

## Smid innan järnet blir för varmt...

- **Utveckling av Ballekfyndigheten sker redan i år**
- **Ruotevare fyndigheten lockar asiatiska intressen**
- **JORC-studier bekräftar tidigare data från SGU i Beowulfs fyndigheter**
- **Noteras på den svenska aktiemarknaden sedan 2008**
- **Beowulf Mining ansöker om ytterligare inmutningar i anslutning till de befintliga**

### Sammanfattning

Sedan järnåldern har järnmalm varit en av Sveriges viktigaste naturresurser. Sedan 1500-talet har export av järnstänger, varit en av Sveriges dominerande handelsvaror, även om dess betydelse fallit sedan dess till följd av den globala industrialiseringen.

Historiskt sett har den svenska järnmalmsindustrin utvecklats med hjälp av utländska intressen, bland annat från Belgien, Tyskland, Österrike och England. Nu är det åter dags för britterna att blicka mot de svenska skogarna, Beowulf Mining prospekterar och utvecklar ett antal fyndigheter i norra Sverige. De råvaror som bolaget valt att fokusera på är basmetallerna järnmalm och koppar, men har även inmutningar avseende guld och i viss mån också uran. Bland de noterade svenska företagen är det främst guldetande företag som är noterade, men ledningen för Beowulf Mining anser storleken på fyndigheterna är så pass omfattande att järnmalm kan komma att visa sig vara en veritabel guldgruva i sig.

De historiskt sett mycket låga priserna på järnmalm gör att det i dag är ont om företag som ägnar sig åt prospektering. Detta kommer att leda till en skriande efterfrågan efter långsiktiga och stabila samarbetspartner som klarar av att leverera det som efterfrågas då konjunkturen vänder.

<b>Antal aktier</b>	80,898,247, varav 2,000,000 SDB
<b>Notering</b>	Aktietorget samt AIM (England)
<b>Styrelseordförande</b>	Clive Sinclair-Poulton
<b>Största ägare (%)</b>	Sunvest Corporation 12,36 procent
<b>Webb</b>	<a href="http://www.beowulfmining.com">http://www.beowulfmining.com</a>
<b>Market Cap</b>	20 Mkr
<b>Axiers rekommendation</b>	Köp
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Mycket hög

## Beskrivning av verksamheten

Prospekteringsföretaget Beowulf Mining har i dag fem fyndigheter med sammanlagt 10 inmutningar. Bolaget bedriver prospektering och utveckling av koppar, guld och järnmalm i norra Sverige. Beowulf Mining har även ett par mindre inmutningar i Ballek avseende uran, en råvara som väcker allt större intresse internationellt. Samtliga fyndigheter beskrivs noggrant nedan.

*Inmutningar i norra Sverige, med bevisade reserver*

	Järn	Koppar	Guld	Övrigt
<b>Ruotevare</b>	x			x
<b>Ballek</b>		x	x	x
<b>Kallak</b>	x			
<b>Jokkmokk</b>		x	x	
<b>Grundträsk</b>		x	x	

### Ruotevare

Ruotevare, som är att betrakta som Beowulf Minings flaggskepp, är en fyndighet som främst innehåller järnmalm, och i mycket hög omfattning.

I augusti 2008 meddelade Beowulf en mineralisering i Ruotevare innehållande 140 miljoner ton (Mt) uppgående till 39.1 % järn (Fe), 5.7 % titanium (Ti) och 0.2 % vanadium (V) (med halter om 30 % Fe). Senare studier visar emellertid på att fyndigheten är betydligt rikare än så. Fyndigheten i Ruotevare är granskad enligt JORC (se nedan för närmare förklaring), vilket finansierades av WAG Limited.

*Testerna visar att mineraliseringen i Ruotevare innehåller nästan 40 procent järnmalm*

Ruotevare-fyndigheten ägs numera till 100 procent av Beowulf Mining och omfattar 850 hektar. Den är belägen 1,100 km norr om Stockholm i Norrbotten län, omkring 10 km nordväst om byn Kvikkjokk. Kirunagruvan, världens näst största underjordiska gruva med uppskattningsvis 2,3 miljarder ton järnmalm är beläget omkring 180 kilometer nordöst om Ruotevare, och Malmbergets järngruva finns 120 kilometer öster ut.

Beowulf Mining avslutade under året sitt joint venture med australiensiska WAG Limited kring detta projekt då WAG drabbats av den finansiella härdsmältan. Som en effekt av detta kommer Beowulf Mining fortsättningsvis äga inmutningarna i Ruotevare och Kallak till 100 procent. WAG har under tiden samarbetet pågått genomfört och slutfört en omfattande studie av bolagets Ruotevare och Kallak Magnetit projekt. Undersökningarna har omfattat såväl detaljerade geologiska och metallurgiska forskning, studier kring miljöpåverkande faktorer och existerande fyndigheter.

Tidigare studier, utförda av Sveriges Geologiska Undersökningar (SGU) har utförts 1975, och uppskattade att reserverna i fyndigheten uppgick till 116 miljoner ton med halter på i genomsnitt 38.2 procent järn, 5.6 procent titanium och 0.17 procent vanadium. Sedan dess har ytterligare en sektion om 20 miljoner ton järnmalm identifierats med en halt om 47 procent järn. De studier som Beowulf Mining nyligen

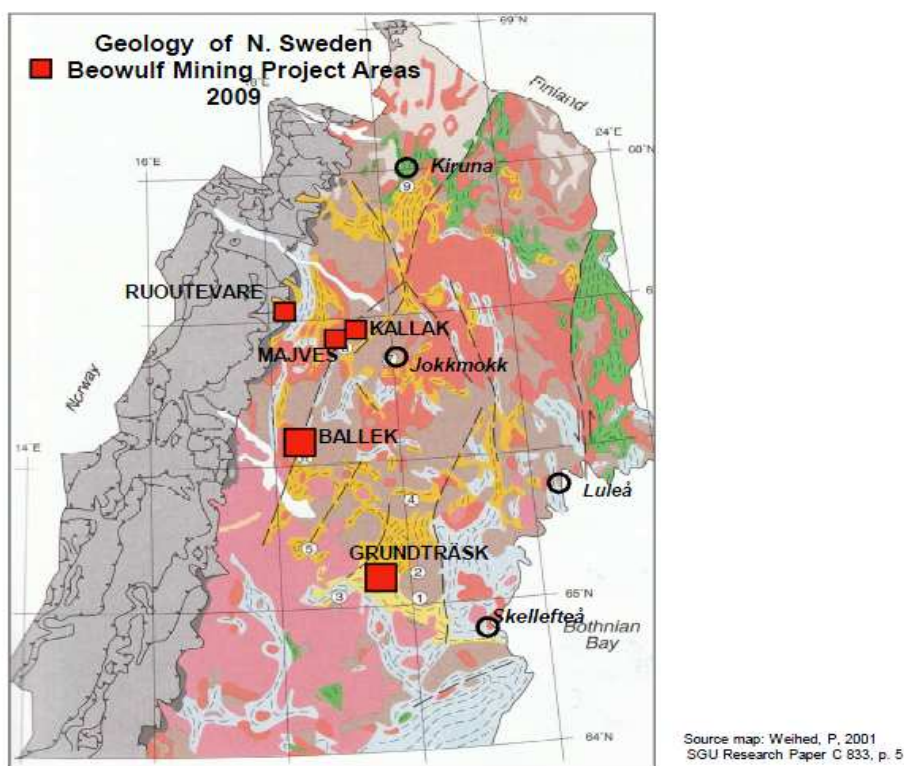
presenterat visar på att reserverna är betydligt större än så, varför ytterligare undersökningar kommer att företas i området.

Beowulf Mining för samtal med ett antal potentiella partners i Asien som vill försäkra sig om järnmalm från Ruotevare fyndigheten. Fyndet är att betrakta som kommersiellt intressant.

*För samtal med potentiella asiatiska placerare*

Beowulf har tidigare redovisat för Londonbörsen att bolaget hoppas bryta malm för en och en halv miljard kronor per år. Det är en tiondel av vad LKAB utviner. Vinsten skulle bli 370 miljoner kronor per år. De kända reserverna beräknas räcka till minst tio års drift av fyndigheten.

Malmen i Ruotevare ligger i dagen, som vid Storblaiken i Västerbotten. En gruva i Ruotevare skulle likna den som Lappland Goldminers har i Blaiken.



En översikt av Beowulf Minings inmutningar.

### Kallak

Utöver de 140 miljoner tonnen i bolagets fyndighet i Ruotevare äger Beowulf Mining också den närbelägna Kallak fyndigheten vilken har en beräknad järnmineralisering om 88 - 92 miljoner ton med halter om 35 – 42 procent. Undersökningar i detta området har finansierats genom ett numer avslutat samarbete med australiensiska WAG Limited.

*Kallak beräknas omfatta ytterligare 90 miljoner järnmalm*

Fyndigheten är ännu inte bekräftad enligt vare sig JORC eller kanadensiska NI 43-101. Detta står emellertid högt upp på bolagets åtgärdslista. En lyckad klassificering

medför att bolagets reserver ökar kraftigt, vilket ger ett högre värde på bolaget – allt annat lika. Inmutningen omfattar 500 hektar. Senast området undersöktes var 1947, då SGU undersökte området. Det är således sannolikt att anta att det med moderna mätmetoder går att bekräfta ytterligare kommersiellt utvinningsbara fyndigheter.

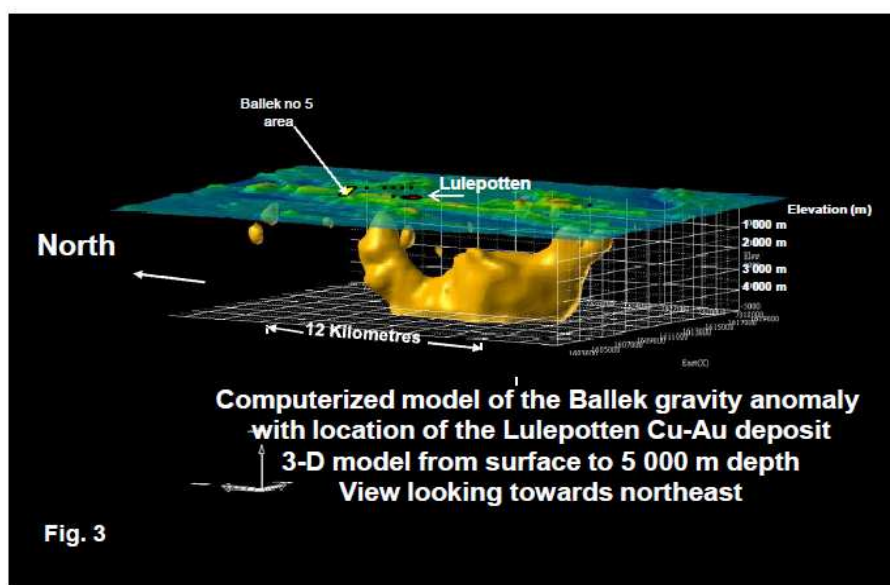
## Ballek

Beowulf Minings Ballek-projekt omfattar fyra inmutningar som täcker sammanlagt elva kopparfyndigheter utanför Arjeplog. I detta projekt ingår också det så kallade Lulepotten-fyndigheten som innehåller både guld och koppar. Området har tidigare utforskats av SGU.

Tillsammans med gruvföretaget *Agricola Resources Plc*, skall Beowulf Mining utveckla Ballekprojektet, och då i första hand *Lulepottenfyndigheten*. Planerna går ut på att börja med provborrningar under 2009. Fyndigheten omfattar såväl guld som koppar, och bör på sikt kunna bidra till att öka värdet på Beowulf Minings tillgångar substantiellt. Samarbetet sker i form av en joint venture, i vilket Agricola har rätten att ta över 70 procent av fyndigheten mot finansiering och teknisk support.

*Planerar för provborrning i Ballek under 2009*

Utöver guld och koppar så beräknar ledningen att det finns intressanta fyndigheter av järnmalm och uran som skall bearbetas ytterligare.

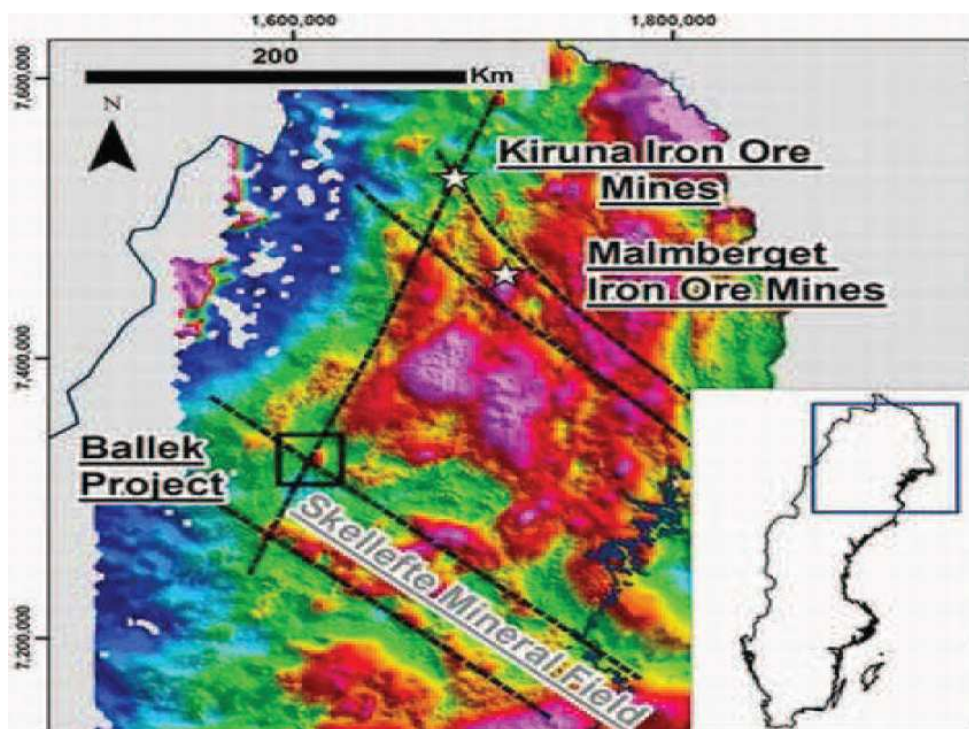


*En datorbaserad modell som visar upp den mineralisering som Beowulf Mining identifierat i Ballek. Modellen visar upp förekomst baserat på gravitet (gul färg) och magnetisk undersökning (grå färg).*

I dag har bolaget identifierat en 1,617 meter lång mineralisering. Guld och kopparfyndigheterna har studerats närmare, och är klassificerade enligt JORC (se förklaring nedan). Studierna visar på att fyndigheten omfattar 5,9 miljoner ton malm, med en kopparhalt om 0,8 procent samt 0,3 procent guld. Ledningen tror att den kan utvinna sammanlagt 47,000 ton koppar och 57,000 gram guld från denna fyndighet trots de förhållandevis låga halterna. Det går emellertid att uppnå lönsamhet i och med att det finns flera mineraler att utvinna, vilket ger ett högre

*1,617 lån timer mineralisering identifierad*

täckningsbidrag än om de förekommit isolerat.



Beowulf Minings Ballek projekt ligger i direkt anslutning till den så kallade Skellefte Mineraliseringen, en område med ett stort antal bevisade kommersiellt utvinningsbara fyndigheter.

Beowulf driver Ballek-projektet i form av ett *joint venture* med Agricola Resources Plc (PLUS:AGRI). Agricola Resources har en option och ett så kallat *earn-in agreement* med Beowulf Mining. Mot att bolaget genomför en geofysisk undersökning och 3,200 meters diamantborrningar senast den 31 mars 2010 kan Agricola erhålla upp till 70 procent av intäkterna i vissa områden. Samarbetet avser inmutningarna Ballek 2, 3, 4 och 5.

Agricola Resources kan erhålla upp till 70 procent av intäktströmmarna från detta joint venture, men skall också till skjuta upp till 500, 000 USD för denna rätt. Detta skall svara för utvecklingskostnader av projektet.

500,000 USD  
plöjs ned i  
utveckling  
initialt

De kommande undersökningarna skall utvecklar de tillgångar som är knutna till de anomalier som finns i området, samt identifiera nya järn- och guldmalmsfyndigheter som finns i området.

### Grundträsk

Guldfyndigheten Grundträsk består av tre inmutningar som sträcker sig över ett 43 kvadratkilometer stort område. Fyndigheten ligger i den så kallade *Skellefte Mineraliseringen*, en område med ett stort antal bevisade kommersiellt utvinningsbara fyndigheter.

Belägen i  
Skellefte-  
fältet

Projektet, som är helägt av Beowulf Mining, uppvisar en god förekomst av guldanomalier som förekommer i stora bergformationer. På sina håll påvisar de



studier som Beowulf Mining genomfört halter på upp till 8 gram guld per ton vilket är att betrakta som mycket högt. Beowulf Mining har genomfört årliga provborrningar i området under perioden 2003 till 2007 och data talar för att mineraliseringen löper på över 800 meter, innehållande i genomsnitt 1 gram guld per ton. Ledningen för Beowulf Mining bedömer att det kommer att vara möjligt att bedriva gruvdrift i form av ett dagbrott, precis som Lappland Goldminers Fäboliden-fyndighet. Detta gör att projektet kan komma att bli mycket lönsamt med dagens höga guldpriser.

*Studier visar god förekomst av guld - upp till 8 gram per ton*

## Jokkmokk

I Jokkmokk har Beowulf Mining två stycken inmutningar. Det är främst guld och koppar som bolaget hoppas finna i detta område. Under både 2004 och 2005 genomfördes ett antal provborrningar i området. Beowulf Mining undersöker möjligheterna att farma ut detta projekt. Det är Axiers bedömning att detta är bolagets minst prioriterade projekt.

*Möjlighet att farma ut guld och kopparprojekt*

Beowulf Mining har under året ansökt om ytterligare inmutningar i direkt anslutning till dem som bolaget redan har i trakterna till Ruotevare, Kallak och Jokkmokk.



BEOWULF MINING PLC

*Som kuriosita kan nämnas att Beowulfskvädet är ett engelskt heroiskt epos, som av olika experter daterats till olika tidpunkter under perioden 700-1,000 e Kr. Med sina 3,183 rader är det anmärkningsvärt för sin omfattning. Poemet har ingen titel i manuskriptet, men har varit känt som "Beowulf" sedan tidigt 1800-tal.*

*Som den enda större överlevande anglosaxiska hjältedikten har verket – trots att det huvudsakligen berör skandinaviska händelser – i England stigit till sådan upphöjdhet att det blivit "Englands nationalepos. Namnet Beowulf (urnordiska Biowulfaz) brukar tolkas som bi-varg, en kenning för björn (björnen är som en varg för bina). Överfört till nordiska blir det Bjölf. Detta namn bärs av en av de norska vikingar som koloniserade Island och finns fortfarande kvar som isländskt mansnamn. Namnet är därför ett passande namn för ett brittisktregisterat företag som prospekterar i svenska marker.*

## Förklarande ordlista

För den som inte är insatt i gruvindustrin är det synnerligen svårt att hålla isär på alla begrepp som används. Axier har av den anledningen valt att infoga en kort förklaring över de vanligaste uttrycken som används för att ge läsaren en bättre inblick i det som skrivs.

**Antagen mineraltillgång** Mineraltillgång uppskattad utifrån förmodad haltkontinuitet, extrapolering, bortom känd respektive indikerad mineraltillgång, för vilket det finns geologisk grund. Antagen mineraltillgång kan, men behöver inte vara, belagd med stöd av prov eller mätningar.

**Bevisad malmreserv** Bevisad malmreserv är den bevisat ekonomiskt brytvärda delen av känd mineraltillgång. De ekonomiska förhållandena skall vara fastställda i en fullständig *feasibility study*. Malmens kvantitet är beräknad från en utsträckning som påvisats i håll, schakt eller borrhål. Halt/kvalitet är beräknade utifrån resultat av en detaljerad provtagning. Observationerna, provtagningarna och mätningarna är av en sådan täthet och de geologiska förhållandena så välkända, att storlek, geometrisk form, djupgående, metallhalt och haltsamband i malmen är säkert kända.

**Känd mineraltillgång** Mineraltillgången är beräknad från en utsträckning som påvisats i håll, schakt eller borrhål. Halt/kvalitet är beräknade utifrån resultat av en detaljerad provtagning. Observationerna, provtagningarna och mätningarna är med en sådan täthet och de geologiska förhållandena så väl kända, att storlek, geometrisk form, djupgående och mineralsammansättning (halt) i mineraltillgången är säkert kända.

**Sannolik malmreserv** är den ekonomiskt brytvärda delen av indikerad mineraltillgång. De ekonomiska förhållandena är även här fastställda/visade i en fullständig *feasibility study*. Malmens kvantitet är beräknad på samma sätt som för bevisad malmreserv, men avståndet mellan observationspunkterna tillåts vara större. Graden av malmkännedom, trots att den är lägre än för känd malm, är ändå tillräckligt hög för att bekräfta lönsamhet.

**Pre feasibility Study** (Förundersökning)- en detaljerad undersökning där hänsyn tas till resultat från tidigare prospektering, fler borrhingshål görs, ytterligare tester genomförs m.m. I samband med detta görs den första undersökningen avseende miljöpåverkan samt förberedelser för tillståndsprocessen. Hänsyn tas till tidigare ekonomiska och tekniska kalkyler och den kommersiella potentialen.

**Feasibility study** (Lämplighetsundersökning) en ännu mer detaljerad undersökning, tar kontakt med lokalbefolkningen och gör nya kalkyler.

**NI 43-101** Internationell standard för rapportering av mineraltillgångar.

**JORC** (*Joint Ore Reserve Committee*) är en australiensisk klassificeringskod som är snarlik de kanadensiska direktiven NI 43-101 men dock skiljer sig något från denna. För ytterligare information hänvisas till <http://www.jorc.org> . Koden har använts sedan 1971.

**SAMREC** (*The South African Code for Reporting of Mineral Resources and Mineral Reserves*) är en australiensisk klassificeringskod som bygger på australiensiska JORC. Koden har använts sedan 1998.

Gällande klassificeringsregler bygger på att provtagning och analys av prov har genomförts på ett sätt som är helt transparent och kan upprepas vid behov. Vidare måste analyser utföras av ett ackrediterat, oberoende laboratorium och resultaten kontrollerade av **ett annat oberoende** laboratorium. Borrhings- och provtagningstätheten måste vara för den i fråga varande malmtypen passande till exempel en massiv sulfidmalm eller ilmenitmalm kan räknas som malmreserv vid 50 meters profil

avstånd med stöd av geofysiska mätningar.

En guldmalm kan i princip aldrig räknas som malmreserv om borrhål- och borrhållavståndet samt provtagningstätheten överstiger 20 meter på grund av att guldmalmernas konturer ofta är oregelbundna och halterna är varierande. Guldet förekommer oftast också oregelbundet i gångar och dess halternas kontinuitet går sällan följas noggrant med geofysiska mätningar.

## Marknaden för stål

Amerikanska stålföretag började efter andra världskriget i allt större utsträckning att investera i gruvdrift internationellt av rädsla för uttömning av inhemska järnmalmstillgångar.

*Amerikanska företag har sedan andra världskriget köpt upp utländska gruvföretag*

USA:s andel av den totala världsproduktionen av järnmalm minskade från 40,5 procent 1950 till 9,9 procent 1977. Detta kan jämföras med att USA endast importerade 7,2 procent av järnmalmen till sin tillverkningsindustri under år 1950. År 1977 hade denna siffra stigit till 32,3 procent vilket bland annat hade sin grund i förändrade förhållanden på världsmarknaden för järnmalm.

En viktig orsak till den förändrade utvecklingen på den internationella järnmalmsmarknaden var kraftigt minskade kostnader för transporter. Nya malmfartyg framställdes med en betydligt större kapacitet än de fartyg som fanns tillgängliga före andra världskriget. Detta gjorde att handeln med järnmalm på mer långväga avstånd ökade. Det är således nu möjligt att konkurrera med producenter i andra världsdelar, något som inte alltid varit fallet tidigare.

Under de senaste årtiondena har vi märkt ett ökat inslag av statsägda företag inom gruvsektorn världen över. I såväl Brasilien, Chile, Indien, Liberia, Mauretania, Peru, Sydafrika, Sverige och Venezuela har staten under efterkrigstiden involverade sig i gruvverksamhet dels för egen del eller i samarbete med något privat gruvföretag.

Det största statsägda företaget i världen inom järnmalmsektorn i slutet av 1970-talet var *Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)* vilket bildades av brasilianska staten 1940. Företaget hade under 1978 en total järnmalmsproduktion på 50,7 miljoner ton järnmalm (jämfört med de 140 miljoner ton i Beowulf Minings fyndighet i Ruotevare).

Den internationella järn- och stålindustrin efter andra världskriget förändrades alltså drastiskt under efterkrigstiden. Inslagen av vertikal integration mellan järnmalm och stål, som före andra världskriget hade varit vanligt förekommande, minskade.

*Inte ovanligt med vertikal integration hos stålföretagen*

Den internationella järnmalmsmarknaden efter andra världskriget blev inte någon helt fri marknad med ren konkurrens utan marknaden kännetecknades fortfarande av ett oligopol.

En effekt av utvecklingen på den internationella järnmalmsmarknaden var att ett allt större antal stål- och gruvföretag gick in i stora gruvprojekt

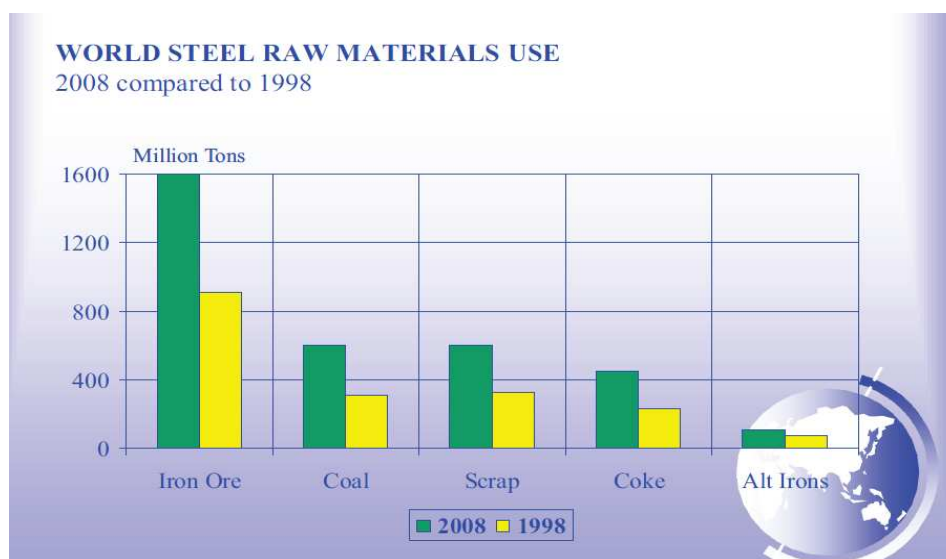


världen över. Detta inverkar även på företagens val av strategier för direktinvesteringar i andra länder. Allt fler företag gjorde direktinvesteringar i gruvdrift utomlands för att diversifiera verksamheten snarare än för att säkra varutillgångar för sin tillverkning som låg längre fram i produktionskedjan. I dag ser vi att pendeln har svängt åt andra hållet. De företag som finns i dag söker i en allt större utsträckning att ersätta den malm som bryts genom ytterligare prospektering, alternativt köp av andra bolag och fyndigheter.

I bedömningen av ett gruvprojekt längre tidshorisont bör den rådande finansturbulensen vägas in. Enligt en analys skriven av *Credit Suisse* kan så pass mycket som 370 miljarder kronor av investeringar inom gruvindustrin komma att skjutas upp under 2009. Detta motsvarar två tredjedelar av hela gruvindustrins planerade investeringar under det innevarande året.

*Two  
thirds of  
the industry's  
investments  
are being  
postponed  
to the future*

I förlängningen kommer kortsiktiga synsätt att medföra att de prospekteringsföretag som utvecklat sina fyndigheter kan komma att bli attraktiva som uppköpskandidater eller samarbetspartners. Kostnaderna för en prospektering kan nämligen uppgå till betydande belopp, och det är ingen garanti för att denna lyckas heller.



De studier som det amerikanska analysföretaget *Metal Strategies Inc* publicerat i *STEEL INDUSTRY OUTLOOK* visar på att efterfrågan på stål nästan fördubblats under de senaste tio åren. Axier konstaterar att det som kan komma att få denna efterfrågan att öka ytterligare är tillväxten i den kinesiska ekonomin. Vi har valt att göra en jämförelse mellan ett antal produkter i Sverige, USA, Storbritannien och Kina.

*Steel demand  
has nearly  
doubled in  
the last ten  
years*

<b>Järnvägar per miljoner invånare (Km)</b>	
Sverige	1,578
USA	900
UK	276
Kina	50

De senaste data som Axier fått tag på visar att det år 2006 fanns 75,000 kilometer järnväg i Kina. För att få ett bättre perspektiv på denna siffra ställer vi denna i proportion till det svenska järnvägsnätet. En uppskattning gjord i början av 2009 visar på att det finns ca 18,230 km tillståndspliktiga järnvägsspår i Sverige. De siffror Axier tagit del av indikerar att Kina under nästa år skall addera ytterligare 16,000 kilometer järnväg.

*Det kinesiska järnvägarnas expansion skapar stor efterfrågan på stål*

Totalt sett visar den plan som härrör sig från 2008 att det kinesiska järnvägsnätet skall öka med 121,000 kilometer fram till 2020. Den totala kostnaden beräknas uppgå till 245 miljarder USD. Varje meter järnvägsspår innehåller mellan 57 och 70 kilo stål. De planer som finns innebär att det kommer att finnas en konstant efterfrågan på stål de närmaste åren, en produkt som kräver järnmalm.

<b>Bilar per 1,000 invånare</b>	
USA	900
Sverige	480
UK	470
Ryssland	180
Moldavien	60
Kina	24

I denna tabell har vi valt att innefatta även Ryssland då detta land relativt nyligen genomgått motsvarande utveckling som Kina nu står inför.

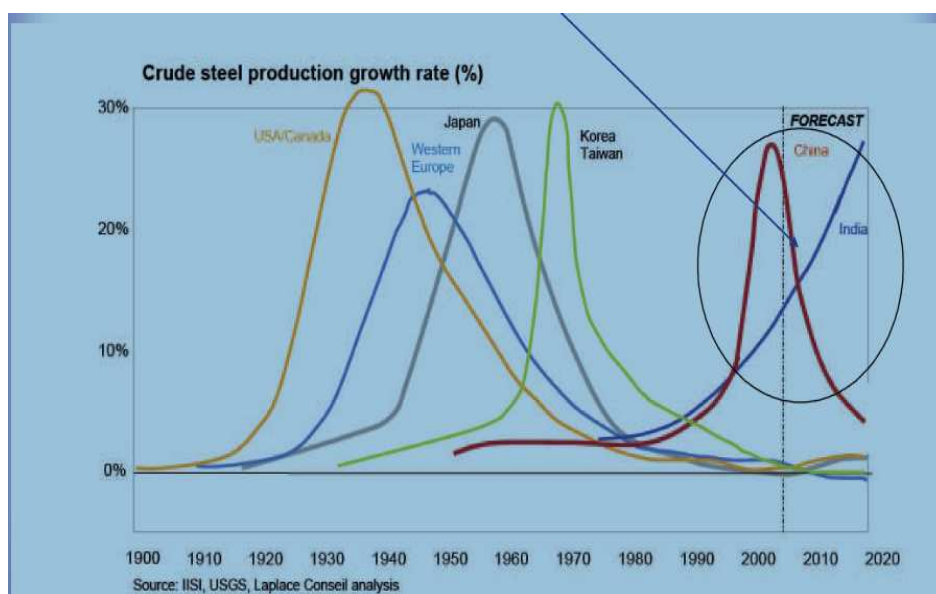
Vi har även tagit med motsvarande siffror för Moldavien. Orsaken att vi valde att ta med data från Moldavien i vår jämförelse är för att det visar hur situationen ser ut i Europas allra fattigaste land i dag. Vi tror att det kan ge en bra överblick hur utvecklingen i Kina kan komma att ske. Utvecklas Kina till en standard motsvarande Moldavien innebär detta att järnmalm och dess slutprodukt, stål, kommer att efterfrågas allt mer.

*Kina har färre bilar per capita än Moldavien, Europas fattigaste land*

För att Kina skall kunna redovisa samma siffror som genomsnittet i

Moldavien, krävs det 43 miljoner bilar. För att landet skall kunna komma upp i de siffror som de kinesiska myndigheterna prognostiserat att de skall redovisa 2050 krävs det betydligt mer. Sammanlagt så krävs det att landet kommer upp i 450 miljoner fordon. Varje bil har en genomsnittlig vikt mellan 1,000 och 1,200 kilo, varav 65 procent utgörs av järn och stål. Till detta tillkommer i genomsnitt 2 procent koppar i varje fordon, motsvarande två kilo.

Är det då realistiskt att anta att det är Kina och Indien som kommer att bidra till att driva upp priserna på stål, och därmed järnmalm? Ja det är i alla fall vad Axier anser. Nedanstående graf visar på att den utveckling som vi ser nu bär stora drag av upprepning av andra ekonomier. Går vi tillbaka så pass lång tid som 110 år och börjar med att jämföra med utvecklingen i USA och Kanada så ser vi att samma sak har hänt i snart sagt varje ekonomi som utvecklats till en betydande industrination sedan dess. Observera att det är stålproduktion som redogörs för i nedanstående bild.



Stål kräver järnmalm

Redan i dag ser vi att Kina är världens största nettoexportör av stål – en produkt som utvinns av järnmalm. Diagrammet visar hur efterfrågan på stål från Kina kan komma att förväntas minska i framtiden, men då ser vi hur tillväxten i den indiska ekonomin tar fart.

Observera att under 2007 exporterade Kina sammanlagt 70 miljoner ton stål, medan exporten endast uppgick till 17 miljoner ton. På endast några år har Kina därmed blivit en av världens största exportörer av stål, från att tidigare ha varit en nettoimportör. För att tillverka stål krävs järnmalm och Axier gör bedömningen att vi kommer att tvingas vänja oss vid att det kommer vara den kinesiska marknaden som kommer att styra priset på järnmalmen.

## Kopparmarknaden

Priset på koppar anses generellt sett vara en mycket god indikator på den ekonomiska aktiviteten i samhället. Denna naturresurs används i allt från elkablar, vattenrör och elektrisk utrustning. I och med detta är det inte

Priset på koppar stiger oftast innan en konjunkturuppgång

ovanligt att priset på denna basmetall stiger i god tid innan en konjunkturuppgång.

Enligt *International Copper Study Group, ICSG*, ökade efterfrågan på koppar med 2,2 procent, eller 387,000 ton, under 2008 jämfört med året innan. Utan Kina hade det emellertid blivit ett fall på 2 procent. Kina ökade sin konsumtion med 14 procent ifjol. De räknar med att världens samlade gruvproduktion av koppar har stagnerat på 15,5 miljoner ton.

De största producenterna av koppar är Chile (5,4 miljoner ton), USA, (1,2 miljoner ton), och Peru (1,0 miljoner ton). *ICSG* gör bedömningen att kapacitetsutnyttjandet i gruvorna 2008 uppgick till 82,3 procent, vilket är den lägsta nivån sedan 1989.

Priset på koppar noterades under sommaren 2008 till 9,000 USD per ton, varefter det föll kraftigt under hösten. Vid årsskiftet handlades samma ton till 3,000 USD för att nu handlas över 4,200 USD per ton. Den lageruppbyggnad som skett sedan 2003 har nu bromsats upp, men trots detta noterar Axier ett fortsatt intresse för metallen. Under senare tid har priserna på börserna i Shanghai legat cirka 20 procent högre än på *London Metal Exchange, LME*. Detta strider mot gängse regler, och det är därmed möjligt att genomföra arbitrage genom att handla koppar i London och frakta den till Shanghai för försäljning.

*Kopparpriset i en stigande trend*

Den frågan som alla analytiker ställer sig är huruvida den ökade efterfrågan från Kina bara handlar om en strategisk lageruppbyggnad av statliga bolag när priset är lågt och tillgången på råvaror är god, eller om det är ett tecken på en kommande högre kinesisk aktivitet.

Investmentbanken HSBC har genomfört smärre förändringar i sina metallprognoser förutom för koppar där banken höjt sin prognos med 24 procent i år och med 18 procent för 2010. Det oväntat höga priset på koppar väntas enligt banken motverka produktionssänkningar. Det framgår av en nyligen publicerad analys.

*HSBC tror att efterfrågan på koppar stiger med 18 procent till 2010*

Axier är av den åsikten att på lite längre sikt är gruvbranschen attraktiv. Detta delas av andra, mer specialiserade bedömare. Under 2009 kommer stora fall i energipriser, frakt och transporter och i vissa fall även betydande fördelar från växelkursförändringar att ge draghjälp så att branschen kan producera till avsevärt lägre kostnader 2009 än vad som var möjligt under 2008.

*För framtiden kommer prisbilden att vara mycket volatil, men förutsättningarna för en fortsatt stark efterfrågeökning från utvecklingsekonomierna finns kvar, och med all sannolikhet kommer metallpriserna att öka igen, spår Raw Materials Group (RMG).*

Axier konstaterar också att det förefaller vara en önskan från Kina om att skapa långsiktig tillgång basmetaller. Vi noterar att kinesiska företag under de senaste åren köpt in sig eller till och med köpt upp företag med stora reserver av naturresurser i Afrika.

*Kinesiska företag handlar naturresurser*

## Några kinesiskägda bas- och ädelmetallgruvor i Afrika:

Bembe Teletto	Angola	Koppar
Blue Ridge PGM	Sydafrika	Platina, palladium
Chambishi Mine	Zambia	Koppar, kobolt
Dilokong Mine	Sydafrika	Krom
Dwaalboom	Sydafrika	Guld
Fonte Verde	Sydafrika	Platina, palladium
Fountain Ridge	Sydafrika	Platina, palladium
Mabounié	Gabon	Niob
Shebas Ridge	Sydafrika	Platina, palladium
Svengali	Sydafrika	Guld

Källa: Raw Materials Group, Stockholm 2007

## Guldmarknaden

Produktionen av guld beräknas ha uppgått till 55,3 miljoner ounce under 2008, en nedgång med 5,7 procent jämfört med de 58,78 miljoner ounce som producerades 2007. Nedgången avviker kraftigt från de sju senaste åren, och ligger därmed på samma nivå som 1990 när guldproduktionen uppgick till 54,5 miljoner ounce. Det största tappet kommer från de största guldproducerande länderna.

*Priset på guld stiger, men produktionen faller kraftigt*

I Indonesien föll till exempel produktionen till 2 miljoner ounce (få 3,7 miljoner ounce). Detta förklaras av en nedgång i Freeport-McMorans Grasberggruva. Endast 1,16 miljoner ounce (få 2,0 miljoner ounce) producerades, främst på grund av låghaltig guldmalm. Enbart den minskade produktionen i Grasberg svarar för en tredjedel av nedgången i världens totala guldproduktion. Även gruvföretaget Newmont producerade betydligt sämre i sin gruva i Batu Hijau. I år räknar analytikerna med att den indonesiska produktionen kommer att uppgå till 3,1 miljoner ounce. En av förklaringarna till nedgången är att guldproducenterna valde att dra fördel av det höga priset för att kunna bryta den låghaltiga malmen då det var lönsamt.



*Indonesiens produktion av guld föll under förra året till 2 miljoner ounce jämfört med 3,7 miljoner ounce under 2007, vilket svarar för en tredjedel av den minskade guldproduktionen över hela världen under förra året.*



<b>Guldproduktion i miljoner ounce</b>		
	2008	2007
Sydafrika	7,1	8,2
Australien	7,0	7,9
USA	7,6	7,8
Canada (jan - nov)	2,78	3,0
Peru	5,8	5,5
Kina	9,07	8,7
Ryssland	5,9	5,23

Axier noterar att produktionen i Australien, världens tredje största guldproducent efter Kina och Ryssland, inte varit så pass låg sedan 1989, något som vid första anblicken ser synnerligen illavarslande ut för gruvindustrin.

*Australiens guldproduktion den lägsta sedan 1989*

Vid en närmare titt på detta finner vi att en av orsakerna till detta är att producenterna valt att dra fördel av det höga guldpriset och valt att bearbeta låghaltig malm. Genom detta förfarande minskar den kortsiktiga produktionen men gruvornas livslängd förlängs väsentligt. Vid lägre priser har det inte varit lönsamt att bryta denna malm, men eftersom guldpriset, mätt i australiensiska dollar steg med 28 procent under 2008 var detta förfarande lönsamt trots att den totala produktionen sjönk med 219 ton.

Det som vi finner mer oroväckande är att gruvindustrin valt att minska sina investeringar högst väsentligt. Omkring 50 miljarder USD mindre än 2008 är vad de guldproducerande företagen aviserat att de kommer att minska sina investeringar med som en följd av recessionen. Redan nu ser vi att de aviserat minskningar om 23 miljarder USD under 2010. Det är främst expansion, prospektering och underhåll av befintliga verksamheter som får stryka på foten.

*Gruvindustrin minskar investeringar med 50,000 MUSD under 2009*

Även de mindre prospekteringsföretagen drabbas hårt av konjunkturnedgången, särskilt som dessa är än mer beroende av ett bra flöde till kapitalmarknaden i form av långfristiga lån och nyemitterade aktier. Beowulf Mining har i dagsläget en tillräckligt stor kassa för att klara av att driva verksamheten i ytterligare två år, givet att inga nya *joint ventures* tecknas som tillför bolaget kapital.

Bland de företag vi tittat närmare på som noteras i Toronto och på den Londonbaserade AIM Listan gör vi bedömningen att prospekteringskostnaderna kommer att minska till hälften under innevarande år och att de kommer att halveras igen under 2010. Axier konstaterar att den guldprospekteringsverksamhet som Beowulf Mining bedriver har en ljus framtid. Bolaget kommer kunna leverera en produkt vars utbudssida minskat rejält.

## **Konkurrenter**

Att skriva konkurrenter är svårt, eftersom det egentligen inte finns två stycken gruvföretag som liknar varandra. Det är också relativt ont om noterade företag som är direkt jämförbara med Beowulf Mining. De flesta

av de prospekteringsföretag som är kända för den stora massan av svenska företag ägnar sig åt att leta efter guld. Däremot anser Axier att ordet branschföretag säger mer. I dagsläget ser vi att det inte är de mindre företagen som har problem med likviditeten, det är framförallt de stora som har det.

Den 22 januari lät **Lundin Mining** meddela att bolaget skulle stänga ned Galmoy-gruvan på Irland, där det bryts silver, bly och zink. Orsaken är svikande lönsamhet, vilket främst det fallande zinkpriset resulterat i. Stängningen som är beräknad till i maj 2009 skall vara permanent.

Gruvjätten **Xstrata** meddelade i början av mars att bolagsstämman godkänt att genomföra en nyemission på 4,1 miljarder brittiska pund. Det ursprungliga önskemålet från ledningen var att få ta in 5,9 miljarder brittiska pund.

**Kopparberg Mineral** på Aktietorget avslutade under våren en nyemission, vilken inte fulltecknades. 34 procent tecknades av aktieägarna, men ytterligare medel kommer att tillföras genom de teckningsoptioner som bolaget gav ut i samband med emissionen. Bolaget har dessutom ett avtal om uthyrning av viss utrustning vilket tillförsäkrar bolaget om kassaflöden.

**Lapland Goldminers** har säkrat sin finansiering ett bra tag framöver då bolaget gick från *junior* till *major* genom att börja produktion i *Blaiken* och *Pathavara*. I samband med detta genomförde bolaget tre stycken nyemissioner som säkrade bolagets verksamhet ett bra tag framöver.

**Archelon** är tillsammans med *Kopparberg Mineral* och *IGE* delägare i *Nordic Iron Ore AB*. Bolaget har arbetat med att finansiera en vidareutveckling av dessa inmutningar men till dags datum har detta inte kommit till avslut. Det är emellertid rätt tidpunkt att satsa på nya järnmalmprojekt för att vara förberedd inför nästa hög-konjunktur.

**Gexco** har gruvfyndigheter i Nordnorge samt i Harnäs i Värmland. Den norska Bergmästaren genomförde en så kallad utmålsförrättning den 25 september 2008. I enlighet med norsk "*Lov om bergverk*" heter det i § 36 om utmålsinnehavarens rätt till gruvdrift: "*Når utmålet er gitt, og vilkårene etter kapittel II i lov 14 desember 1917 nr. 16 om erverv av vannfall, bergverk og annen fast eiendom m.v. foreligger, kan gruvdrift settes i gang.*" Den senaste informationen Axier tagit del av säger att Gexco kommer att genomföra två kampanjer om 10 000 ton vardera med hjälp av en utbyggnad av det befintliga verket i Bindal. Detta har två fördelar, dels ökar det säkerheten i de geologiska data som redan finns, dels bidrar detta med ett finansiellt överskott om cirka 5 Mkr. När i tiden detta skall ske är emellertid inte kommunicerat.

**IGE** valde under vintern att köpa upp IGE Nordic med hjälp av en apportemission. IGE Nordic ägdes sedan tidigare av IGE men såldes ut till bolagets aktieägare. Ett av skälen till detta uppköp var att IGE ville komma över kassan i IGE Nordic för att kunna försäkra sig en fortsatt god

likviditet. Köpet gjorde med egna aktier.

**Dannemora Mineral** är det bolag som Axier anser kan liknas mest vid Beowulf Mining, eftersom detta bolag är inriktat på järnmalm. Bolaget påbörjade i mitten av februari återöppnandet av järnmalmsgruvan i Dannemora. Bolaget genomförde under 2008 en nyemission om 150 Mkr, och kommer behöva sammanlagt 1 miljard SEK, varav 600 Mkr beräknas finansieras genom banklån. Bolaget värderas i dagsläget under kassan.

**Northland Resources** har tre malmfyndigheter i Pajalaområdet med brytningstillstånd. Diskussioner förs om att bygga ett fem kilometer lång stickspår som skall knyta ihop fyndigheterna med det existerande järnvägsnätet. Företaget har en nyligen funnen fyndighet av järnmalm med extremt höghaltig malm, uppemot 70 procent. Denna är belägen cirka 20 kilometer från de befintliga inmutningarna. Att Northland Resources inte tidigare påbörjat brytning beror på att de tidigare fyndigheterna har halter på cirka 30 procent. Det har inte varit ekonomiskt försvarbart att bryta dessa till dagens priser. Provbörningar skall ske under året för att utröna storleken av denna malmkropp.

**Endomines**, bolaget har främst verksamhet i Finland. Bolaget lät under våren meddela att den finske näringsministern beslutat ge bolaget ett statligt investeringsbidrag. Bidraget skall användas till Pampalogruvans infrastrukturinvesteringar t.ex. sandmagasin, kraftledning med installationer samt vägar och snedbana. Endomines är inriktat på guld.

**Nordic Mines** väntar in ett miljö tillstånd, vilket beräknas erhållas under första halvåret 2009. Standard Bank har lovat att stå för en projektfinansieringslösning för Laiva om kassan på 75 Mkr inte räcker till. Vår prognos är att med dagens guldpriser har Nordic Mines betalat av gruvan på mindre än ett år. Gruvdriften beräknas kunna påbörjas 2010.

**Boliden** är den tredje största leverantören av både kopparmetall och zinkmetall i Europa. Verksamheten är inriktad på de första stegen i förädlingskedjan, det vill säga prospektering, gruvbrytning och anrikning, smältning, raffinering samt återvinning. Återvinning av metaller, där Boliden är en av de ledande aktörerna i världen, är en växande del av bolagets verksamhet. Bolaget är därmed inte direkt jämförbart med de övriga företagen i denna sammanställning men Axier anser att det är bra att ta med detta bolag i sammanställningen.

Den senaste rapporten indikerar på en vinst per aktier på strax under 4,00 SEK per aktie, och en dubbling för nästa år. Bolaget ha för avsikt att investera kraftigt under de kommande åren.

## Ledning

Bolagets tekniske direktör, Dr Jan Ola Larsson. (Fil. Kand, PhD, DIC), var en av de första geologerna som utsågs till *Kvalificerad Person* av SweMin. Dr Larsson har mer än trettio års erfarenhet av arbete med naturtillgångar, både i Sverige och internationellt.

*Beowulf har sedan start haft en mycket väl sammansatt*

Denne har bland annat arbetat i ledande befattningar på SGU, Sveriges Geologiska Undersökning, den myndighet som svarar för frågor som rör jord, berg och grundvatten i Sverige. Utöver detta har Dr Larsson arbetat ute på fältet, både i Sverige och internationellt, vid ett antal olika projekt. Vid flera av dessa anställningar har denne ingått i ledningen och haft ett operativt ansvar.

styrelsen

Sedan i november 2008 innehas posten som styrelseordförande i Beowulf Mining av Clive Sinclair-Poulton. Med mer än 20 års erfarenhet av *investment banking* i både USA och Storbritannien tillför denne bolaget den kompetens som behövs för att kunna finansiera bolagets fyndigheter. Denne ingick redan tidigare i bolagets styrelse.

Edward Taylor, *Non-Executive Director* och *Company Secretary*, är främst verksam i bolaget som ekonom, men har även uppdrag åt en del andra, externa bolag, bland annat ryska Yukos-gruppen.

Ledning med erfarenhet av att driva komplexa verksamheter

Knuten till bolaget är också dess förra VD, *Dr. Robert Young BSc, MSc, PhD, DIC* som har lång erfarenhet av mineralprospektering i Sverige. Dr Young är fortfarande en av bolagets större ägare, och arbetar på konsultbasis åt Beowulf Mining. Att denne under hösten 2008 avgick ur styrelsen och att dennes operativa ansvar minskade beror på att bolaget dels valde att kapa kostnaderna, dels att fokus nu ändrats.

Istället för att huvudsakligen prospektera är tanken att Beowulf Mining skall ägna sig åt att utveckla de befintliga fyndigheterna. Ett steg i den riktningen har tagits i och med att förhandlingar inletts med olika aktörer om olika joint-venture samarbeten i bolagets befintliga fyndigheter.

## Beowulf Mining, aktien

Beowulf Mining har sin huvudnotering på brittiska *Alternative Investment Market* (AIM) som är en undermarknad till *London Stock Exchange* (LSE). Denna marknad tillåter mindre företag att sprida sina aktier med något lägre krav än vad LSE kräver. Listan skulle kunna jämföras med den svenska motsvarigheten First North även om parallellen inte är helt korrekt. Handeln sker under akronymen BEM sedan den 9 maj 2005.

Noteras i både London och i Stockholm

Utöver detta noteras Beowulf sedan den 6 augusti 2008 också på Aktietorget där aktien återfinns under koden BEO. Handeln sker parallellt med den på AIM, men till i svenska kronor. Av bolagets 80,898,247 aktier är 2,000,000 registrerade som svenska depåbevis hos *Euroclear* (f d VPC AB) för att underlätta handeln. Styrelsen i Beowulf Mining har valt att anlita svenska AktieInvest som likviditetsgarant för att ytterligare underlätta handeln för de svenska aktieägarna.

Under april månad i år utsågs Strand Partners Limited till bolagets *Nominated Advisor* (NOMAD). På den brittiska börsen, AIM, där Beowulf Mining har sin huvudnotering är det obligatorisk med en sådan rådgivare. Strand Partners kommer i fortsättningen att fylla en roll som liknar den som *en certified adviser* fyller på den svenska marknaden, främst på First North. En sådan finns inte på Aktietorget, då det inte krävs på denna

marknad. Axier noterar emellertid att kraven som Aktietorget ställer på bolagen är strängare än de som ställs på brittiska AIM.

Namn	Aktier	%
Sunvest Corporation Limited	10 000 000	12,36%
Carole Christine Rowan	6 089 485	7,53%
Glenn Ross Whiddon	4 500 000	5,56%
Dr Robert Douglas Young	4 294 743	5,31%
David Christian Steinepreis	3 000 000	3,71%
Judith Mary Young	2 294 742	2,84%
Starvest plc	2 000 000	2,47%
Bruce Rowan	500 000	0,62%
Anthony Scutt	475 000	0,59%
Clive Sinclair-Poulton	350 000	0,43%
Övriga	47 394 277	58,59%
<b>Totalt</b>	<b>80 898 247</b>	<b>100,00%</b>

Det finns endast ett aktieslag i Beowulf Mining, och alla aktier har samma rätt till bolagets tillgångar och resultat. Observera emellertid, att de aktier som noteras på Aktietorget, det vill säga i Sverige, är så kallade depåbevis. Samtliga aktier har samma kvotvärde, ett (1) pence styck.

Beowulf Mining är ett brittisk företag, registrerat i England och Wales enligt *the Companies Act* med registreringsnummer 2330496. Bolaget inkorporerades 1989

## Prognoser

I och med de ökade problemen på kreditmarknaden som eskalerade under förra året, har styrelsen i Beowulf Mining beslutat att fortsätta med den strategi som lades upp under 2007. Det är styrelsens åsikt att det bästa sättet att öka värdet och omfattningen av bolagets fem inmutningar utan att tvingas genomföra nyemissioner som spär ut ägarna, är att söka samarbeten med större aktörer.

Som ett resultat av dessa planer sker redan samarbeten i tre olika joint ventures, och diskussioner förs med ytterligare partners kring bolagets två andra fyndigheter. Beowulf Minings partners förser också bolaget med teknisk personal som utgör ett komplement till den egna expertis som bolaget har i Sverige.

*Samarbetar i tre olika joint ventures*

Styrelsen är av den åsikten att den ökade efterfrågan av järn från Kina och Indien kommer att leda till att öka intresset för inmutningarna i Ruotevare och Kallak. Bolaget har redan kommunicerat att det finns asiatiska intressenter till Ruotevare-fyndigheten. Huruvida dessa vill köpa in sig i projektet eller om de vill teckna ett långsiktigt leveransavtal vet vi idag inte, men vi lär bli varse detta. En sådan affär skulle dels säkra driften i området, dels leda till att värdet på aktien stiger kraftigt.

*Asiatiska intressen till Ruotevare*



	Enligt RMG	Uppdaterade Siffror (Beowulf)	14 års livslängd
<b>Tonnage Miljoner Ton p a</b>	23	23	322
<b>Malm, Miljoner ton per år</b>	10	10	140
<b>Järn, pris per ton, \$</b>	80	132	132
<b>Ilmenite pris per ton, \$</b>	36	80	80
<b>Total intäkter \$</b>	212	356	4,984
<b>Totala kostnader, \$</b>	142	193	2,702
<b>Bruttovinst, \$</b>	70	163	2,282

Siffrorna i tabellen bygger på data som tagits fram av Raw Materials Group, men också på studier som bolaget själva genomfört, samt data från tidigare geologiska undersökningar. Ruotevare är inget nytt fynd, faktum är att det redan funnits ett så kallat utmål knutet till denna fyndighet. Det betyder att det redan varit ett godkänt arbetsområde för gruvdrift, vilket bestämdes av Bergmästaren. Beslutet om utmål innebar att dess innehavare fick äganderätten till själva fyndigheten samt nyttjanderätten avseende marken. Utmålsrätt gällde 25 år och kunde förlängas 20 år i taget förutsatt att gruvbrytning pågick.

En förutsättning för att få rätt till utmål var att sökanden, kallad inmutaren, kunde visa att det fanns mineral i sådan mängd att gruvdrift var ekonomiskt försvarbar och möjlig. Det är således klarlagt att den fyndighet som finns är ekonomiskt lönsam. Tabellen indikerar samma sak, och den påvisar även att det är en relativt lång livslängd på fyndigheten. Från det att kommersiell drift inleds i full skala till dess att fyndigheten – med de för dagen kända fyndigheterna – är utvunnen beräknas det ta fjorton år.

*Bergmästaren bekräftade redan tidigt att det finns lönsamma mängder järnmalm i Ruotevare*

Axier observerar också att studien visar att Beowulf Mining, med ett market cap på strax under 27 Mkr, givet att tillräcklig finansiering erhålles, enligt denna studie uppnår en bruttovinst på 70 MUSD. Detta indikerar att det finns betydande mervärden enbart i Ruotevare-fyndigheten som marknaden inte värdesätter. Läger vi därtill bolagets övriga fyndigheter så anser Axier att det finns en mycket god potential för en uppvärdering av bolagets tillgångar.

Att prognostisera ett resultat långt in i framtiden ser Axier som ganska irrelevant. Vi tror nämligen att Beowulf Mining kommer att släppa **delar** av sina projekt till andra, i utbyte mot en del kontanter samt att dessa finansierar utbyggnaden. Detta förfarande är tämligen vanligt bland prospekteringsföretag, och tillåter dem att arbeta vidare med det som de kan bäst – att hitta mineralerna i marken. Redan i dag vet vi att bolaget för förhandlingar med asiatiska intressenter rörande Ruotevare fyndigheten. Huruvida dessa vill köpa i sig i denna eller teckna långsiktiga leveransavtal är ännu inte offentligt kommunicerat.

För att detta skall vara möjligt bör vi se ett uppgång i malmpriserna. Vi gör den bedömningen att även om Kina under 2008 tvärstannade så är inte marknaden död ännu. Det är vår övertygelse att detta land kommer att fortsätta sin utbyggnad. De stimulanspaket och strategiska lageruppbyggnader som vi sett att de kinesiska myndigheterna påbörjat under våren 2009 tyder på att Axiers bedömning är korrekt.

*Kinesisk  
stimulans  
ökar  
efterfrågan  
på  
basmetaller*

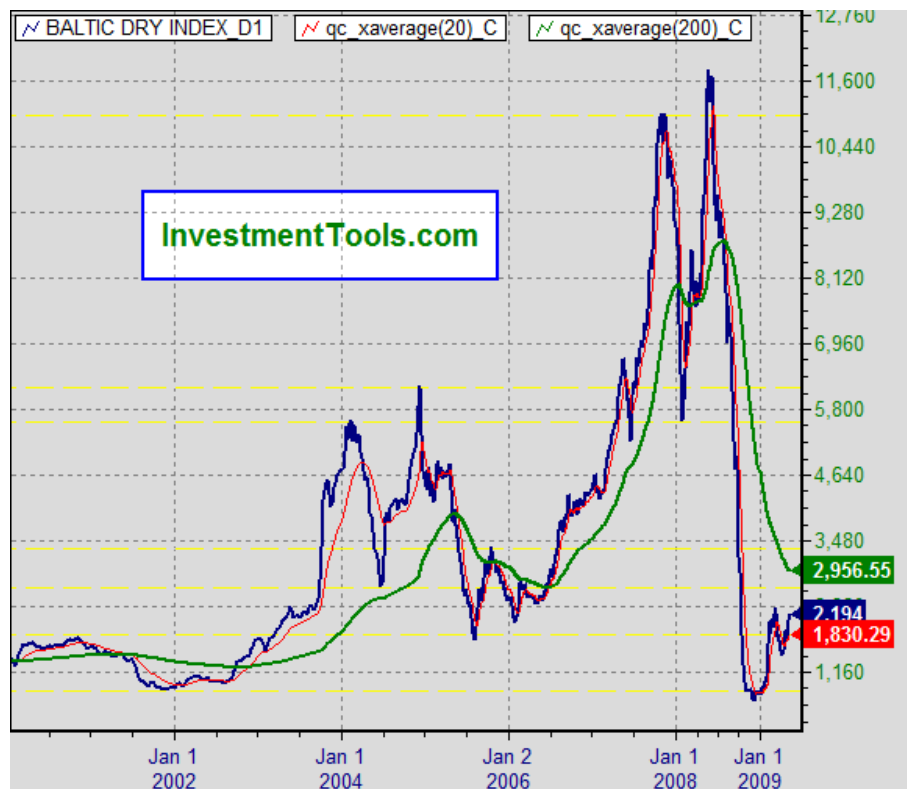


Chart created with NeoTicker EOD © 1998-2007 TickQuest Inc.

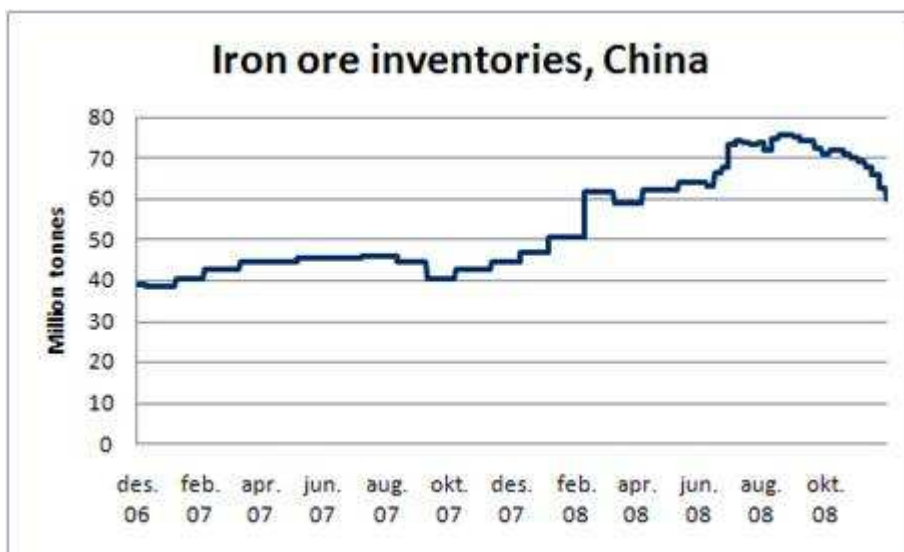
Baltic Dry Index, vilket mäter torrlastraterna på 40 rutter världen över fortsätter att stiga. Varför är då detta index så pass intressant då? Den 20 maj i år noterade detta index All-time-high på 11,793 innan det formligen kraschade som en följd av avmattningen i världsekonomin. Detta index brukar ibland användas som en temperaturmätare i ekonomin, eftersom efterfrågan på frakter kan anses ha en direkt koppling till aktiviteterna i affärlivet.

Diagrammet ovan är från den 8 maj. Vi har valt att ta med detta för att visa att marknaden de facto förefaller ha vänt upp. Förvisso är nivåerna fortsatt låga, men uppgången sedan botten i november 2008 är betydande faktum är att senaste gången vi såg så pass låga siffror var under 1987.

För närvarande finns ett stort intresse för att investera i infrastruktur relaterad till järnmalm, i alla fall från statsägda LKAB, Luossavaara-Kiirunavaara Aktiebolag, Europas största och egentligen enda järnmalmproducent. Bolaget investerar just nu miljardbelopp i Kiruna, men satsar också betydande summor för att underlätta transporter av järnmalm. Fram till 2010 investerar bolaget fyra miljarder kronor i logistik, bland annat tio stora silon i Narvik som skall ersätta den nuvarande öppna lagringsplatsen. Satsningen ska stå färdig i september 2009.

*Även LKAB  
satsar hårt på  
järnmalmen*

Utöver det skall de nya malmtågen bli 750 meter långa ersätta dagens tåg som är 450 meter långa. Mer kunniga personer än Axier anser således att efterfrågan av järnmalm från Norrland kommer att stiga kraftigt.



Kinas råvaruhunger vaknat på nytt i samband med Pekings jättelika stimulanspaket i form av bland annat byggsatsningar. Infrastrukturprojekten i Kina kommer trots allt att innebära behov av metaller och Axier bedömer att de lager som redan minskade i höstas kommer att sjunka än mer. Kina kommer emellertid att behöva fylla på dessa.

Järnmalmemarknaden är mycket konjunkturkänslig liksom andra basnäringsmarknader som rör sig i cykler hela tiden och som går kraftigt upp och ner. Axier anser att marknaden för järnmalm fortfarande är skakig, men rent generellt tror vi att priserna kommer bli något högre i slutet av året.

## Möjligheter och risker

Det största hotet som Axier ser för Beowulf Mining är den pågående lågkonjunkturen. Skulle denna komma att dra ut ännu längre på tiden än vad som prognostiserats kan detta komma att betyda att bolagets planer skjuts på framtiden. Vidare kan en sådan händelse komma tvinga bolaget att sälja hela eller delar av sina inmutningar till priser som inte är i närheten av vad vi anser att de är värda.

Under våren har Axier tagit del av en intervju som Magnus Ericsson, råvaruexpert på Raw Materials Group i Stockholm, givit. I denna konstaterades att de tidigare tankarna att utvecklingsländerna skulle undvika att gå i i-världens fotspår visat sig vara felaktiga. Det visar sig emellertid att mönstret upprepar sig, att utvecklingsländerna tar vägen över industrifasen. Det om var mest slående med det som vi fick ta del av var att RMG påvisade betydande likheter för efterfråga på råvaror i samtliga världens länder.

Då BNP per capita når en viss nivå ökar förbrukningen snabbt för att sedan stagnera och sjunka. Den kinesiska BNP:n per capita uppgick år

*Tillväxten hos u-länder skapar behov av råvaror*

2006 till 7,722 USD per capita. Det visar således att Kina befinner sig i den fas där efterfrågan ökar kraftigt, och det krävs en fördubbling av denna innan den stagnerar.

Under uppbyggnadsfasen går det åt mängder med järn och andra metaller som binds i järnvägar, byggnader, fabriker, bilar med mera. I takt med att samhället byggs upp ersätts befintliga anläggningar med nya effektivare säger Magnus Eriksson. Samtidigt ersätts och återvinns metaller och andra komponenter, vilket medför att efterfrågan minskar. Axier är av den åsikten att det dröjer ett tag innan den kinesiska ekonomin kommit därefter. Bilden på sidan elva visar att då detta sker kommer den indiska ekonomin skapa efterfrågan. Indiens BNP uppgick 2006 till 3,803 USD per capita enligt statistik från *Internationella Valutafonden, IMF*.



*Källa Raw Materials Group*

Beowulf Mining har tidigare samarbetat med amerikanska *Phelps Dodge*. Den 19 mars blev *Phelps Dodge* uppköpta av *Freeport-McMoRan*, ett av världens största gruvföretag. Kan Beowulf Mining använda sig de befintliga kontakterna och få detta bolag intresserat ser Axier goda möjligheter till att utveckla företagets fyndigheter på ett sådant sätt att det gynnar bolagets aktieägare.

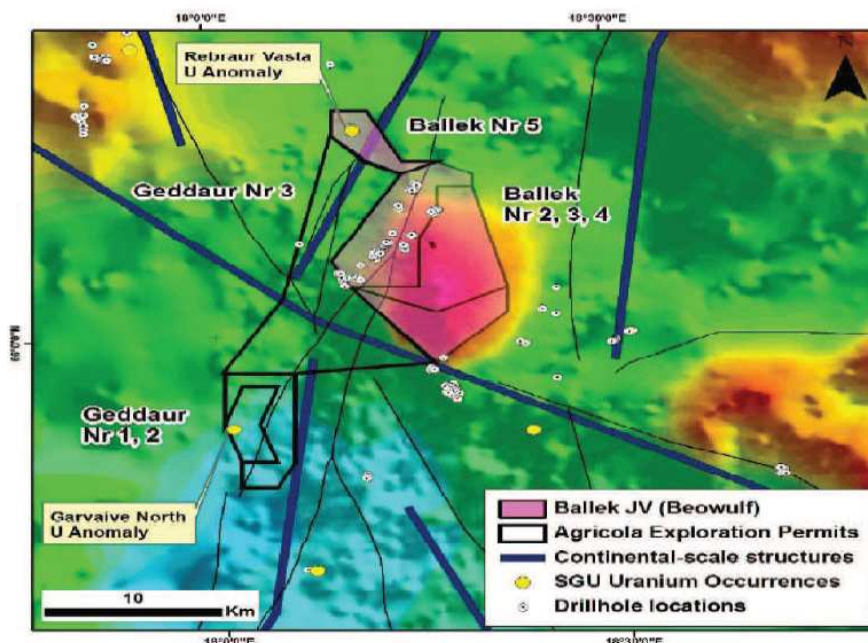
*Beowulf har tidigare arbetat med världens största gruvföretag*

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av bolagen som finns noterade på de mindre listorna beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor spread. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar. Ledningen i Beowulf Mining är till största delen brittisk, och det är dessa regler och den kulturen som bolaget behärskar.

Nyligen har bolaget emellertid valt att påbörja informationsgivningen på svenska, och efter vad Axier erfar skall bolaget under hösten inleda en så kallad road show inriktad mot svenska placerare. Tanken med denna är

att presentera bolaget, och göra det än mer attraktivt för den svenska aktiemarknaden. Detta är mycket ovanligt bland mindre bolag, och Axier gör bedömningen att det är bra för handeln att bolaget syns.



Infrastrukturen finns redan på plats vid Beowulfs fyndighet i Ballek. Det krävs endast en 6 kilometer lång väg för att förbinda projektet med det befintliga vägsystemet. Detta sker i samband med att en gruvstart inleds. Den väl utbyggda infrastrukturen i Sverige gör att det finns goda förutsättningar för Beowulf Mining att utveckla sina fyndigheter.

I dag är en gruva en synnerligen komplex och sofistikerad apparat och det tar mellan tre och tio år från det att en fyndighet har påträffats till dess att den kan börja producera. Guld är sällsynt, därav de höga priserna. Gruvnäringen är numera en avancerad industri, det är inte som under guldruschens glada dagar på 1800-talet var det en relativt lätt procedur att gräva upp ytterligare guld, det krävdes egentligen inte mer än en spade eller en vaskpanna för att sätta i gång med produktionen.

*Guld är sällsynt, därav de höga priserna*

*"Mining is not a short-term business. Its prospects and its future are not going to be decided by what happens tomorrow or next week. Its future is going to be decided by what happens over the next few years."*

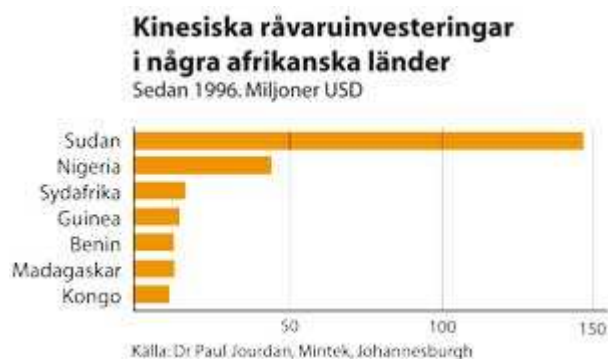
Axier ser således att det kan komma att ta ett par år innan gruvnäringen, guld undantaget, uppvärderas, men däremot så gör vi bedömningen att det är de företag som nu investerar, prospekterar och har klar dokumentation som kommer att kunna dra fördel av högkonjunkturen, inte de företag som lägger sin verksamhet i malpåse och väntar på bättre tider.

*Konjunkturen gynnar dem som prospekterar*

Drar vi en parallell till ett företag som Lundin Petroleum så ser vi att detta bolag klarat av att ersätta varje fat producerad olja med fyra nya under ytan, vilket kommer att betala sig då priset på denna råvara stiger. Reserverna är således en av de allra viktigaste parametrarna Axier ser i Beowulf. Vi har redan noterat att de är omfattande, men att de kan bli



ännu större i takt med att ytterligare prospektering görs. Upptäcks nya fyndigheter i samband med detta stiger värdet på bolagets tillgångsmassa ytterligare.



**För att försäkra sig om** framtida tillgång till strategiska råvaror har kinesiska statliga företag under de senaste åren investerat friskt i Afrika, och köpt både gruvor och oljekällor.

*Kineser köper både TYKS och afrikanska företag*

De svenska placerarna har till exempel sett hur *Tanganyika Oil (TYKS)* köptes av kinesiska intressen, och Axier är inte främmande för att vi i framtiden kommer att se samma sak hända även i den skandinaviska gruvsektorn.

## Axiers bedömning

Råvarubranschens juniorföretag har befunnit sig i en tämligen lång *bear market* sedan toppen år 2006. En viss förklaring till detta är att många av råvarorna, förutom guld, har sjunkit till betydligt lägre nivåer sedan dess. Undantaget i denna tillgångsklass är guld som sedan 2006 stigit till betydligt högre nivåer.

Övriga förklaringar till nedgången för denna typ av bolag är bland annat att

1. Uppgången bland juniorföretagen gick för långt och för snabbt. De placerare som ägnar sig åt teknisk analys säger att sektorn blev överköpt. Som mest kunde vi se hur det genomsnittliga råvaruföretaget tiodubblades i värde. I den nedgång som slog över hela den finansiella marknaden drabbades dess företag extra hårt då eftertankens kränka blekhet krävde konsolidering. Vi såg samma sak i spåren av IT-bubblan 2000.
2. Placerarna insåg att enbart ordet *råvaror* inte räckte till för att ge en uppgång. Insikten om att råvaror inte alltid var något guldkantat väckte ett antal placerare som insåg att kvalitén på vissa bolags fyndigheter och management var alldeles för låg för att kunna motivera de kurser som de handlades till. I samband med detta så handlade samtliga juniorföretag ned, eftersom genomlysningen kring dessa varit alltför dålig. Det saknades kunskap, analyser och information om många av dessa.
3. Under tiden sedan sommaren 2008 har enbart ordet nyemission i ett

pressmeddelande räckt till för att få bolagets aktiekurs att backa. Marknaden skyr för närvarande allt vad risk, emissioner och propåer om ytterligare kapital heter.

4. Avsaknad av en långsiktig finansieringslösning. Listan på bolag som har intressanta inmutningar kan göras ganska lång. Under våren 2008 var Axier själva inbegripna i en process där vi på konsultbasis var med och undersökte förutsättningarna för ett nordiskt juniorföretag. Vi konstaterade att det trots bra management saknades planer på hur bolaget skulle finansieras i framtiden.

Att de mindre företagen, de så kallade *juniorerna*, har en kursmässigt sämre utveckling än de större företagen, *majors*, under sämre tider är således inte förvånande. Under bättre tider, då tillgången på riskvilligt kapital är större, är förhållandena de motsatta. Axier anser att risken att investera i juniorföretag alltid skall anses vara betydligt högre än i ett större företag, men vi anser också att det är rimligt att anta att potentialen är större.

Det är Axiers åsikt att det inte går att räkna med att vi kommer att få se några förändringar på det redovisade resultatet den närmaste tiden. vi ser andra faktorer som *value drivers* i Beowulf Mining. Främst är det stigande världsmarknadspriser på malm, men också utökad informationsgivning.

Att omklassificera de befintliga tillgångarna kommer att vara en av de allra viktigaste uppgifterna för ledningen under de kommande åren. Eftersom ett prospekteringsföretag har försumbara intäkter värderas ett sådant företag främst i förhållande efter vilka reserver det har. Kan ledningen för Beowulf Mining öka antalet inmutningar och klassificera om de sannolika reserverna till bevisade och kända ökar värdet på bolaget och därmed på aktien. Arbetet med detta pågår kontinuerligt, vilket innebär att det under året bör komma pressmeddelanden som bekräftar detta arbete.

Hittills har bolaget varit synnerligen sparsamt med att komma med information. Den information som utkommit har dessutom varit dels tekniskt skriven samt på engelska. Allt för mycket fokus har lagts på att uppfylla de krav som ställts av AIM, och det har tagit ett tag för ledningen att sätta sig in i de regler som gäller för den svenska marknaden. I vissa fall är dessa betydligt strängare än de brittiska. Att som britt sätta sig in i det svenska regelverket och kulturen har visat sig vara svårare för bolaget än de trodde då de för snart ett år sedan noterade aktien i Sverige. Nu förefaller det emellertid som bolaget fått ordning på sina rutiner.

I vanliga fall skulle Axier vara negativt inställda till ett bolag som inte hade fullständig kontroll på detta, men vi anser att det vi sett av bolaget gör att detta är acceptabelt. Ledningen har arbetat för att finna bra svenska samarbetspartners, och har parallellt med detta fortsatt arbetet med prospekteringen med gott resultat. Att detta görs innebär att Beowulf Mining arbetar för att gynna aktieägarna vilket Axier anser att är vad en bolagsledning skall göra.

Då Axier träffade företaget första gången förespråkade vi en förändring på

detta område. Vi ville se att pressmeddelandena i Sverige släpps på svenska, samt ett antal företagspresentationer. Kortsiktigt kommer detta att ha liten påverkan på aktiekursen, men vi gör bedömningen att detta kommer öka intresset. En ytterligare följd av detta är att handeln kommer att öka, samtidigt som *spreaden*, skillnaden mellan köp- och säljkurs, kommer att minska. På sikt ser vi att detta förfarande kommer att öka intresset för bolaget vilket gör att bra nyheter kommer att få större och snabbare genomslag i aktiekursen. Vi ser det således som mycket positivt att bolaget numera kommunicerar med sina aktieägare på svenska. Ledningen för Beowulf Mining har också lovat oss att bolaget under hösten kommer att delta i ett antal företagspresentationer runt om i landet, företrädesvis i norra Sverige där inmutningarna finns.

Är det då realistiskt att anta att vi kan komma att se stigande priser på stål? Axier anser detta. Sedan 1968 har stålpriserna vandrat upp och ned. Efter varje pristopp har vi sett vid sex tillfällen sett att en nedgång på i genomsnitt 15 procent. Varje nedgång har varat i snitt två och ett halvt år. Sedan dess att den senaste nedgången inleddes 2007 har priserna fallit med mer tio procent. Detta är således mer än två tredjedelar av den historiska nedgången. Vi ser också att det under den pågående lågkonjunkturen har en stor del av prospekteringen från de större bolagen skjutits på framtiden. Axier gör bedömningen att detta gjorts för att minska direkta kostnader men att detta på sikt leder till problem för de större bolagen – och möjligheter för aktieägarna i de mindre bolagen.

När konjunkturen vänder kommer de större bolagen att sakna en prospekteringsportfölj, vilket kommer att tvinga dem till att endera samarbeta med *juniors*, alternativt köpa upp dem.

Oavsett vilken av vägarna som väljs så kommer detta att leda till att *juniors* gynnas. För den som har kapitalet och tålamodet att vänta ut konjunkturen så kan en väldiversifierad portfölj av prospekteringsföretag komma att visa sig ge en betydande avkastning. Vi tror att den som väljer denna strategi kommer att belönas bättre än den som enbart köper en eller två större gruvaktier. Vi rekommenderar att den som köper en korg av prospekteringsföretag ser till att ta med ett antal aktier i Beowulf Mining.

*\*Axier Equities har av styrelsen i Beowulf Mining Plc anlitats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter på ett sådant sätt att dessa möter de regler och krav som svensk aktiemarknad ställer på noterade bolag.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Beowulf Mining Plc. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Beowulf Mining Plc kommer att rapporteras löpande.*

## **Ansvarsbegränsning**

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## **Disclaimer**

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## **Intressekonflikter**

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## **Axier Equities lämnar inte investeringsråd**

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## **Källor**

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## **Important notice**

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.