

ANALYTIKER

Thuva Mayonmarukan analysgruppen@linclund.com
 Jesper Wijk

LOVISAGRUVAN

| | |
|----------------------|--------------------|
| Aktiekurs | 68,00 |
| 52 v högsta / lägsta | 72,00/27,00 |
| Antal aktier | 3 416 500 |
| Börsvärde (MSEK) | 163,7 |
| Nettoskuld (MSEK) | -11,9 |
| EV (MSEK) | 177,8 |
| Sektor | Gruv & metall |
| Lista / kortnamn | Aktietorget (LOVI) |
| Nästa rapport | 2017-02-09 |

UTVECKLING

| | |
|-----------|--------|
| 1 månad | 53,38% |
| 3 månader | 64,49% |
| 1 år | 36,75% |
| YTD | 49,74% |

HUVUDÄGARE %

| | |
|--------------------------|-------|
| Göran Nordenhök o bol | 9,46% |
| Pavillion Life Insurance | 8,37% |
| John Wendell Berge | 7,26% |
| Gary Dybeck | 6,50% |
| Jorun Skaret | 5,85% |

LEDNING

| | |
|------------------------|--------------------|
| Verkställande direktör | Jan-Erik Björklund |
| Styrelseordförande | Göran Nordenhök |

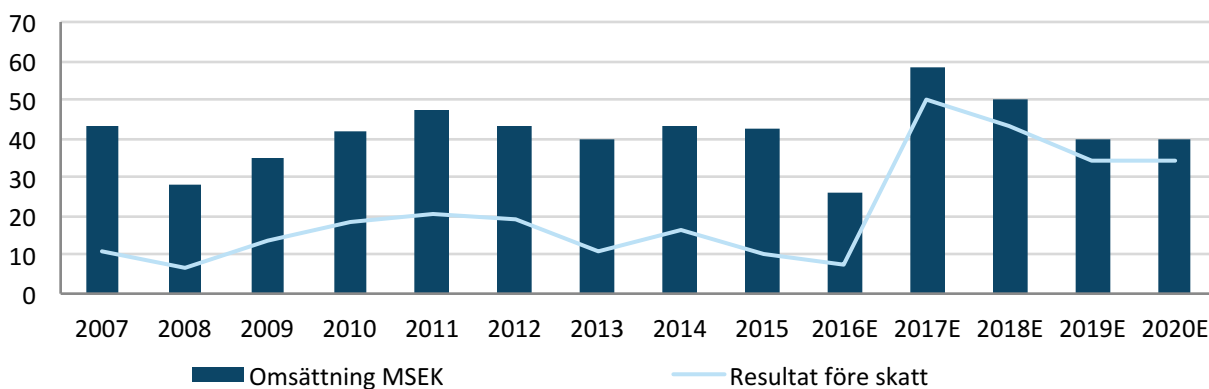
» **Nytt avtal med smältverk i Boleslaw, Polen**
 Efter att avtal med Boliden upplösts, har ett stopp i leverans för Lovisagruvan uppstått. Under året har testleveranser skett till ett smältverk i Polen, vilket har lett till ett ettårsavtal där leveranserna uppgår till cirka 54 000 ton per år motsvarande 58 MSEK.

» **Prognosticerat EBT på 50MSEK 2017**
 Bolagets minskande omsättning har lett till ett lager som ökat med 1700 % sedan årsskiftet, samtidigt som omsättningen har minskat med 53 %. Det nya avtalet har lett till ett prognosticerat EBT på 50MSEK för 2017, och 6MSEK för 2016.

» **Låg kassa och slopad utdelning.** Kassen uppgår till 0,16% av totala tillgångar som kan jämföras med treårssnittet på 15,29%, och både lån och checkkrediter har etablerats under året. Givet det prognosticerade EBT, är en direktavkastning på 9 % 2017 sannolik.

» **Slaktvärde på 201MSEK** Nuvarande gruva har en livslängd till 2023, vilket ger ett slaktvärde på 201MSEK. Därefter krävs godkänd bearbetningskoncession för att bolaget ska överleva.

Omsättning och EBT i MSEK



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Riskenivå

Minskad omsättning 2016 trots stigande metallpriser

På grund av plötsligt avbrutet kontrakt gällande malmleveranser med Boliden har omsättningen i år minskat med 53 % jämfört med tre första kvartalen förra året, trots ökningar i blypriser med 17,7 % och zinkpriser med 34 %.

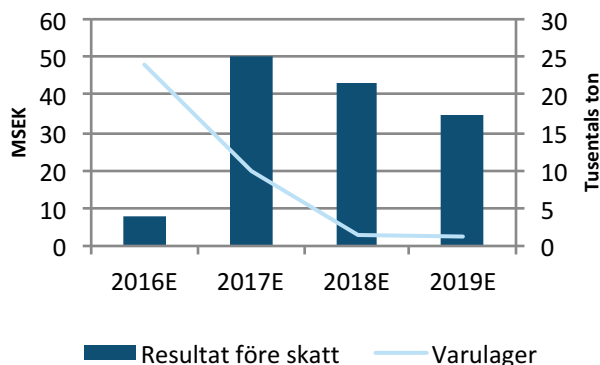
| | Q3 2015 | Q3 2016 |
|----------------|---------|---------|
| Bly (USD/Ton) | 1720 | 2024 |
| Zink (USD/Ton) | 1724 | 2311 |

Ett nytt avtal med ett smältverk i Polen har aktualiserats.

Avtalet gäller 54 000 ton per år, vilket kan jämföras med de 40 000 ton som bolaget producerar. Den minskade försäljningen har lett till att lagret estimeras öka med 1500 % på 2016E, jämfört med 2015. Bolaget har prissäkrat leveranser till nuvarande, höga prisnivåer, vilket innebär en minskad intäktsrisk för 2017. Vid given leveranstakt kommer omsättningen att minska efter 2017, då leveranser sker från lager, som kommer att minska med 60 % 2017. Detta ger ett estimerat EBT på 43MSEK för 2018, och 40MSEK för 2019.

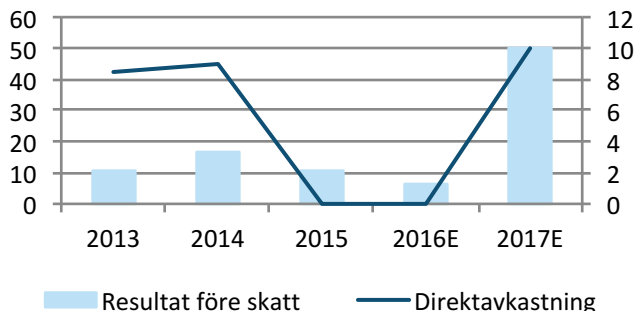
Ökad belåning trots ökad produktion

Produktionen 2015 uppgick till 40 763 ton vilket var en ökning med 5.3 % från 2014. Den stora lageruppbyggnaden och bristen på leveranser gjorde att det var sannolikt att bolaget skulle behöva skriva ner sitt lager. Dessutom påverkades bolagets kassaflöde negativt, och bolaget upptog banklån och checkkredit på 5 MSEK vardera. Detta minskade soliditeten till 16.4 %, som kan jämföras med branschens snitt om 60.9 %. Bolagets kassaflöde förväntas bli positivt och sannolikheten för en nedskrivning av lagret är minimal till följd av det nya avtalet.



Låg kassa och ingen utdelning

Historisk genomsnittlig direktavkastning för bolaget har varit 9.7 %, men utdelning uteblev 2015, till följd av negativa kassaflöden och minskade likvida medel. Givet det prognosticerade EBT, är en utdelning 2017 sannolik.



Lågt insiderägande – låg trovärdighet?

VD Jan-Erik Björklund har sedan 2014 minskat sitt innehav från 0.73 % i bolaget, till en nivå på 0.67 % av det totala aktiekapitalet. Styrelseordförande Göran Nordenhök är största ägare i företaget och äger drygt 9 % av kapitalet i bolaget, med ett svagt positivt netto av köp under året. Ett relativt lågt insiderägande som uppgår till totalt 20 % av totala kapitalet för Lovisagruvan trots nyckelpersoner som varit länge i bolaget ger en viss skepticism mot den interna trovärdigheten.

Möjlig uppsida framöver

Eventuella triggers ligger i ett accepterade av bearbetningskoncession gällande gruvan Pahtohavare. Bolaget själva uppskattar en årlig intäkt från gruvan i storleksordningen 110MSEK, vilket skulle vara en ökning med 440% jämfört med 2016E. Produktionsstart kan dock inte inledas förrän några år efter att de fått tillstånd.

Potentiella risker

Det nya avtalet med Boleslaw, sträcker sig över ett år. Vid utebliven förlängning av avtalet, kommer vi se ett liknande scenario som tidigare, där låg fakturering leder till stort varulager och låg kassa. Dagens bly och zinkpriser är på 52-veckors högstanivå. Bolaget har idag prissäkrat avtalet vilket innebär en garanterad intäkt. Om metallpriserna sjunker till senaste årets genomsnitt, innebär det en prisnedgång med 25 %. Detta kommer leda till en minskad omsättning och möjlig negativ intäktstillväxt vid omförhandling av nytt avtal.

Bolagsbeskrivning

Lovisagruvan driver en underjordsgruva, med höga halter zink och bly samt något silver, strax norr om Lindesberg i Bergslagen och är som delägare aktivt engagerade i att återstarta Stekenjokkgruvan och Pahtohavare, med koppar och zink samt en del ädelmetaller.



Slaktvärde på 201MSEK

Enligt bolaget själva har Lovisagruvan en livslängd som sträcker sig till 2021. Då bolaget legat något under de planerliga 40 000 ton per år, samt den ökning i varulager som skett under 2016, så skulle en förlängd livslängd till 2023 kunna förekomma. Detta skulle innebära 280 000 ton malm enligt planerlig produktion, som kan översättas till ett nuvärde på 201MSEK.

För fortsatt överlevnad för bolaget krävs att bolaget får bearbetningskoncessioner för nya gruvor. En lång process för att få tillstånd, samt långa ledtider vid produktionsstart, genererar en hög risk i bolaget som måste beaktas i värderingen. Den gruva som har störst sannolikhet att få godkänd bearbetningskoncession är **Pahtohavare**, vilket bedöms ha en livslängd på 7 år, med en estimerad intäkt på 110 MSEK per år. Bolagets andel är 75 % vilket skulle innebära ett nuvärdet i gruvan på 349 MSEK. **Stekenjokk** har redan nekats bearbetningskoncession, och frågan är idag på regeringsnivå, vilket gör det svårt att bedöma sannolikheten för godkännande. Enligt estimat finns det 7 miljoner ton brytbar malm i gruvan, vilket är 5 gånger mer än Pahtohavare. Dock ska det tas i beaktan att gruvan tidigare stängt igen på grund av bristande lönsamhet, vilket medför en hög risk för projektet.

| Gruva | Nuvärde i MSEK | Brytbar malm i tusen ton | Bearbetningskoncession |
|--------------|----------------|--------------------------|------------------------|
| Lovisagruvan | 201 | 280 | Ja |
| Pahtohavare | 349 | 1400 | Nej |
| Stekenjokk | - | 7000 | Nej |

EV/FCF på 14 på 2018E

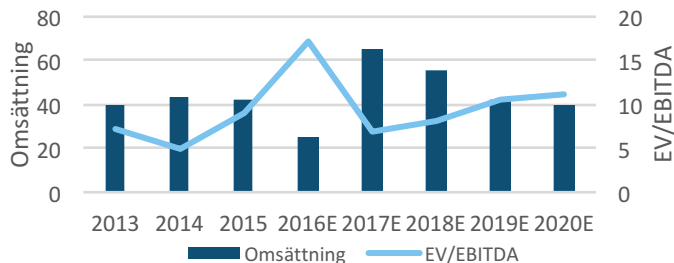
FCF förväntas uppgå till 6.1 MSEK 2016, givet bolagets svaga prestation, vilket innebär att bolaget kommer handlas till en EV/FCF på 14.2. Bolagets FCF förväntas uppgå till ett nuvärde på 12.3 MSEK 2017, vilket innebär en EV/FCF på 14 och en uppsida på 49 % 2018.

Bullscenario

I ett bullscenario kommer bolaget att teckna nytt avtal med polska Boleslaw efter ett år vilket innebär en estimerad EBT på 43,1 MSEK 2018. EV/EBT estimeras 3,54 2017, som då uppnår en läge nivå än tidigare år. Detta leder till en minskning av skulder, samtidigt som investeringsbehovet återigen kan täckas och utdelningar kan ges. Detta innebär även att bolaget bygger upp en finansiell ställning där nya prospekt kan bearbetas, och framtida intäkter säkras upp. 2017 blir ett anmärkningsvärt år, där det stora varulagret ger en uppsida i EV/EBT på 88 %.

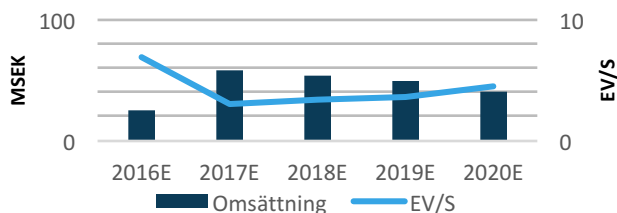
EV/EBITDA och omsättning

Bolaget har mellan 2013 och 2015 haft en svagt ökad omsättning och har värderats till ett genomsnittlig EV/EBITDA 7.4. Med en estimerad omsättning 2016 på 22 MSEK samt svagare EBITDA på grund av senaste årets brist på leveranser, estimeras EV/EBITDA för helåret 2016 att uppgå till 17.2. Estimerade EV/EBITDA förväntas uppgå till 6.8 2017 respektive 8 2018.



EV/S på 5.79 medför möjlig uppsida på 78 %

Bolaget har senaste två åren handlats till ett EV/S på 3.2, vilket anses vara rimligt då bruttomarginalen historiskt legat på 80 %, EBIT-marginal på 29.7 % och kostnadsmassan beräknas vara 18 MSEK per år. Givet bolagets prognosticerade återgång till planerlig produktion och omsättning, är ett EV/S på 3.2 återigen motiverat från dagens 6.9, och skulle innebära en uppsida på 78 %, då bolagets omsättning förväntas minska efter 2017.



Bearsenario

I ett Bearsenario lyckas bolaget inte att leverera i takt med prognos efter avtalet med Boleslaw, och uppvisar en liknande trend som senaste året. Detta kan bero på hinder i kontraktet med smältverket i Polen, transporten dit, eller bristande kvalitet. Detta skulle leda till ett negativt EBT 2018. En nyemission eller högre belåning skulle krävas under 2021, då kassan inte täcker upp det negativa kassaflödet. Misslyckade bearbetningskoncessioner skulle innebära en begränsad livslängd på företaget efter 2023.

| | Bull | | | | Bear | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E |
| EBT | 6,00 | 50,00 | 43,10 | 34,48 | 6,00 | 50,00 | -5,00 | -6,00 |
| EV/EBT | 29,66 | 3,54 | 4,09 | 5,11 | 29,66 | 3,54 | -35,26 | -29,39 |

Strengths

- Kostnadseffektivt avtal med Boleslaw
- Intressant prospekt
- Hög bruttomarginal

Weaknesses

- Högt beroende av kunder och avtal
- Låg kassa
- Hög belåning

Opportunities

- Möjlig ny gruva
- Högre råvarupriser
- Gynnsam transport till Polen

Threats

- Avslag om bearbetningskoncession
- Lägre råvarupriser
- Ogynnsam transport till Polen

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Lyckade bearbetningskoncessioner kan ge uppsida från tidigare. Kostnadseffektivt avtal med Boleslaw leder till en hög omsättning nästkommande år.



Quality of Earnings

Nytt avtal med smältverk där varulagret minskar, och bolaget uppvisar bättre EBT än tidigare ger en stabil grund för bearbetningskoncessioner. Dock visar bolaget ett stort beroende på avtalet.



Ledning & styrelse

Lågt insiderägande utan några tecken på förändring kan tolkas som en misstro från ledning och styrelse. Kommer att vända en negativ trend, vilket visar på styrka och handlingskraft.



Riskenivå

Många faktorer som kan påverka omsättningen. Finns risk i att transporten till Polen antingen inte slår väl ut, eller blir mer kostsam än prognosticerat. Bearbetningskoncession måste slå väl ut, då nuvarande gruvans malm förväntas räcka till 2023.

| Resultaträkning | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Q3 2016 |
|-------------------------------|------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|
| Omsättning | MSEK | 47,014 | 43,497 | 39,537 | 43,5 | 42,8 | 25,3 |
| Bruttoresultat | MSEK | 38,015 | 34,688 | 30,297 | 35 | 34,7 | 12,7 |
| Rörelseresultat | MSEK | 20,259 | 18,99 | 11,498 | 16,6 | 10,4 | -3,3 |
| Resultat Före Skatt | MSEK | 20,277 | 19,087 | 10,692 | 16,6 | 10,4 | -3,4 |
| Resultat Hänföring Aktieägare | MSEK | 10,807 | 10,478 | 6,046 | 9,2 | 7,5 | -3,3 |
| Vinst/Aktie | SEK | 3,163 | 3,066 | 1,769 | 2,692 | 2,195 | -0,966 |
| Antal Aktier | Milj | 3,417 | 3,417 | 3,417 | 3,417 | 3,417 | 3,417 |
| Utdelning | SEK | 3 | 3 | 3 | 3 | 0 | 0 |

| Balansräkning | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Q3 2016 |
|-----------------------------|------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| Immateriella tillgångar | MSEK | 0,08 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Materiella tillgångar | MSEK | 28,215 | 29,554 | 32,041 | 35,375 | 41,604 | |
| Finansiella tillgångar | MSEK | 1,945 | 0,299 | 0,299 | 0,825 | 1,817 | |
| Summa Anläggningstillgångar | MSEK | 30,24 | 29,853 | 32,34 | 36,2 | 43,4 | 43,5 |
| Kassa/Bank | MSEK | 13,319 | 15,259 | 9,468 | 16,1 | 4,2 | 0,1 |
| Summa Omsättningstillgångar | MSEK | 20,216 | 24,494 | 20,648 | 25,2 | 14,1 | 19,4 |
| Summa Tillgångar | MSEK | 50,456 | 54,347 | 52,988 | 61,4 | 57,5 | 62,9 |
| Summa Eget Kapital | MSEK | 20,153 | 20,658 | 16,887 | 15,8 | 13 | 10,3 |
| Långfristiga Skulder | MSEK | 20,578 | 25,352 | 28,031 | 32,7 | 34,7 | 44,2 |
| Kortfristiga Skulder | MSEK | 9,725 | 7,912 | 8,07 | 13 | 9,9 | 8,4 |
| Summa Eget Kapital | MSEK | 50,456 | 54,347 | 52,988 | 61,4 | 57,5 | 62,9 |
| Nettoskuld | MSEK | -13,281 | -16,365 | -9,724 | -12,7 | -1,6 | 11,9 |

| Kassaflödesanalys | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Q3 2016 |
|---------------------------|------|------|------|------|--------|--------|---------|
| Kassaf Löpande Verksamhet | MSEK | | | | 2,164 | -0,849 | -5,175 |
| Kassaf Investeringsverk | MSEK | | | | 0 | 0 | 0 |
| Kassaf Finansieringsverk | MSEK | | | | -0,009 | 22,32 | 25,934 |
| Åretskassaflöde | MSEK | | | | 2,155 | 21,471 | 20,759 |
| Fritt Kassaflöde | MSEK | | | | 2,164 | -0,849 | -5,175 |

| Värderingsmultiplar | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Q3 2016 |
|---------------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EV/S | | 1,82 | 2,15 | 2,8 | 2,34 | 3,2 | 5,54 |
| EV/EBITDA | | 3,68 | 4,21 | 7,27 | 4,94 | 9,08 | 100,03 |
| EV/EBIT | | 4,23 | 4,91 | 9,64 | 6,13 | 13,19 | -42,44 |
| P/E | | 9,15 | 10,47 | 19,95 | 12,44 | 18,5 | -38,83 |
| P/B | | 4,91 | 5,31 | 7,14 | 7,24 | 10,67 | 12,44 |
| Bruttomarginal % | | 80,86 | 79,75 | 76,63 | 80,46 | 81,07 | 50,2 |
| EBITDA-marginal % | | 49,54 | 50,99 | 38,57 | 47,36 | 35,28 | 5,53 |
| EBIT-marginal % | | 43,09 | 43,66 | 29,08 | 38,16 | 24,3 | -13,04 |
| Vinstmarginal % | | 22,99 | 24,09 | 15,29 | 21,15 | 17,52 | -13,04 |
| Direktavkastning % | | 10,36 | 9,35 | 8,5 | 8,96 | 0 | 0 |
| Kapitaleffektivitet | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Q3 2016 |
| ROE | | | | 0,36 | 0,58 | 0,58 | -0,32 |
| ROA | | | | 0,11 | 0,15 | 0,13 | -0,05 |
| Soliditet | | 39,94 | 38,01 | 31,87 | 25,73 | 22,61 | 16,38 |
| Nettoskuldssättning | | -26,32 | -30,11 | -18,35 | -20,68 | -2,78 | 18,92 |
| Capex % | | 45,65 | 25,38 | 58,93 | 36,62 | 105,31 | -51,11 |

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).