckna
Hög risk

- **Rätt läge för järn**
 - Infrastrukturen är ett trumfkort för Nordic Iron Ores järnmalm. Samtliga projekt finns i Ludvikaområdet med goda järnvägsförbindelser
 - Mineraltillgångar på 61 Mton - nästan dubbla Dannemora Mineral
 - Järnmalmspriserna har stabiliserats på höga nivåer kring 140 USD/ton
 - Bra produktkvalitet (67 % finslig) ger prispremie och hög marginal
- **Kittlande expansionsmöjligheter**
 - Pågående emission möjliggör borrning av Väsmanfältet med potential att mångdubbla mineraltillgångar och öka värdet betydligt
 - Mål att på sikt producera 5 Mton järnmalmsprodukt årligen
- **Smallcaps värdering 42 SEK per aktie, riskjusterat**
 - Emission och listning sker till attraktiv värdering sett till tillgångar och lönsamhetsutsikter, även givet hög risk
 - Intressant nyhetsflöde kommande år kan motivera ytterligare betydande uppvärdering

Nordic Iron Ore listas på NasdaqOMX First North i februari och går in i ytterligare en intensiv fas med målet att återöppna gruvorna Blötberget och Håksberg i området kring Ludvika, för att år 2015 producera minst 2,2 miljoner ton järnmalmskoncentrat med höga halter. Mineraltillgångar kända sedan tidigare brytning begränsar risken och en existerande järnväg ger goda logistikförutsättningar. Nya borrhprogram ska undersöka fyndigheterna mot djupet och även den del av en indikerad malmkropp som löper mellan Blötberget och Håksberg, dvs. mestadels under sjön Väsman. Där har magnetiska mätningar visat på en mycket stor potential.

Smallcap anser att nuvarande kapitalanskaffning görs till en attraktiv nivå, särskilt med beaktande av potentialen i Väsman. I samband med listningen görs nyemission på 140 MSEK för att finansiera prospektering, studier och ansökningar att utveckla bolagets järnmalmsfyndigheter i Ludvikatrakten. Emissionen genomförs till en kurs i ett intervall på 23 till 29 SEK per aktie vilket ger en värdering på 179 till 225 MSEK före pengarna, eller 319 till 365 MSEK efter pengarna.

Ett basindustriprojekt i tiden – bakgrund och sammanfattning

Nordic Iron Ore består av järnmalmsfyndigheterna Blötberget, Håksberg (för vilka bearbetningskoncession har beviljats) och Väsman samt några ytterligare prospekteringstillstånd i Bergslagen (totalt 19 tillstånd över en areal överstigande 9000 hektar).

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 gruvan lades ned 1979. Järnmalmsproduktionen låg som mest på omkring 600 000 ton årligen. Nedläggningen var en följd av de låga priserna vid den tiden och även ett resultat av att SSAB valde att fokusera på stålproduktionen. Håksberg förstatligades efter andra världskriget efter att dessförinnan varit ägd av tyska intressen. I slutet av sextioalet övertog Stora Kopparberg gruvorna som sedan övergick till SSAB innan nedläggning 1979.

Planen är att åter öppna gruvdrift under första halvan av 2015 och därefter kunna producera cirka 2,2 miljoner ton färdiga produkter årligen, vid full drift (5,5 Mton råmalm). Mycket arbete återstår för att uppfylla den målsättningen, och en första förutsättning är givetvis att emissionen lyckas och bolaget får in de cirka 130 miljoner kronor som krävs för att genomföra det kommande 1-1,5 årets verksamhetsplaner.

Som underlag för den pågående kapitalanskaffningen färdigställdes under slutet av förra året en PEA-studie (Preliminary Economic Assessment). Slutsatsen var att projektet är tekniskt genomförbart och ekonomiskt attraktivt, med ett nuvärde på ca 2900 MSEK efter investeringar men före skatt (räknat på 8 % kalkylränta). Ett investeringbehov om 2 400 MSEK är beräknat fram till driftsstart år 2015 och ytterligare 600 MSEK till full produktion.

Nedan visar vi en jämförelse mellan NIO och några andra svenska järnmalmsprojekt. Som framgår av tabellen nedan ligger NIO väl till i jämförelsen med andra nordiska järnmalmsprojekt vad järnhalt och kvalitet på produkt, vilket är bra för intäktssidan. Driftskostnaden är fördelaktig jämfört med Northland Resources men NIO ligger något högre vad gäller kapitalintensitet.

Gruvbrytning med långa anor i Blötberget och Håksberg

Förväntad återstart H1 2015

| Bolag | Nordic Iron Ore | Northland Res. | Dannemora M. |
|--|-------------------------|-----------------------|---------------------|
| <i>Projekt</i> | Blötberget, Håksberg | Kaunisvaara | Dannemora |
| <i>Kapacitet Mton/år råmalm</i> | 5,5 | 12 | 2,5 |
| <i>Kapacitet Mton/år produkt</i> | 2,2 | 5 | 1,5 |
| <i>Investeringar MSEK</i> | 3024 | 5943 | 1017 |
| <i>Järnhalt %</i> | 39% | 33% | 38% |
| <i>Drift USD/ton (bolagsuppgifter)</i> | 52 | 56 | 30,75 |
| <i>Drift USD/ton räknat på SEK/USD 7</i> | 52 | 65 | 33 |
| <i>Investeringar USD/ton och år</i> | 17 | 10 | 8 |
| <i>Järnhalt färdig prod</i> | 67% | 66-69% | 50-55% |
| <i>Mineraltillgång järn Mton (prel)</i> | 24 | 57 | 13 |
| <i>Life of Mine år</i> | 12 | 17 | 13 |

Jämförelse nordiska järnmalmprojekt.

Konkurrenskraftig produkt

NIO siktar främst på att producera finslig/pelletsfeed med en järnhalt på 67 % eller mer. Detta motsvarar en bra kvalitet vilket normalt motiverar ett prispremium i förhållande till benchmarkpriser, motsvarande ett antal USD per procentenhet. Ett vanligt benchmark är finslig/fines 62 %.

Bolaget ser även en möjlighet att även producera sinterslig ca 62 % från Håksberg. Detta är troligen i så fall en produkt riktad mot Europamarknaden, där pelletiseringskapaciteten är något av en flaskhals.

Förutsättningarna är goda ur många synvinklar

Nordic Iron Ore har flera av de goda förutsättningar som krävs för ett lyckat järnmalmprojekt. Möjligheterna att frakta järnkoncentrat via närliggande järnvägar till hamn för lastning på fartyg är mycket goda. Järnmalmprojekt är i mångt och mycket en fråga om logistik och effektivitet.

Priserna på järnmalm är på en sådan nivå att en preliminär ekonomisk studie visar på god kommande lönsamhet. I PEA-studien antogs ett marknadspris på 120 USD/ton och idag ligger priset på ca 140 USD/ton.

Det faktum att bolagets huvudprioritering är att återöppna existerande gruvor (Brownfield) gör att det finns infrastrukturella besparingar, av bolaget uppskattade till cirka 600 MSEK, jämfört med om det varit fråga om en så kallad Greenfield.

En ytterligare god omständighet är att det sannolikt går att få fram en produkt med hög Fe-koncentration vilket med tanke på prissättningssystemet bättrar på kalkylen.

**Effektiv logistik
skapar
förutsättningarna**

**Hög järnhalt i
slutprodukterna**

***Logistiken talar för
Nordic Iron Ore***

Vi behöver inte förflytta oss särskilt långt geografiskt för att finna liknande projekt som Ludvika Gruvor. Det finns en hel del paralleller till Dannemora Mineral som ju också är tidigare nedlagd gruva som är i färd med att öppnas på nytt. I likhet med Dannemora är Ludvika Gruvor belägna mycket nära befintlig infrastruktur i form av järnväg, flygplats, elnät och inom rimliga avstånd från utskeppningshamnar. På så sätt kan långa lastbilstransporter undvikas, vilket annars är en stötesten för t ex Northland Resources i Pajala som kommer att behöva transportera sin pelletsslig 15 mil enbart för att komma till järnvägen. När NIO:s produkter färdats motsvarande sträcka kan de i princip vara framme vid en potentiell utskeppningshamn, Gävle. För Northland väntas enbart logistikkostnaden uppgå till 20-25 USD/ton, vilket tar bort en stor del av skalfördelen i projektet.

Med en järnmalmproduktion på 2,2 Mton årligen kommer visserligen NIO åtminstone inledningsvis att tillhöra dvärgarna bland järnmalmproducenter globalt. Brasilianska Vale producerar över 300 Mton och nordens gigant LKAB producerar uppåt 30 Mton. De små gruvorna saknar dock knappast betydelse - enligt analysföretaget Raw Materials Group svarar producenter med mindre än 10 Mton kapacitet för 40 % av den globala järnmalmproduktionen.

Feasability-studier står på tur 2012

***Feasability bör visa
förutsättningar i
linje med PEA***

För att kunna gå vidare krävs en omfattande studie, en så kallad Feasability study för Blötberget och Håksberg. En sådan studie går igenom alla förutsättningar för projektets genomförande i termer av logistik, produkter, avsättning på marknaden, lönsamhet etc. Parallellt med detta görs en miljökonsekvensbeskrivning av projektet och en miljöansökan lämnas in. Ytterligare ett av delmålen är att redan under innevarande år genomföra provbrytningar.

Innevarande år kommer att bli hektiskt för ledningen och av bilden nedan framgår hur vi förväntar oss att händelseutvecklingen kommer att se ut. Det kommer garanterat bli några händelserika och spännande år för aktieägarna i Nordic Iron Ore.

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Bearbetningskoncession beviljad för Blötberget Koncession Håksberg beviljad, men överklagad Preliminär lönsamhetsstudie med gott resultat | Notering First North Emission 140 MSEK Feasibilitystudie BB HB Borrprogram Väsman Förstudie Väsman Provbrytning samt MKB | Planerad kapitalisering Anrikningsverk påbörjas Koncession Väsman klar Pumpning av bef gruvor PEA Väsman Miljöansökan Väsman | Anrikningsverk klart Silo, sandmagasin, övr anläggningar färdigställs Brytutrustning hyrs in Marknadsaktiviteter "Take-off" avtal | Gruvstart Leverans av färdiga järnkoncentrat till kund |
| 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |

Den pågående emissionen förväntas inbringa cirka 130 miljoner kronor efter emissionskostnader och kommer enligt bolaget att användas som följer:

Feasibility för Blötberget och Håksberg

- Blötberget och Håksberg kräver mer utveckling. Feasibility, ytterligare geologiska undersökningar samt probbrytning skall genomföras till en kostnad av cirka 56 MSEK.
- Stort borrprogram för Väsman. Målet är att kunna definiera mineraltillgångar enligt NI 43-101. Cirka 30 MSEK.
- Miljökonsekvenser ska utredas, beskrivas och definieras. Övrig projektutveckling. Cirka 7 MSEK
- Ledning och personal och administrativa kostnader cirka 23 MSEK (för 18 månader)
- Återbetalning av lån till ägare 4 MSEK.
- Buffert om 9 MSEK.

Borrprogram för Väsman

Tanken är att pengarna ska räcka fram till dess beslut fattas om gruvstart och då tar en kapitalisering vid som är betydligt större än den nuvarande. Den rundan har dock för ledning och finansiärer fördelen av att det finns en färdig feasibility samt att vi vet mer om mineraltillgångarna avseende Väsman.

Det är givetvis svårt såväl för bolaget som för oss att med precision beräkna dessa poster men de förefaller rimliga vid en jämförelse med andra gruvbolags tidigare kostnader för liknande åtgärder. Vi konstaterar även att prioriteringarna ligger i linje med vad bolaget tidigare har kommunicerat, vilket känns tryggt. En närmare diskussion kring posterna följer i senare avsnitt av analysen.

För ordningens skull bör det påpekas att bearbetningskoncessionen för Håksberg som beviljats av Bergsstaten, har överklagats. Överklagandet gällde några markägares oro över utsläpp till luft och vatten. Detta är frågor som adresseras noga i miljökonsekvensbeskrivningen och

Bergsstaten fann att inga hinder förelåg. Regeringen kommer att avgöra frågan (standardförfarande vid överklagande) och vi ser ingen anledning att tro att utfallet blir negativt.

Väsman kan förändra bilden radikalt

Under början av 2011 genomfördes geomagnetiska mätningar över Väsmansjön. Detta för att komplettera de undersökningar som Ställverksbolagen gjort från söder från land på 1960-talet och som visade på mineraliseringar. Resultatet var mycket lovande med starka magnetiska anomalier. Enligt Geovista som tolkade undersökningarna uppskattas anomalierna motsvara magnetitmineraliseringar på 600-650 Mton med en beräknad genomsnittshalt på 29 % järn. Då de magnetiska mätningarna enbart sträcker sig ned till 300 m djup och då hematit ger svag respons kan en väsentligt större fyndighet inte uteslutas. Dessa undersökningar måste kompletteras med kärnbörningar för att mineraltillgångar ska kunna verifieras och NIO planerar att investera 30 MSEK under 2012 för detta ändamål.

Om dessa i sin tur renderar i positiva resultat hamnar NIO i en annan och högre division. Mineraltillgångarna skulle kunna öka närmare flerdubbelt, kanske tiofalt och kunna bli de största bland noterade nordiska järnmalmsbolag. Detta skulle i sin tur förändra förutsättningarna radikalt och föranleda en revidering av utvecklingsplanen, med möjlighet till kraftigt ökad produktionskapacitet, ökade skalfördelar och förbättrad lönsamhet i projektet.

Bryta malm under en sjö är fullt möjligt liksom att utföra borrningar från is, pråm eller land

I samband med att bolaget i oktober 2011 presenterade resultaten av de geomagnetiska mätningarna uppkom frågor kring möjligheten att bryta malm under en sjö. Vi kan konstatera att det gjorts tidigare, dock måste brytningen anpassas. I Laisvall hade Boliden en blygruva (då Europas största) i drift fram till 2001 (då gruvan var slutbruten) som delvis bröt bly under sjön Laisan och i Lohja i Finland bryter man kalk 300 meter under sjön Lojo.

För att framöver kunna definiera Väsmanmalmen som mineraltillgång enligt NI 43-101 krävs omfattande borrningar, som är planerade att utföras inom ramen för de pengar som flyter in i emissionen. Dessa borrningar kan utföras från is eller från pråm och är alltså inte

***Väsman - potentiell
jättemineralisering***

***Omfattande
borrprogram för
Väsman***

säsongsberoende. Det går även att borra från land i den norra delen av det som definieras som exploration target.

Målsättning att öka kapaciteten till 5 Mton

Målsättningen är att på sikt öka årlig produktion upp mot 5 Mton. Det ställer självfallet helt andra krav på anläggningar och transporter. Tillgång till hamnkapacitet kommer sannolikt vara fullt tillräcklig. Järnvägstransport skulle kunna bli en flaskhals men det förs en kontinuerlig dialog med Trafikverket så vi antar att den frågan kommer att lösas med tiden. Enligt VD Christer Lindqvist så planerar man redan nu för att kunna expandera anrikningsverket. De logistiska och anläggningsmässiga förutsättningarna för expansion är således goda.

Expansion till 5 Mton fullt möjlig

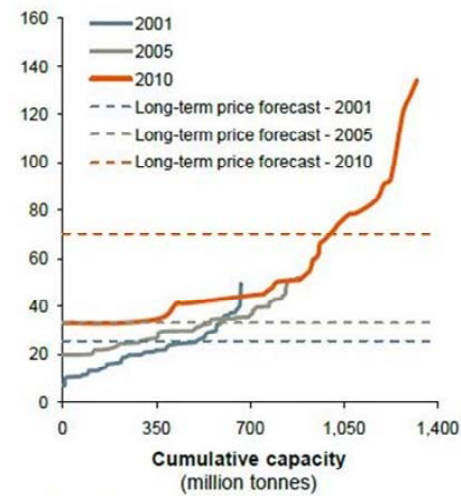
Järnmalmpriserna har stabiliserats på hög nivå

Järnmalmsefterfrågan följer av naturliga skäl stålproduktionen. Den senare har vuxit kraftigt den senaste tioårsperioden, drivet av industrialiseringen i det stora landet i Östasien. Expansionen väntas fortsätta det kommande decenniet, även om de flesta bedömare tror att takten minskar till 3-4 % från 6-7 %. Brist på skrot i länder som Indien gör att järnmalmsefterfrågan kan växa något snabbare.

Fundamenta ser alltså starkt ut på järnmalmsmarknaden. För närvarande råder det ett underskott. Detta kommer sannolikt dock att matchas av ett stigande utbud de kommande åren, uppåt 700 miljoner ton i nya järnmalmsprojekt världen över planeras på några års sikt (Källa: Raw Materials Group), även om projektförseningar är mer regel än undantag. Högre produktionskostnader framförallt för marginalproducenter ger ett tryck uppåt på priset. Det är också ett välkänt faktum att många av de minst effektiva högkostnadsgruvorna finns i Kina, som står för halva järnmalmsefterfrågan för närvarande. Det är därför sannolikt att "golvet" för järnmalmspriset har stigit påtagligt det senaste decenniet.

Fortsatt hög efterfrågan på järnmalm väntas

Iron ore cost curve
(US\$/t, 62-63% Fe, CIF China equivalent basis)



Note: Includes seaborne traded and China domestic.
Source: Macquarie Research.

Platts IODEX
(62% Fe, \$/dmt, CFR North China)



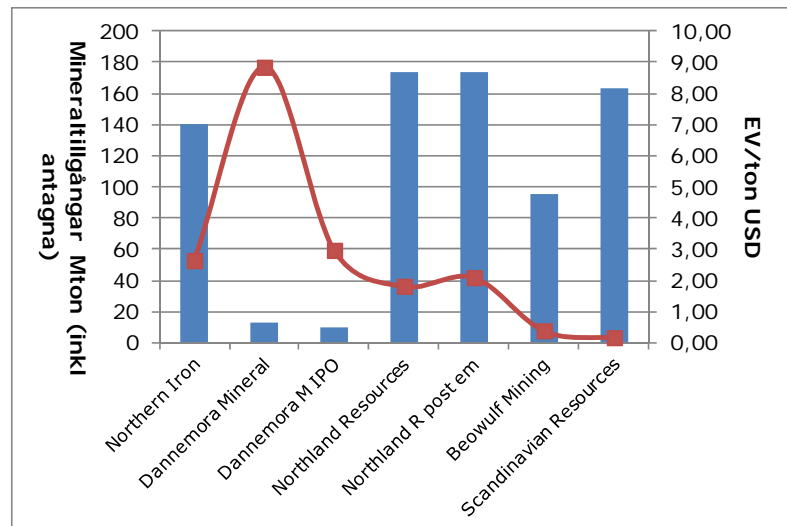
*Kostnadskurva för järnmalm och spotpriset för järnmalm (fines 62 %).
Källor BHP Billiton och Rio Tinto.*

Spotpriset har svängt en hel del det senaste halvåret men har återhämtat sig något från den kraftiga nedgången under senhösten till under 120 USD/ton till dagens nivå kring 140 USD/ton.

Låg värdering i förhållande till sektorn

Hur värderas järnmalmstillgångar? Noterade nordiska järnmalmsprojekt handlas till ett Enterprise Value (EV) på ca 2,8 USD per ton mineraltillgångar (järnmalm) enligt våra beräkningar. Spridningen är dock stor mellan Scandinavian Resources ca 0,2 USD/ton och Dannemora Mineral på knappt 9 USD/ton. Detta reflekterar i hög grad i vilken fas respektive projekt befinner sig i. Urvalet är relativt begränsat och värderingen har pressats i flera bolag det senaste halvåret, exempelvis har kursen i det förmodat största projektet Northland Resources tyngts av oro för en överhängande större nyemission (som nyligen också har bekräftats).

Attraktiv värdering av tillgångarna



Jämförelse mineraltillgångar (blå stapel) och värdering per ton (röd kurva) för nordiska järnmalmprojekt.

Räknat på en noteringskurs på 26 SEK värderas Nordic Iron Ore till 1,3 USD/ton sett till Blötberget och Håksberg. Detta ger en värdering i lägre delen av intervallet. En viss rabatt jämfört med snittet kan vid en första anblick synas motiverad, bland annat eftersom bolagets resurser ännu inte har klassificerats som mineralreserver och miljötillstånd inte ansökts/erhållits ännu. Men värderingen framstår ändå som låg i synnerhet med hänsyn till expansionspotentialen i Väsman. Om vi antar att Väsman kan definieras som mineraltillgång på 644 Mton @ 29 %, i enlighet med modellen i Geovistas tekniska rapport, och räknar in fyndigheten i mineraltillgångarna skulle NIOs värdering sjunka väsentligt, till 0,2 USD per ton.

Värdering av Blötberget och Håksberg

PEA-studien för Blötberget och Håksberg var mycket i linje med våra förväntningar avseende lönsamhetspotential. En förväntad driftskostnad på 52 USD/dmt står sig väl i konkurrensen, i synnerhet med tanke på att det rör sig om underjordsbrytning.

Baserat på nedanstående antaganden beräknar vi ett DCF-värde för Blötberget och Håksberg till 620 MSEK efter skatt.

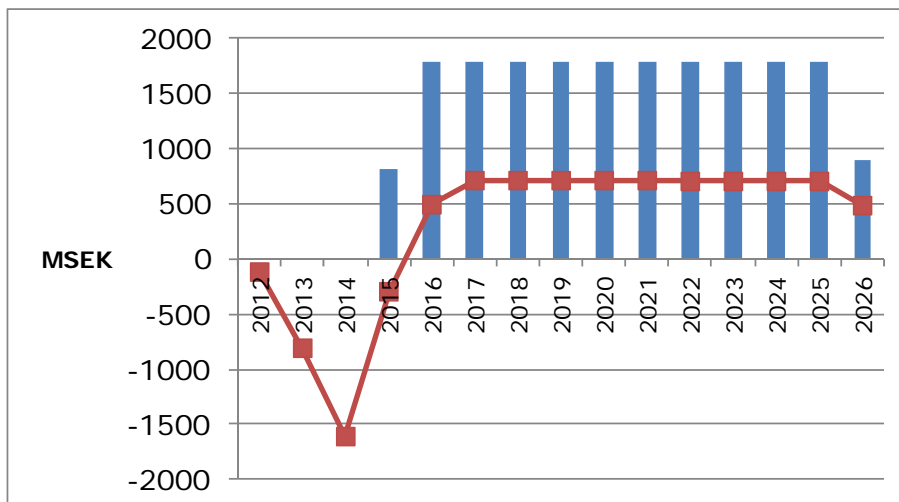
- Produktion ca 2,2 miljoner ton
- Ett erhållet järnmalmpris på 120 USD/ton beräknat på produkt fines 67 %
- Driftskostnader (inklusive administration och royalty) på ca 52 USD/ton

Produktion 2,2 Mton i Blötberget och Håksberg

- Investeringar på ca 3,5 miljarder SEK över livstid
- Produktionsstart 2015, livslängd 13 år
- En diskonteringsränta på 11 %

Den diskonteringsränta vi valt är högre än vad som använts i PEA-studien (8%). Sänker vi denna till 10 % stiger värdet till ca 800 MSEK.

De indikerade investeringsbehovet i PEA-studien var högre än förväntat och bedöms ligga på ca 3 000 MSEK fram till full produktion. Framför allt investeringarna i anrikning sticker ut något enligt vår bedömning även om vi inte har dessa nedbrutna i detalj. Detta kan tyda på att bolaget tar viss höjd i sina investeringsplaner för att underlätta framtida expansion i t ex Väsman och att "kapitalintensiteten" eller investeringsbehovet per enhet i Blötberget/Håksberg är lägre än vid en första anblick.



Intäkts- (stapel) och Free Cash Flow-prognoser (linje) (MSEK) för Blötberget och Håksberg

Sjösättning av Väsman mångdubblar potential

Väsmanfyndigheten definieras för närvarande som ett Exploration Target, dvs. uppskattning av tonnage och halter är av konceptuell karaktär och baserad på geofysiska undersökningar. Detta påverkar naturligtvis en värdering, som dessutom försvåras av att osäkerheten kring storlek, kvalitet och brytbarhet är stor i denna tidiga fas. Inte desto mindre är fyndigheten av sådan storlek att den blir omöjligt att bortse från när det gäller bedömningen av NIOs potential.

Vi har utgått från mineraliseringen på 644 Mton med 29 % järnhalt och antagit att denna kan omvandlas till brytbar

mineral tillgång. Med enkel och preliminär kassaflödesvärdering har vi beräknat ett värde på 350 MUSD eller drygt 2400 MSEK efter skatt, med en diskonteringsränta på 11 %. Vi har antagit att en 65 % -ig järnmalmsprodukt kan utvinnas, i likhet med Ställbergsbolagets provbrytning, till en kalkylerad kostnad om 46 USD/ton.

Väsman kan lyfta produktionen till 5 Mton?

Vi har då räknat med en kapacitet på ca 2 Mton som successivt trappas upp till 4 Mton när Blötberget och Håksberg är utbrutna. Vi har antagit att investeringar om ca 4 400 MSEK kommer att behövas för att nå full produktion, varav 2500 MSEK till gruvstart. Gruvans livslängd kan potentiellt bli mycket lång och uppgå till flera decennier. I prospektet anges en ambition om expansion till 5 Mton, dvs. högre än vi antagit. Detta skulle kunna förbättra lönsamheten ytterligare jämfört med vår kalkyl även om större investeringar sannolikt skulle krävas.

Utsträckning mot djupet kan innebära väsentligt större mineralisering

Modellen över mineraliseringen enligt den geomagnetiska undersökningen sträcker sig endast till 300 m djup. I södra Håksbergsfältet kan mineraliseringen följas ned till 900 meters nivå vilket antyder att Väsmanfältet kan gå djupare än vad den magnetiska undersökningen kan mäta. Det skulle kunna indikera en väsentligt större mineralisering, även om inte hela mineraliseringen ovan 300 m anses som brytbar på grund av sjöbotten ovan.

Att fyndigheten till stora delar ligger under en sjö bidrar till större osäkerhet än normalt om brytning av mineraliseringen kan ske och i vilken omfattning och även kring lämplig brytningsmetod (skivrasbrytning är sannolikt inte möjlig). Denna osäkerhet gäller givetvis även driftskostnader och investeringsbehov. En konceptuell studie kommer att utföras under året i samband med borrningar för att utreda de övergripande förutsättningarna, och kan bidra till att minska antalet frågetecken.

Stark potential i projektportföljen

Nedan sammanfattar vi vår värdering av Nordic Iron Ore. För att ta hänsyn till att projekten är i relativt tidig fas, i synnerhet Väsman, har vi valt att riskjustera vår värdering. Vi har således angivit en sannolikhet till gruvstart på 33 % för Blötberget/Håksberg och 10 % för Väsman. Vi får ett värde på ca 42 SEK per aktie med denna ansats.

Riskjusterat värde 42 kronor per aktie

| | Mineraltillgång Mton | Exp target Mton | DCF MSEK | Risikfaktor | Riskjusterat värde MSEK | EV/ton USD | Per aktie SEK |
|-------------------------------------|-------------------------|--------------------|-------------|-------------|----------------------------|---------------|------------------|
| Blötberget, Håksberg | 24 | | 621 | 33% | 205 | 1,27 | 15,1 |
| Väsman | | 185 | 2390 | 10% | 239 | 0,19 | 17,6 |
| Total | 24 | 185 | 3011 | | 444 | 0,31 | 32,7 |
| Kassa efter emission | | | | | 125 | | 9,2 |
| Aktieägarvärde | | | | | 569 | | 41,9 |
| # aktier e utspädning (miljoner) | | | | | | | 13,57 |

Smallcaps riskjusterade värdering av Nordic Iron Ores projektportfölj

Förutom projektutvecklingen är den enskilt viktigaste faktorn för värderingen järnmalmspriset. Vi har räknat med ett marknadspris på 120 USD/ton i våra modeller vilket motsvarar ett produktpris på 120 USD/ton för Blötberget och Håksberg och 110 USD/ton för Väsman. Kalkylerar vi istället med dagens spotpriser på järnmalmsmarknaden på ca 140 USD/ton stiger värdet betydligt till ca 74 SEK per aktie.

Vi anser att värderingen i vårt grundscenario ovan är relativt konservativ, men att den stämmer rimligt väl överens med hur liknande tillgångar värderas på börsen idag. Riskviljan fluktuerar över tiden och för närvarande missgynnas prospekteringsbolag vilket pressar värdet på tillgångarna (möjligen med undantag för guldbolag). Den andra sidan av myntet är att detta indikerar en stor potential vid framsteg i projektutvecklingen. Om planerad prospektering i Väsman under året kan visa på mineraltillgångar i linje med vad de geomagnetiska undersökningarna indikerade finns ett betydande utrymme för uppvärdering. Med bekräftade mineraltillgångar och beviljad bearbetningskoncession borde det finnas anledning att höja riskjusteringsfaktorn till samma nivå som för Blötberget och Håksberg och vårt motiverade värde skulle då stiga till ca 1100 MSEK eller 82 SEK per aktie.

Enligt vår bedömning noteras NIO till en värdering som, lågt räknat, i princip motsvarar det riskjusterade värdet av enbart Blötberg och Håksberg. Expansionspotential i Väsman eller i övriga tillgångar blir med detta synsätt en "gratisoption".

Attraktiv värdering och många triggers talar för bra start på börskarriär

Prospekteringsbolag är högriskinvesteringar med stora kapitalbehov, där projektrisker är svårbedömda och finansiering kan inte alltid erhållas när det passar och till

Stor uppsida i värdering vid framgångsrik prospektering

***En händelserik tid
väntar för Nordic
Iron Ore***

rimliga villkor. Det som lockar är givetvis den ökade hävstången jämfört med att investera direkt i metallen.

Vad gäller Nordic Iron Ore är en jämförelse med Dannemora Mineral naturlig då projekten har många beröringspunkter. Dannemora står på tröskeln till gruvstart även om utvecklingen tagit längre tid än ursprungsplanen. Sedan listningen 2007 har Dannemora Mineral tagit in 650 MSEK i eget kapital och värderas i dagsläget ca 100 MSEK högre. Säkert är detta inte fullt så bra avkastning som de som investerade i emissionerna hoppats på men det slår ändå börsen i stort under samma period.

Vad talar för att NIO kan få en bättre börskarriär? Som vi pekat på ovan ser vi många fördelar för NIOs projekt framför Dannemora, i form av större tonnage, bättre produkt som betingar ett högre pris och större expansionspotential. Dessutom har NIO en som vi ser det mer attraktiv värdering i utgångsläget. Investeringsbehovet är dock samtidigt större.

***Mer finansiering
kommer att bli
nödvändig***

En ny finansieringsrunda kommer säkerligen att genomföras efter att miljötillstånd erhålls (planen är första halvåret 2013). Totalt är det nog rimligt att räkna med att NIO kommer att behöva ta in 1-1,5 Mdr SEK i eget kapital innan produktion kan inledas. Även om potentialen är betydande är detta ett basindustriprojekt av stora mått och det kommer att krävas skicklighet av ledningen om projektet ska kunna sjösättas enligt plan. Det finns inga garantier, men NIO har som vi bedömer det starka förutsättningar i form av ett gediget projekt och en erfaren och kompetent ledning och styrelse. Detta tillsammans med en låg värdering och många potentiella kurskatalysatorer det kommande året gör aktien till en attraktiv investering för nya aktieägare och uppväger den höga risken.

Potentiella triggers det kommande året är framför allt om bolaget får positiva utfall på följande punkter

- Borrningar och konceptuell studie av Väsmanfältet
- Feasabilitystudie och provbrytning Blötberget och Håksberg
- Tillståndsprocessen, med inlämnad miljöansökan under 1 kv. 2012 (därefter 12-15 månaders behandlingstid) och fastställd bearbetningskoncession för Håksberg.

**Liknande
järnmalmsprojekt
värderas till flera
miljarder inför
gruvstart**

Att sja om vad NIO kan bli värt på några års sikt försvåras av att förutsättningarna är föränderliga beroende bland annat på utfall i prospektering vilket snabbt kan föranleda reviderade planer. Kanske kan en ändå ledtråd ges av Northland Resources som genomför en slutfinansiering för Kaunisvaara. Storleken på det projektet är i samma härad som NIO kan hamna om utvecklingen blir lyckosam i såväl Blötberget/Håksberg som Väsman. Vägen dit för NIO är fortfarande lång, och kommer i så fall att innebära en eller flera kapitalanskaffningar med en utspädning vars storlek (och därmed påverkan på värde per aktie) i dagsläget är osäker, men som jämförelse ligger Northlands värdering idag på ca 4 Mdr SEK.

Nuvarande och tillkommande ägare

Den nya ägarbildningen är såklart beroende av utfallet av emissionen men vi kan konstatera att nuvarande huvudägare tillsammans kommer att fortsätta äga minst 39,4 procent. För närvarande äger BTAB strax över 25 procent, Kopparberg Mineral 23,6, Archelon Mineral 21,4 och VD Christer Lindqvist 5 procent. Det finns för närvarande 35 olika ägare. Vi förutsätter att bolaget kommer uppfylla de spridningskrav som marknadsplatsen ställer. För övrigt är det säkert ingen slump att man valt ABG Sundal Collier för att genomföra emissionen. Mängden nya intressanta investeringsobjekt i Norge (inom gruvindustrin) är begränsad, särskilt i jämförelse med tillgången på kapital.

Lock-ups tyder på stark egen tro och stärker förtroendet

Lock-up är positivt

Det finns glädjande nog Lock-ups som binder huvudägarna i 12 månader från första handelsdatum. Ser vi på hur planen är lagd för innevarande år så har vi redan tidigare konstaterat att bolaget står inför en händelserik tid där många svar kommer att ges. Att det under den tidsperioden finns en lock-up tyder på nuvarande ägares stora tillförsikt inför utsikterna att lyckas. Bra där, säger vi på Smallcap.

Extra viktigt med bra styrelse i gruvutveckling

Likt i de flesta bolag är det viktigt med en kvalificerad styrelse men i den verksamhet där Nordic Iron Ore befinner sig är det med all säkerhet än viktigare än i normalfallet. VD **Christer Lindqvist** är bergsingenjör och har en lång erfarenhet av industriprojekt. Christer har varit involverad i utvecklingen av Dannemora Mineral, som ju startar järnmalmsbrytning inom kort. Ordförande är **Ulf Adelson**,

känd för de flesta som politiker, fd landshövding och senast styrelseordförande för SJ. **Anders** och **Jonas Bengtsson** representerar en av storägarna, BTAB och har en lokal förankring och stor entreprenöriell erfarenhet.

Per Storm kom in styrelsen i samband med att han tillträdde som VD för Kopparberg Mineral. Storm är bergsingenjör och har tidigare varit VD för Raw Material Group och har djup kunskap om gruv- och prospekteringsverksamhet, samt företräder en av huvudägarna. **Thomas Jansson** har förutom en lokal anknytning, arbetat många år inom KPMG i olika funktioner, bland annat auktoriserad revisor. Slutligen finner vi **Lars-Göran Ohlsson** som även han är bergsingenjör samt fd VD för Dannemora Mineral. Ohlsson har bland mycket annat varit VD i LKAB prospektering AB, och får anses som mycket kvalificerad.

Sammantaget finner vi att styrelsens sammansättning utan tvekan är mycket väl lämpad för att utveckla och driva Nordic Iron Ore.

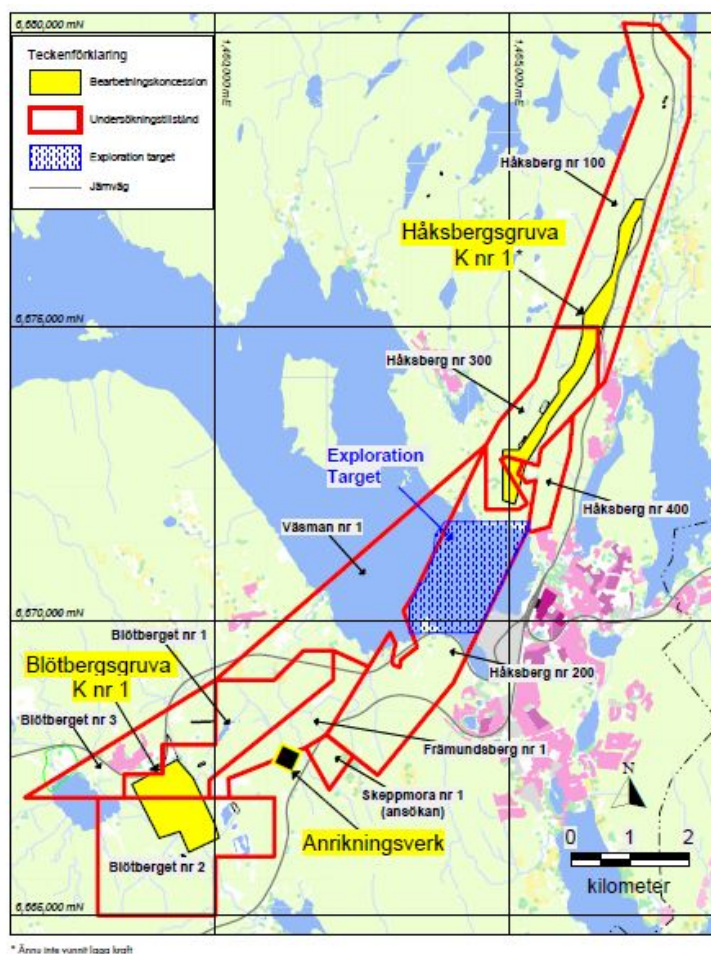
Översikt över malmhanteringen från gruva till hamn

Bilden nedan visar Håksbergsgruvan i den norra delen av området som (vad som är känt idag) utgör ett 2,5 mil långt stråk där järnförekomsten är riklig. Längst ner till vänster (söder) återfinns vi Blötberget.

Mellan de båda före detta gruvorna återfinns vad som idag benämns Exploration Target och som till stor del återfinns under sjön Väsman. I oktober 2011 meddelade Nordic Iron Ore att de via geomagnetiska mätningar har starka indikationer på en större fyndighet, motsvarande hela 600-650 Mton. Detta trots att geomagnetiska mätningar endast mäter ner mot 300 meters djup.

Väl sammansatt styrelse och ledning

**Vi upprepar:
Logistiken är viktig**



* Ännu inte väsentlig lagga kraft

Skeppmora nr 1 är det senaste undersökningstillstånd som bolaget har sökt och det skedde så sent som i början av innevarande år. Det är också i närheten av Skeppmora som anrikningsverket planeras, dvs i närhet till Blötberget. Under tiden som anrikningsverket byggs upp kommer de gamla gruvschakten att pumpas eftersom de är vattenfyllda för närvarande. De rymmer ungefär 5 miljoner kubikmeter vardera och med angiven pumptakt kommer det att ta nästan ett år att pumpa torrt.

Den malm som kommer från Håksberg transporteras via Ludvika (se järnvägssträckning på kartan) och ner till Skeppmora för anrikning.

Anrikningen beräknas ske i två olika produktionslinjer, en för varje gruva/malmsort. Efter flotation, som kommer att vara gemensam för båda produktionslinjerna, avvattnas den färdiga produkten och transporteras till en silo i anslutning till järnvägen. Transport sker därefter till hamn, Gävle eller Oxelösund i första hand.

Sammanfattningsvis finns det mycket som talar för att en investering i Nordic Iron Ore kommer visa sig bli lönsam och vi ser erbjudandet som attraktivt. Risken är hög men enligt vår bedömning lägre än många andra gruvprojekt i motsvarande fas. Logistiken är till stora delar på plats och investeringsbehovet hanterbart enligt vår bedömning. Bolaget har en stark styrelse och ledning med bra track record från liknande projekt vilket stärker förutsättningarna att driva Ludvika Gruvor i hamn.

Ansvarsbegränsning

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

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

Smallcap.se/Smallcap.se AB

Disclaimer

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

Intressekonflikter

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

-annonsering via banners och utskick

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

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

Smallcap.se lämnar inte investeringsråd

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

Källor

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

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

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