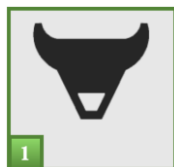
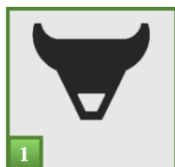


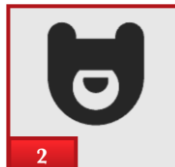
Value Drivers



Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **Potentiell omsättningstillväxt på 363 %.**
Vid en lyckad uppstart av Pahtohavare-gruvan så kommer det generera årliga intäkter på 140 MSEK per år enligt nuvarande prognoser. Detta skulle generera en omsättningstillväxt på 363 % jämfört med 2014 års omsättning.
- **Marknaden för bly och zink ser ljus ut.**
Både Zink och blypriserna förväntas öka på lång sikt vilket kommer leda till ökade rörelsemarginaler i framtiden
- **Stabil finansiell ställning ger hög direktavkastning.**
Den genomsnittliga utdelningen per aktie de senaste 5 åren har varit 2,9 kronor vilket medför en direktavkastning på 9,1 %.

Analytiker

Robert Ydenius	
Aktiekurs	43,90
52 v högsta/lägsta	47,90/28,80
Antal aktier	3 416 500
Börsvärde (MSEK)	145,20
Nettoskuld (MSEK) Q1-15	7,4
EV (MSEK)	152,60
Sektor	Mineral
Lista/Kortnamn	Aktietorget

Utveckling

1 mån	- 8,35 %
3 mån	6,30 %
1 år	48,81 %
YTD	30,27 %

Huvudägare

Innehav (%)

Göran Nordenhök	10,1
Pavillion Life Insurance	8,4
Ingemar Skaret	8,1
John Berge	7,3
Gary Dybeck	6,2

Ledning

Jan-Erik Björklund	VD
Göran Nordenhök	Styrelseordförande



INSYNSÄGANDE	ANTAL AKTIER	ANDEL
GÖRAN NORDENHÖK	345 300	10,11 %
INGEMAR SKARET	278 000	8,14 %
JAN-ERIK BJÖRKLUND	25 000	0,73 %
TORSTEN BÖRJEMALM	10 300	0,30 %
STEFAN SÄDBOM	8 000	0,23 %
CURT ARENVANG	2 100	0,06 %

Value Drivers

Stigande zink
och blypriser

Fortsatt
effektiv
produktion
utan stopp

Borrunderskning
som visar på
gynnsamma
mineralhalter

Lyckad
etablering av
Pathohavre-
projektet

Investment Thesis

Marknaden för bly och zink ser ljus ut. Det främsta användningsområdet för bly är i batterier, mer specifikt bilbatterier. Därmed finns en stark korrelation mellan blyförbrukning och antalet nya bilar. International Energy Agency prognostiserade att det skulle finnas 1,7 miljarder bilar i världen 2035 vilket kan jämföras med en miljard bilar 2011. Gällande Zinkpriserna så förväntar vi oss höjda priser i framtiden. I år förväntas den globala produktionen av zink minska med 7 % då många stora zinkgruvor har eller förväntas lägga ned sin verksamhet under året. Sammantaget ser därmed marknaden för bly och zink ljus ut och bör leda till ökade rörelsemarginaler för Lovisagruvan i framtiden.

Stora risker i Lovisagruvans verksamhet. Lovisagruvans verksamhet påverkas kraftigt av externa faktorer såsom dollarkursen och mineralpriserna. Förändras zinkpriset med 100 USD per ton så påverkar det resultatet med +/- 1,6 MSEK. Samma påverkan på resultatet kan vi se då blypriset förändras med 100 USD per ton. I och med att mineralerna säljs på den internationella marknaden så finns även en kraftig exponering mot dollarn som under de senaste åren inte har prissäkrats, där en förändring i valutaparet SEK/USD på 0,1 resulterar i en resultateffekt på +/- 0,4 MSEK.

Begränsad livslängd i gruvan. Grundliga undersökningar har gjorts ned till 325 meter och nuvarande uppskattningar visar på en mineralreserv på 588 000 ton. Hålls rådande brytningstakt på 40 000 ton per år konstant finns en estimerad kvarstående livslängd på 15 år. En undersökning kommer i slutet av året att göras lägre ned i gruvan och Lovisagruvan bedömer det som mycket sannolikt att det finns gynnsamma mineralhalter även under 325-metersnivån. Innan detta kan påvisas är det dock svårt att veta ifall en fortsatt produktion kan ske.

Misslyckande vid hantering av externa relationer. Genom ett helägt dotterbolag försöker Lovisagruvan hitta nya gruvor för att driva dessa parallellt med den nuvarande verksamheten. Bland annat har 3,1 miljoner investeras vid undersökningen av Ste-

kenjokkgruvan. Ansökan om bearbetningskoncession har dock blivit nekad då Bergsstaten bedömde att gruvan skulle störa rennärningen. Dessutom har Lovisagruvan förlorat en utdragen rättsvist med Handelsbanken i samband med deras prissäkringsaktiviteter. Detta har medfört att Lovisagruvan har betalat både Handelsbankens rättegångskostnader på 2,6 MSEK samt sina egna rättegångskostnader. Sammantaget kan man därmed ställa sig frågande till styrelsens förmåga att hantera externa relationer.

Stabil finansiell ställning ger hög direktavkastning. Företaget har 32,3 miljoner i obeskattade reserver och en soliditet på 62 %. Årets kassaflöde har varit positivt fem utav de senaste sex åren och uppgick till 6,6 miljoner under 2014. Den starka finansiella ställningen öppnar upp för att kunna dela ut en stor andel av vinsten alternativt investera i förvärv av en annan gruva. Den genomsnittliga direktavkastningen de senaste fem åren är på 8,8 % vilket motsvarar en snittutdelning per aktie på 2,9 kronor.

Två intressanta projekt i framtiden. Håkansboda är ett projekt som ägs av Copperstone Resources. De har gjort småskaliga undersökningar på gruvan men nekades bearbetningstillstånd då gruvan låg för nära Lovisagruvan. Förhandlingsläget för Lovisagruvan är därmed utmärkt då de är de enda som kan få bearbetningstillstånd för gruvan. För närvarande har dock förhandlingarna med Copperstone avbrutits. Lovisagruvan har nydligen ingått avtal med Hannas Reward Ltd om att utveckla kopparfyndigheten Pahtohavare lokaliserad 8 kilometer söder om Kiruna. Delar av fyndigheten har brutits av Outokumpu 1989-1996 som uppskattades ha brutit 1,7 Mton med en kopparhalt på 1,9 %. Efter att gruvan undersökts mer utförligt kan Lovisagruvan välja att gå vidare med projektet och därmed betala 4 MSEK till Hannas. Vid detta läge kommer Lovisagruvan äga 75 % av gruvan som för närvarande beräknas ha en storlek på 1,2 Mton med en kopparhalt på 1,5-2%. Enligt Lovisagruvans bedömning skulle en brytningstakt på 200 000 ton medföra en intäkt på omkring 140 MSEK per år.

Bolagsbeskrivning

Lovisagruvan är en zink och blygruva lokaliserad sex mil norr om Örebro. Malmen bryts med en brytnings-takt om ca 40 000 ton per år med en egenutvecklad metod som medför låga brytningskostnader.

LOVISAGRUVAN

Värdering

Bull scenario-Misslyckande med upphandling av ny gruva.

Under de senaste åren har Lovisagruvan misslyckats med att få bearbetningstillstånd för Stekenjokkgruvan, dessutom har förhandlingarna om Håkansbodagruvan avbrutits. Skulle bolaget fortsatt misslyckas att starta en parallell gruvverksamhet samtidigt som att Lovisagruvan inte visar på gynnsamma mineralhalter under 325 meter ser vi bolaget som ett utdelningscase. I detta scenario antar vi att företaget endast kommer finansiera sin verksamhet med obeskattade reserver samt eget kapital vilket är rimligt att anta då Lovisagruvan haft en minimal andel lån vid sin finansiering historiskt. Vi antar också att mineralpriserna hålls på en nivå motsvarande genomsnittet de senaste 3 åren. I vårt bullscenario blir vår värdering av nuvärdet på framtida FCF 108 miljoner. En värdering som visar på en nedsida om 27 % jämfört med dagens kurs.

Bear scenario-Ny gruva når inte upp till förväntad produktionsmängd.

Det finns enorma risker i samband med att öppna upp en gruva. Ser man till projektet Pahtohavare så kommer de vara tvungna att genomföra kostsamma undersökningar och betala en summa om 5 miljoner kronor innan slutgiltigt beslut om produktion sker. Även efter undersökningar är det svårt att göra korrekta bedömningar angående gruvans omfattning och rörelsemarginaler. De stora riskerna bevisas främst genom Northland Resources konkurs som inträffade på grund av kombinationen sänkta mineralpriser samt felbedömning av mineralhalterna. Liknande scenario är inte helt otänkbart för Lovisagruvan vilket medför en enorm nedsida om dotterbolagets verksamhet går med förlust.

Bull Scenario-Lyckad uppstart av Pahtohavaregruvan

Vid ett Bull-scenario har Lovisagruvan gjort ett lyckat förvärv av en parallell gruvverksamhet. Enligt Lovisagruvans nuvarande bedömning om Pahtohavaregruvan skulle en brytningstakt på 200 000 ton medföra en intäkt på omkring 140 MSEK per år. Det finns därmed en stor uppsida om nuvarande bedömningar håller då omsättningstillväxten i detta scenario är på 363 %. Angående vinsttillväxten är det svårt att göra några bedömningar då det är osäkert hur mycket investeringar som krävs innan uppstart samt hur stora brytningskostnaderna för den nya gruvan är.

Neutral syn på Lovisagruvans multipelvärdering.

Sett till multiplar är vi neutrala till denna aktie. Jämfört med dess konkurrenter handlas kursen betydligt lägre värderat sett till P/E-tal och EV/Ebit. Däremot så är Lovisagruvan övervärderad jämfört med peers sätt till P/S och EV/S. Det nuvarande P/E talet är på 13,45 anser vi är relativt högt då den interna tillväxten är begränsad då de har en flaskhals i produktionen vid 40 000 ton levererad ton malm per år. Därtill påverkade dollarkursen resultatet positivt då den är 27 % högre idag jämfört med ett år sedan, denna effekt är dock inte permanent. Att Lovisagruvan värderas under konkurrenterna sett till P/E-tal anser vi vara motiverat då de stora bolagen har en mer diversifierad mineralportfölj och tryggare framtidsutsikter. Skulle Lovisagruvan realisera något av de externa projekt de undersöker alternativt att den befintliga gruvan visar på gynnsamma mineralhalter även under 325-metersnivån anser vi att skillnaden jämfört med peers sett till P/E-tal bör minska kraftigt.

	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/S	EV/Sales	Direktavkastning
Boliden	18,35	7,97	15,31	1,25	1,46	1,27 %
Lundin mining	19,23	7,72	20,05	2,45	2,94	0,00 %
Medel	18,79	7,85	17,68	1,85	2,2	0,64 %
Lovisagruvan	13,45	6,2	7,59	3,16	3,09	7,06 %

Disclosure:

Robert Ydenius – äger inte aktier i Lovisagruvan.

Intervju

Telefonintervju med styrelseordförande Göran Nordenhök, 18 maj 2015.

Era anriktnings-kostnader har dubblats på endast 5 år (4,5M 2010, 8,9M 2014). Vad är orsaken till den kraftiga ökningen och tror du att kostnaderna kommer stabilisera sig på sikt? Ja det hoppas vi verkligen att den gör. Det har delvis med att göra med att Boliden har investerat miljardbelopp i ett stor nytt anriktningsverk och de debiterar oss motsvarande deras självkostnad. Dessutom betalar vi även en premie till dom som är relaterat till Zinkpriset som har gått upp de senaste åren.

För närvarande prissäkrar ni en väldigt liten del av er försäljning. Hur kommer det sig och planerar ni att prissäkra er försäljning i framtiden?

Prissäkring kan man göra av två skäl, dels kan man göra det för att man lever finansiellt farligt och måste säkra sin kalkyl hela tiden. Det tycker inte vi att vi behöver göra i och med att vi har en sådan stabil produktion och en rörelsemarginal som är bra även vid måttligt höga priser. Däremot om vi ser pristoppar så kan vi tänka oss att prissäkra vår pro-

duktion, det har vi inte haft på senare tid och vi ser inga överpriser historiskt.

Ni har under 2014 investerat i en ny lastare bland annat. Har ni några prognoser på hur mycket årliga investeringar som krävs inom de närmsta åren för att kunna upprätthålla nuvarande produktionstakt? Vi kommer köpa in en truck för 4 miljoner under året. Efter det så behöver vi inte investera på några år frångående att vi kommer investera i nya projekt förstås då vi har en väldigt uppdaterad utrustning.

Vilket projekt är det mest intressanta för er i dagsläget?

Definitivt Pahtohavere. Därutöver kommer vi prioritera att undersöka vår egna gruva. Det finns enskilda borrhål som indikerar att det finns mineraler 100 meter ned (till 420 meter). Men hur mycket och om det är tillräckligt mängd för att kunna producera på den nivån är det vi ska undersöka nu. Vi kommer att ta ned ett undersökningsborr aggregat i gruvan i september och vi kommer se resultatet av undersökningen relativt snabbt efter detta.

Bull or Bear

 1	Value Drivers	På kort sikt är Lovisagruvans tillväxtmöjligheter begränsade på grund av en flaskhals i produktionen. Skulle undersökningen av den befintliga gruvan visa sig gynnsam skulle det driva upp kursen då verksamhetens långsiktiga varaktighet säkerställs. På lång sikt skulle en lyckad uppstart av Pahtohavare-gruvan medföra att omsättningen tredubblas.
 1	Quality of Earnings	Företagets rörelsemarginaler är mycket goda då den egenutvecklade utbryningstekniken sänker produktionskostnaderna kraftigt. Årets kassaflöde har varit positivt fem utav de senaste sex åren och Lovisagruvan har en mycket god utdelningshistorik. Intäkterna är dock kraftigt beroende av hur mineralpriserna och valutaparet SEK/USD utvecklar sig.
 2	Risk Profile	Lovisagruvans finansiella ställning är mycket god i dagsläget. De har en väldigt låg skuldkvot och en soliditet på 67 %. Dock så höjs risken avsevärt då företaget är en småskalig gruva som endast säljer två olika typer av mineraler. Därutöver medför en potentiell uppstart av en parallell gruva stora risker
 1	Quality of Management & Ownership	Ledningen har varit i branschen länge och äger totalt ca 20 % av bolagets. Dess operativa kompetens är mycket god då de lyckas bedriva verksamheten i Lovisagruvan på ett stabilt och kostnadseffektivt sätt. Deras förmåga att hantera externa relationer kan dock ifrågasättas.
 1	Overall View	Sammantaget så är Lovisagruvan ett stabilt bolag som bedrivits på ett kostnadseffektivt sätt. På kort sikt är vi relativt pessimistiska till aktien på grund av flaskhalsarna i produktionen. På lång sikt finns stor potential vid en lyckad expansion. Det är dock mycket osäkerhet kring expansionsmöjligheterna i dagsläget vilket vi anser sänker totalbetyget.

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

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.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

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