

## Uppdatering

### ARCTIC MINERALS AB

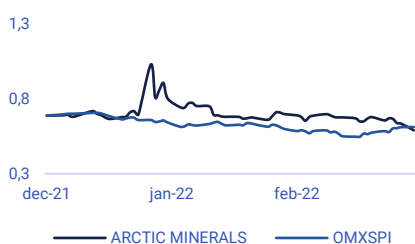
VD: Jonatan Forsberg  
 SO: Peter Walker  
[www.arcticminerals.se](http://www.arcticminerals.se)

Bloomberg: ARCT:SS  
 Refinitiv Eikon: ARCT.ST

Lista Nasdaq First North

Aktie, senast: 0.61 kronor  
 Marknadsvärde 88 MSEK

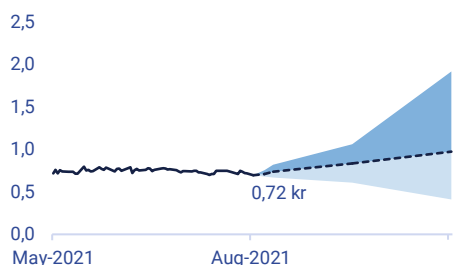
### AKTIEPRISUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-19	-10	-16	-6

Source: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BASE	BULL
Pris per aktie (kr)	0,39	1,14	2,64
Upp-/nedsida (%)	-27%	84%	261%

Source: Carlsquare estimates

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Niklas Elmhammer  
 Senior Equity Analyst

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

## Mineraltillgångar till rabatt

Under vintern har Arctic Minerals redovisat ökade mineraltillgångar och identifierat lovande prospekteringspotential i Bidjövagge. De finländska projekten går generellt framåt. Vi beräknar ett motiverat värde på 1,14 SEK efter en förändrad värderingsansats och bedömer att Arctic Minerals värderas med en rabatt jämfört med liknande bolag.

### Ett lokalt nordiskt prospekteringsföretag

Arctic Minerals är ett lokalt nordiskt mineralprospekteringsbolag som utforskar mineralfyndigheter i tidiga skeden i Finland och Norge. Vanligtvis krävs det borrhning innan ett projekt kan värderas och säljas. Strategin är att avyttra hela eller delar av dessa fyndigheter till större gruvbolag efter de första utforskningsfaserna. Bolaget har redan ett joint-venture med gruvjätten Rio Tinto för kopparkopparprojektet Peräpohja där ett borrhningsprogram pågår.

### Ökad mineraltillgång i Bidjövagge

Projektet i Arctic Minerals portfölj rör sig över lag framåt. Under hösten har samriskpartnern Rio Tinto genomfört ytterligare kärnborrhningar i Finland. En ny mineraltillgångsberäkning för Bidjövaggefyndigheten i Norge visade på en ökning av mineraltillgångarna till 3,3 miljoner ton (2,3). En ny genomgång av ett urval tidigare borrhningar tyder på lovande halter av metaller som ännu inte har inkluderats, exempelvis kobolt. Dessutom indikerar gamla borrhkärnor att det kan finnas fler guld-kopparfyndigheter i närområdet än vad som tidigare har antagits. Smolket i bågaren är att ett undersökningstillstånd för projektet i finländska Kiiminki har överklagats och ärendet ska avgöras i Förvaltningsdomstolen. Det medför åtminstone att fördjupade undersökningar drar ut på tiden. Totalt var kostnaderna något lägre än vi tidigare hade räknat med. Vid utgången av 2021 hade bolaget en kassa på 18 MSEK (2).

### Ny värderingsansats men likartad potential

Under 2022 bedömer vi att Arctic Minerals framför allt kommer att lägga resurser på fortsatta tidiga undersökningar i de helägda projekten i Finland. Därtill förväntar vi oss att partnern Rio Tinto blir majoritetsägare i Peräpohja, vilket i så fall skulle validera projektet ytterligare. Slutligen är Bidjövagge en "dark horse" i den händelse ett genombrott nås i tillståndsfrågan eller att Arctic Minerals kan få en stark partner i projektet till rimliga villkor.

Vi har gjort en översyn av vår värderingsansats och antar nu utspädning i samriskprojektet. I gengäld pekar en relativvärdering på ett högre motiverat värde för Bidjövagge än i våra tidigare beräkningar. Totalt sett gör vi endast en mindre justering av vårt motiverade värde i ett base case till 1,14 kronor jämfört med vår preliminära värdering efter den uppdaterade mineraltillgångsberäkningen som publicerades 16 december 2021 (1,19 kronor per aktie).

I vårt Bear case kommer vi fram till en rikt Kurs på 0,39 kronor per aktie (tidigare 0,41 kronor per aktie) medan vårt Bull case höjs till 2,6 kronor (tidigare 1,92 kronor per aktie) då vi ser en högre möjlig uppsida i Bidjövagge i ett optimistiskt scenario.

### Nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022P
Nettoomsättning	0	0	0	0	0
Adj. EBITDA	-5	-9	-17	-16	-20
Adj. EBIT	-5	-9	-25	-16	-20
VPA (kr)	-0,04	-0,07	-0,23	-0,11	-0,11
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Arctic Minerals, Carlsquare prognoser.

## Uppföljning och kommentarer

Arctic Minerals har gjort ytterligare undersökningar i Finland samtidigt som nya analyser och beräkningar ger stöd åt potentialen i Bidjovagge. Kostnaderna är lägre än väntat bland annat beroende på att malmletningstillstånd i Kiimini har överklagats.

### Fokus på finländska projekt

Arctic Minerals rapport för andra halvåret 2021 visade på kostnader som understegvårprognoser. För helåret 2021 uppgick rörelseresultatet till knappt 16 MSEK jämfört med 21 MSEK under 2020. Den främsta skillnaden utgörs av en nedskrivning av Vihantiprojektet som gjordes under 2020.

Under H2 2021 har prospekteringsarbetet varit fokuserat på Finland bland annat i form av provtagning på alluvialt guld i Nuttaka med syfte att identifiera prospektiva områden med fast berggrund. Samarbetspartnern Rio Tinto har också ökat takten något vad gäller kärnboringar i Peräpohja. I bokslutskommunikén meddelas samtidigt att malmletningstillståndet för Martimo i Kiiminkiområdet har överklagats och kommer att avgöras av Förvaltningsdomstolen. I avvaktan på domslut har mer utförliga undersökningar i form av djupmoränprovtagning skjutits upp.

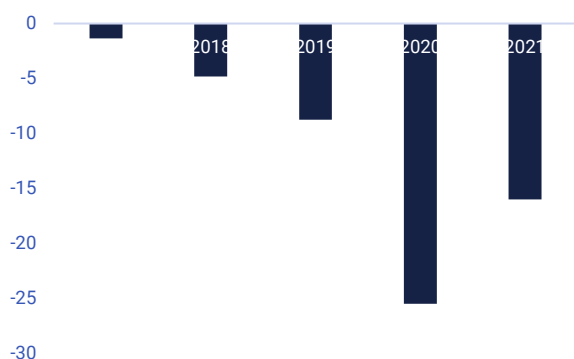
Likvida medel uppgick vid årets utgång (31 december 2021) till 18 MSEK (2,2). Bolaget har en förhållandevis låg "burn rate" för närvarande. Vi antar att fokus under innevarande år kommer att ligga på Nutukka och andra tidiga projekt i Finland, med Kiimini i "pausläge". För Bidjovagge kommer antagligen arbetet handla om att analysera gammalt material för att eventuellt stärka bolagets tes att det finns en god potential till ytterligare fyndigheter i området. Vi räknar dock inte med någon omfattande prospektering på kort sikt mot bakgrund av den politiska osäkerheten.

Sammantaget bedömer vi att kostnader och burn rate (driftskostnader) inte kommer att öka väsentligt under 2022.

### Driftskostnader

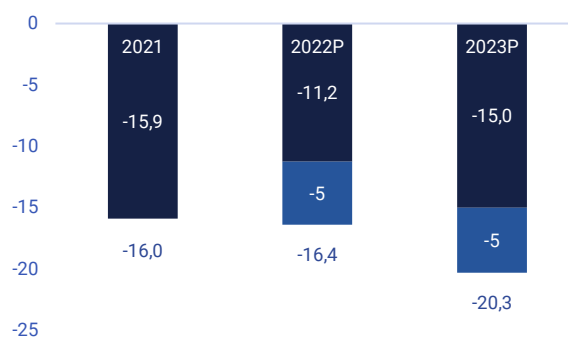
Företaget har historiskt haft begränsade kostnader, vilket framgår av diagrammet till vänster nedan. Investeringarna i prospektering tog fart på allvar först 2020 (även om nästan 8 miljoner kronor berodde på en nedskrivning av prospekteringstillgången i Vihanti i Finland).

Historiska driftskostnader (mkr) 2017-2020



Källa: Arctic Minerals

Prognosticerade driftskostnader (mkr) 2021-2023



Källa: Carlsquare prognoser.

## Nyheter under H2 2021 -

De viktigaste nyheterna under andra halvåret rörde bolagets guld- och koppartillgång Bidjovagge.

- I december meddelade bolaget att mineraltillgångsberäkningen för Bidjovagge har uppdaterats med hänsyn till högre metallpriser och nya antaganden om driftskostnader sedan den senaste beräkningen från 2012. Den indikerade mineraltillgången ökade från 2,3 miljoner ton till 3,3 miljoner ton. Metallinnehållet av guld och koppar ökade med 22 respektive 28 procent.
- Arctic Minerals har också beviljats förlängning av utvinningsrätter för Bidjovagge och beviljats flera nya undersökningstillstånd i området.
- Ytterligare kärnbörning (2338 m) har genomförts av samarbetspartnern Rio Tinto i kopparprojektet i Peräpohja.
- En genomgång av historiska borrhälar från Bidjovagge tyder på potential att hitta kobolt och tellurium. Höga halter av kobolt har identifierats i malmskärningar av betydande längd. Färre än tio procent av alla borrhälar har analyserats för kobolt och tellurium.
- I mars 2022 rapporteras att bolaget vid en genomgång av historiska borrhål identifierat zoner med mycket höga halter. I dessa zoner har det tidigare genomförts en begränsad prospektering.

## Investment case

Arctic Minerals är ett mineralprospekteringsföretag med tre huvudprojekt i Finland: Peräpohja, Kiiminki och Nutukka. Företaget har även bearbetningskoncessioner i Bidjovagge i Norge, en gammal guld-koppargruva. Dessutom har bolaget en erfaren ledning med starka referenser sedan tidigare. Vi bedömer att projektportföljen värderas lågt på börsen, vilket delvis förklaras av en politisk risk.

### Fokus på prospektering i tidiga skeden

Arctic Minerals är ett lokalt nordiskt gruvprospekteringsbolag som utforskar fyndigheter i tidig fas i Finland. Därtill har bolaget utvinningsrätter och undersökningstillstånd i och runt om den tidigare guld- och koppargruvan Bidjovagge i Finnmark i norra Norge. Strategin är att avyttra hela eller delar av bolagets fyndigheter till större gruvbolag efter de första utforskningsfaserna. Vanligtvis krävs det resursborrning innan ett projekt kan värderas och säljas.

Bolaget har ett samrisk-avtal med Rio Tinto för utveckling av Peräpohja i upp till fem år. Om en mineralfyndighet påträffas kan resursborrning påbörjas under andra halvåret 2022. De första resultaten från borrprogrammet bör vara tillgängliga 2023. Sannolikt börjar Rio Tinto närma sig investeringar om 4 MUSD i projektet vilket skulle innebära att partnern erhåller en andel på 51 procent. I det skedet är Arctic Minerals andel 49 procent.

Om Rio Tinto därefter väljer att förlänga prospektering i två år fram till 2025, och investerar ytterligare 5 MUSD, minskar Arctic Minerals andel av projektet till 25 procent. I gengäld vore det en tydligt positiv signal om Rio Tinto väljer att fortsätta utvecklingen. Om prospekteringen är framgångsrik är det sannolikt att Rio Tinto kan ta över projektet när samriskavtalet löper ut.

### Tidslinje

Tillgång	Första halvåret 2021	Andra halvåret 2021	Första halvåret 2022	Andra halvåret 2022
Peräpohja	Geofysik med hög upplösning i luften	Utvald diamantborrning	Utvald diamantborrning	Resursborrning
	BOT-provtagning			
Kiiminki	Erhåller undersökningstillstånd	Undersökningstillstånd		
	Geofysik, IP	har överklagats		
	BOT-provtagning			
Nutukka	On-site field work	Undersökningsdikning	BOT-provtagning	
	Dikesgrävning			
	Magnetisk undersökning			

Källa: Företagsinformation och Carlsquare

Bolaget uppger att nuvarande kassa täcker fasta kostnader för minst tolv månader framåt (februari 2022).

## Värde drivande faktorer

### Erfaren företagsledning

En investering i Arctic Minerals är en investering i företagsledningen och deras kunskaper om branschen samt deras kontakter. Företaget leds av VD Jonatan Forsberg som har lång erfarenhet av finansbranschen, vilket är viktigt för företagets finansiering.

Risto Pietilä som är prospekteringschef är en nyckelperson med mer än 30 års erfarenhet av mineralprospektering. Han var inblandad i flera upptäckter när han arbetade för Outokumpu Mining Oy. Sedan 2014 har han haft ledande befattningar vid Geological Survey of Finland (GTK). Han har en omfattande kunskap om deras geologiska databas och den tidigare Outokumpu-databasen. På grundval av detta kan han välja ut de områden som har de bästa utsikterna för mineralutvinning.

Peter Wulff har mer än 25 års erfarenhet av mineralprospektering i Skandinavien och på Grönland. Han ledde fältsäsongerna i Peräpohja (2017–2019) som ledde till så lovande resultat att Rio Tinto tecknade ett samrisk-avtal med Arctic Minerals.

Peter Walker och Krister Söderholm har omfattande branschkunskap och internationell erfarenhet av affärsutveckling. Branschkontakterna är viktiga för att göra affärer, där samriskföretaget med Rio Tinto är ett bra exempel. Rio Tinto är världens tredje största gruvföretag.

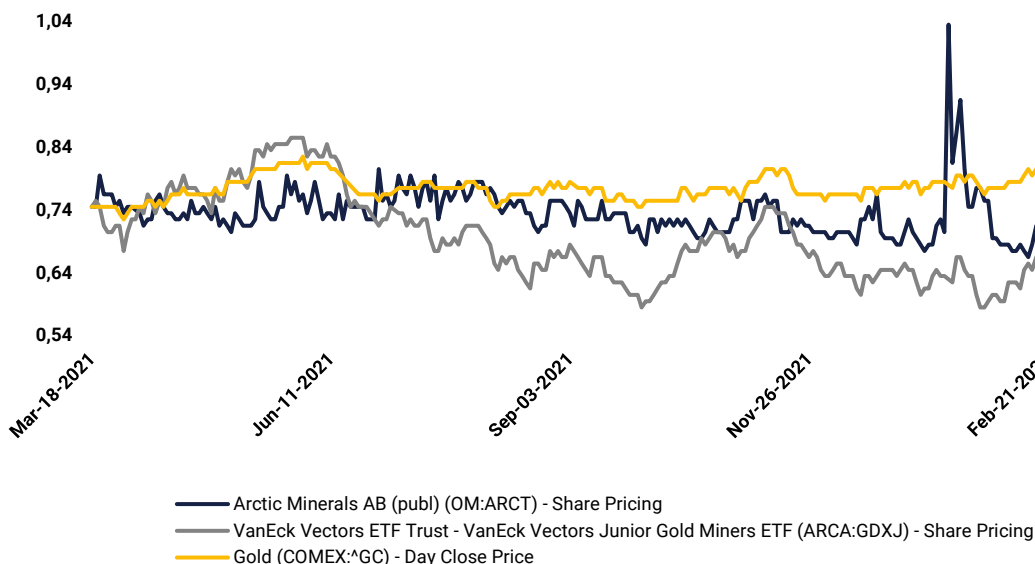
Kevitsa är en kopparnickelgruva som ägs av Boliden. Den öppnades 2012 och är den största gruvan i Finland. Prospekteringen inleddes år 2000 då ett prospekteringsstillstånd förvärvades av Scandinavian Minerals Ltd, ett företag som ledes av Walker, Söderholm och John Pedersen som tills nyligen var involverad i Arctic Minerals (numera pensionerad). Företaget noterades och tog in kapital på Torontobörsen 2004 och utvecklade projektet vidare tills det att bolaget förvärvades av First Quantum Minerals Ltd 2008. Priset var 282 miljoner Canada-dollar. Tidiga aktieägare i Scandinavian Minerals fick en avkastning motsvarande 17 gånger insatsen.

### En ökad efterfrågan på råvaror

Det har spekulerats i finansmedia om en kommande supercykel på råvarumarknaden. Europa och USA kommer att behöva metaller för sin planerade elektrifiering av transporter och industrier. Störningar i produktion och leverantörskedja tycks bli allt vanligare vilket emellanåt ger kraftiga prisrusningar. De låga metallpriserna under det senaste decenniet har lett till begränsade investeringar i exploaterings- och produktionskapacitet. De flesta större koncentrationer av råvaror har redan hittats och exploaterats. Marginalkostnaderna kommer att driva upp priserna för att utbudet ska motsvara efterfrågan.

Utvecklingen på metallmarknaderna har varit dramatisk under 2022 med generella uppgångar under hög volatilitet. Flertalet metallpriser befinner sig nära historiska högsta-nivåer. Även guldpriset har stärkts. Geopolitisk oro har sannolikt bidragit. På kort sikt kan guldpriset möta viss motvind då Federal Reserve inlett en åtstramning av penningpolitiken.

### Kursutveckling jämfört med guldpris och amerikanska guldbolag



Källa: S&P Capital IQ

### Finland – en underutforskad region

Flera geologiska områden i Finland har likheter med internationellt kända områden där stora gruvor har utvecklats. Jämförelsevis litet malm har utvunnits i Finland. Experter tror att det finns flera viktiga mineralfyndigheter i Finland som inte har upptäckts. Det finns

cirka 20 juniora gruvbolag som är aktiva i Finland. Det är inte ett särskilt stort antal i förhållande till de potentiella fyndigheterna.

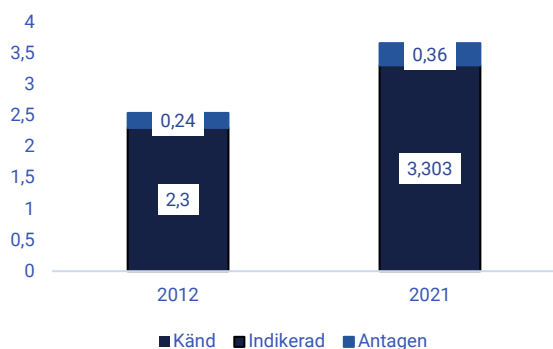
### Partner ger validering åt Peräpohja

Rio Tinto letar efter minst en Tier 2-tillgång i Peräpohja. Sådana tillgångar kan byta ägare till prislappar på över 100 miljoner US-dollar. Det talar för att Arctic Minerals skulle kunna få en betydande värdeutväxling vid en möjlig försäljning av sin 25-procentiga andel i bolaget. Även om det finns en möjlighet att Rio Tinto köper hela projektet är sannolikt ingen exit aktuell för Arctic Minerals förrän tidigast efter en eventuell fortsättning av prospekteringen.

### Potential att utöka mineraltillgång i Bidjovagge

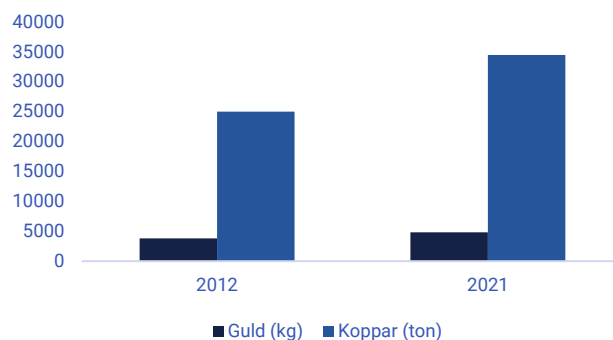
Arctic Minerals har under 2021 ökat aktiviteten i Bidjovagge vilket bland annat resulterat i en uppdaterad mineraltillgång med ett totalt ökat metallinnehåll. Därmed verkar det tidigare uppsatta målet om en mineraltillgång om minst 3,5 miljoner ton ligga inom räckhåll. En process har inletts för att hitta en partner till projektet.

#### Mineraltillgångar Bidjovagge (miljoner ton)



Källa: Carlsquare prognoser.

#### Metallinnehåll Bidjovagge



Källa: Carlsquare prognoser.

En stötesten är att kommunen Kautokeino tidigare har avvisat planprogrammet för gruvdrift (2012 och 2013). Även om kommunstyrelsens sammansättning kan ändras genom politiska val. Bolaget har haft en dialog med lokala företrädare för rennäringen och andra näringsidkare, är det osäkert om det lokala politiska motståndet kan överbryggas. Om Arctic Minerals kan få en erkänd, finansiellt stark partner med i projektet skulle det kunna stärka trovärdigheten för en återstart och underlätta dialogen med kommunen. Samtidigt kan den politiska risken göra potentiella partners tveksamma att gå med i projektet. Det faktum att bolaget under det senaste dryga året har ökat aktiviteten i Bidjovagge tyder på att de har förhoppning om en fördelaktig lösning för utvecklingen av projektet.

### En återstart kräver troligen begränsade investeringar

Den största delen av fyndigheten finns i den tidigare gruvan. Det finns upplag av tidigare bruten marginalmalm om cirka 0,3 miljoner ton. Därtill finns tillgångar i områden norr och söder om gruvan där ingen brytning har skett tidigare. Ingen genomförbarhetsstudie har gjorts ännu men det talar för att förhållandevis låga investeringar krävs för en omstart. Det finns dock än så länge för litet uppgifter för att närmare bedöma vilka investeringar som är nödvändiga och vilken lönsamhet som kan nås i projektet.

Bidjovagge är samtidigt en ganska liten mineraltillgång med relativt låga halter utifrån befintliga beräkningar. Bolaget uppger dock att genomgång av äldre analyser och borrhärdar från områden kring gruvan är lovande för vidare prospektering. Nästa steg i prospekteringen uppges vara en ny geofysisk undersökning. Detta framför allt för att kartlägga de områden som omfattas av de nya undersökningstillstånd som beviljades under 2021. Undersökningstillstånden avser en förmodad fortsättning av malmförande zon norrut samt ett område som ligger parallellt med gruvan. Syftet är att på sikt kunna identifiera större malmtillgångar.

Studier av analyser av gamla borrhärdar visar dessutom på höga uppmätta halter av kobolt och tellurium, metaller som är av stor betydelse för tillverkning av batterier respektive

solpaneler. Än så länge har endast en mindre andel borrhävar analyserats. Teoretiskt skulle kobolt- och telluriumförekomster kunna öka värdet på mineraltillgången väsentligt.

### Tydlig politisk rabatt för Arctic Minerals

Det är uppenbart att den politiska risken påverkar marknadens värdering av Bidjovagge. Vi har jämfört Arctic Minerals med guldprospekteringsbolag med fokus på Norden.

- För jämförbarhet har vi beräknat guldekvivalenter där vi antar  $AuEq = Au + 1,75 * Cu$  (%).
- Vi beräknar därefter tillgången i Bidjovagge till 0,35 miljoner oz guldekvivalenter.

Under det förenklade antagandet att övriga projekt i portföljen värderas till noll, bedömer vi att rabatten är drygt 60 procent, se nedan:

### Värdering av listade guldprospekteringsbolag med verksamhet i Norden

Bolag	EV, MSEK	AuEq, Moz	EV/oz, SEK	Kommentar
Botnia Exploration Holding AB (publ)	406,5	0,1	2827	Miljö tillstånd, vissa mineralreserver
Rupert Resources Ltd.	7988	4,5	1795	
Mawson Gold Limited	301	1,0	288	
Gold Line Resources Ltd.	143	0,28	509	Historiska antagna resurser
Barsele Minerals Corp.	466	1,1	430	45 % ägande i j/v med Agnico Eagle
<b>Median</b>			<b>509</b>	
Arctic Minerals AB (publ)	67	0,4	191	
Premie (+) /rabatt (-)			-62%	

Källa: Företagsinformation, S&P Capital IQ och Carlsquare

Producerande guldbolag med exponering mot Ryssland har värderats ned kraftigt i spåret av kriget mellan Ryssland och Ukraina och efterföljande sanktioner mot Ryssland. Större bolag noterade på Londonbörsen, som Polymetal och Petropavlosk, har fallit i värde med över 80 procent. Bolag listade i Sverige har fallit med 40 till 60 procent. Även om det är vanskligt att jämföra sanktioner med kommunala beslut ger det en indikation om storleken för en möjlig politisk rabatt.

### Prospekteringsprojekt som optioner med stor potential

Projekten i Peräpohja, Nutukka och Kiiminki är i tidig utvecklingsfas. Om mineraliseringar påträffas kan projektvärdena öka drastiskt. Om inget hittas kommer värdet att vara noll. Med tanke på Arctic Minerals nuvarande börsvärdering ser vi dock en god potential samt risk i förhållande till möjlig avkastning ur ett investerarperspektiv.

Peräpohja är det mest prioriterade av de finländska projekten. Bakgrunden är den geologiska likheten mellan skifferbältet i området och kopparrika regioner i Mellanafrika. Arctic Minerals har därtill hittat kopparmineraliseringar i berghällar och i malmblock.

Under 2021 har partnern Rio Tinto utfört kärnboringar om 2 388 meter. Därtill har tidigare kärnborrhål analyserats och geofysiska profiler mätts och Arctic Minerals fortsatt blockletning. Totalt har 3 583 meter borrhåll och projektet närmar sig punkten då Rio Tinto har rätt till en ägarandel om 51 procent. Även om det leder till en (förväntad) utspädning, vore det en positiv signal att gruvjätten vill fortsätta satsningen i projektet.

## Riktkurs på 1,14 kronor per aktie i Bas-scenariot

Vi har beräknat företagsvärdet med hjälp av en värderingsmetod där varje tillgång värderas separat. Företagets kassa per den 31 december 2021 har adderats.

Vi har värderat Bidjovagge utifrån en jämförande värdering av mineralresurser i andra prospekteringsbolag (icke producerande) som är aktiva i Norden. För jämförbarhet har vi beräknat guldekvivalenter där vi antar  $AuEq = Au + 1,75 * Cu$  (%). Enligt vår sammanställning värderas referensobjekten till ett EV motsvarande 509 SEK per oz (median).

Vi beräknar tillgången i Bidjovagge till 0,35 miljoner oz AuEq. Det ger ett motiverat värde baserat en relativvärdering på cirka 176 MSEK. För att ta höjd för risker i den lokala tillståndsprocessen sätter vi en rabatt på 50 procent, vilket i sin tur motsvarar cirka 88 MSEK.

För Peräpohja antar vi att Rio Tinto investerar 4 MUSD och erhåller en andel om 51 procent. Det ger en implicit värdering av projektet på 7,8 MUSD. Arctics andel (49 procent) är då värd 3,8 MUSD. För övriga tillgångar har vi använt oss av bokfört värde för dotterbolaget Arctic Minerals Exploration AB.

### Sum of the parts värdering

Tillgång	Värde	Aktier	Beskrivning
Bidjovagge	89,1		Gammal gruva i Norge
Peräpohja	37,3		Samriskföretag med Rio Tinto
Övriga Finland	37,3		Bokfört värde AM Exploration AB
Totala projektvärden	163,7		
Kassa per 31 dec 2021	18,1		
Substansvärde	181,8		
Antal utestående aktier (miljoner)		143,9	
Värde kronor per aktie		1,26	
Antagen nyemission	27,6		2022-23
Antal aktier 2023		184,3	
Företagsvärde	209,4		
<b>Värde kronor per aktie efter full utspädning</b>		<b>1,14</b>	

Källa: Carlsquare

I vår värdering har vi antagit att bolaget kommer att ta in totalt 30 MSEK under 2022 till 2023.

### Bull Scenario

I bull-scenariot antar vi att Arctic Minerals får med en större partner (omkring 50 procent) i Bidjovagge till en värdering om cirka 500 SEK per oz guldekvivalenter, vilket motsvarar värderingen av liknande projekt. Behovet av ytterligare finansiering undanröjs därmed.

Vidare antar vi att en stor mineralfyndighet påträffas i Peräpohja, vilket leder till att den klassificeras som en Tier 2-tillgång. Vi räknar med att den säljs om fyra år för 100 miljoner US-dollar. Nuvärdet som är hänförligt till Arctic Minerals blir i detta fall 147 MSEK.

Genom att använda samma substansvärderingsmetod som i basscenariot ger Bull-scenariot 2,64 kronor per aktie, jämfört med tidigare 1,92 kronor per aktie. Skillnaden förklaras av ett något högre värde för Bidjovagge samt att vi inte längre räknar med ett finansieringsbehov.

### Bear Scenario

I Bear-scenariot antar vi att Bidjovagges tillgångsvärde skrivs av, dvs. vi värderar den till noll, och att Rio Tinto drar sig ur samriskföretaget. I det scenariot består Arctic Minerals i allt väsentligt av kvarvarande finländska projekt i dotterbolaget Arctic Minerals Exploration AB.

Vi beräknar ett värde om 0,39 kronor per aktie i detta Bear scenario.

### Kalkylränta

Avkastningskravet på eget kapital beräknas med hjälp av CAPM-modellen. I modellen har vi antagit en riskfri ränta på 0,9 procent och ett betavärde på 1,2. Marknadsriskpremien antas vara 6,7 procent i enlighet med PwC:s "Riskpremie i den svenska aktiemarknaden" från april 2021. Till marknadsriskpremien har vi adderat en småbolagspremie om 4,2



procent. Detta resulterar i en vägd genomsnittlig årlig kapitalkostnad på 13,9 procent, som vi har använt för att diskontera antagna försäljningstransaktionsvärden för Bidjovagge.

## Risker och utmaningar

### Mineralprospektering

En tumregel är att endast ett av cirka hundra prospekteringsområden utvecklas till en gruva. Ungefär ett av tio prospekteringsområden blir ett utvecklingsprojekt.

Arctic Minerals letar främst efter utvecklingsområden för att sälja, eller för att hitta samriskföretag för avancerad prospektering, vilket skedde med Peräpohja. Inräknat Peräpohja har Arctic Minerals fem prospekteringsområden i Finland (tre större och två mindre).

### Volatila metallpriser

En stor risk inom råvarusektorn är prisvolatiliteten. Prisvolatiliteten för metaller, både ädelmetaller och basmetaller, är betydande. Förändringarna i mineralpriserna gör mineralfyndigheter attraktiva för en köpare. Nu gör höga metallpriser och en förväntad ökad efterfrågan nya upptäckter attraktiva. En global ekonomisk nedgång kan dock dämpa efterfrågan på metaller, vilket skulle göra prospekteringsstillgångarna mindre värdefulla.

### Finansieringsrisk

Mineralprospektering kräver finansiering under flera år innan det är möjligt att sälja verksamheten. En avancerad prospektering, t.ex. BOT-borrning och geofysisk forskning, måste utföras för att hitta ett borrhåll och utföra prospekteringsborrning. Allt detta bör kosta omkring 10–20 miljoner kronor per område. I nästa steg, för att fastställa ett utvecklingsområde, måste betydande investeringar i borrning göras. Kostnaden för ett borrhåll skulle vanligtvis ligga på cirka 20–30 Mkr. För att utveckla sina områden i största möjliga mån för att maximera avkastningen på investeringen kommer Arctic Minerals att behöva ytterligare finansiering. Hittills anser vi att företaget på det hela taget har skapat värde för sina aktieägare genom sina prospekteringsprogram. Det framgår av Rio Tinto-samarbetet, även om ett projekt, Vihanti, också har lett till förlorade pengar. Investerarnas intresse för att delta i framtida emissioner bör vara relativt gott.

### Politiska risker

Kautokeino kommun i Norge ändrade nyligen områdesplanen där Bidjovagge ligger. Därför är ytterligare utveckling av denna tillgång inte möjlig. Kommunens beslut måste först upphävas och zonindelningen definieras som "byggnader och anläggningar" med delmålet "utvinning av råvaror". Detta kan ta flera år.

### Beroende av enskilda personer

En investering i Arctic Minerals är en investering i de personer som leder företaget och deras kunskaper om branschen samt deras kontakter. Peter Walker och Krister Söderholm har omfattande branschkunskaper och en dokumenterad meritlista. De behövs för att göra affärer. Risto Pietilä och Peter Wulff har lång erfarenhet av geologi och mineralprospektering och en detaljerad kunskap om finländsk geologi. Dessa personer behövs för att hitta mineralhaltiga malmer. Ingen av dem kan lätt ersättas.

### Osäkerhet kring tillstånd

I Finland är det möjligt att reservera prospekteringsstillstånd för två år. Om man hittar malm på ett område måste man omvandla det till ett undersökningstillstånd, som är en juridisk rättighet som kan överlåtas. Det finns en risk i denna process. Ett undersökningstillstånd måste omvandlas till ett utvinningstillstånd innan byggandet av en gruva kan påbörjas. Det finns ytterligare en risk att detta inte tillåts, till exempel på grund av miljöproblem.

## Räkenskaper och nyckeltal

### Resultaträkningar (miljoner kronor)

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Aktiverat utvecklingsarbete	2,3	2,2	4,3	0,0	0,0	0,0
Övriga externa kostnader	-4,8	-8,4	-17,6	-15,9	-16,4	-20,3
Personalkostnader	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Avskrivningar & nedskrivningar	0,0	0,0	-7,9	-0,1	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat efter avskrivningar</b>	<b>-2,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-21,1</b>	<b>-15,9</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,2</b>
Justerat rörelseresultat	-4,8	-8,8	-25,4	-15,9	-16,3	-20,2
<b>Rörelseresultat före avskrivningar</b>	<b>-2,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-13,1</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,2</b>
Justerat rörelseresultat före avskrivningar	-4,8	-8,8	-17,5	-15,8	-16,3	-20,2
Finansnetto	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-2,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>-21,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,2</b>
Justerat resultat efter finansnetto	-5,0	-8,8	-25,4	-15,9	-16,3	-20,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vinst eller förlust för perioden</b>	<b>-2,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>-21,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,2</b>
Justerad vinst eller förlust för perioden	-5,0	-8,8	-25,4	-15,9	-16,3	-20,2

Källa: Företagsinformation och Carlsquare prognoser.

**Balansräkningar (miljoner kronor)**

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Anläggningstillgångar</b>						
Aktiverade prospekteringskostnader	53,2	55,9	52,3	52,5	52,5	52,5
Summa Anläggningstillgångar	53,2	55,9	52,3	52,7	53,3	53,8
<b>Omsättningstillgångar</b>						
Fordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andra kortfristiga fordringar	0,1	0,1	2,8	1,3	1,31	1,31
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Omsättningstillgångar	0,1	0,1	2,8	1,3	1,3	1,3
Likvida medel	6,7	12,1	2,2	18,1	16,6	11,7
<b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>	<b>60,0</b>	<b>68,1</b>	<b>57,4</b>	<b>72,2</b>	<b>71,2</b>	<b>66,8</b>
<b>EGET KAPITAL</b>						
Aktiekapital	39,7	54,7	54,7	94,2	109,2	124,2
Övrigt tillskjutet kapital	76,0	74,6	74,6	72,0	70,8	69,6
Övrigt eget kapital	-56,7	-63,3	-84,3	-100,2	-116,5	-136,6
Totalt egna kapital	59,0	66,1	45,0	66,0	63,6	57,2
<b>Långfristiga skulder</b>						
Långfristiga skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kortfristiga skulder</b>						
Skulder	0,4	0,8	11,7	5,5	6,0	6,5
Kortfristiga skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,7	0,7	1,7	3,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Total kortfristiga skulder	1,1	2,0	12,3	6,1	7,6	9,6
Totala Skulder	1,1	2,0	12,3	6,1	7,6	9,6
<b>TOTAL SKULDER OCH EGET KAPITAL</b>	<b>60,0</b>	<b>68,1</b>	<b>57,4</b>	<b>72,2</b>	<b>71,2</b>	<b>66,8</b>

Källa: Företagsinformation och Carlsquare prognoser.

**Kassaflöde (miljoner kronor)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Kassaflöden från den löpande verksamheten</b>						
Rörelseresultat	-2,5	-6,5	0,0	-15,9	-16,3	-20,2
<b>Justeringar</b>						
Avskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nedskrivning och icke kassaflödespåverkande faktorer	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Betalda räntor	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhållna räntor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnader för inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Förändring av rörelsekapital</b>						
Förändring av lager och pågående arbeten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändringar av fordringar	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0
Förändring av förutbetalda intäkter och förskottsbetalningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändring av skulder	0,3	0,4	0,0	-6,2	0,5	0,5
Förändring av kortfristiga skulder	-0,9	0,5	0,0	0,0	1,0	1,5
<b>Nettokassa från den löpande verksamheten</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-20,4</b>	<b>-14,8</b>	<b>-18,2</b>
<b>Kassaflöden från investeringsverksamheten</b>						
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,3	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,5
Investeringar i finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>Kassaflöden från finansieringsverksamheten</b>						
Nyemission av aktier	15,0	15,0	0,0	39,5	15,0	15,0
Kostnader för nyemission av aktier	-1,2	-1,3	0,0	-2,6	-1,2	-1,2
Nyupplåning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Återbetalning av lån	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>11,8</b>	<b>13,7</b>	<b>0,0</b>	<b>36,9</b>	<b>13,8</b>	<b>13,8</b>
<b>Totalt kassaflöde</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>15,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,9</b>
Likvida medel vid ingången av året	0,6	6,7	12,1	2,2	18,1	16,6
Likvida medel vid utgången av året	6,7	12,1	2,2	18,1	16,6	11,7

Källa: Företagsinformation och Carlsquare prognoser.

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Niklas Elmhammer och Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.