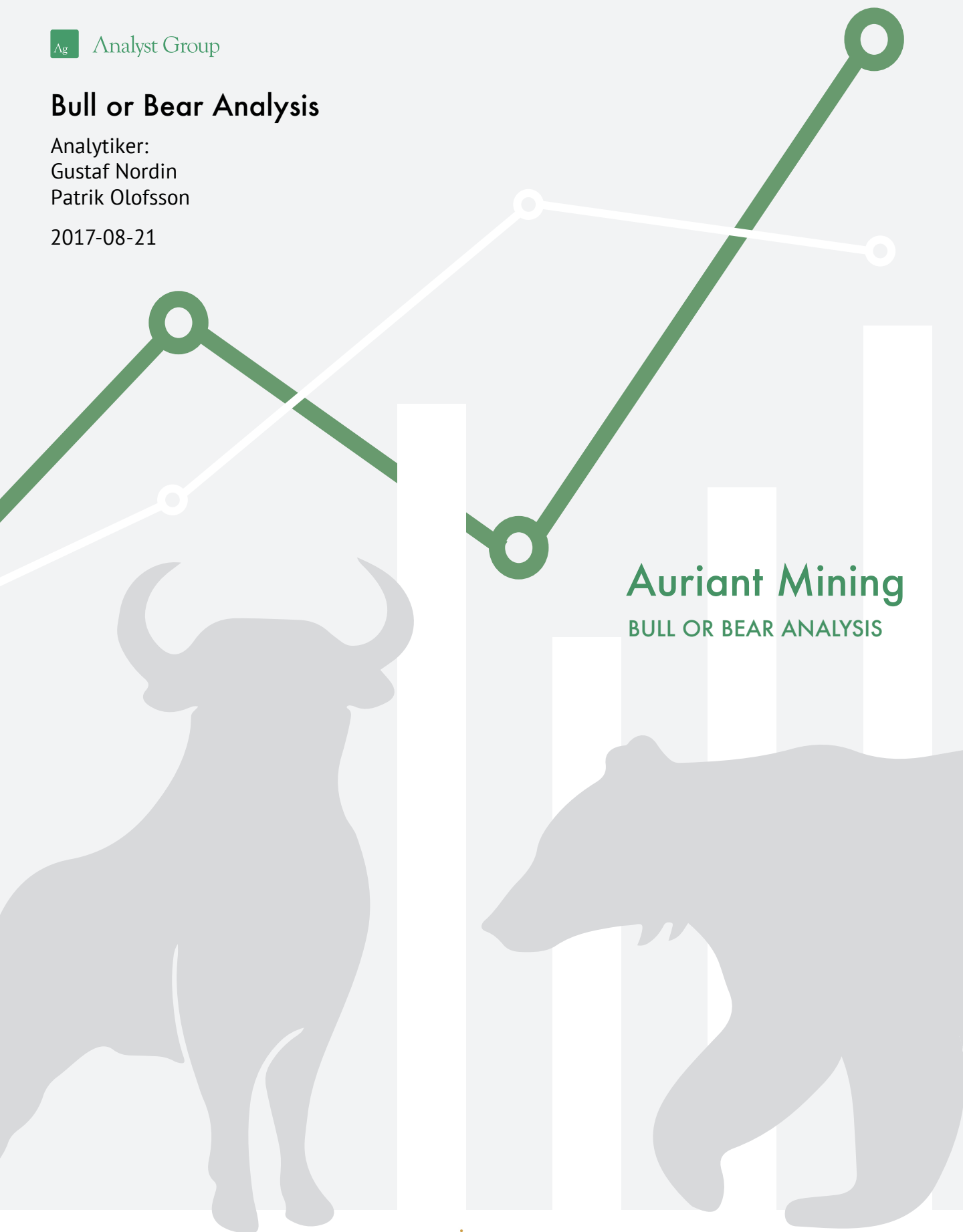


Bull or Bear Analysis

Analytiker:
Gustaf Nordin
Patrik Olofsson

2017-08-21



Auriant Mining

BULL OR BEAR ANALYSIS



AURIANT
MINING

Introduktion



Analyst Group



Värde drivare



Historisk Lönsamhet



Risk

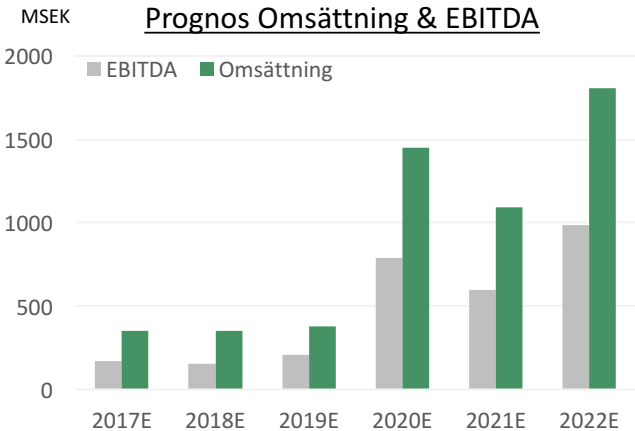


Ledning & Styrelse

För en mer utförlig förklaring av branschspecifika termer som presenteras löpande i texten, hänvisas läsaren till bilaga III.

- » **Mineralreserver motsvarande 51 ton guld i internationell standard.** Enligt forskning av S. Heneley (2004) är mineralreserver likt Auriant's i nivå med internationell standard, mätmetoderna GKZ och JORC bedöms likvärdiga. Därtill är Bolagets gruvor belägna i geografiskt stabila områden med välfungerande infrastruktur.
- » **Emission om 178 MSEK stärker den finansiella ställningen och möjliggör investeringar i ny och mer effektiv utvinningsteknologi.** Debt/Equity-ratio bedöms uppgå till 3x efter emission, jämfört med dagens ratio om 17x. Vidare bedömer Bolaget att ny utvinningsteknologi kan ge en utvinningsgrad om 90 %, till skillnad mot dagens 60 %, något som sänker kostnader och förlänger livslängden av gruvan.
- » **Auriant kan nå en produktion om 5 ton guld 2022.** Baserat på bolagets nuvarande utvinning om 1 ton guld per år i Tardan och produktionsmål om 2 ton i Kara-beldyr och Solcocon 2022. I ett bullscenari, där marknadspriserna fortsatt är gynnsamma, bedöms EBITDA uppgå till 983 MSEK 2022.
- » **NPV värdering på framtida produktion indikerar en uppsida om 109 %.** Förutsatt att Auriant levererar enligt den uppsatta investeringsplanen, producerar enligt prognos och att marknadspriser inte gör allt för stora skiften, bedöms summan av bolagets framtida produktion resultera i en indikativ uppsida om 109 % år 2022.
- » **Verksamheten präglas av valuta och råvaruprisrisk.** Detta innebär att förutsättningar och utsikter snabbt kan förändras, trots att bolaget bedriver verksamheten enligt plan. I ett bear-scenari bedöms tillgångarna, genom NPV-värdering, uppgå till 145 MSEK.

ANALYTIKER	
Gustaf Nordin	gustaf.nordin@analystgroup.se
Patrik Olofsson	patrik.olofsson@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Riddargatan 35 114 57 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se
Auriant Mining	
Aktiekurs	2.39
v. 52 högsta / lägsta	14.90
Antal aktier	17 802 429
Börsvärde (MSEK)	43,2
Nettokassa (MSEK)	717,9
EV (MSEK)	760,5
Sektor	Gruvbolag
Lista / kortnamn	Nasdaq First North/AUR
Kvartalsrapport 3 2017	2017-11-30
UTVECKLING	
1 månad	-0,42 %
3 månader	- 36.27 %
1 år	-76.45 %
YTD	- 67.03 %
HUVUDÄGARE	
Bertil Holdings	52.3 %
Svea Lands S.A	7.0 %
Plotek Bernt	3.5 %
Avanza Pension	3.2 %
UBS Client Holdings	2.5 %
LEDNING	
Verkställande Direktör (VD)	Sergey Ustimenko
Styrelseordförande	Peter Daresbury



Värde drivare



Innehåll

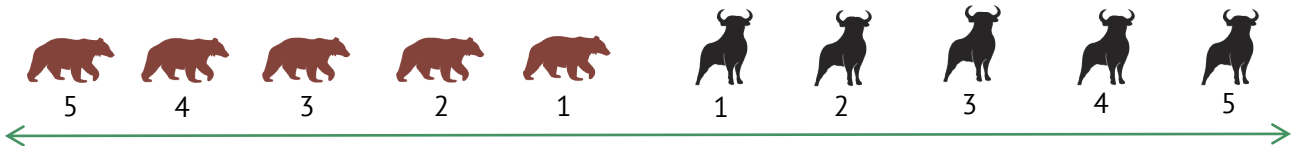
Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5-6
Finansiella prognoser och värdering	7-8
Bull & Bear	9
Rating & VD-intervju, Sergey Ustimenko	10
Ledning & Styrelse	11
Bilagor	12-15
Disclaimer	16

Förtydligande av rating

Analyst Groups "bull and bear"-system syftar till att kort illustrera hur vi ser på utsikterna för ett bolag att lyckas i framtiden. Här så vägs både historiska faktorer och händelser som ligger i framtiden in. Skalan går från bear 5, vilket är det sämsta betyget, till bull 5, vilket är det bästa. Där bear 5 innebär att det är mycket lite som talar för att ett bolag ska lyckas inom det området i framtiden, baserat på historisk data och hur detta förhåller sig till framtiden. Och bull 5 innebär således att det är väldigt mycket som talar för att ett bolag ska lyckas i framtiden, baserat på dess historik.

Lägsta betyg

Högsta betyg



Bolagsbeskrivning

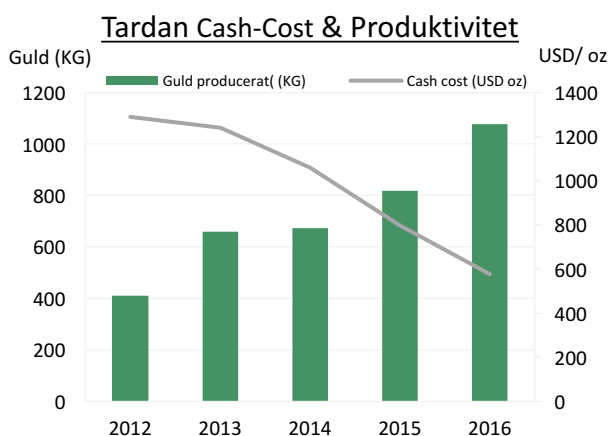
Auriant Mining ("Auriant" eller "Bolaget") är en producerande *junior gold miner* noterad i Sverige och aktiv i Ryssland. Bolaget förfogar över fyra licenser på ryska gruvområden, varav en är i full produktion och två i uppbyggnadsfas. Majoriteten av produktionen sker genom *hard rock mining*, en utvinningsteknik kompatibel med "CIL-teknologi" (se s. 15). Bolaget har en uttalad femårsplan om att nå 5 ton guld fram till 2022, något som innebär att verksamheten kan fortgå fram till 2030.



Investeringsidé

Befintlig produktion av 1 ton guld lägger grunden för lönsamma gruvor framgent.

2016 uppnådde Auriant en betydande milstolpe med 1 ton guld producerat årligen. Produktionen, som är hänförlig till den aktiva gruvan Tardan, utfördes med fallande *cash-cost*. Bolaget har därmed lyckats nå gruvans målproduktion samtidigt som kostnaden per producerad oz sjunkit (se s. 8). Detta ger Auriant *Proof of concept* vilket nu ska appliceras på ytterligare potentiella gruvor i form av Kara-Beldyr och Solcocon.



Redovisade mineralreserver i nivå med internationell standard.

Auriant har historiskt redovisat stora delar av sina mineralreserver enligt det Sovjetiska systemet (GKZ). Enligt forskning (se s. 6) är det Sovjetiska klassificeringssystemet av mineralreserver mer proaktivt mot att eliminera osäkerhetsfaktorn i bedömningsprocessen, i jämförelse med internationella JORC. Därmed kan Auriants redovisade mineralreserver anses vara likvärdiga med internationella JORC-standarden. Med dessa beräkningsmetoder förfogar Auriant över en mineralreserv om ca 51 ton guld, vilket i kombination med ny teknologi bedöms ge en livslängd fram till 2030.

Aktuell emission om 178 MSEK stärker den finansiella positionen.

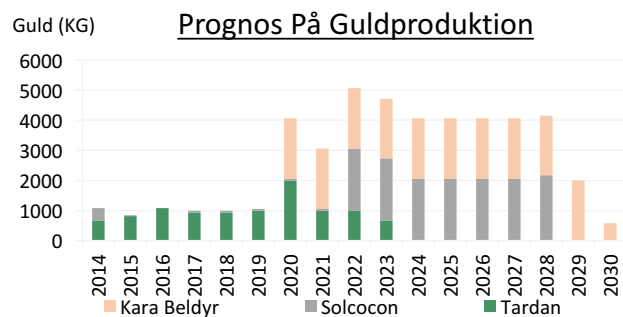
Under juni 2017 annonserade bolaget ett beslut om nyemission á 178 MSEK. Emissionen resulterar i en skuldreducering om 13 % av den belåning som bolaget åtog sig under produktionsuppstarten. Efter emissionen uppgår Debt/Equity-ratio till 3x, vilket är att jämföra med dagens 17x. En starkare finansiell ställning ger Auriant ett bättre utgångsläge till att finansiera den fortsatta expansionen av verksamheten.

Vidare avser Auriant att använda 85 MSEK till utveckling av CIL-teknologi. Bolagets egna labbtester har visat på en utvinningsgrad uppemot 90 %, vilket är att jämföra med dagens 60 %. En högre utvinningsgrad innebär en mindre mängd utvunnen mineralreserv (mot samma output) och därmed också en förlängd livslängd av verksamheten. Tabellen nedan illustrerar förhållandet:

Utvinningsgrad	90 %	82 %	60 %
Extrakostnad utifrån (90%) MSEK	N/a	-1,8	- 9,3
Cash cost MSEK	18,6	20,4	27,9
Utvunnen mineralreserv (KG)	1111	1220	1668
Guld Output (KG)	1000	1000	1000
Verksamhetslivslängd	2030	2029	2027

Auriant kan nå en produktion om 5 ton guld per år 2022.

Givet att Auriant inte producerar mer guld i Tardan än vad de kommunicerat (1 t guld årligen inkl. 1 ton guld från kvarvarande Heap Leach 2020), kommer framtida omsättningsökning härledas till produktionsuppstart av Kara-Beldyr och Solcocon. Nedan följer AG:s estimat på produktion för respektive gruva fram till 2030 då mineralreserverna bedöms vara slut (se s. 7).



NPV värdering av framtida produktion indikerar en uppsida om 109 %.

Värderingen utgår från Analyst Groups estimat på produktion, cash cost, valuta och råvarupriser. En WACC om 12,27 % är gällande, fler underliggande antaganden presenteras på s. 8.

Fundamentalt aktievärde (basscenario)	5,00
Nuvarande aktiekurs	2,39
Potentiell Uppsida/Nedsida	109 %

Verksamheten är exponerat mot flera marknadsrisker.

Auriants verksamhet är exponerat mot flera olika marknadsrisker (se s. 8). Detta innebär att gynnsamma förhållanden och utsikter snabbt kan förändras på grund av faktorer vilka bolaget inte rör över. I ett bear-scenario bedöms substansvärdet på tillgångarna 2022 uppgå till 145 MSEK.

Bolagsbeskrivning

Auriant Mining ("Auriant" eller "Bolaget") är en *junior-gold miner* noterad i Sverige med verksamhet i Ryssland (Siberiska federaldistriktet), nära Mongoliet. Bolaget förfogar över fyra gruvområden, där en gruva är i full drift (Tardan). Auriant rationaliserade sin gruvverksamhet 2010-11 genom att sälja ut den *alluviala* produktionsformen och fokuserar nu på *hard rock mining*.

Emission om 178 MSEK stärker bolagets finansiella ställning.

Gruvindustrin, och i synnerhet juniora gruvbolag, karaktäriseras ofta av en hög skuldsättningsgrad. En konsekvens av stora initiala infrastrukturinvesteringar inför produktionsstart. Mot bakgrund av detta genomför Auriant en nyemission om 178 MSEK augusti 2017. Emissionen resulterar i bl.a. en skuldreducering om 13 % av den befintliga skuldsättningen om 734 MSEK. Vidare vill Bolaget investera i installation av CIL-teknologi.

Feb
2017

Auriant når den långsiktiga målproduktionen om 1 ton guld per år i Tardan och sänker *cash-cost* till 577 USD/oz.

April
2017

Bolaget annonserar en nyemission om 329 MSEK á 89 miljoner aktier till teckningskursen 3.70 SEK

Juni
2017

Uppdaterad emissionsplan om 178 MSEK á 71 miljoner aktier till teckningskursen 2,5 SEK.
Huvudägare Haskell har åtaganden om 53.2 %.

CIL-teknologi reducerar säsongseffekter och förlänger livslängden på verksamheten.

Carbon in Leach-teknologi är en nära besläktad utvinningsmetod till Auriant's främsta metod *Heap Leach*. CIL-teknologi har uppvisat en utvinningsgrad om ca 90 % i Bolagets egna labbförsök, vilket kan jämföras med Auriant's 60 % med *Heap Leach*. Vid en högre utvinningsgrad uppstår mindre guldspill, något som resulterar i en längre livslängd på gruvan. Därtill är CIL-teknologi fri från säsongseffekter då substansen inte fryser vid minusgrader, vilket den gör i *Heap Leach*-metoden. Därmed vill Bolaget använda delar av emissionslikviden (85 MSEK) till en initial installation av CIL-teknologi i Tardan.

Tardan

Gruvan är Bolagets flaggskepp och nådde sin målproduktion om 1 ton guld 2016. Den främsta produktionstekniken i gruvan är *Heap Leach*, som också är känt för att vara säsongsbetonat. Därav produceras majoriteten av guldet i Tardan under Q2 och Q3. Området har ett väl utbyggt infrastrukturnät och är nära beläget till regionens huvudstad (Kyzyl). Således kan logistik och personalkostnader hållas relativt låga.



Solcocon

Ett område där Auriant tidigare utvunnit större mängder guld bl.a. genom *alluvial*-produktion. Mellan 2018-19 kommer Solcocon att genomgå geografiska mätningar och provborrningar, för att finna CIL-kompatibla mineraltillgångar. Givet den tidigare produktionen finns det redan ett uppbyggt infrastrukturnätverk, därtill är regionen mineralrikt och hem till Bystrinskoye (en av världens största guldgruvor). Produktion förväntas återupptas 2022, då till en produktionstakt om 2 ton guld per år.

Kara-Beldyr

Med indikerade tillgångar om 25 ton guld utgör gruvan ca 50 % av Bolagets redovisade mineraltillgångar. Kara-Beldyr har inte någon tidigare uppbyggd infrastruktur. Detta implicerar högre uppstartskostnader för gruvan. Däremot är Kara-Beldyr geografiskt nära Tardan. Således kan synergieffekter uppkomma i form av att Auriant delegerar välutbildad personal från Tardan till Kara-Beldyr och köper in material avsett för båda gruvorna samtidigt. Gruvan är kompatibel med CIL-teknologi och förväntas vara i produktion 2020 med en produktionstakt om 2 ton guld per år.

Uzhunzhul

Ett potentiellt gruvområde som genomgår sök-expeditioner efter mineraltillgångar. Auriant bedömer att det kan finnas uppemot 20 ton guld i området. Mot bakgrund av osäkerheten i dessa estimat inkluderas inga finansiella prognoser för Uzhunzhul i analysen.

Bolagsbeskrivning

Data/Gruvområden	Tardan & Greater Tardan	Solcocon	Kara-Beldyr	Uzhunzhul
Licens giltig till	1 oktober 2028	15 maj 2029	20 februari 2027	20 november 2031
Produktion 2016 (KG)	1 078	N/a	N/a	N/a
Målproduktion (ton)	1	2 (2022)	2 (2020)	(För tidigt stadie)
C1+ C2 (KG)	5 059	16 625	N/a	N/a
Messured + Indicated (KG)	4 780	N/a	25 090	N/a
Average grade (g/t)	3,9	5,2	2,7	N/a
Total mängd guldreserver i marken (KG)	9 893	16 625	25 090	(Potential) 20 000
Förväntad livslängd ¹	2023	2028	2030	(För tidigt stadie)

1. Inklusive CIL-Teknologi

Ryska klassifikationer i internationell standard.

Auriant har historiskt utvärderat gruvtillgångar i enlighet med de Sovjetiska klassifikationerna C1,C2 och P. Kara-Beldyr och mindre delar av Tardan mäts nu i enlighet med JORC, vilket också är den internationellt erkända klassificeringen. PhD S.Henley (2004) framför, i en rapport om ryska mineraltillgångar, att det Sovjetiska systemet är mer proaktivt rörande eliminering av risk än JORC. Enligt detta synsätt kan bedömningen göras att C1, C2 och P utgör lika trovärdiga estimat på guldreserver som en JORC-klassificering.

Vidare är den ryska gruvlagstiftningen formad så att en royaltyavgift måste utbetalas på det totala angivna mineraltillgångarna i marken (summerat över en gruvas totala livslängd). Av rent ekonomiska motiv tenderar därför ryska gruvbolag redovisa mineraler relativt konservativt (S. Henley 2004).

Gruvområde	Tillgångspotential Guld (KG)
Tardan	5 000
Solcocon	50 000
Kara–Beldyr	17 000
Uzhunzhul	20 000

Sammantaget innebär detta att mineralreserverna finns i marken, de geografiska förhållandena för Auriant's gruvverksamhet är gynnsamma och teknologi kan implementeras för ytterligare effektivitet.

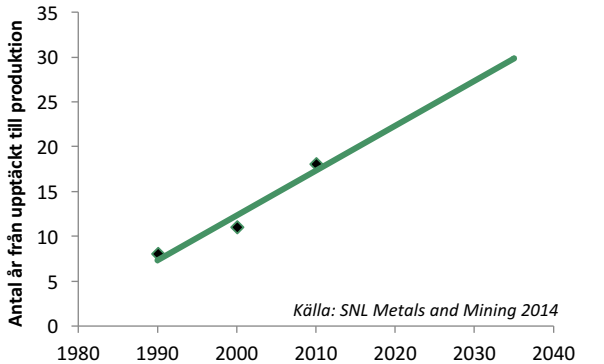
Nyfunna guldtillgångar väntas täcka endast 56 % av dagens produktion framgent.

En studie publicerad i Mining Journal (2012), sammanfattar de totalt 99 "nyfunna" tillgångsområdena med mindre än 56 ton guldtillgångar mellan 1997-2011. Om exempelvis 75 % av tillgångarna kan utvinnas, till en utvinningsgrad om 90 %, kommer dessa gruvor att endast ersätta 56 % av dagens guldproduktion framgent. Detta kan således ha en betydande effekt på utbud/efterfrågan, i positiv bemärkelse för befintliga gruvbolag.

Längre ledtider från upptäckt till produktion.

En utvärdering gjord av SNL Metals and Mining (2014) konstaterade att tiden från gruvupptäckt till produktion förlängts markant sedan 1990-talet. 2010 uppmätes en ledtid om 18 år. Fortsätter trenden i samma riktning innebär det bl.a. en ledtid om 25 år 2025. Detta utgör en möjlighet för uppvärdering av Bolag som är relativt nära produktion av nya gruvtillgångar, till denna kategori hör Auriant.

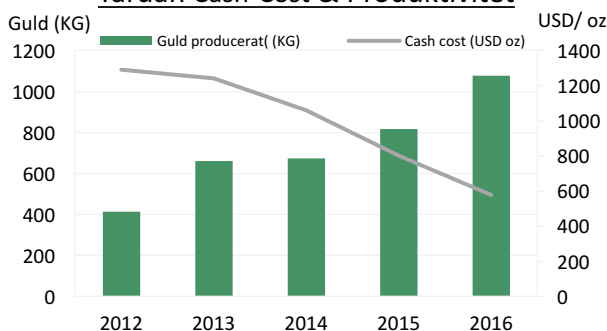
Tid till produktionsstart



Finansiella Prognoser & Värdering

2016 uppnådde Auriant sitt långsiktiga delmål om en utvinning av 1 ton guld per år i Tardan. Samtidigt har bolaget lyckats halvera sin *cash cost* under de senaste fem åren som Tardan varit i drift. Detta tyder på att Auriant har en väl fungerande produktionsstrategi.

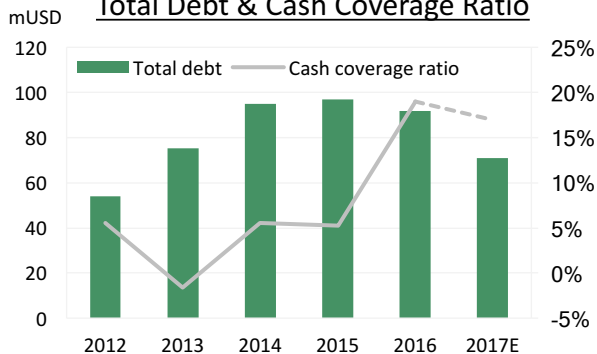
Tardan Cash-Cost & Produktivitet



Gruvbolag verkar med ändliga resurser, vilket också motiverar ledningens beslut att inte öka produktionen ytterligare i Tardan. Således bedöms de framtida omsättningsdrivarna för bolaget vara dels fler gruvor (tillväxt) och dels en högre utvinningsgrad (uthållighet).

För en *Junior gold miner* är den överhängande begränsningen, till att fortsätta utveckla verksamheten, det omfattande kapitalbehovet för investeringar som präglar industrin i sin helhet. Med en Debt/Equity-ratio om 17x 2016 är Auriant är inget undantag. I och med den kommande emissionen bedöms skuld om 93 MSEK (13 %) reduceras och en ny Debt/Equity-ratio om 3x uppnås, vilket öppnar för fortsatta verksamhetsinvesteringar i bl.a. CIL-teknologi.

Total Debt & Cash Coverage Ratio



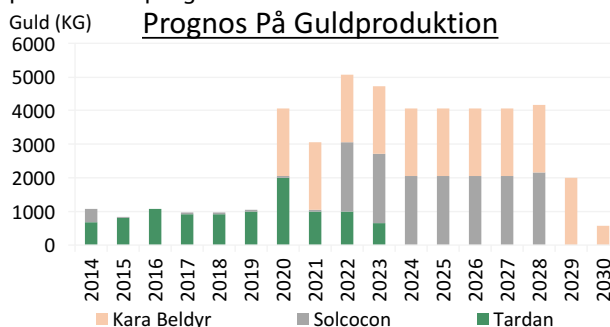
Sammantaget görs bedömningen att de finansiella och strukturella förutsättningarna är bättre än på många år. Det motiverar en förväntning om att Auriant ska lyckas leverera efter uppsatta tillväxtmål i producerad mängd guld, och förbättrad uthållighet i produktionen.

Auriant har potentialen att producera 5t guld per år 2022.

Givet att Auriant inte producerar mer guld i Tardan än kommunicerat (ca 1 ton/år + 1 ton från restmaterial av Heap leach 2020), kan endast en ökning av antalet gruvor driva guldproduktionen framgent. Detta medför också att produktionsökningen blir relativt förutsägbar.

Auriant har en kommunicerad investeringsstrategi, och inom loppet av 3 år bör Kara-Beldyr vara i drift. Kostnaderna innan produktionsstart i gruvan bedöms till 500 - 520 MSEK, enligt Bolagets prognos. Då Auriant nu producerar ett stadigt kassaflöde, genom Tardan, framstår skuldfinansiering som en möjlig finansieringslösning. Gruvan har bevisade reserver om ca 25 ton guld, produktionstakten guidas till 2 ton och givet att produktionen sker med CIL-teknologi bedöms utvinningsgraden till 90 %. Nedan följer AG:s produktionsprognos:

Prognos På Guldproduktion



I Solcocon har Auriant påbörjat en sökexpedition fram till 2019. Målet är att finna CIL-kompatibla mineraltillgångar. Produktion i Solcocon förskjuts därför i relation till Kara-Beldyr med 2 år fram till 2022. Därefter förväntas gruvan bidra med 2 ton per år. Kostnaderna inklusive sökexpeditionen bedöms uppgå till 525 - 550 MSEK (enl. Bolaget). Alla redovisade mineralreserver har reducerats med 10 %, schablonvis, avseende den osäkerhetsfaktor som infinner sig vid utvinning av guld.

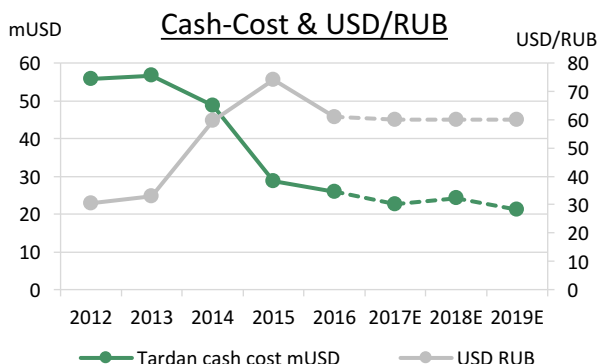
Tabellen nedan visar på sambandet mellan utvinning, och mängden guld producerat/utvunnet. En investering i CIL-teknik förväntas ge ca 90 % (från dagens 60 %) i utvinningsgrad och har därmed betydande effekt på livslängden i respektive gruva.

Utvinningsgrad	90 %	82 %	60 %
Extrakostnad utifrån (90%) MSEK	N/a	-1,8	- 9,3
Cash cost MSEK	18,6	20,4	27,9
Utvunnen mineralreserv (KG)	1111	1220	1668
Guld Output (KG)	1000	1000	1000
Verksamhetslivslängd	2030	2029	2027

Finansiella Prognoser & Värdering

Produktionskostnader i rubel ger låg cash-cost

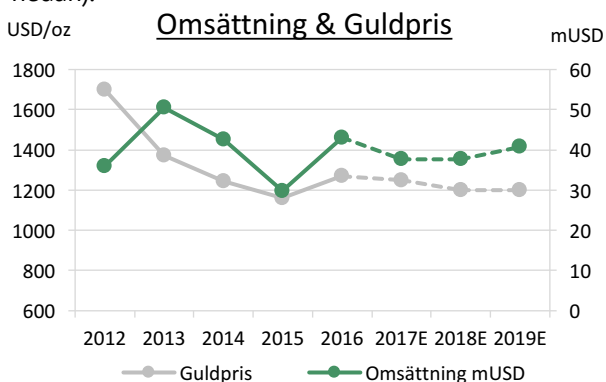
Genom bl.a. fördelaktiga valutaförhållanden har Auriant lyckats med att halvera sin *cash-cost* för Tardan. *Cash-cost* är den klumpkostnad som är direkt hänförlig till produktionen i en gruva. Denna innefattar bl.a. utvinning, bearbetning, transport och generella operativa utgifter. Grafen nedan grundar sig på AG:s egna känslighetsanalys



Diagrammet visar på motsattnsförhållandet mellan de operativa kostnaderna och förändringar i valutakursen. Tabellen visar att den positiva kostnadsutvecklingen, som Auriant presterat, till stor del varit utom Bolagets kontroll. Därmed kan en försvagning av USD/RUB innebära högre kostnader framgent för Auriant. Sambandet gäller också vid en fortsatt stigande USD/RUB, alltså att Auriant förbättrar marginalerna.

Lönsamheten är beroende av guldprisets utveckling

Som med alla gruvbolag är omsättningen och därmed implicit lönsamheten korrelerat till världsmarknadspriset på råvaran i fråga (se graf nedan).



En fingervisning i hur mycket guldpriset kan falla innan verksamheten måste avbrytas helt ges av guldpris/cash-cost. För 2016 uppgår denna kvot till 2,19x, därmed kan guldpriset mer än halveras innan dagens produktion blir olönsam.

NPV på prognos

Vid värderingen på Auriant har bl.a. en NPV-modell tillämpats, där framtida kassaflöden från redovisade mineralreserver prognostiserats och diskonterats till ett estimerat nuvärde. Eftersom detta behandlar ett bolag vars produkt är en ändlig resurs slutar nuvärdesanalysen 2030 när reserverna bedöms vara slut (se s. 7). Summan av nuvärdena utgör Bolagets teoretiska fundamentala värde.

Omsättningen bygger på mängden utvunnet guld multiplicerat med ett förväntat genomsnittligt guldpris om 1,200 USD/oz. Vidare bedöms *cash cost* stiga i takt med att fler gruvor öppnar, för att sedan succesivt avta (stordriftsfördelar). USD/RUB antas i genomsnitt till 60. Då uppstartskostnaderna för respektive gruva är relativt höga ca 500 MSEK/st. kommer CAPEX att justeras därefter. Detta resulterar i att Auriant går med förlust 2018-19, för att sedan få en exponentiell utveckling 2020 fram till 2022 (då investeringarna avtar).

En WACC om 12,27 % är gällande och bygger dels på att Auriant har omförhandlat lån till en ränta om ca 8,25 %. Vidare, till kostnaden för kapital erläggs en landspecifik premie om 14,5 % utöver en kapitalkostnad på 9,87 %, vilket är i enlighet med S. Bauerns (2010).

Fundamentalt aktievärde (basscenario)	5,00
Nuvarande aktiekurs	2,39
Potentiell Uppsida/Nedsida	109 %

Värderingen bygger på flera gjorda antaganden gällande guldpris, CAPEX, produktionstakt och kostnadskontroll m.m. Skulle något av dessa antagande falla ut annorlunda kan värderingen bli både högre och lägre.

Relativvärdering

Bolag	EV MSEK	Tillgångar (ton)	EV/Tillgångar
Auriant Mining*	826	52,4	15,7
Botnia Exploration*	187	4,5	41,5
Kopy Goldfields	108	20,74	5,2
Endomines	64	5,5	11,63
Arctic Gold	7	6,7	1,04
Medel	178,4	16,83	13,88

* Efter aktuell emission

Bull & Bear

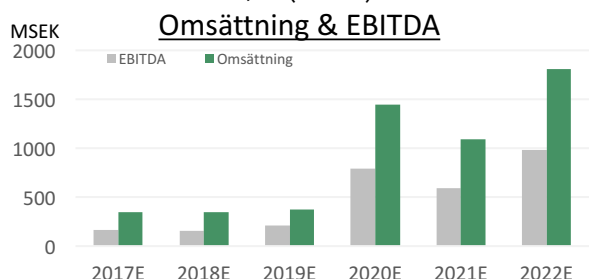
Bullscenario

I ett scenario där Auriant fortsätter att bedriva verksamhet i Tardan och skalar upp verksamheten enligt plan i Solcocon och Kara-Beldyr, bedöms omsättningen uppgå till 1,8 mdSEK 2022 utifrån ett antaget guldpris om 1,400 USD/oz. Med hänvisning till den valuta och råvarupris-korrelation uppvisad på s. 8 görs följande antagande i ett bullscenario:

Antaganden (Bull) 2022	Input
Guldpris	1,400 (USD/oz)
Omsättning	1 800 MSEK
Utvinningsgrad	90 %
Livslängd	2030
USD/RUB	65 (+ 9 %)
Cash-Cost	745 MSEK
EBITDA	983 MSEK

För att inputs och resultat ska vara gällande behöver Auriant följa den uttalade investeringsplanen. Det innebär att Kara-Beldyr kommer in i drift 2020 och Solcocon 2022. Mängden tillgångar hänförliga till bolaget bedöms vara i den redovisade mängden, med avseende på den goda internationella standarden (se s. 6). Vidare bör den pågående expeditionen resultera i guldmalm kompatibla med CIL-teknologi som genererar en utvinningsgrad i linje med de labbresultat om 90 % som uppvisats.

För att Auriant ska kunna nå en EBITDA om 983 MSEK 2022 bör inte *cash-cost* öka mer än i proportion till den mängd guld som produceras (ca 41 %) och gruvor som producerar. Med avseende på att stora delar av förbättringarna i *cash cost* varit hänförliga till förändringar i valuta (se s. 8) borde verksamheten klara av att uppfylla detta antagande. Vidare bedöms gruvorna dela på den *over head*-kostnad som hittills burits av Tardan. Omsättningen upplever en ökning 2020 till följd av dubbel produktion i övergången mellan Heap leach och CIL-teknologi i Tardan. Givet att Auriant värderas 2022 till dagens* EV/EBITDA om 4,05 implicerar det en uppsida om 291 %, diskonterat med en WACC om 12,27 (se s. 8).



Bearsenario

Auriant påbörjar den uttalade investeringsplanen men stöter på förseningar inom två år. De geografiska mätningarna av Solcocon når inte de resultat som Bolaget själva önskar och konstruktionen läggs därmed på is. Kara-Beldyr bedöms vara i produktion 2021, trots förseningar i konstruktionsfasen. Redovisade reserver anses gällande med avseende på den internationella standarden i testerna. Bear-scenariot bygger på följande antaganden:

Antaganden (Bear) 2022	Input
Guldpris	1,000 (USD/oz)
Omsättning	794 MSEK
Utvinningsgrad	60 %
Livslängd	2028
USD/RUB	40 (- 33 %)
Cash-Cost	1 087 MSEK
EBITDA	-355 MSEK

Ett Bear-scenario kommer att till stor del handla om marknadsmässiga prisförändringar (se s. 8). Mot bakgrund av *cash costs* motsatsförhållande med USD/RUB bedöms kostnadsposten stiga uppemot 46 % i jämförelse med Bull-scenariot till följd av en 33 % nedvärdering av USD/RUB fram till 2022. Vidare görs bedömningen att guldpriset faller till 1 000 USD/oz.

I ett Bear-scenario kommer verksamheten i sig självt producera mer än dagens omsättning om ca 125 MSEK, till följd av att Kara-Beldyr sätts i produktion. Däremot lyckas inte Auriant producera med lönsamhet p.g.a. missgynnsamma prisrörelser på marknaden. Mot bakgrund av detta illustreras nedan ett nuvärdes-exempel på Bolagets mineralreserver. Notera att gruvorna är licensierade, därmed kommer en rabatt att appliceras för respektive gruva och grad av bevisad mineralreserv. Rabattfaktorer härleds till studier på gruvtransaktioner gjorda under 1990-talet (S.Bauerns 2010).

Gruva 2022*	Input	Rabattfaktor	Output
Tardan & Greater Tardan	54 MSEK	44 %	30 MSEK
Kara-Beldyr	386 MSEK	44 %	216 MSEK
Solcococn	463 MSEK	83 %	79 MSEK
Summa	903 MSEK		325 MSEK
Diskonterat Nuvärde			145 MSEK

* Se Appendix II för mer utförlig information

VD-intervju, Sergey Ustimenko

Do you believe there are more recourses in the current mines than Auriant Mining is currently aware of?

Russia has well established methodology of assessment of natural resources – lets don't forget that Russia is one of the largest world mining countries as well as largest oil and gas producer. This methodology is used to make sure that assessment of natural resources is made in correct way. So, I do not think that existing resource base is under or over estimated.

Could you please describe the geographical perquisites where Auriant Mining is operative?

We operate mines and exploration assets located in the Siberian Federal district (Russia). There are no political risks specific for these regions. They are ordinary parts of the federation. It also worth to mentioned that Auriant Mining and its subsidiaries are not subject to sanctions and limitation imposed by US and some European countries starting from 2014.

Furthermore, how is the infrastructure in the area?

Some of our assets are locates in areas with well developed infrastructure and easy access to transport logistics (Tardan, Solcocon, Uzhinzhu), while Kara Beldyr is located in more remote area. During construction phase of Kara Beldyr development the company shall build up to 40 km of unpaved roads to establish supply of the mine.

Could you describe the investments that will be rolled out with the 178 MSEK from the new issue of shares?

We aim to upgrade production facilities on our Tardan mine. CIL-technology will increase recovery of gold from existing 65% up to 90% (or more). It will increase production, cash flows and life of the mine.

In which way is Tardan a success story?

Production at Tardan grew from 412 kg in 2012 to 1078 kg in 2016. We added almost 5 tonnes of resources last year and we continue to explore Greater Tardan. With upgrade in technology we will be able to further production and minelife with increased efficiency.

Will Auriant be able to replicate this story on Kara Beldyr and Solcocon?

Kara Beldyr, which is located also in Tyva will in large extend share management with Tardan. Having experience of working in Tyva with same geological type of deposit, knowledge of specifics of local labour market and infrastructure will certainly help Kara Beldyr to succeed.

Laboratory test we made last year shows that recovery from Solcocon ore can be increased up to 80 – 82% with CIL technology, which will make it a profitable mine.

What is the main risk for the company not to succeed with its desired plans?

Capital availability. We have good resources, we just need capital to develop them.

Den 17 augusti 2017

Betyg

 3	Värdedrivare	En gruva i full produktion finns på plats, verksamheten stärks finansiellt genom emission och två gruvor kan adderas innan 2022. Samtidigt vill Bolaget använda 85 MSEK av emissionen till en investering i CIL-teknik, vilket kan förlänga livslängden på gruvorna.
 3	Historisk Lönsamhet	Auriant har uppvisat lönsamma, likväl som olönsamma år historiskt. Detta är bl.a. en konsekvens av den tydliga marknadsexponering Bolaget har. Ett högre betyg hade motiverats om bolaget uppvisade en förmåga att konservera goda prestationer.
 4	Risk	Bolagets verksamhet korrelerar med flertalet marknadsfaktorer, däribland valuta (USD/RUB) och råvarupriser (guld). Detta gör att Bolaget kan komma att rapportera sämre resultat framgent trots att Bolaget presterat enligt kommunicerad plan.
 2	Ledning & Styrelse	Auriant's ledning har flera års ackumulerad erfarenhet från gruvindustrin och i synnerhet från den ryska gruvindustrin, vilket anses förtroendeingivande. Däremot saknas en spridd ägarbild i ledningen, vilket håller ned betyget.
Sammanfattning		Auriant har en kompetent ledning, stor mängd mineralreserver och tydlig framtidsvision. Samtidigt är marknadspriserna gynnsamma vilket stärker sannolikheten för att framtidsvisionerna skall uppnås. Sammantaget görs bedömningen att Bolaget är i en bättre position än på många år för att nå betydande tillväxt framgent.

Ledning och styrelse



Sergey Ustimenko

VD

Aktier: 0 st.

Optioner: 90 000 st.

Ustimenko tillträdde som VD i Auriant 2014. Ustimenko har tidigare erfarenhet från utvinningsindustrin där han bl.a. arbetat som *head of controlling* på LUKOIL. Ustimenko innehar 90 000 optioner i Auriant.



Alexander Bushnev

Finanschef (CFO)

Aktier: 0 st.

Optioner: 0 st.

Bushnev har en examen från Financial Academy of the Russian Federation i krishantering. Vidare har Bushnev 8 års arbetslivserfarenhet av revision med E&Y.



Vladimir Churin

Chefsgeolog

Aktier: 0 st.

Optioner: 70 000 st.

Churin har tidigare arbetslivserfarenhet från bl.a. Russian Federal Geological Agency och som *Exploration* manager för Nordgold. Churin har en masterexamen från Leningrad Mining Institute (nuvarande Saint Petersburg Mining Institute) i geologi.



Ekaterina Babaeva

Chefsjurist

Aktier: 235 429 st.

(Warranter): 190 000 st.

Babaeva har tidigare arbetslivserfarenhet som *Legal Advisor* på Colliers International. För tillfället arbetar Babaeva även som *Head of Legal* för Haskell Group. Babaeva innehar en juristexamen från Lomonosov Moscow State University.



Peter Daresbury

Styrelseordförande

Aktier: 0 st.

Optioner: 140 000 st.

Daresbury har en gedigen bakgrund inom gruvindustrin med tidigare VD poster på bolag som Sumatra Copper & Gold Ltd, Evraz Group S.A (Rysslands största stålproducent). Därtill har Daresbury suttit som styrelseordförande för Kazakhgold Group Ltd och Highland Gold Mining Ltd. Daresbury har för tillfället flera aktiva styrelseposter i gruvbolag. Innehar en masterexamen i historia från Cambridge University.



Preston Haskell

Styrelseledamot

Aktier: 9 314 968 st.

Optioner: 0 st.

Haskell har tidigare innehavt posten som styrelseordförande i Auriant 2012-14. Haskell är huvudägare i Auriant genom holdingbolaget Bertil Holdings Ltd och grundare av Collins International. Innehar en examen i nationalekonomi från University of South California.



Ingmar Haga

Styrelseledamot

Aktier: 0 st.

Optioner: 120 000 st.

Haga har en gedigen bakgrund inom gruvindustrin, med styrelseposter i bl.a. Finnish Mining Association 2009. Haga innehar en masterexamen från Åbo Akademi i Finland.



James P. Smith Jr.

Styrelseledamot

Aktier: 0 st.

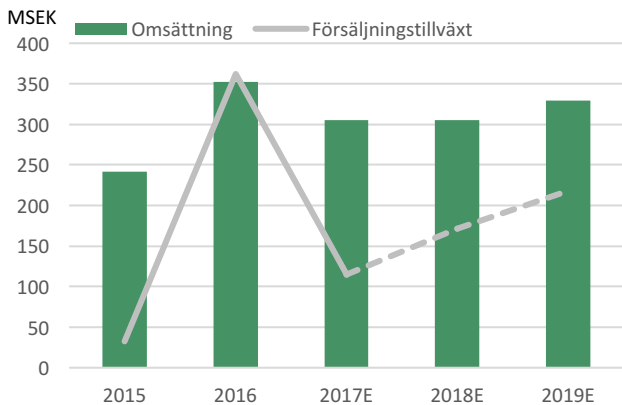
Optioner: 0 st.

Smith Jr. innehar en examen från Princeton University likväl som en examen från Stanford University Business School. Vidare har Smith Jr. flertalet år av arbetslivserfarenhet från uppdrag med McKinsey & Co.

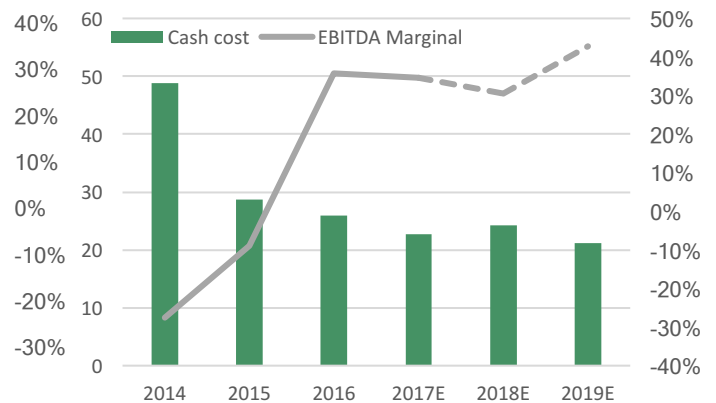
Bilaga I

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Guld Producerat oz	34722	26460	34658	31507	31507	34079	130529	98379	162679	151922	130529	130529	130529	130529	134006	64300	18685
Faktiskt sålt	33954	25698	34273	30876	30876	33397	127918	96411	159425	148883	127918	127918	127918	127918	131325	63014	18311
Andel av faktiskt sålt	98%	97%	99%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
Guld Pris USD oz	1244	1161	1269	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220	1220
Omsättning MUSD	42	30	43	38	38	41	156	118	194	182	156	156	156	156	160	77	22
Cash Cost MUSD	48,75	28,68	25,96	22,63	24,170	21,15	81,02	61,06	100,98	94,30	81,02	81,02	81,02	81,02	83,18	39,91	11,59
Over Head	5,12	3,82	2	2	2	2,16	8,29	6,25	10,33	9,65	8,29	8,29	8,29	8,29	8,51	4,08	1,18
Operating Profit	-12	-3	16	13	11	17	67	50	83	78	67	67	67	67	69	33	10
Skatt		1,1	1,3	1,17	1,03	1,56	13,34	10,06	16,63	15,53	13,34	13,34	13,34	13,34	13,70	6,57	1,91
Skatt %		-42%	9%	9%	9%	9%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Kassaflöde brutto (NOPAT)	-12	-4	14	12	10	16	53	40	67	62	53	53	53	53	55	26	8
CAPEX	3,55	0,11	2,39	10,93	39,61	33,12	30,90	30,90	9,28	8,6	7,44	7,44	7,44	7,44	7,64	3,66	1,06
CAPEX %	8%	0,4%	5%	29%	105%	81%	20%	26%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Förändring i NWC		2,88	-0,945	0,12	0,34	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27	-0,27
UFCF	-15	-7	13	1	-29	-17	23	10	58	54	46	46	46	46	47	23	7

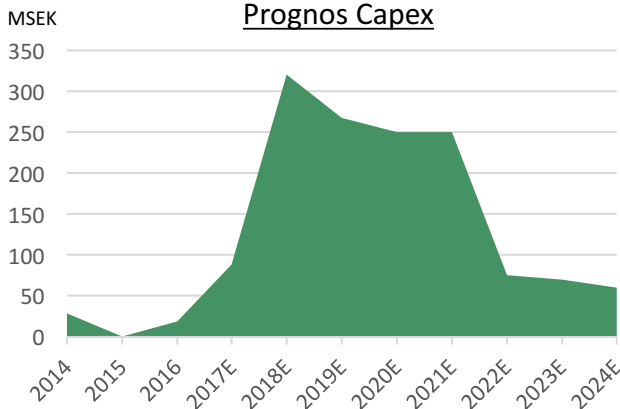
Omsättning och Försäljningstillväxt



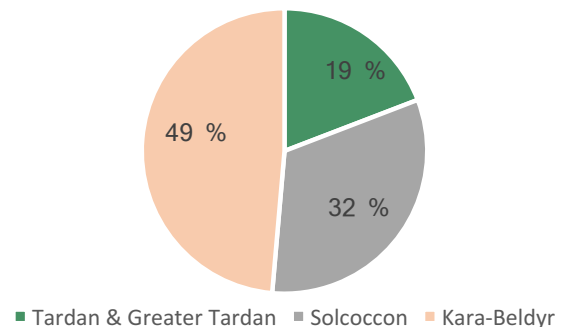
Cash cost och EBITDA-Marginal



Prognos Capex



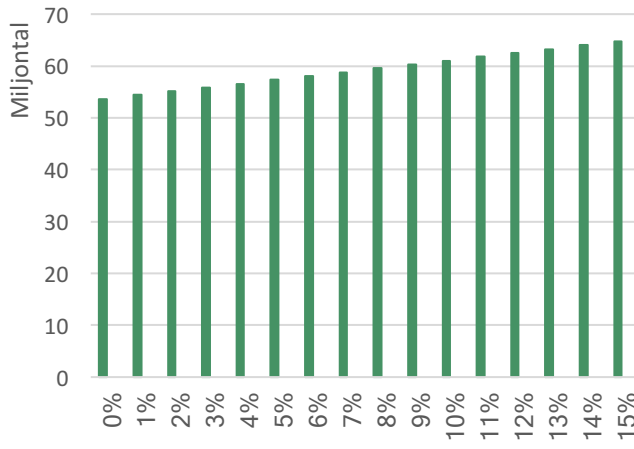
Fördelning av Mineralreserver



Bilaga II

NPV graf för respektive gruva och förändring av guldpris.

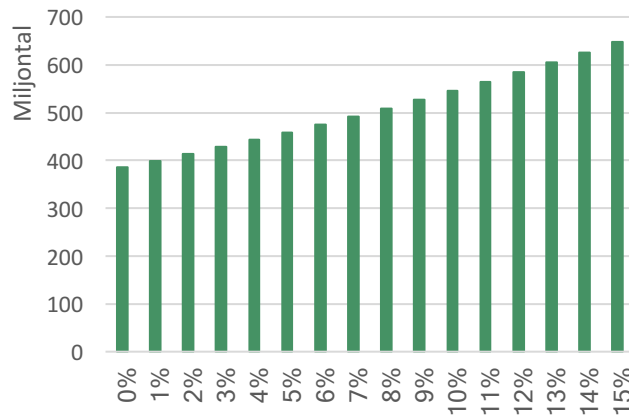
Tardan och Grater Tardan



Growth Rate	PV of Extracted Gold
0%	53683333
1%	54401597
2%	55123054
3%	55847696
4%	56575516
5%	57306505
6%	58040657
7%	58777965
8%	59518419
9%	60262014
10%	61008742
11%	61758595
12%	62511567
13%	63267651
14%	64026839
15%	64789125

NPV av Tardan & Grater Tardan	
USD oz	1000
Estimerad produktionstakt	32150 oz
Antal år i produktion	1,67
PV av Tardan & Greater Tardan	53 683 333 SEK
Rabatt 44%	30 062 666 SEK

Kara-Beldyr



Growth Rate	PV of Extracted Gold
0%	385665006
1%	399389357
2%	413577269
3%	428242730
4%	443400063
5%	459063933
6%	475249347
7%	491971668
8%	509246612
9%	527090260
10%	545519062
11%	564549842
12%	584199802
13%	604486533
14%	625428017
15%	647042633

NPV Kara-Beldyr	
USD oz	1000
Estimerad produktionstakt	64300 oz
Antal år i produktion	1,67
PV av Kara-Bedlyr	385 665 006 SEK
Rabatt 44%	215 972 403 SEK

Solcocon



Growth Rate	PV of Extracted Gold
0%	463417614
1%	482327805
2%	502007658
3%	522486333
4%	543793928
5%	565961497
6%	589021075
7%	613005704
8%	637949456
9%	663887456
10%	690855912
11%	718892135
12%	748034568
13%	778322813
14%	809797657
15%	842501098

NPV av Solcocon	
USD oz	1000
Estimerad produktionstakt	66229 oz
Antal år i produktion	7
PV av Solcocon	463 417 614 SEK
Rabatt 88%	78 780 994 SEK

Bilaga III

Klassificering av ädelmetaller (Internationell)

Mineraltillgångar: En koncentration av tillgångar intill (eller i) jordskorpan. Tillgångarna har ett realiserat värde och bedöms ha en realistisk sannolikhet att utvinnas. Med hjälp av geologisk expertis bestäms ungefärliga mått på kvantitet, *grade* och tillgångsområdet. Mineraltillgångarna är kategoriserade utefter graden av säkerhet i den geografiska studien (S.Bauerns.2010).

Mineralreserver: är de ekonomiskt utvinnbara tillgångarna som antingen är *Indicated* eller *Measured*. Detta är demonstrerat med åtminstone en preliminär genomförbarhetsstudie. Vidare följer en liknande uppdelning som för bedömda mineraltillgångar (S.Bauerns.2010).

Vanligtvis, innan en utvinning sker, måste mineralreserverna bli uppgraderade till *Proven eller Probable*. Detta innebär ytterligare juridiska, fältmässiga och administrativa åtgärder, vilket motiverar att tillgångsvärdet borde öka när den når *Proven eller Probable* (S.Bauerns.2010)

Klassificering av ädelmetaller (Sovjet)

Det ryska systemet klassificerar ädelmetaller med en klassifikation som följer nedan: A,B,C1: Betyder att det finns guld redo att brytas. Beroende på gruvans komplexitet kan ex. C1 komma att bli den högsta klassificeringen som tilldelas. Således, även under utvinning av metallen så får inte gruvan en högre kvalificering än C1. Därmed bör C1 anses som *Proven* i västerländsk standard (S.Henley. 2004).

C2: Representerar prognostiserade mineraltillgångar. Ryssland har rigorösa processer för att definiera även C2, vilket gör att det går att argumentera för dem som *Probable* i västerländsk standard (S.Henley. 2004).

I beslutsfattande om modifierande faktorer, som fysiska och ekonomiska förutsättningar, används (A,B,C1,C2). Därmed är det en hög grad av samhörighet mellan dessa och västerländska i *Proven + Probable*. Det ryska systemet är mycket progressivt mot att eliminera osäkerhetsfaktorer. Dels med avseende på att gruvorna klassificeras olika och dels för att bedömda tillgångarna på gruvorna också graderas däran (S.Henley. 2004).

Average grade

Den genomsnittliga andelen av guld i metallen som utvinns. Ett högre betyg innebär att ädelmetallen är lättare att utvinna, då det helt enkelt finns mer av den i malmen (och vise versa). En gruva med ett högt betyg kräver mindre input för att få fram ädelmetallen, dvs. det blir billigare att producera.

Low grade mine: 1 – 4 (g/t).

Average 4 – 8 (g/t).

High-grade mine: 8 – (g/t).

Tailings (spill från utvinning):

Det materialet som är över efter att ädelmetallen separerats från malmkroppen. Andelen *Tailings* tenderar att vara hög i värdefulla metaller (90 – 98 %) och i mindre värdefulla ex. koppar (20 – 50 %). Separeringen brukar ske antingen genom *Gravitation eller Hard rock Mining*.

Hard rock mining (underground mining)

Handlar om att ta sig ned till metallkroppen och spränga under jord, sker traditionellt i sex steg.

Alluvial mining

Används vid utvinning av ädelmetaller som inte sitter fast i solid sten (dvs. *Alluvial deposits*). Detta är en historisk anrik metod (vaska med fat i floden) och används primärt vid utvinning av guld. Ädelmetaller väger tyngre en dess omgivning ex. sand. Därmed tenderar naturliga, eller konstruerade flöden av vatten göra att ädelmetallen samlas i fickor.

Bilaga III - Fortsättning

Heap leaching

Ett tillvägagångssätt för att få fram guld. Detta sker genom olika kemiska delprocesser. Dels läggs den nyligen utvunna metallkroppen på hög som senare sprayas med kemikalier. Den applicerade kemikalien får ädelmetallen att separeras från stenen. Vidare samlas metallen på botten av kemikaliepoolen som uppstår på sidan om. Den kemiska substans som nu också innehar ädelmetallen pumpas iväg och bearbetas.

Utvinningsgrad (Recovery)

Andelen av metallkroppen som är utvunnen efter mineralförluster (dvs. mineraler i tailings). Därmed är det idealt med låg grad av tailings, vilket implicerar att utvinningsgraden är hög. Denna andel kan variera beroende på de geografiska förutsättningarna, utvinningsmetod och teknik. 85 % i utvinningsgrad innebär att 85 % av ädelmetallen i malmkroppen infinner sig i koncentrationen och 15 % infinner sig i tailings efter utvinningen. Hur mycket som finns i metallkroppen bedöms med hjälp av *Average grade*.

Utvinningsgraden har en signifikant påverkan på lönsamheten. En högre *Recovery rate*, innebär oftast en lägre *cash cost*.

CIL-Teknologi (Carbon In Leach)

Nära besläktad med *Heap Leach*. Skillnaden är att den filtreringslösning som sprayas över högen av krossad metall är "uppgraderad" med kemisk kol (carbon). Filtreringslösningen har då "kolbubblor" som lättare fångar upp ädelmetallen. Detta är således en förklaring till att utvinningsgraden på denna metod är ca 85 – 90 % samtidigt som *Heap Leaching* är 60 %.

En ytterligare fördel är att filtreringslösningen inte fryser på vintern (vilket är fallet vid andra utvinningsmetoder), vilket skulle drastiskt minska säsongsvariationen i produktion.

Cash cost

Är den kostnadspost hänförlig till gruvverksamheten. Cash cost omfattar material, personalkostnader, royalty, av/nedskrivningar, förändring i upptagen guldreserv, kapitalisering av infrastruktur hänförligt till gruvan, samt externa kostnader. En cash cost lägre än guldpriset ger en indikation om att produktionen är lönsam.

Disclaimer

Gustaf Nordin och Patrik Olofsson (analytiker) äger ej aktier i Auriant Mining och avser ej teckna i pågående nyemission.

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **Auriant Mining AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Ingen anställd på AG eller närstående äger aktier eller avser att teckna i förestående nyemission.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2016). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.