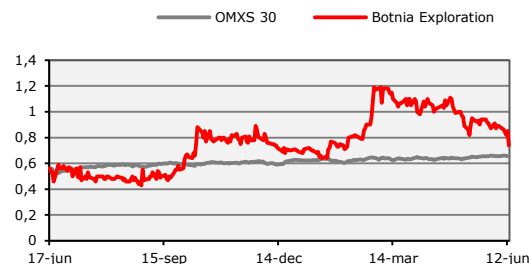


Sammanfattning
Botnia Exploration (BOTX.ST)
Operation Fäbodtjärn inledd

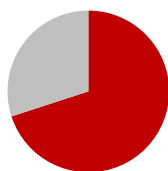
- Botnia Exploration har inlett ett arbete med att erhålla tillstånd för provbrytning i Fäbodtjärn. Bolaget meddelar vidare att de tidigare diskussionerna med en större internationell partner har avslutats. Vid en provbrytning anser Redeye att intäkter i regionen 10-12 miljoner kr under 2015 är sannolika. Geovista har även presenterat en resursberäkning över Fäbodtjärn.
- Bolaget har genomfört en riktad emission av aktier, reverslån samt upptagit ett lån av en långivare. Den totala finansieringslösningen uppgår till omkring 11 miljoner kronor. Pengarna kommer användas för att täcka kostnader vid provbrytning samt för bolagets övriga verksamhet.
- Redeye har valt att värdera Fäbodtjärn som ett gruvprojekt genom en NAV värdering. Vi anser att en sådan värderingsmetodik bäst påvisar de värden som finns i Fäbodtjärn. Vårt motiverade värde för Botnia höjs till 2,41 (1,08) SEK per aktie.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

Aktietorget
54 MSEK
Exploration & Mining
Bengt Ljung
Per-Erik Lindvall

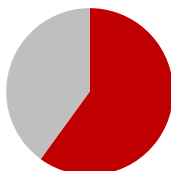

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



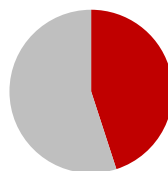
7.0 poäng

Ägarskap



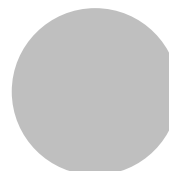
6.0 poäng

Tillväxtutsikter



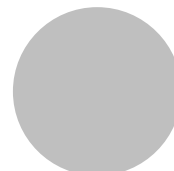
4.5 poäng

Lönsamhet



0.0 poäng

Finansiell styrka



0.0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	0	3	0	11	0	Aktiekurs (SEK)	0.7
Tillväxt	0%	77,200%	-100%	274,900%	-100%	Antal aktier (milj)	77.6
EBITDA	-10	-6	-8	3	-8	Börsvärde (MSEK)	54
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	27%	Neg	Nettoskuld (MSEK)	6
EBIT	-10	-7	-8	3	-8	Free float (%)	50 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	27%	Neg	Dagl oms. ('000)	0
Resultat före skatt	-10	-7	-8	3	-8	Analytiker: Kristoffer Lindström Kristoffer.lindstrom@redeye.se	
Nettoresultat	-10	-7	-8	2	-6		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	21%	Neg		
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
VPA	-0.20	-0.09	-0.10	0.03	-0.08		
P/E	Neg	Neg	Neg	23.22	Neg		
EV/S	5508.80	8.54	15117.75	5.60	17799.75		
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	20.52	Neg		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Provbrytning i sikte

Botnia skall omgående ansöka om ett provbrytningstillstånd

Den 13 juni släppte Botnia Exploration ett pressmeddelande att de skall omgående utarbeta en ansökan för ett provbrytningstillstånd i Fäbodtjärn. Genom detta beslut har även de diskussionerna som förts med det internationella gruvbolaget avslutats, en dialog och samarbete mellan bolagen kommer dock fortsätta. Diskussionerna mellan parterna har varit givande dock är det styrelsens och ledningens uppfattning att utveckla Vindelgransele området vidare är det bästa för att säkerställa aktieägarvärdet både kort och långsiktigt.

Samtidigt som framtagnandet av provbrytningstillståndet sker kommer en bearbetningskoncession att utarbetas och Botnia planerar att lämna in denna under slutet av 2014.

Finansieringslösningen uppgår till omkring 11 miljoner kronor, med en kombination av både aktier och lån

För att finansiera provbrytnings, framtida prospektering samt bolagets övriga verksamhet har en finansieringslösning skapats både genom lån samt en riktad nyemission till några av bolagets huvudägare. Totalt uppgår finansiering till 11 MSEK. 3 miljoner tas in genom lån eller konvertibel till en lånetagare där räntan är 12 procent och med förfall 2015-09-30. 4 miljoner genom reverslån till aktieägare med förfall 2015-09-30 och kupongränta 15 procent. 4 miljoner genom nyemitterade aktier på kurs 80 öre. Tanken med hela finansieringen är de skall räcka till den punkt då Botnia erhåller sina första intäkter från provbrytningen samt för bolagets övriga kostnader.

En provbrytning finner vi som positivt då detta är ett första steg i ledet att visa på om en brytning i större skala skulle vara aktuell för Fäbodtjärn. Positiva utfall av provbrytningen skulle även kunna leda till att större aktörer intresserar sig för fyndigheten och vill inleda samarbeten med Botnia eller eventuellt förvärv av hela bolaget eller projektet.

Vi ser framförallt tre olika möjliga scenarion vid ett positiv utfall av provbrytningen.

- Bolaget fortsätter själva och går vidare och driver Fäbodtjärn som en småskalig gruva.
- Bolaget bildar ett JV (Joint Venture) eller partnerskap för att ta fyndigheten till produktion.
- Botnia avyttrar fyndigheten till en större aktör, möjlig samma som de har fört diskussioner med tidigare.

Geovista tillgångsberäkning

*Geovista anser att
fyndigheten uppgår till
omkring 210 000 ton med
en guld halt på 7 g/t Au*

Botnia Exploration har låtit Geovista, som är en oberoende tredje part, genomföra en tillgångsbedömning för fyndigheten Fäbodtjärn. Enligt pressmeddelandet bekräftats fyndighetens höga halter, struktur samt tonnage. Enligt Geovistas rapport uppgår fyndigheten till omkring 210 000 ton med ett genomsnittligt halt på 7 g/t Au.

I pressmeddelandet skriver bolaget att en Cut-off grad på 0,0 g/t Au har använts, detta gör att icke mineraliserade eller undersökta inneslutningar har tillåtits spåda mineraliseringens guld halt. Så egentligen anser vi på Redeye att beräkning på omkring 7,1 g/t Au är något konservativ. I regel under en sådan här undersökning så sker det har tätare borrhningar i de övreskiktet. Där det har sker mer borrhningar kan en halt säkerställas med större sannolikhet. Sannolikhetsmässigt antas då alltså halterna vara lägre djupare ner då det har skett färre borrhningar men troligen är halten för hela fyndigheten högre än 7 g/t Au, vi har antagit en snitt halt på omkring 10 g/t Au. Vi finner det sannolikt att det kommer ske en gråbergsinbladning vid en produktion på omkring 25% vilket leder till att det brytbara tonnage uppgår till runt 260 000 ton med en genomsnittlig halt på 8,5 g/t Au.

*Värderar Fäbodtjärn som
ett fristående gruvobjekt*

Med anledning av Botnias inledda arbete för provbrytning, Geovistas mineralbedömning samt den planerade ansökan om bearbetningskoncession ser vi det nu möjligt att värdera Fäbodtjärn som ett fristående gruvprojekt. I alla de olika scenarion som vi anser är sannolika kommer värderingen av Fäbodtjärn grundas i en NAV beräkning av projektet som en gruva. Vi har därför valt att skapa en scenario värdering av Fäbodtjärn i denna analys för att illustrera ett troligt värde av projektet.

Provbrytning

Enligt pressmeddelandet från Botnia så uppger VD Bengt Ljung att han finner det sannolikt att en provbrytning i Fäbodtjärn borde kunna producera en större mängd guld än den tidigare provbrytningen som utfördes i Vargbäcken, men med samma tonnage malm.

*Intäkter från
provbrytningen i regionen
10-12,5 miljoner kronor
sannolika*

I Vargbäcken anrikades ungefär 8 000 ton malm med en guldhalt på 0,77 g/t. Baserat på Geovistas rapport med antagande om halter för Fäbodtjärn ser vi det sannolikt att halten för en provbrytning i Fäbodtjärn kommer ligga mellan 5-6 g/t Au. Anledning till denna något lägre halt än snitthalten för hela fyndigheten beror på att det är främst ytberg som kommer att provbrytas. Med ett tonnage på 8 000 ton ger detta således en guldproduktion i regionen 40-48 kg. Med ett sannolikt guldpris på 1250 dollar/oz samt en USD/SEK kurs på 6,50 kronor skulle detta generera intäkter omkring 10-12,5 miljoner kronor. Botnias låneåtaganden som förfaller under 2015 samt ränta kommer att uppgå till 8,27 miljoner kr.

Vein mining

Botnia för en kortare diskussion i pressmedelandet att Fäbodtjärnsfyndigheten med dess guldhalter och regelbundenhet sannolikt lämpar sig för en småskalig brytning. Småskalig brytningsteknik kallas internationellt för Vein mining och skiljer sig åt från mer storskaliga brytningsmetoder då den har mindre miljömässig påverkan samt att det krävs mindre investeringar. I vår värdering och prognos för Fäbodtjärn som gruva har vi utgått från att brytningen sker med Vein mining.

*Vein mining –
kostnadseffektivt och låg
miljöpåverkan*

En "vein" är ofta en kvartsgång som kan ligga såväl vertikalt eller som i de Sydafrikanska guldgruvorna i det närmaste horisontellt. Historiskt sett bröts nästan all malm i svenska och utländska gruvor med handhållna bormaskiner, små lastmaskiner eller tidigt också lastning för hand. I takt med att stora malmer med stort tonnage blir mer och mer sällsynta och att de ytnära malmerna har brutits ut har tillverkande bolag som exempelvis Atlas Copco och Sandvik utvecklat maskiner som på ett mekaniskt eller till och med fjärrstyrt sätt ersätta den gamla metoden.

Tillsammans med utveckling av nyare spräng- och tändmedel kan idag småskalig gruvbrytning utföras på ett mycket kostnadseffektivt sätt. Dagens teknik reducerar även gråbergsinblandningen vilket skapar en mer lönsam brytning. I rika små malmer eller linser i närheten av större malmkroppar används idag Vein mining aktivt. Såväl bormaskiner samt lastmaskiner har utvecklats för att anpassas efter malmkroppens storlek och bredd för att på sätt reducera gråbergsinblandningen.

Brytningen sker genom att tunnlar sprängs och grävs för att nå ner till malmen. Själva brytningen kommer ske genom att malmen bearbetas underjord därefter lastas malm och gråberg på fjärrstyrda lastare, sedan transporteras dessa genom de smala gångarna till lastbilar som för den vidare till en kross. Malmen förkrossas och siktas. Själva anriktningsmetoden varierar från fyndighet till fyndighet. I Dragon minings eller i tidigare Lapland Goldminers fyndighet användes så kallad cyanidlakning, ett miljöfarligt och dyr metod med höga investeringskostnader. Exempelvis i den närliggande Björkdalsgruvan används Gravimetrisk anrikning vilken är den metod vi finner mest sannolik för Fäbodtjärn.

*Lovisagruvan använder
sig av en liknande
brytningsteknik*

Ett utmärkt exempel på småskalig brytning eller vein mining är Lovisagruvan i Bergslagen som bryter en mindre zinkfyndighet med hög lönsamhet. I våra kalkyler samt prognoser kommer vi använda oss av Lovisagruvan som en referenspunkt. Vi finner det sannolikt att Fäbodtjärn kan brytas genom Vein mining med en god lönsamhet samt med ett begränsat investeringsbehov.

*Bearbetningskoncession
handläggs i regel under 2
år*

Bearbetningskoncession och investeringsbehov

Första steget för att kunna starta gruvbrytning är att ansöka om en bearbetningskoncession. Denna handläggning kan variera något men pågår i regel under omkring 2 år. Vi finner det sannolikt att en ansökan kan vara färdigställd och inskickat senare i år, risker för avslag anser vi är relativt små då det finns i området redan operationella gruvor. Det kommer sannolikt inte behövas några större uppstarts investeringar för att få gruvan i drift då Vein mining inte kräver stora kapitalutlägg. Investering under gruvans livstid kommer främst av de tunnlar som kommer att sprängas för att komma åt malmen. Vi har uppskattat att dessa investeringar i gångar kommer ligga på omkring 4 MSEK per år.

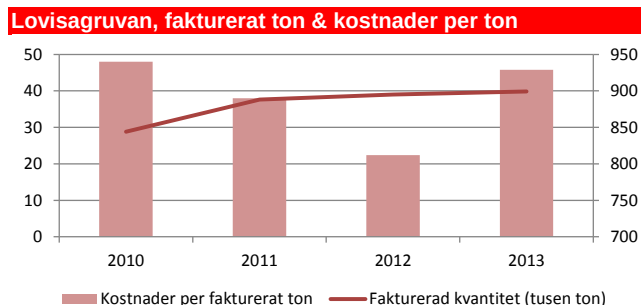
Nyckeltal och antaganden

Enligt Geovistas rapport uppgår fyndigheten till omkring 210 000 ton med ett genomsnitts halt på 7 g/t Au. Som tidigare diskuterat finner vi det sannolikt att halten för fyndigheten är nog över dessa 7 g/t Au och mer i linje med de övre blocken där halten antas vara i snitt omkring 10 g/t. Vi finner det sannolikt att det kommer ske en gråbergsinbladning vid en produktion på omkring 25% vilket leder till att det brytbara tonnaget uppgår till runt 260 000 ton med en genomsnittlig guldhalt på 8,5 g/t.

*Fullskalig produktion på
omkring 50 000 ton malm
sannolik*

I vår modell har vi antagit en fulskallig produktion på 50 000 ton malm, detta skulle generera en producerad guldmängd om 420 kg per år. Vi finner detta antagande om malm sannolikt och styrker detta genom Geovistas resursrapport. Vid en sådan brytningstakt får Fäbodtjärn en livslängd på omkring 6 år.

Kostnader för brytningen är svår i dagsläget att uppskatta. Vi har dock tagit Lovisagruvans rapporterade kostnader som en indikation kring var kostnader per brutet malm ton kan ligga. Lovisagruvan har under de senaste åren i genomsnitt producerat omkring 36 000 ton med en brytningskostnad på 890 kr per ton.



Källa: Lovisagruvan

Dock måste sägas att vi anser att det är mest sannolikt att brytningen i Fäbodtjärn skulle ske på entreprenads basis vilket troligen skulle ge långt lägre kostnader än vad Lovisagruvan har haft, vi har dock valt att vara konservativa och har angivit en kostnad per ton på 850 kr. I dessa 850 kr

*Beräknad kostnad per ton
850 kr, sannolikt
konservativt antaget*

ingår en brytningskostnad på 600 kr per ton, där det är medräknat kostnaden för entreprenörer, anriktningskostnad på 100 kr per ton samt en övrig kostnad på 150 kr per ton. Detta skulle generera en Cash Cost på 479 Dollar/Oz, vilket är en god marginal mot guldpriset som vi ser idag. Vi har vidare angivit en administrationskostnad på omkring 2 miljoner kr per år.

Fäbodtjärn antaganden

Produktion		Kostnader	
Livslängd på gruva	6 år	Brytningskostnader (SEK/t)	600
		Anriktningskostnader (SEK/t)	100
Fullskalig produktion	50 000	Övriga kostnader (SEK/t)	150
Ingående guldhalt (g/t)	8,5		
		Cash Cost (Dollar/Oz)	479
		Overhead cost (år)	2
Producerat guld (Kg)	425		
Producerat guld (Oz)	13 664	Investerings på årsbasis	4,3

Källa: Redeye Research

Prognoser

Vi har antagit en fullskalig brytning på omkring 50 000 ton, ett långsiktigt guldpris på 1250 dollar/oz. Om bearbetningskoncessionen skickas in senare i år ser vi det sannolikt att en produktionsstart kan ske under 2017. Cash Cost kommer vara låg framförallt tack vare att Fäbodtjärn bryts genom Vein mining samt att fyndigheten är höghaltig. Vi ser således troliga intäkter på omkring 111 MSEK per år samt en NOPAT i regionen av 67 MSEK. Vid värdering av Fäbodtjärn har vi använt oss utav en WACC på 14 procent.

Vid fullskaligproduktion,
111 miljoner kronor i
intäkter och EBIT på 67
miljoner

Fäbodtjärn, resultaträkning

MSEK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Intäkter	0	0	78	111	111	111	111	55
Kostnader	0	0	30	43	43	43	43	21
EBITDA	0	0	46	66	66	66	66	32
D&A	0	0	0	1	2	2	3	3
EBIT	0	0	46	67	68	68	69	35
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPAT	0	0	46	67	68	68	69	35
CAPEX	0	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Cash Cost USD/Oz			479	479	479	479	479	479
Growth rates and margins								
Revenue growth	n.m.	n.m.	n.m.	43%	0%	0%	0%	-50%
EBITDA-Margin	n.m.	n.m.	59%	60%	60%	60%	60%	58%
EBIT-Margin	n.m.	n.m.	59%	61%	61%	62%	62%	63%

Källa: Redeye Research

Värdering

Vi ser ett NAV av Fäbodtjärn på omkring 160 MSEK. I våra tidigare värderingar har vi satt ett värde av Fäbodtjärn till omkring 48 MSEK. Således ser vi ett scenario med gruvbrytning som positivt för aktieägarna i Botnia. Vårt motiverade värde för Botnia höjs till 2,41 (1,08) SEK per aktie efter utspädningen.

*Motiverat värde av
Fäbodtjärn uppgår till
2,19 SEK per aktie*

Värdering			
SEKm	Enterprise value	Värde per aktie	Värderingsmetod
Vargbäcken	19,5	0,27	EV/Resource & DCF DCF
Fäbodtjärn	158,9	2,19	
Harpsund	3,0	0,04	
Finansiella anläggningstillgångar	1,0	0,01	Bokfört värde
Lån	7,0		Bokfört värde
Kassa Q4'13	11,7	0,16	Bokfört värde
Dilution		1,00	
Marknadsvärde	187,2	2,41	

Källa: Redeye Research

Uppköp i Västerbotten

Vi har tidigare skrivit om Mandalay Resources uppköp av Elgin Mining från Torontobörsen. Elgin är ägare till Björkdalsgruvan som är norra Europas största producerande guldgruva. Det totala köpbeloppet för Elgin uppgår till 70 miljoner C\$, alltså omkring 430 miljoner SEK. Elgin estimerar en guldproduktion för år 2014 mellan 44 000 – 46 000 oz guld, omkring 1 300 kg guld. Idag ligger Björkdalsgruvans all-in cost på omkring 1 150 dollar/oz vilket gör att gruvan är lönsam sett till dagens guldpris. Värt att notera är att Mandalay betalade en premie på omkring 85 procent för Elgin sett till stängningskursen dagen innan uppköpet annonserades.

Det är inte helt osannolikt att efter provbrytningen är genomförd eller när en faktisk gruvbrytning sker kan en större aktör finna att Fäbodtjärn är ett intressant uppköps objekt. Mandalay betalade en rejäl premie för Elgin, i Björkdalsgruvan produceras mer guld än vad Fäbodtjärn kommer kunna göra, dock kommer marginalerna vara långt mycket bättre för Fäbodtjärn. Under 2012 rapporterade Björkdalsgruvan en EBIT-marginal på omkring 25%. Sett till den prognostiserade guldproduktionen är en EBIT på omkring 87 miljoner kronor trolig för 2014. Köpet skedde alltså till en EV/EBIT multipel på omkring 5.x.

*Vid eventuellt uppköp ser
EBIT multipel på 5.x
trolig, styrker vår NAV
värdering*

Sett till vår prognos om en EBIT på omkring 67 miljoner 2018 så skulle en försäljningsmultipel på 5.x EBIT ge ett diskonterat värde på 185 miljoner kronor per idag. Detta anser vi stödjer vår NAV värdering.

Om ett uppköp inte sker borde Fäbodtjärn kunna generera utdelning till aktieägarna. Exempelvis har Lovisagruvan historiskt delat ut stora delar av deras vinster. Fäbodtjärn kommer ha väldigt litet kapitalbehov under produktionens gång så vi anser att det är sannolikt med en utdelningsandel

på omkring 50 procent när fullskalig produktion nås. Detta skulle innebära en utdelning på omkring 33 miljoner årsvi, alltså omkring 40 öre per aktie.

Känslighetsanalys

Det är alltid viktigt att göra känslighetsanalyser över de variabler som styr en modell.

Centralt för alla gruvbolag är dess Cash Cost, då en för hög Cash Cost direkt gör att en gruva blir olönsam. Cash cost per oz påverkas av guldhalten vid brytningen samt kostnaderna för brytning. Vi kan se att kostnaderna skulle behöva öka med omkring 300 kr per ton, 35 procent, samt att guldhalten minskar med 4 g/t för att Cash Costen skall närma sig dagens guldpris nivåer. Att detta skulle ske finner vi väldigt osannolikt.

Lönsamt även vid lägre guldhalter och högre kostnader

		Cash Cost				
		Kostnad per t Chng.				
		-200	-100	0	100	300
Guldhalt Chng.	-4	691	798	904	1 010	1 223
	-2	479	552	626	699	847
	0	366	422	479	535	647
	2	296	342	387	433	524
	4	249	287	325	364	440

Källa: Redeye Research

Guldhalten påverkar självklart värdet av Fäbodtjärn. Vi har här analyserat förändringar av guldhalten samt av WACC. Vi kan här se att en reduktion av halten med omkring -4 g/t Au skulle indikera ett värde av Fäbodtjärn i linje med vår tidigare värdering av fyndigheten.

		EV Fäbodtjärn				
		Guldhalt Chng.				
		-4	-2	0	2	4
WACC	8%	46	132	218	305	391
	11%	38	112	186	260	333
	14%	32	95	159	222	286
	17%	27	82	137	192	247
	20%	23	71	119	166	214

Källa: Redeye Research

I vår modell har vi antagit ett långsiktigt guldpris på 1250 dollar/oz, vi utfört känslighetsanalyser över fluktuationer i guldpriset och hur detta skulle påverka EV värdet av Fäbodtjärn. Vi kan alltså se att ett guldpris på 850 dollar/oz ändå skulle generera ett högre värde för Fäbodtjärn än vad vi har värderat fyndigheten till tidigare, vid högre guldpriser ökar värdet självklart radikalt.

Även mycket lägre guldpriser indikerar ett högt värde av Fäbodtjärn

		EV Fäbodtjärn				
		Guldpris				
		850	1050	1250	1450	1650
WACC	8%	101	160	218	277	336
	11%	85	135	186	236	286
	14%	73	116	159	202	245
	17%	62	100	137	174	212
	20%	54	86	119	151	183

Källa: Redeye Research

Risker med gruvdrift

Guldpriset

Förändringar i det långsiktiga guldpriset kommer självklart påverka lönsamheten för Fäbodtjärn. Vi anser dock att gruvan kommer att ha väldigt goda marginaler även om guldpriset skulle gå ner till 800 dollar/oz. Den goda marginalen kommer framförallt genom att brytningen sker på ett kostnadseffektivt sätt genom Vein mining samt att Fäbodtjärn har så pass goda guldhalter.

Guldpriset, tillståndsförseningar och investeringsbehovet. Viktiga faktorer att uppmärksamma

Tillståndsförseningar eller avslag

Att erhålla de nödvändiga tillstånden är självklart central för att en eventuell gruvbrytning skall kunna startas. Vi anser dock att riskerna måste räknas som små att en försening eller avslag skulle ske med tanke på områdets rika gruvhistorik.

Högre investeringsbehov

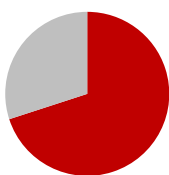
I våra prognoser har vi antagit relativt höga investeringsbehov jämfört med vad som egentligen är troligt. Gruvbrytningstekniken Vein mining kräver väldigt lite kapital utlägg då exempelvis begagnad gravimetriskutrustning är relativt billigt att köpa in. De största utläggerna som kommer ske under gruvans tid är sprängningarna av gångarna. Centralt här att dessa gångar göra så passa rymlig att maskinerna får plats men inte förstora då kostnaderna ökar per sprängkubikmeter. Vi har som sagt antagit kostnader årsvis på omkring 4 MSEK, vilket vi anser borde mer än väll täcka dessa kostnader.

Sammanfattning Redeye Rating

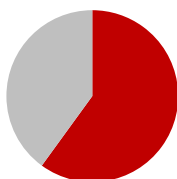
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

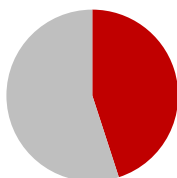
Ledning 7.0p



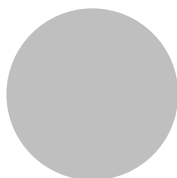
Ägarskap 6.0p



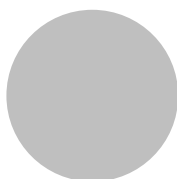
Tillväxtutsikter 4.5p



Lönsamhet 0.0p



Finansiell styrka 0.0p



Botnia Exploration har inte levererat på sina mål historiskt men en förbättring har skett under senaste 1 – 2 åren. Bolaget har då fokuserat sin prospektering på Vindelgranseleområdet samt skapat en tydligare vision. Målsättningen som är att identifiera en mineraltillgång på 500 000 tr oz i Vindelgranseleområdet är ambitiös men inte orimlig och kan uppnås vid positivt prospekteringsutfall vid Fäbodtjärn. Bolaget har låga driftskostnader och det kapital som erhållits i senaste emissioner har använts enligt plan och gett positiva prospekteringsresultat. Som litet prospekteringsbolag är det viktigt att ha samarbeten med etablerade aktörer vilket Botnia har med både Dragon Mining och Björkdalsgruvan. Botnia har en imponerande ledning med geologer som har lång erfarenhet samt en styrelse som både har teoretisk kunskap (Pär Weihed, Luleå Universitet) och praktisk kunskap (Per-Erik Lindvall). Bolaget har inga incitamentsprogram men såväl styrelse som ledning har aktieinnehav.

Alla representanter i Botnias styrelse är aktieägare i bolaget men för ett högre betyg krävs större innehav. VD Bengt Ljung är samtidigt storägare med ett innehav på ca 7 miljoner aktier (ca 10 procent ägande) vilket är mycket positivt. Det är även förtroendeingivande att VD tillsammans med styrelse och geologer äger ca 15 procent av utestående aktier. Det finns ingen institutionell ägare bland storägarna men Ramab Iggesund, Akila konsulting samt Partner Invest är stora och aktiva ägare (ägare ca 20 procent). Dessa ägare är kapitalstarka och långsiktiga vilket är viktigt för ett utvecklingsbolag som Botnia Exploration.

Botnia Exploration har på sistone fokuserat sina resurser till Vindelgransele-området och den kommande utvecklingen vilar således till stor del på ett enskilt område. Fokus på guldfyndigheter innebär också att bolaget är beroende av en enskild metall. Vindelgransele är beläget i Skelleftefältet vilket är positivt då det finns flera etablerade aktörer i området vilket förbättrar möjligheterna för att något av bolagets projekt kan realiseras. Exempelvis finns ett samarbete med Dragon Mining (Joint Venture Harpsund) och provanrikning av Vargbäckenfyndigheten har skett vid Björkdalsgruvan. Botnia Exploration har inga försäljningsintäkter men guldutgångarna kan utökas betydligt och försäljning av fyndigheter kan ge engångsintäkter.

Botnia Exploration är ett prospekteringsbolag och har inga intäkter.

Bolaget har inga räntebärande skulder och eget kapital uppgår till 50 miljoner kronor vilket ger en hög soliditet. Befintlig kassa täcker kapitalbehovet för ca 6 – 12 månader framåt beroende på aktivitetsnivå. Vid negativt utfall av prospektering vid Fäbodtjärn kan det bli svårt att erhålla ytterligare finansiering. Samtidigt kan ett positivt utfall innebära att projektet kan säljas som del eller helhet.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	0	3	0	11	0
Summa rörelsekostnader	-10	-9	-8	-8	-8
EBITDA	-10	-6	-8	3	-8

Avskrivningar materiella tillg.	0	-1	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-10	-7	-8	3	-8

Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-10	-7	-8	3	-8

Skatt	0	0	0	-1	2
Net earnings	-10	-7	-8	2	-6

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	4	8	0	27	0
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	2	1	1	1	1
Summa omsättn.	6	9	1	28	1

Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	0	0	1	1	2
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	1	1	1	1	1
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	48	51	54	57	59
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	50	52	56	59	62
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0

Summa tillgångar	55	61	57	87	63
-------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Skulder

Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	2	2	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	6	35	17
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	2	2	6	35	17

Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	2	2	6	35	17

Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	54	58	50	53	46
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	54	58	50	53	46

Summa skulder och E. Kap.	55	61	57	87	63
----------------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	0	3	0	11	0
Sum rörelsekost.	-10	-9	-8	-8	-8
Avskrivningar	0	-1	0	0	0
EBIT	-10	-7	-8	3	-8
Skatt på EBIT	0	0	0	-1	2
NOPLAT	-10	-7	-8	2	-6

Avskrivningar	0	1	0	0	0
Bruttokassaflöde	-10	-6	-8	2	-6
Föränd. i rörelsekap	-2	2	-2	0	0
Investeringar	-13	-3	-3	-3	-3

Fritt kassaflöde	-25	-8	-14	-1	-10
-------------------------	------------	-----------	------------	-----------	------------

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	97%	96%	89%	60%	73%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	12%	66%	36%
Nettoskuld	-4	-8	6	7	17
Sysselsatt kapital	50	50	56	60	63
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	0%	77,200%	-100%	274,900%	-100%
VPA-tillväxt (just)	-38%	-53%	11%	-129%	-367%

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-20%	-12%	-15%	5%	-13%
ROCE	-20%	-12%	-14%	4%	-11%
ROIC	-28%	-14%	-16%	4%	-10%
EBITDA-marginal	-	-193%	-	27%	-
EBIT-marginal	241250%	-	200000%	-	200000%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0.20	-0.09	-0.10	0.03	-0.08
VPA just	-0.20	-0.09	-0.10	0.03	-0.08
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.08	-0.11	0.08	0.09	0.22
Antal aktier	49.21	72.63	77.63	77.63	77.63

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	22.0	26.4	60.5	61.5	71.2
P/E	-2.7	-5.1	-6.8	23.2	-8.7
P/S	6,519.8	11.0	13,585.3	4.9	13,585.3
EV/S	5,508.8	8.5	15,117.8	5.6	17,799.8
EV/EBITDA	-2.3	-4.4	-7.6	20.5	-8.9
EV/EBIT	-2.3	-4.0	-7.6	20.5	-8.9
P/BV	0.5	0.6	1.1	1.0	1.2

Aktiens utveckling	Tillväxt/år		12/14e
1 mån	-25.5 %	Omsättning	0.0 %
3 mån	-34.6 %	Rörelseresultat, just	-8.95 %
12 mån	25.0 %	V/A, just	-27.3 %
Årets Början	1.5 %	EK	-3.2 %

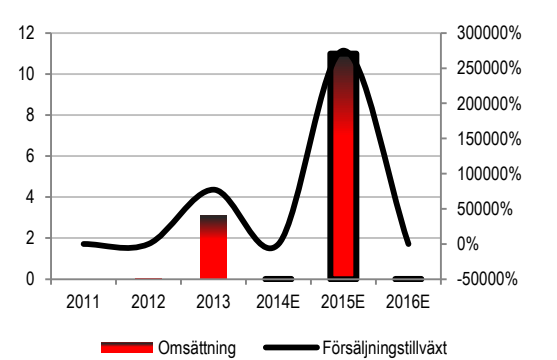
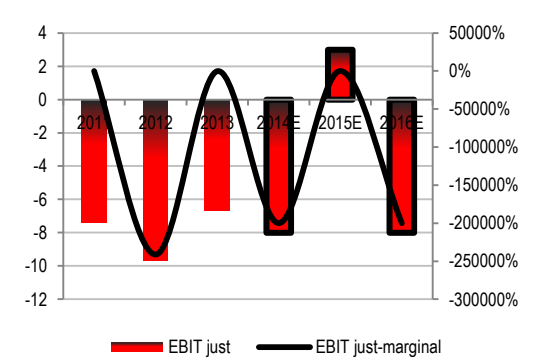
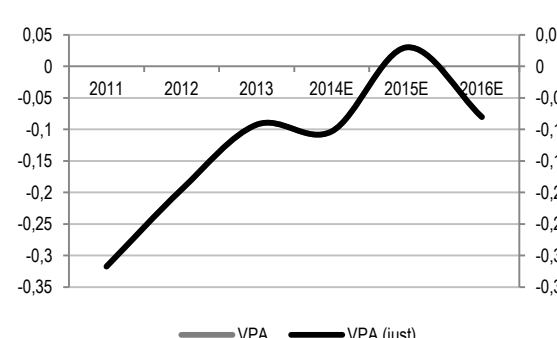
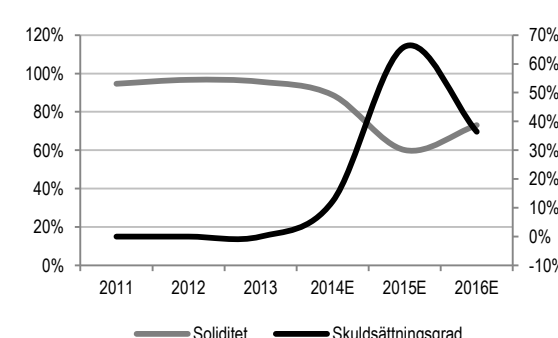
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Ramab Iggesund AB	0.0 %	10.0 %
Monica & Bengt Ljung	0.0 %	9.0 %
Partner Invest Övre Norrland AB	0.0 %	7.1 %
Avanza Pension	0.0 %	6.3 %
Nordnet Pension	0.0 %	5.7 %
RSP Holding AB	0.0 %	2.4 %
Swedbank Försäkring	0.0 %	2.2 %
Göran Petterson	0.0 %	2.0 %
Akila Konsulting	0.0 %	1.9 %
Ingemar Åslund	0.0 %	1.8 %

Aktien	
Reuterskod	BOTX.ST
Lista	Aktietorget
Kurs, SEK	0.7
Antal aktier, milj	77.6
Börsvärde, MSEK	54.3

Bolagsledning & styrelse	
VD	Bengt Ljung
CFO	
IR	Bengt Ljung
Ordf	Per-Erik Lindvall

Nästkommande rapportdatum	
---------------------------	--

Analytiker	Redeye AB
Hjalmar Ahlberg	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
hjalmar.ahlberg@redeye.se	114 35 Stockholm
Billy Degerfeldt	

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt	 Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: — VPA — VPA (just)	 Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget X: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	Botnia Exploration is an exploration company. Botnia Exploration's main priority is gold, but the project portfolio also includes other precious and base metals. The company is operating in Sweden, aiming at the early phases of ore deposit development. The organisation consists of experienced geologists and prospectors, with invaluable knowledge about land areas with great potential that have not yet been claimed by competitors. In addition, the company has a board of directors and a management group with extensive experience in business management.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-12-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.