

29. Juli 2007

COMPANY ANALYSIS

Initiating Coverage

Northern Dynasty



Sektor:
Rohstoffe/Edelmetalle

Index: AMEX, TSX Venture
Vancouver



Quelle: Deutsche Börse

EREIGNIS: Ersteinschätzung

(gute Bonität – mittleres Risiko) Rating (neu): **KAUFEN**
 Letzter Preis: 9,40 EURO Fair Value (neu) 21,60 EURO

Alaska-Projekt mit hohem Substanzwert

- Rio Tinto hält 19,8%
- DCF-Modell und In-situ-Bewertung zeigen Kurspotential auf
- Hoher Kupferbedarf in Industriesektoren

SWOT

- + Große nachgewiesene Kupfer,
- + Gold & Molybdän Reserven
- + Management seit 20 J. erfolgr.
- + Großvolum. Tage- u. Untertageb.
- + Starke Cash Position
- + Politisch stabiles Gebiet
- + JV-Potential mit Großkonz.
- - hohe Investitionen für Infrastruktur & Energieversorg.

ANALYSTS

Dr. Norbert Kalliwoda: CEFA
 DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
 +49 (69) 20327357
 nk@kalliwoda.net

Dr. Th. Krassmann, Geologist
 +49 (69) 20327357
 tk@kalliwoda.net
 www.kalliwoda.net

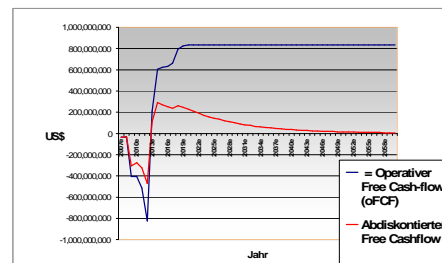
See also
 Kalliwoda Recommendations
 on Terminal: Bloomberg
 Reuters
 Thomson Financials
 JCF Factset

Copyright © 2007 DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL

COMPANY DESCRIPTION

Northern Dynasty entwickelt eine der weltweit größten Gold, Kupfer und Molybden-Vorkommen und erwartet jährlich über 700 Mio. Pfund Kupfer und über 500 000 Unzen Gold zu produzieren. Das Konzessionsgebiet liegt logistisch günstig im Südwesten Alaskas. Northern Dynasty verfügt über ein erfahrenes Management.

HISTORY & ESTIMATES



Northern Dynasty Minerals					
Figures in US\$	2007e	2010e	2013e	2016e	2020e
EPS	-0.23	-2.42	0.59	1.74	2.25
Revenues	0.0	0.0	577,000,000.0	1,275,800,000.00	1,415,000,000.0
net Income (adj.)	-50,046,304	-575,224,804	221,686,712	648,737,043	841,727,043
EBITDA-Margin (%)	-47,390	-54,756	57.6%	74.2%	85.9%
Net Margin (%)	-50.0	-575.2	38.4%	50.8%	59.5%
Free Cash Flow	-32,506,399	-402,657,363	211,284,447	634,407,768	833,897,768
P/E	-17.3	-1.5	3.9	1.3	1.0

Price (curr)	9.40	Shares out (mln)	91,890,519
52W high	10.00	3M Avg Vol.	318,197
52W low	5.3	Free Float (in %)	54.50 %
Market Cap (mln)	863,770,879	WACC	9.67%
Last Dividend	0.00	CuEQ2	124.00
Accounting	GAP	TSX Venture	NDM
Web Page	northerndynastyminerals.com	AMEX	NAK

Source: DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL © 2007



Inhaltsübersicht

1.	<i>INVESTMENTCASE/SUMMARY</i>	3
2.	<i>UNTERNEHMENSPROFIL</i>	4
3.	<i>MAKROÖKONOMIK:KUPFERBEDARF NACH LÄNDERN</i>	5
3.1	<i>ENDVERBRAUCHER VON KUPFER</i>	6
4.	<i>NORTHERN DYNASTY FINANCIALS</i>	13
4.1	<i>GESCHÄFTSJAHR 2007</i>	13
4.2	<i>WORKING CAPITAL/LIQUIDITÄT</i>	14
4.3	<i>GEWINN & VERLUSTRECHNUNG BIS 2060</i>	15
5	<i>UNTERNEHMENSBEWERTUNG</i>	17
5.1	<i>DISCOUNT-FLASH-MODEL</i>	17
5.2	<i>FAIR VALUE UND SENSITIVITÄTSANALYSE</i>	19
5.3	<i>BEWERTUNG NACH DEM IN-SITU-VALUATION ANSATZ</i>	20
6	<i>MANAGEMENT</i>	21
7	<i>KONTAKT</i>	22
8	<i>DISCLAIMER</i>	23



1 INVESTMENTCASE/SUMMARY

**Kupferfelder Pebble West 1,2
Mrd. Tonnen & Pebble East
3,4 Mrd. Tonnen**

Mit einer derzeitigen Marktkapitalisierung von 1,1 Mrd. USD ist Northern Dynasty Minerals (WKN: 906 169; ND3; ISIN CA66510M2040; TSX.V: NDM) im Vergleich zu anderen Unternehmen in ähnlichem Entwicklungszustand unterbewertet. Das Unternehmen verfügt über eines der weltweit bedeutendsten Kupfer-, Gold- und Molybdänvorkommen, und hat zudem gut 54 Mio. USD Bargeld in der Kasse. Die Gesellschaft entwickelt im rohstoffreichen Alaska/USA das „Pebble Projekt“, das sich aus dem 3,4 Mrd. Tonnen a 0,6 % CuEQ großen, im Untertageabbau zu gewinnenden Erzkörper „Pebble East“ und dem sich daran anschließenden 1,2 Mrd. Tonnen a 0,6 % CuEQ großen, im Tagebau abzubauenen Erzkörper „Pebble West“ zusammensetzt.

**Rio Tinto hat sich mit 19,8%
beteiligt**

Das Pebble-Projekt hat hohe Mengen an Kupfer-, Gold- und Molybdän und liegt zugleich aus geographischer und logistischer Sicht günstig im südwestlichen Alaska (USA). Dies hat den Rohstoff-Konzern Rio Tinto (Marktkapitalisierung von ca. 24 Mrd. EUR, Gewinn in 2006 bei 6,6 Mrd. EUR) motiviert, sich mit 19,8% am Unternehmen zu beteiligen. Basierend auf den Bohrungen und Mineral-Ressourcenschätzungen von 2006 haben sich die „abgeleiteten“ Mineralressourcen der Pebble East Kupfer-Gold-Molybdän-Lagerstätte in nur einem Jahr um fast 90% von 1,8 Mrd. auf 3,4 Mrd. Tonnen vergrößert. Addiert man die angrenzenden 1,2 Mrd. Tonnen große Pebble West-Lagerstätte hinzu, indizieren die geschätzten abgeleiteten Mineralressourcen einen Gesamtmetallgehalt von über 21,8 Mio Tonnen Kupfer, 1500 t Gold und 1,4 Mio Tonnen Molybdän (bei einem Cut Off Grad von 0,6% CuEQ bei Pebble West und Pebble East).

Niedrige Produktionskosten

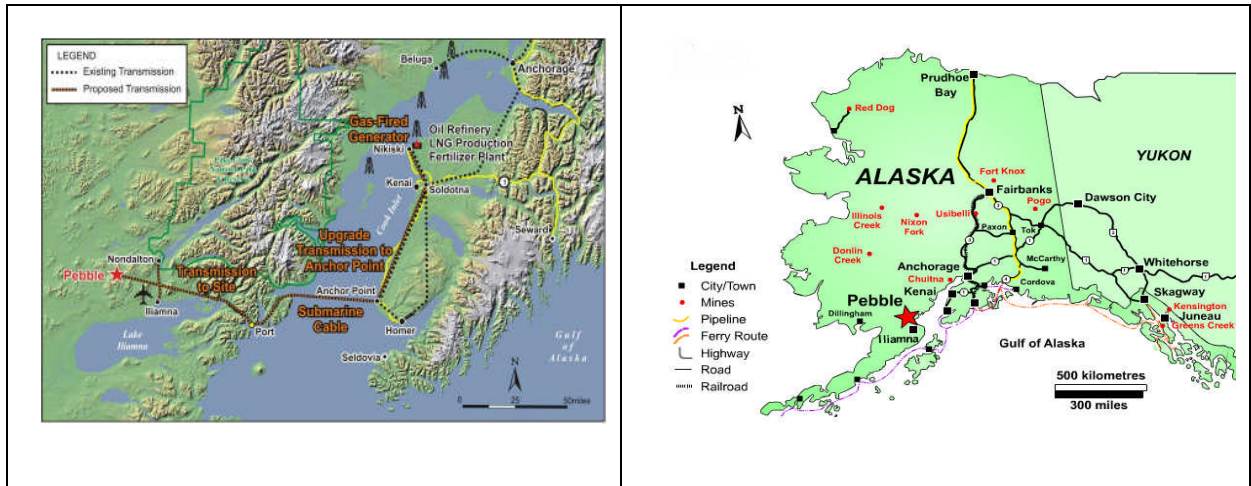
Ein Vorteil für Northern Dynasty ist, dass sich ihr Vorkommen Pebble West durch einen oberflächennahen 600 Millionen Tonnen großen Teilbereich der Erzlagerstätte auszeichnet. Durch den recht hohen Erzgehalt in diesem Teilbereich ist in unseren Augen eine relativ schnelle Rückzahlung des einzusetzenden Kapitals realistisch. Pebble East soll im Untertagebau (sog. Blockbruchbau) abgebaut werden. Im Übrigen verfährt Rio Tinto auch bei Ihren zahlreichen anderen Beteiligungsprojekten teilweise nach diesem Verfahren. Laut Meinung anerkannter, unabhängiger Bergbauingenieure ist aus technischer Sicht für Pebble West die Errichtung und der Betrieb einer modernen und langlebigen Tagebaumine bei niedrigen Produktionskosten erzielbar.

**Geeigneter Standort und hohe
Produktionspotentiale
erwecken Interesse**

Die beiden Pebble-Lagerstätten East und West repräsentieren eines der größten Metallvorkommen der Welt. Für die Aufnahme der Produktion erwarten wir die Bildung eines Projektkonsortiums, da bereits zahlreiche größere Bergbaukonzerne Vertraulichkeitsvereinbarungen unterschrieben haben, um Zugang zu technischen Detailinformationen zu erhalten. Anzumerken ist, dass Rio Tinto durch die Beteiligung an Northern Dynasty Minerals keine Vorrechte erhalten hat. Die Lokalität des Pebble Projektes im Südwesten von Alaska bietet strategisch vorteilhafte Rahmenbedingungen. Es bestehen zwar strenge, dafür aber gesetzlich eindeutig verankerte Genehmigungskriterien. Zusätzlich liegt das Pebble Projekt relativ günstig hinsichtlich der erforderlichen Stromversorgung und des Zuganges zu einem möglichen Tiefseehafen. Diese Anforderungen und technischen Detailplanungen wurden bereits im Rahmen



einer Vor-Machbarkeitsstudie umfassend erarbeitet. Die folgenden Abbildungen zeigen die Lage des Projektes.



**Erfahrenes Management mit
1,8 Mrd. EUR Verantwortung**

Northern Dynasty Minerals ist eine von der Hunter Dickinson Unternehmensgruppe gemanagte börsennotierte Gesellschaft. Die Gruppe führt neben dem privaten Unternehmen Hunter Dickinson Inc. (HDI) derzeit neun, rechtlich selbständige, börsennotierte Minenentwicklungs- und Betreibergesellschaften (gesamte Marktkapitalisierung von etwa 1,8 Milliarden EUR, Stand: Juli 2007). Das Management hat bisher nachhaltig gute Erfolge erzielt.

2 Unternehmensprofil

Das Minenunternehmen Northern Dynasty Minerals Ltd. entwickelt in Alaska/USA das Projekt „Pebble“. Es ist wegen seiner Größe und Lokalität eines der weltweit bedeutendsten Kupfer-, Gold- und Molybdän-Vorkommen.

**Die bisherigen geologischen
Untersuchungen weisen auf
ausgezeichnete Gold- und
Kupfervorkommen hin**

Die Vererzungen sind geologisch dem weit verbreiteten Porphyry Copper Typus zuzuordnen und zeichnen sich durch eine einfache Mineralogie ohne größere Beimengungen von Schadmetallen wie Cadmium, Quecksilber oder Arsen aus. Das Porphyry ist bei Pebble relativ weich, was sich positiv auf die Abbaukosten auswirken sollte. Die bisherigen Aufbereitungsuntersuchungen zeigen ein gutes Kupfer- und Goldausbringen aus den Erzen an. Dies bedeutet, dass von den in der Erde befindlichen Kupfer- und Goldvorkommen hohe Prozentanteile auch tatsächlich gewonnen werden können. Dies ist eines der wichtigsten Kriterien in der Bewertung der Wirtschaftlichkeit eines Lagerstättenentwicklungsvorhabens.

**Northern Dynasty könnte von
anhaltender hoher
Kupfernachfrage profitieren**

Das Projekt unterteilt sich in die tiefer gelegene 3,4 Mrd. Tonnen große „Pebble East“ und die sich daran anschließende 1,2 Mrd. Tonnen große oberflächennahe „Pebble West“ Lagerstätte. Im Jahr 2001 erwarb Northern Dynasty das Projekt von der kanadischen Cominco (Teck Cominco). Die Kupferpreise lagen zu dieser Zeit bei US\$ 0,65 je Pfund gegenüber einem heutigen Preis von ca. US\$ 3,50 je Pfund.



Northern Dynasty hat seit 2002 über US\$ 135 Millionen in geologische geotechnische, umwelttechnische- sowie sozioökonomische Planungen investiert. Für 2007 sind insgesamt Ausgaben in Höhe von US\$ 95 Millionen vorgesehen.

Pebble-Erfüllung relevanter Erfolgskriterien

- Hohe Nachfrage nach Industrie- und Edelmetallen
- Vorteilhafte Anbindung an Infrastruktur
- Transparentes Genehmigungsverfahren in Alaska (siehe Fußnote 1)
- Effizientes Projekt-Management durch 100%-Eigentum
- Flaches Terrain: Nur 400 Meter über Meereshöhe
- Pebble West Ressourcen sind hochgradig und im günstigen Tagebau förderbar
- Rasche Rückzahlung des eingesetzten Kapitals
- Große jährliche Produktionsmengen bis schätzungsweise zum Jahr 2070
- Joint-Venture-Kandidat: Rio Tinto ist bereits zu 19,8% beteiligt.

Fn. siehe unten ¹

Das Pebble Projekt befindet sich mit 120 Km relativ nah zum Industriezentrum Cook Inlet. Das Projektmanagement und die Hubschrauberbasis von Northern Dynasty ist logistisch günstig in Iliamna stationiert. Northern Dynasty hat guten Zugang zu örtlichem Personal und international tätigen und erfahrenen Ingenieuren (100 Mitarbeiter sind vor Ort, 80 davon sind Einheimische).

3 MAKROÖKONOMIK : Kupferbedarf nach Ländern

Die in den letzten Jahren neu explorierten Kupferprojekte können langfristig nicht mit der Nachfrage nach Kupfer schritthalten. Insbesondere soll nach Aussage verschiedener Experten (z.B. Brook Hunt) ab den Jahren 2012 bis 2015, also um die Zeit zu dem Pebble in Produktion kommen könnte, die Nachfrage nach Kupfer zunehmend über dem Angebot liegen.

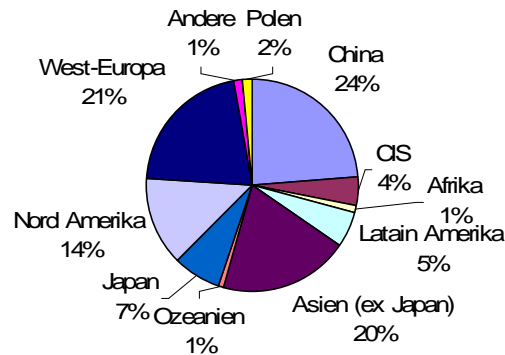
Die folgenden Abbildungen zeigen den erwarteten Kupfer-Konsum in Höhe von 18,2 Mio Tonnen nach Ländern in 2007 im Vergleich zu 2018 mit geschätzten 26.7 Mio. Tonnen.

Die Nachfrage nach Kupfer ist anhaltend stark und wird voraussichtlich weiter steigen.

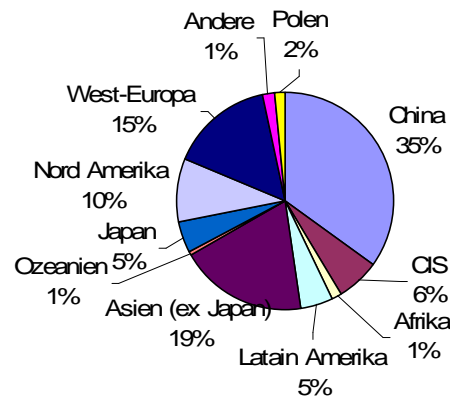
¹ Alaska ist politisch stabil und die Regierung hat bereits zahlreiche Minenprojekte zur Produktion freigegeben, u.a. das Bergwerk Red Dog, die weltweit größte Zink-Mine.



Die Kupfernachfrage der Industrienationen im Vergleich (2007)



Die prognostizierte Kupfernachfrage der Industrienationen im Vergleich (2018)



Quelle: Brook Hunt, 2007.

Der Anteil des Verbrauches steigt wahrscheinlich am stärksten in China von 23,5% (4,3 Mio. Tonnen) auf 35% (9,36 Mio. Tonnen) in 2018. Absolut betrachtet steigt auch in Asien (ex-China) der Kupferbedarf am stärksten, von 3,62 Mio. Tonnen in 2007 (19,9%) auf 5,05 Mio. Tonnen in 2018 (18,9%).

3.1 Endverbraucher von Kupfer

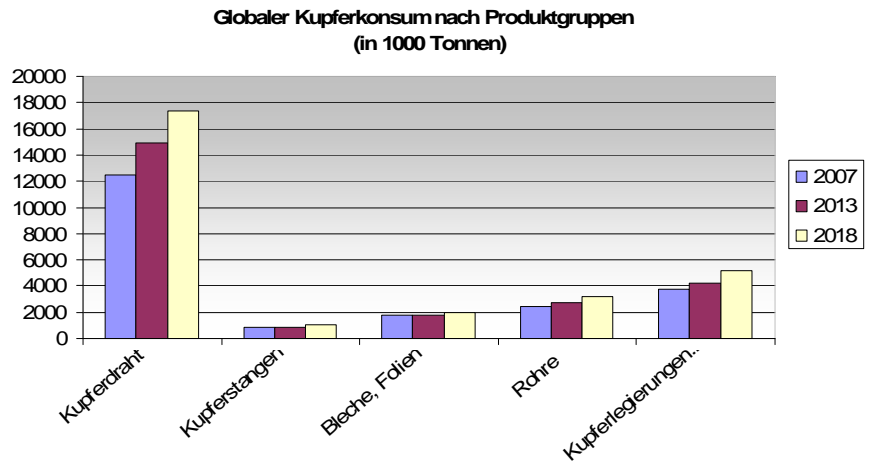
Mit Ausnahme von Silber hat Kupfer die höchste elektrische Leitfähigkeit aller Metalle. So daß ein erheblicher Teil der Kupferproduktion in die Elektroindustrie fließt. In 2006 wurden dabei schätzungsweise 53% der gesamten Kupferproduktion und Verarbeitung für Kupferleitungen/Kabel eingesetzt. Zu den Kupferprodukten und Kupferlegierungen zählen Kupferdraht, Bleche, Folien, Kontaktleisten und Rohre. Die weltweite Nachfrage nach diesen Produkten stieg um 5,5% in 2006 auf 10,7 Millionen Tonnen. Primär wird das Wachstum in den hauptsächlich nachfragenden Industrieländern hierdurch reflektiert. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem weiteren Wachstum von etwa 2,5 bis 2,8%. Forschungsinstitute gehen von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum bis 2018 von 2,5% aus. Chinas hohe Nachfrage und die Nachfrage in den entwickelten Industrieländern mit ihren Exportmärkten sind die Hauptgründe für die stabile Nachfrage

Die am häufigsten nachgefragten Kupferprodukte sind Drähte, Bleche, Folien und Rohre



nach Kupferprodukten. Folgende Abbildung zeigt den globalen Kupferkonsum nach Produktgruppen mit Schätzungen bis 2018.

Voraussichtliche Nachfrage- Entwicklung nach Produktgruppen



Quelle: Interview mit Rio Tinto, am 12.07.2007 und Brook Hunt, Copper Report Q1/2007

Potenzielle Einsatzbereiche von Kupferprodukten

Generell werden diese Rohprodukte (Kabel und Kupferprodukte) in folgenden zusammengefassten Industriesektoren eingesetzt bzw. weiterverarbeitet:

- Gebäude- und Hausbau, Infrastruktur
- Elektrik- und elektronische Produkte (Halbleiter, Computer, Steuerungen, Embedded Computer)
- Transport Logistik, Ausrüstung
- Konsumprodukte (Haushalt, Unterhaltung und sonstige).

Im Sektor Gebäude- und Hausbau/Infrastruktur werden ca. 35% der globalen Kupferproduktion verwendet. Die meisten Drähte und Kupferprodukte werden in der Bauindustrie eingesetzt: Es sind Verkabelungen, Stromkabel, Rohrleitungen/Klempnerarbeiten, Klimaanlage, Kupferbleche als Fassadenverkleidungen und Regenrinnen sowie Legierungen. Ca. 40% der Kupferdrahtproduktion wurde in 2006 in der Bauindustrie eingesetzt. Laut Brook Hunt (2007/Q1) ist dies ein Anstieg um 3,1% auf ca. 4 Millionen Tonnen gegenüber 2005.

Ausnutzung ökologischer Effizienzpotenziale mit Hilfe von Kupfer

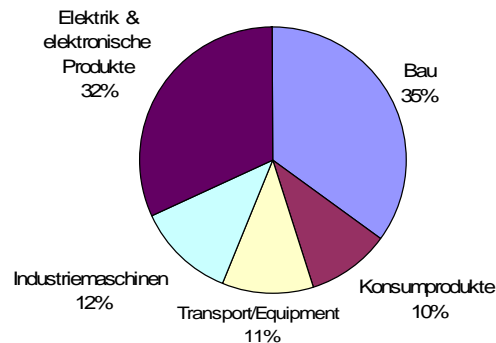
Die zweitwichtigste Produktgruppe sind Kupferrohre, die in Heizungssystemen und Klimaanlage eingesetzt werden. Auch in entwickelten Industrieländern steigt der Bedarf nach höherem Wohnkomfort, so dass z.B. die Anzahl an Klimaanlage und sanitären Einrichtungen prognostisch ansteigen wird. In den USA führte das Gesetz SEER 13 (Seasonal Energy Efficiency Ratio) dazu, dass der Kupferbedarf durch den Einsatz in Klimaanlage um 20% gestiegen ist. Ferner wird der Markt durch sozioökonomische Effekte getrieben: Klimaschutzdebatten und gesetzliche Bestimmungen zwingen zu effizienteren Klimaanlage und dem schonenden und effizienten Umgang mit Energie. Ferner könnten verstärkt Gasleitungen aus Stahl durch Kupferleitungen ersetzt werden. Es wird erwartet, dass umweltfreundlichere Antriebssysteme für Kraftfahrzeuge zunehmend mehr Kupfer benötigen.



Der Markt verzeichnet eine steigende Nachfrage besonders aus China und Indien

Forschungsinstitute schätzen in der Zeitspanne von 2007 bis 2018 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,2 % beim Einsatz von zusätzlichen Stromkreisläufen und integrierten Schaltungen.

In China und Indien kann, basierend auf einer sich stetig verbessernden Infrastruktur, mit einem Anstieg an Klimaanlage und sanitären Einrichtungen gerechnet werden. Die folgende Abb. zeigt den globalen Kupferkonsum nach Industriesektoren.



Quelle: Dr. Kalliwoda International, Befragung Rio Tinto, BHP Billiton, Brook Hunt 2007.

Die derzeitige weltweite Kupferproduktion kann, basierend auf makroökonomischen Untersuchungen, den zukünftigen Bedarf an Kupfer nicht befriedigen.

Unsere Befragungen sowie die Untersuchungen von Brook Hunt ergeben, dass in 2009 mit einer Angebotslücke von 5% gerechnet werden kann, die bis 2016 sogar auf annähernd 30% steigen kann. Angebotsengpässe haben sich bereits seit 2002 abgezeichnet und seither zu historisch niedrigen Lagerbeständen (z.B. London Metal Exchange, LME) und hohen Kupferpreisen geführt.

Wir gehen davon aus, dass manche der bestehenden Kupferbergwerke ihre Produktion kurz- mittelfristig erweitern werden, sofern die jeweilige Vorratssituation dies zulässt (Brownfield - Projekte). So sollen bis 2013 bei der neuen chilenischen Kupfergrube Escondida SxEW die Kupfer-Produktion stetig auf 330.000 Tonnen erhöht werden, um dann wieder sukzessive auf ca. 200.000 Tonnen in 2020 zu fallen.²⁾

Bedeutsamer sind jedoch neue Explorationsprojekte (Greenfield - Projekte), die jedoch auch nicht die voraussichtliche Nachfrage nach Kupfer gänzlich decken können. Northern Dynasty verfügt mit Pebble East & West, wie oben beschrieben, über eines der bedeutenden Entwicklungsprojekte, das bis 2013 in Produktion sein soll.

Dennoch besitzen auch anderen Firmen Kupfer - Explorationsprojekte ähnlicher Größe wie Pebble, so zum Beispiel Ivanhoe Mines mit Oyo

²⁾ Brook Hunt, 2007 und Metals Economics Group (2007), die im Allgemeinen die Base-Metals-Zyklen beschreiben. Zu beobachten sind auch Zukäufe großer Minengesellschaften. Es wird immer komplizierter, große oder margenträchtige Minen zu finden.

Deckung des Nachfrageüberhanges nach Kupfer durch verstärkte Explorationsmaßnahmen und Erhöhung der Recyclingquote



**Szenarien, die sich auf das
Kupfer-Ungleichgewicht
auswirken**

Tolgu in der Mongolei oder das brasilianische Kupferprojekt Alemao der CVRD.

Wir haben in unserer Untersuchung zwischen sicheren, wahrscheinlichen und möglichen Projekten unterschieden.

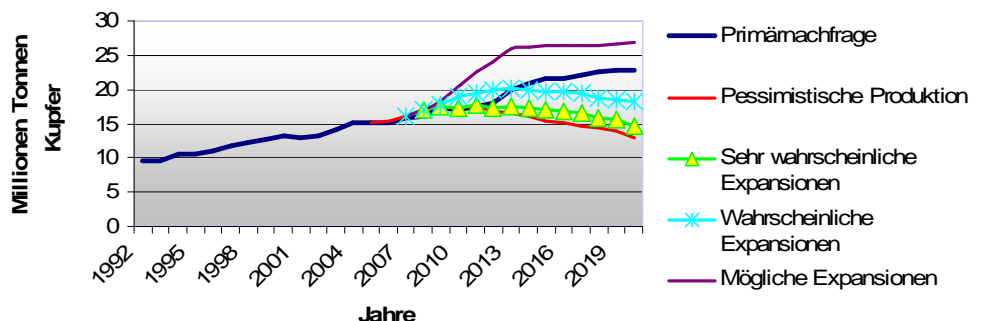
Die sicheren Projekte zeichnen sich dadurch aus, dass deren Finanzierung und technische Machbarkeit positiv geprüft worden sind. Die sicheren Projekte bilden in untenstehender Graphik, die weltweite Mindestproduktion („pessimistische Produktion“) bis 2020 ab.

Die Gruppe der wahrscheinlichen Förderprojekte sind in untenstehender Graphik in hellblauer Farbe dargestellt. Es handelt sich um Projekte mit bekannten Bergwerksgesellschaften oder mit Projektgesellschaften.

Mögliche Projekte werden entweder ebenfalls von renommierten Produzenten in Angriff genommen oder von Projektgesellschaften bzw. kleineren Gesellschaften geführt. Die Projektentwicklungen befinden sich hierbei in einem frühen Stadium. Bankfinanzierungsfähige Studien fehlen in der Regel und daher sind solche Projekte auch mit höheren Risiken verbunden.

Die folgende Graphik veranschaulicht das weltweit aggregierte Ungleichgewicht zwischen dem derzeitigen Angebot und der Nachfrage nach Kupfer. Die Graphik zeigt, daß bis 2010 die Mindestproduktion (rote Linie) die weltweite Nachfrage nach Kupfer befriedigen kann. Erst in den Folgejahren entsteht ein Nachfrageüberhang. Wenn wir von einer wahrscheinlichen Kupferproduktion ausgehen (siehe hellblaue Kurve), beginnt eine Angebotslücke (Vergleich zur dunkelblauen Kurve) erst im Jahr 2015. Danach geht die Angebots-Nachfrage-Schere immer weiter auseinander. In 2020 ist ceteris paribus von einer Lücke von ca. 10 Millionen Tonnen Kupfer (pro Jahr) auszugehen. Andere Einflüsse auf die Produktionsmengen sind Streiks, die z.B. die Produktion der größten Lagerstätte Grassberg in Indonesien belastet haben.

Globales Kupfer Angebot-Nachfrage Ungleichgewicht



Quelle: Dr. Kalliwoda International; sowie Nachfragekurve der London Metal Exchange sowie Brook Hunt, 2007 (Q1 Report).

Dabei ist zu beachten, das auch schon derzeit die Bergwerke einiger der bedeutendsten Kupfer- und Goldproduzenten der Welt über nur relativ begrenzte Reserven verfügen, die sich bis 2010 weiter erschöpfen



Marktdaten zu einigen ausgewählten Kupferproduzenten

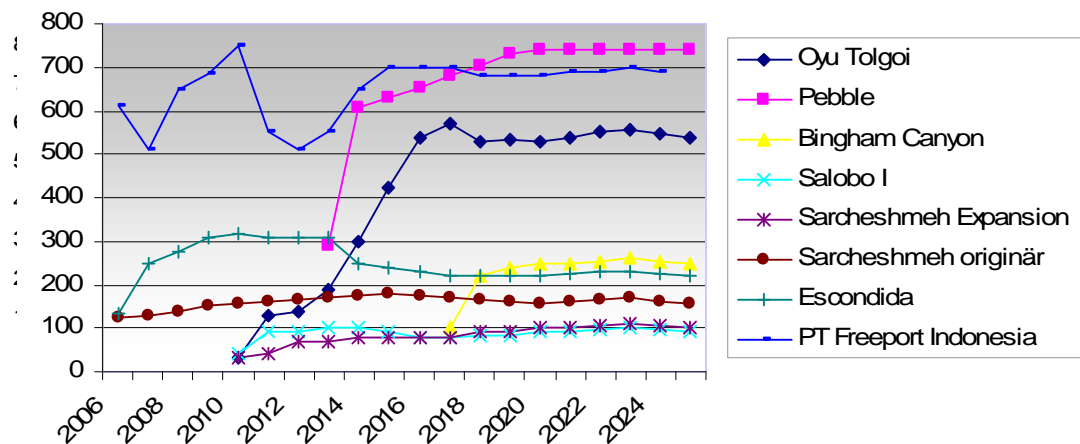
werden. Vor diesem Hintergrund erscheint der anvisierte Produktionsbeginn von Pebble sehr günstig zu liegen, bzw. Pebble könnte mit zunehmender Projektreife ein überaus interessanter Joint Venture-Kandidat für große Bergbaugesellschaften werden. Die Bewertung der Wirtschaftlichkeit eines Projektes bemisst sich an den Produktionskosten und der durch Angebot und Nachfrage beeinflussten Marktpreis für Kupfer.

Die folgende Tabelle und Graphik zeigen Kupferexplorer und -produzenten mit ihren jeweiligen Aktienmarktdaten und Eigentümerstruktur sowie unsere jeweils geschätzten Kupferproduktionsmengen bis 2025 auf Jahresbasis. Wir unterstellen einen für die Rohstoffindustrie typischen Konjunkturzyklus. Die Unternehmen unterliegen daher insbesondere in ihrer Ausreifungsphase Outputschwankungen.

Company	Kupfermine	Sitz d. Unternehmens	Großaktionär	Quote	Marketcap mio USD	Anzahl Aktien in Mio.	Aktienkurs USD
Ivanhoe Mines	Oyu Tolgoi	Singapur	Rio Tinto	US\$ 303 Mio bis US\$ 1.5 Billion 1)	5,766.90	374.47	15.40
Northern Dynasty	Pebble	Vancouver	Rio Tinto	19.80%	1,197.27	91.70	13.06
Kennecott	Bingham Canyon	Magna, Utha, US	Rio Tinto	100%	39,881.21	456.77	87.31
Esteio	Salobo I	Curitiba /Brasilien	Cia Vale Do Rio Doce		60,787.90	1,499.90	40.53
Nicico Expansion	Sarcheshmeh Expansion	Iran	Staat Iran				
Nicico (Originär)	Sarcheshmeh originär	Iran	Staat Iran				
Minera Escondida	Escondida	Santiago, Chile	BHP Billiton 3)	100%	293,474.20	9,013.78	32.56
Freeport-McMoRan (FCX) 2)	PT Freeport Indonesia	Phönix/Arizona	Rio Tinto 4)		33,724.97	381.46	88.41

1) Unter definierten Umständen
2) Größter gelisteter Kupferproduzent (Übernahme von Phelps Dodge)
3) BHP Billiton ist Prinzipal, Besitzer und Operateur 1.2 billion tons of sulfide
4) Rio Tinto Grasberg Joint Venture

Quelle: Dr. Kalliwoda International © 2007



Die größten Kupferproduzenten nach der Marktkapitalisierung

Der Graph zeigt zum Einen eine Bandbreite an Kupferproduktionen von bereits fördernden Kupferminen und zum Anderen von zukünftigen erwarteten Ausbringungen je Jahr. PT Freeport ist die derzeit größte produzierende Kupfermine. Das Unternehmen Freeport ist der größte gelistete reine Kupferproduzent mit einer Marktkapitalisierung von derzeit US\$ 33,7 Mrd. Escondida ist eine BHP-Billiton-Beteiligung (100%) und befindet sich, wie auch viele andere Kupferminen, am „Ring of Fire“, in diesem Fall in Chile.



Ausgewählte Marktdaten der wichtigsten Minenbetreiber

Die Oyu Tolgoi Mine der Ivanhoe Mines

Der Kupfergehalt des Gesteins liegt hier bei 30 CUEQ² ³⁾.

Der iranische Produzent Nicico betreibt die Kupfermine Sar Cheshmeh (originär) und erweitert diese (Sar Cheshmeh Expansion) derzeit. Wir erwarten den Förderbeginn von Sarcheshmeh Expansion in 2010.

Die Mine Oyu Tolgoi gehört Ivanhoe Mines. Deren Marktkapitalisierung beträgt derzeit US\$ 5,8 Mrd. Der voraussichtliche Produktionsbeginn ist 2010 (siehe Graphik). Dieses Unternehmen lässt sich besonders gut mit der Lagerstätte Pebble der Northern Dynasty vergleichen. Es bestehen ähnliche Untersuchungsergebnisse. Allerdings geht Oyu Tolgoi voraussichtlich 3 Jahre früher in Produktion als die Pebble-Mine in Alaska. Wir erwarten bei Oyu Tolgoi einen höheren Output pro Jahr im Vergleich zu Pebble. Die erwarteten Umsätze und G&V beider Unternehmen vergleichend, sehen wir bei Pebble dennoch ein Aufholpotential und ordnen der Northern Dynasty (Pebble) einen fairen Wert von US\$ 2,6 Mrd zu, gegenüber einer aktuellen Börsenbewertung von US\$ 1,1 Mrd. Ähnliche Vergleichsergebnisse erhalten wir bei einer In-situ Valuation. Das Projekt Pebble ist im Vergleich zu Oyu Tolgoi unterbewertet.

Ferner ist darauf hinzuweisen, dass sich Oyu Tolgoi in einer eher ungünstigeren strategischen Position befindet, da die Mongolei ein Binnenland ohne Erzhäfen ist und die Transportwege für die Kupferkonzentrate lang sind. Auch befindet sich das Projekt Oyu Tolgoi in einem Land mit einer relativ geringen politischen Stabilität, wohingegen sich Pebble in den politisch sehr stabilen Vereinigten Staaten befindet.

Das Salobo-Projekt der CVRD in Brasilien

Das brasilianische Salobo - Projekt gehört ebenfalls zu CVRD. Es ist eine kleinere Mine (siehe unsere Outputschätzungen) und die Kupferintensität (Kupferäquivalente Gold und Kupfer) liegen bei 23 CuEQ² im Vergleich zu 124 CuEQ² bei Pebble.

Oyu Tolgoi verfügt über CuEQ² von 85 und Sar Cheshmeh von 24 (CUEQ²), Bingham Canyon von 20 (CUEQ²). Bingham Canyon (Kennecott) gehört zu 100% Rio Tinto.

Unsere hier dargestellte Peergroup zeigt Unternehmen unterschiedlicher Entwicklungsstadien. Ein Nachfrageüberhang ist erst ab 2015 verstärkt zu erwarten, da Bergwerke heute in der Regel eine sehr lange Vorbereitungszeit bis zur Produktionsaufnahme haben. Diese Angebotslücke ist eine Nachwirkung von zu geringen Investitionen zu den Zeiten, als die Rohstoffpreise sehr niedrig waren und die Bilanzen und Kapitalausstattungen der Minenunternehmen sehr schwach waren.

³⁾ Definition: Kupferäquivalent (CuEQ²).

Die Werte für Kupferäquivalente (CuEQ) wurden auf der Grundlage langfristiger Metallpreise geschätzt, u.a.: Kupfer US\$ 1,00 pro lb (Pfund), Molybdän US\$ 6,00 pro lb, Gold US\$ 400 pro Unze und Silber US\$ 7,50 pro Unze. Korrekturfaktoren zur Berücksichtigung von Abweichungen des relativen metallurgischen Gehalts von Gold, Kupfer und Molybdän sind abhängig vom Abschluss der jeweiligen endgültigen metallurgischen Untersuchungen. Das Kupferäquivalent (CuEQ²) entspricht einem prozentualen Kupferanteil plus einem prozentualen Molybdänanteil mal (6,00/1,00) plus Au Gramm pro Tonne mal 14,47/(1,00(x)22,05) plus Ag Gramm pro Tonne mal 0,24/(1,00(x)22,05).



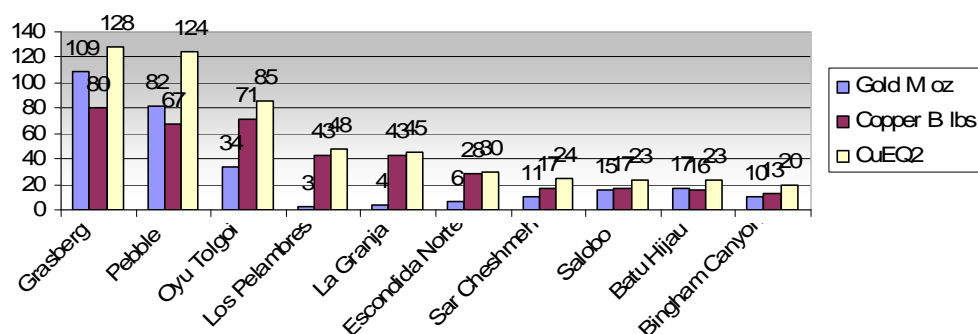
**Die führenden Megacaps
BHP Billiton, Rio Tinto,
Freeport und Xstrata sind
die Hauptprofiteure von der
Entwicklung am Kupfer-
markt**

Gewinner dieser Phase (insb. 90er Jahre und Beginn des 21. Jhdts.) sind die Megacaps BHP Billiton, Rio Tinto, Freeport und Xstrata, die sich den Zugang zu Erfolg versprechenden Minen über Beteiligungen oder durch komplette Übernahmen gesichert haben. Wir denken, dass dies eine positive strategische Überlegung der Megacaps war, weil weltweit immer weniger lukrative Förderprojekte existieren. Die Megacaps konzentrieren sich auf die Produktion der Edelmetalle und Rohstoffe, während die kleineren Gesellschaften Explorationsprojekte betreiben. Die produktionsfähigen Projekte werden nach Prüfung von den Megacaps übernommen oder es werden Joint-Ventures gegründet.

Die prognostischen Pebble-Produktionsmengen liegen innerhalb unserer Untersuchungen in etwa im Mittelfeld der aufgelisteten Kupferprojekte. Allerdings kann bei Pebble durch die Beiprodukte Gold und Molybdän überdurchschnittlicher Zusatzertrag erwartet werden, der die Produktionskosten auf ca. US\$ 0,30 /lbs drückt. Einen ausführlichen Vergleich mit anderen Unternehmen zeigen folgende Abb. Deutlich werden in unserer Analyse die Konsolidierungsprozesse in der Kupferminenindustrie. Sollte es Northern Dynasty gelingen, die Projektzeitpläne einzuhalten, ist davon auszugehen, daß Großinvestoren sich verstärkt um Pebble bemühen werden. Rio Tinto ist bereits mit einem Anteil von 19,8% am Unternehmen Northern Dynasty engagiert.

Bei dem Pebble Projekt handelt es sich auch um eine Gold- und Molybdänlagerstätte ⁴⁾. Daher zeigen wir an dieser Stelle eine Peergroup, die ebenfalls über Gold-Ressourcen verfügen (Darstellung mit jeweiligen CUEQ²-Werten).⁵⁾

Die bedeutendsten Kupfer-Gold Depots



Die Grasberg-Mine ist die größte Goldmine und die Kupfermine mit den nach Meinung von Insidern niedrigsten Förderkosten der Welt. Sie liegt in dem zu Indonesien gehörenden West-Papua und ist eine der zentralen Ressource von Freeport-McMoRan. Die Aufstellung enthält auch Oyu Tolgoi, Escondida Norte, Sar Cheshmeh, Salobo und Bingham Canyon,

⁴ Bei den Projekten Pebble, Los Pelambres und Bingham Canyon wurden Molybdän-Vorkommen im CuEQ2 B lbs-Wert berücksichtigt.

⁵ Die Kupferequivalent-Kalkulationen basieren auf Metalpreisen von US\$ 1 /lb Kupfer; US\$ 400/oz Gold; US\$ 6 /lb Molybdän.

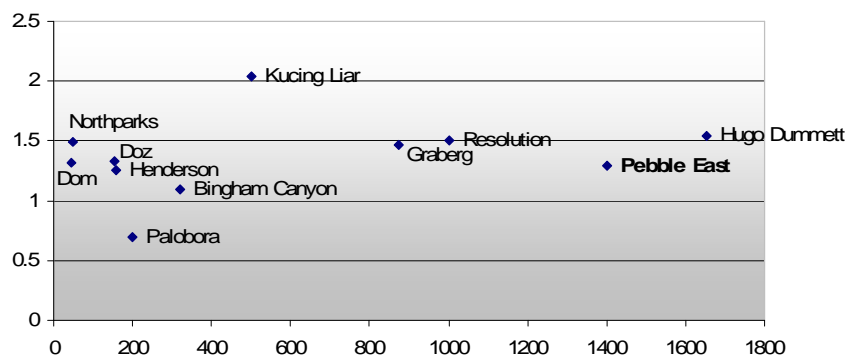


Peer Group

Unternehmen, die im
Blockbruchbau-Verfahren
tätig sind

die in unserer Peergroup weiter oben ebenfalls aufgeführt sind. Neu sind Los Pelambres, La Granja und Batu Hijau.

Die folgende Abbildung zeigt eine weitere Peergroup-Betrachtungsweise. Es sind Firmen, die Kupfererze im Blockbruchbau - Verfahren abbauen. Blockbruchbau wird meistens durch Kupfer- und Diamantproduzenten betrieben. Es handelt sich um eine spezielle großvolumige Abbaumethode zur Gewinnung großer Roherzmassen, welches vergleichsweise geringes Bohren und Sprengen verlangt. Ein weiterer Vorteil dieses Verfahrens ist die Anwendung von weitgehend automatisierten Fördertechniken. Nach ersten Untersuchungen ist auch die Lagerstätte Pebble East durch das kostengünstige Blockbruchbau-Verfahren abbaubar. Folgende Abbildung zeigt ähnliche Projekte im Blockbruch-Abbau.



Pebble East weist ca. 1400 Millionen Tonnen Ressourcen mit einem Kupferequivalent-Wert von 1.25 auf.

Nur Hugo Dummett, das Block-Cave-Projekt von Ivanhoe Mines (Oyu Tolgoi) verfügt über bessere kombinierte Daten.

4. Northern Dynasty Financials:

4.1 Geschäftsjahr 2007

In 2007 erwarten wir für Northern Dynasty einen Verlust von US\$ 46,9 Millionen. Darin sind die geschätzten bargeldlosen aktienbasierten Vergütungen in Höhe von US\$ 5,2 Mio enthalten. Gemeinkosten, zu denen nicht aktienbasierte Vergütungen oder Wechselkursverluste, Zinsaufwendungen oder Steuerzahlungen zählen, sehen wir bei US\$ 53 Millionen.

Explorationsaufwendungen kalkulieren wir mit US\$ 48,7 Millionen. Primär rechnen wir hierzu umwelttechnische Planungen, Geländevorbereitung und Bohrung, Hubschraubertransporte, Einsatz von Ingenieur-Technologie sowie sozioökonomische Maßnahmen und Planungen.

Die gegenüber 2006 verhältnismäßig stark ansteigenden Explorationskosten sind hauptsächlich auf die zusätzlichen Bohrprogramme auf dem Pebble East Feld und der zeitlichen Vorverlegung der Bohrungen zurückzuführen. Die Zielsetzung dieses Programms ist die weitere Verifizierung der indizierten Erzreserven.

Die Zunahme der Explorationskosten sollten auch auf die vorzeitig integrierten Entwicklungspläne zurückzuführen sein (Pebble East und Pebble West), um zu einer Aussage über die genaueren Fördermengen

Stark gestiegene
Explorationskosten prägen
die aktuelle Vermögens-,
Finanz- und Ertragslage



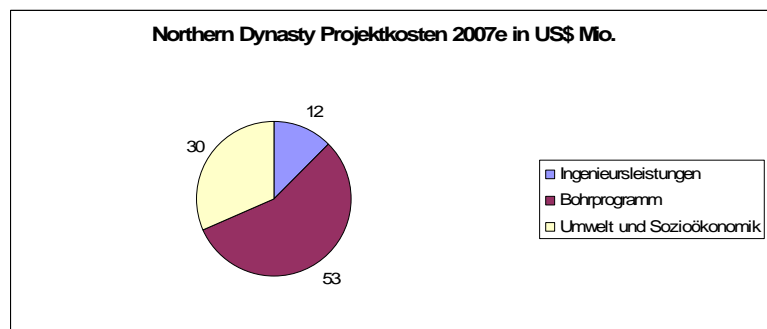
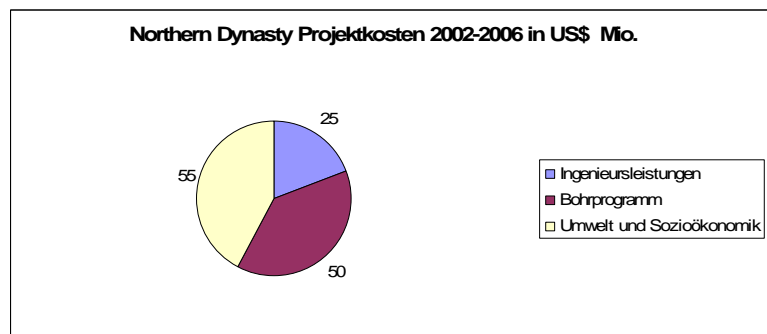
zu kommen (Feasibility-Studie). Ferner sollten auch die Erlaubnis zur Förderung erteilt werden.

4.2 Working Capital/Liquidität

Northern Dynasty verfügt in Q1/2007 über ein Working Capital von US\$ 76,8 Millionen gegenüber US\$ 90,3 Millionen in Q4/2006. Die Verminderung des Working Capital ist primär auf die Ausgaben für Ingenieurleistungen, Bohrprogramm, sowie Umwelt und sozioökonomische Studien in Q1/2007 zurückzuführen. Northern Dynasty hat keine langfristigen Finanzverbindlichkeiten.

Die nachstehenden Abbildungen zeigen die anteiligen Projektkosten in verschiedenen Zeiträumen.

Die Entwicklung der Projektkosten im Zeitvergleich





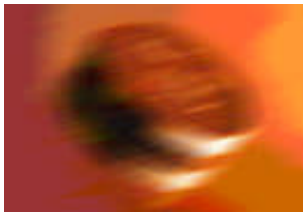
4.3 Gewinn & Verlust Rechnung bis 2060

Die Basis für unsere weiter unten durchgeführte Discount-Cashflow-Untersuchung liefert unsere Gewinn- und Verlustschätzung bis 2060, ein ungewöhnlich langer Betrachtungszeitraum. Wir begründen dies mit der Größe der Kupferressourcen. Wir integrieren nicht wie sonst einen Terminal Value in unserem DCF-Modell, sondern haben die G&V-Reihen unter Berücksichtigung von Konjunkturzyklen bis 2060, dem Zeitpunkt, in dem die Ressourcen größtenteils abgebaut sein müssten, durchdekliniert. Wir berücksichtigen Umsatz- und Kostenschätzungen, die sich aus Ist- und unseren Plandaten der Produktionsgebiete Pebble West und Pebble East ergeben. Obwohl mit steigenden Kupferpreisen gerechnet werden kann (siehe Kap. 3, Kupfernachfrage-Überhang), haben wir bei unseren Umsatzschätzungen die Kupferpreise bis 2060 nur den üblichen Industriezyklen angepasst. Geglättet ergäbe sich ein konstanter Kupferpreis und unterstreicht unseren konservativen Bewertungsansatz.⁶⁾

GuV/Plan-GuV : Northern Dynasty Minerals															
Position/Jahr (in US\$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	
Umsatzerlöse	0	0	0	0	0	0	577,000,000	1,194,600,000	1,235,200,000	1,275,800,000	1,316,400,000	1,357,000,000	1,397,600,000	1,415,000,000	
Initial/Sustaining Capital	0	0	-500,000,000	-500,000,000	-650,000,000	-1,000,000,000	-150,000,000	-150,000,000	-150,000,000	-150,000,000	-150,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	
Amortisation	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	
Personalkosten	-500,000	-500,000	-600,000	-650,000	-700,000	-750,000	-800,000	-850,000	-900,000	-950,000	-1,000,000	-1,050,000	-1,100,000	-1,150,000	
Konferenzen und Reisekosten	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	
Exploration	-48,695,652	-48,715,652	-48,715,652	-48,715,652	-48,715,652	-48,715,652	-48,720,652	-48,720,652	-48,720,652	-48,720,652	-48,720,652	-48,720,652	-48,720,652	-48,720,652	
Rechnungswesen, Audit	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	
Büro & Administration	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	
Investor Relation; Aktionärskommunikation	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	
Trust & Filing	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	
Kosten Zwischensumme	-53,650,725	-53,720,725	-53,770,725	-53,820,725	-53,870,725	-53,920,725	-53,970,725	-54,020,725	-54,070,725	-54,120,725	-54,170,725	-54,220,725	-54,270,725	-54,320,725	
Währungsgewinne/ Verluste (* = Gewinn)	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	
Zinsentrag/aufwand; Sales Aktien; (* = Gewinn)	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	2,782,609	
Kosten gesamt	-50,520,290	-50,590,290	-50,640,290	-50,690,290	-50,740,290	-50,790,290	-50,840,290	-50,890,290	-50,940,290	-50,990,290	-51,040,290	-51,090,290	-51,140,290	-51,190,290	
Aktienbasierte Kompensation	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	-5,217,391	
Zukünftige Einnahmen Steuerüberstattung	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	2,086,957	
EBITDA	-47,389,855	-47,459,855	-47,509,855	-47,559,855	-47,609,855	-47,659,855	-47,709,855	-47,759,855	-47,809,855	-47,859,855	-47,909,855	-47,959,855	-48,009,855	-48,059,855	
Amortisation	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	
Abschreibung auf Sachanlagen Depreciation	-2,526,014	-2,529,514	-2,532,014	-2,534,514	-2,537,014	-2,539,514	-2,542,014	-2,544,514	-2,547,014	-2,549,514	-2,552,014	-2,554,514	-2,557,014	-2,559,514	
EBIT	-50,046,304	-50,119,804	-50,172,304	-50,224,804	-50,277,304	-50,329,804	-50,382,304	-50,434,804	-50,487,304	-50,539,804	-50,592,304	-50,644,804	-50,697,304	-50,750,304	
Zinsen; Finanzaufwand (Capital Expenditure)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Net Profit/Loss	-50,046,304	-50,119,804	-50,172,304	-50,224,804	-50,277,304	-50,329,804	-50,382,304	-50,434,804	-50,487,304	-50,539,804	-50,592,304	-50,644,804	-50,697,304	-50,750,304	

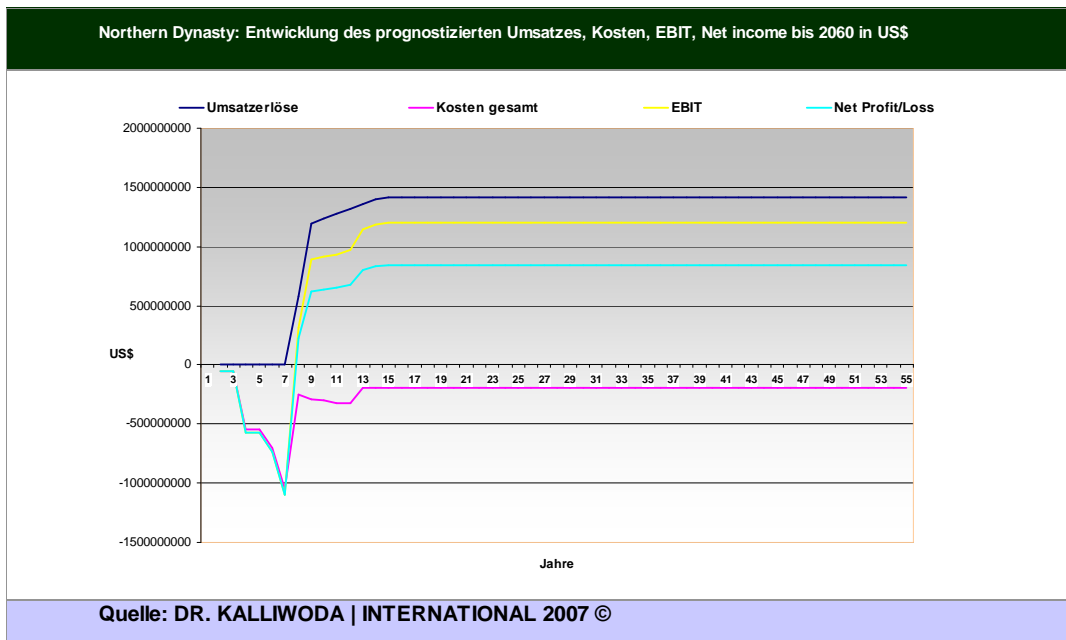
Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007

⁶ Bei allen Berechnungen kalkulieren wir mit folgenden Wechselkursen: Euro zu US\$ 1,26 und US\$ zu Can\$ 1,05.



G&V: Northern Dynasty Minerals								
	2021e	2030e	2035e	2040e	2045e	2050e	2055e	2060e
Position/Jahr (in US\$)	2021	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Umsatzerlöse	1,415,000,000	1,415,000,000	1,415,000,000	1,415,000,000	1,415,000,000	1,415,000,000	1,415,000,000	1,415,000,000
Initial/Sustaining Capital	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000
Amortisation	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435
Personalkosten	-96,000,000	-96,000,000	-96,000,000	-96,000,000	-96,000,000	-96,000,000	-96,000,000	-96,000,000
Konferenzen und Reisekosten	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087	-626,087
Exploration	-73,695,652	-73,695,652	-73,695,652	-73,695,652	-73,695,652	-73,695,652	-73,695,652	-73,695,652
Rechnungswesen, Audit	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478	-1,043,478
Büro & Administration	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333	-2,133,333
Investor Relation; Aktionärskom.	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826	-347,826
Trust & Filing	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913	-173,913
Kosten Zwischensumme	-194,150,725	-194,150,725	-194,150,725	-194,150,725	-194,150,725	-194,150,725	-194,150,725	-194,150,725
Währungsgewinne/Verl. ("-" = G.)	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826	347,826
Zinsertrag/aufwand; Sales Aktien; ("-" = G.)	-2,782,609	-2,782,609	-2,782,609	-2,782,609	-2,782,609	-2,782,609	-2,782,609	-2,782,609
Kosten gesamt	-196,585,507	-196,585,507	-196,585,507	-196,585,507	-196,585,507	-196,585,507	-196,585,507	-196,585,507
Aktienbasierte Kompensation	5,217,391	5,217,391	5,217,391	5,217,391	5,217,391	5,217,391	5,217,391	5,217,391
Zukünftige Einnah.Steuerrückerstatt	-2,086,957	-2,086,957	-2,086,957	-2,086,957	-2,086,957	-2,086,957	-2,086,957	-2,086,957
EBITDA	1,215,284,058	1,215,284,058	1,215,284,058	1,215,284,058	1,215,284,058	1,215,284,058	1,215,284,058	1,215,284,058
Amortisation	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435	-130,435
Abschreibung Sachanlagen	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275
EBIT	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348
Zinsen: Finanzaufwand (Capex)	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000	-2,000,000
Steuern vom Eink.und Ertrag	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304
Net Profit/Loss	841,727,043	841,727,043	841,727,043	841,727,043	841,727,043	841,727,043	841,727,043	841,727,043

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007





5. Unternehmensbewertung

5.1 Discount Cashflow Modell

In unserem DCF-Modell berücksichtigen wir keine Residualphase, weil wir mit einer Projektbeendigung in 2060 rechnen. Nach unseren Berechnungen müssten die Pebble Ressourcen zu diesem Zeitpunkt größtenteils gefördert worden sein.

Die Tabellen auf S. 18 zeigen unsere ermittelten Free-Cashflows von 2007e bis 2060e. Wir unterstellen eine jährliche Steuerquote von 30% auf Basis der kanadischen Steuergesetzgebung für Minengesellschaften.

Derzeit erscheint die Bewertung von Northern Dynasty am Kapitalmarkt auf Grundlage der „abgeleiteten“ Mineralressourcen im Vergleich zu anderen Projekten gering. In unserer Einschätzung gehen wir von einer Produktionskapazität von 90 Mio. Tonnen pro Jahr aus, die im ersten Produktionsjahr ausschließlich für Pebble West eingesetzt werden soll. Diese Produktionskapazitäten werden in den Folgejahren zunehmend für Pebble East verwendet bis es ca. ab dem 7. Jahr zu einer gleichmäßigen Kapazitätsverwendung zwischen Pebble East und Pebble West kommt, also je 45 Mio. Tonnen pro Jahr.

Gestartet wird dabei mit Pebble West, weil dort ein oberflächennaher, hochgradiger Teilbereich im Tagebau abbaubares Erzvolumen von 569 Mio. Tonnen beherbergt ist und bei der gegebenen Kapazität dort alleine schon eine 13 bis 16-jährige Lebensdauer veranschlagt werden kann. Das Management hat uns mitgeteilt, dass ab dem 2. Jahr bereits auf Pebble East die Produktion hochgefahren werden soll, weil dort die Rohstoff-Grade und vor allem auch die Gewinnungsraten (Recovery-Rates) für Kupfer noch höher sind als in Pebble West. Siehe hierzu folgende Abbildung.

Metallgewinnung			
Minen	Kupfer (%)	Gold (%)	Molybdän (%)
Peergroup Durchschnitt	87	78	60
Pebble West	88	60-75	65
Pebble East	95	55-80	75

Bei 3,4 Mrd. Tonnen mit 1,00-prozentigem Kupferäquivalent enthält Pebble East 19,2 Mio. Tonnen Kupfer, 1200 Tonnen Gold und 1,2 Mio. Tonnen Molybdän und dürfte bei einer jährlichen, auf Pebble East entfallenden Abbaukapazität von 45 Mio. Tonnen zu einer Lebensdauer von mindestens $3400/45 = 75$ Jahren führen. Die jährlichen prognostizierten Umsätze beziehen wir auf folgende Metallproduktion (laut Vorstufenuntersuchungen einer Machbarkeitsstudie und geotechnischen Untersuchungen für Pebble West die Nationales Instrument 43-101 Erfordernisse wahrt und einem Vergleich mit dem Oyu Tolgoi Projekt in der Mongolei, das bei einer dem Pebble East sehr ähnlichen Erzlagerstätte eine Machbarkeitsstudie bereits abgeschlossen hat):

	Jährliche Metalproduktion		Schätzung DR.KALLIWODA INTERNATIONAL	
	Pebble West		Pebble East & West	
Kupfer	580 Mio.	Pfund	900 Mio.	Pfund
Gold	680,000	Unzen	720,000	Unzen
Molybdän	20 Mio.	Pfund	35 Mio.	Pfund

Source: DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL © 2007

Unserem Modell liegen konservativ kalkulierte Rohstoffpreise zugrunde: Gold 400 USD (Unze), Kupfer 1 USD (Pfund), Molybdän 6 USD (Pfund). Die Produktionskosten sind wegen des hohen Goldanteils, dessen Erträge zusammen mit Molybdän zur Stückkostenminderung der Kupferproduktion verwendet werden, mit ca. 0,30 USD je Pfund Kupfer relativ niedrig. Der Marktpreis von einem Pfund Kupfer liegt derzeit bei 3,58 USD. In unserem Basis-Szenario legen wir nur einen sehr konservativen Kupfer-Preis von 1,00 USD zugrunde. Trotzdem erhalten



wir einen Net Present Value von 2,698 Mrd. USD. Auf Grundlage der 91,7 Mio. ausstehenden Aktien entspräche dies einer fairen Bewertung bei ca. 29,36 USD je Anteilsschein. Diese Eckdaten könnten sich noch verbessern, wenn die jährlichen Produktionskapazitäten ausgebaut, die Rohstoffpreise anziehen oder noch mehr Ressourcen entdeckt würden.

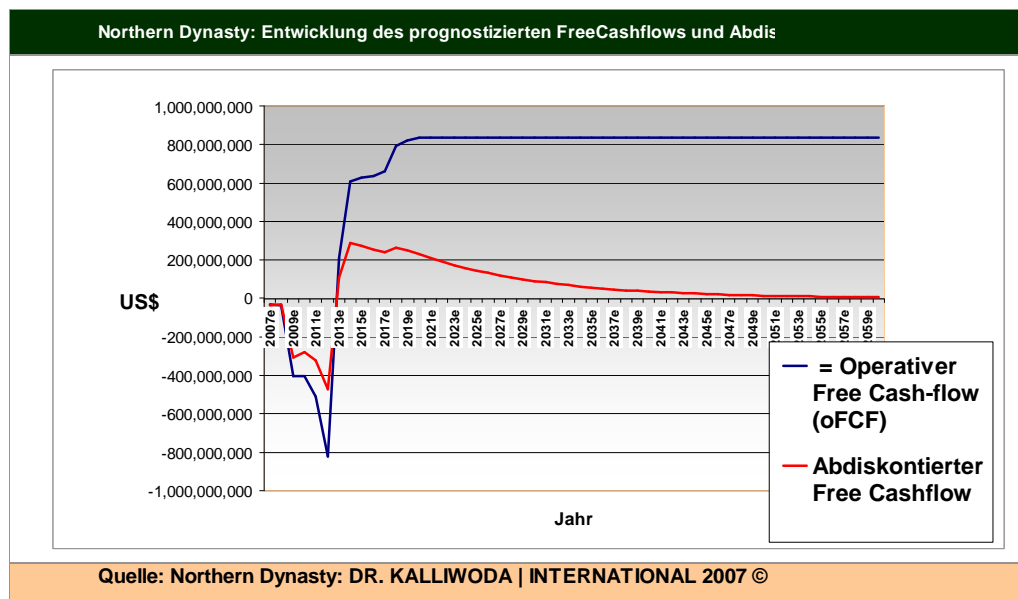
Die folgenden Tabellen und der folgende Graph zeigen unsere ermittelten Free-Cashflows von 2007e bis 2060e. Wir unterstellen eine jährliche Steuerquote von 30% auf Basis der kanadischen Steuergesetzgebung für Minengesellschaften.

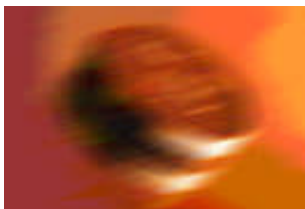
Northern Dynasty: Ermittlung der operativen Free-cash flows (Teil 1)									
Angaben in TEUR	2007e	2008e	2009e	2010e	Detailplan 2011e	2012e	2013e	2014e	Plan 2015e
Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern	-50,046,304	-50,119,804	-575,172,304	-575,224,804	-732,777,304	-1,100,329,804	319,552,446	886,752,446	915,300,598
- adaptierte Steuern auf das EBIT (30 %)	15,013,891	15,035,941	172,551,691	172,567,441	219,833,191	330,098,941	-95,865,734	-266,025,734	-274,590,179
=NOPLAT	-35,032,413	-35,083,863	-402,620,613	-402,657,363	-512,944,113	-770,230,863	223,686,712	620,726,712	640,710,418
+ Abschreibungen	-2,526,014	-2,529,514	-27,532,014	-27,534,514	-35,037,014	-52,539,514	-12,402,264	-14,802,264	-15,078,025
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Erhöhung (-Verminderung) Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= (operativer) Brutto-Cash-flow	-32,506,399	-35,083,863	-402,620,613	-402,657,363	-512,944,113	-822,770,378	211,284,447	605,924,447	625,632,393
- Investitionen ins Anlagevermögen	0	0	-500,000,000	-500,000,000	-650,000,000	-1,000,000,000	-150,000,000	-150,000,000	-150,000,000
- Erhöhung (+ Verminderung) des WC	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Operativer Free Cash-flow (oFCF)	-32,506,399	-35,083,863	-402,620,613	-402,657,363	-512,944,113	-822,770,378	211,284,447	605,924,447	625,632,393

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007

Northern Dynasty: Ermittlung der operativen Free-cash flows (Teil 2)									
Angaben in TEUR	2020e	2025e	2030e	2035e	2040e	2045e	2050e	2055e	2060e
Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348	1,205,324,348
- adaptierte Steuern auf das EBIT (30 %)	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304	-361,597,304
=NOPLAT	843,727,043	843,727,043	843,727,043	843,727,043	843,727,043	843,727,043	843,727,043	843,727,043	843,727,043
+ Abschreibungen	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275	-9,829,275
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Erhöhung (-Verminderung) Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= (operativer) Brutto-Cash-flow	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768
- Investitionen ins Anlagevermögen	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000	-20,000,000
- Erhöhung (+ Verminderung) des WC	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Operativer Free Cash-flow (oFCF)	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007





Bei der Ermittlung des gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) integrieren wir das klassische Capital Asset Pricing Model (CAPM), um die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) bzw. die unternehmensspezifischen Risiken abzubilden. Der risikolose Zins entspricht mit 5.2% der amerikanischen 10-Jahres Treasury Note (Staatsanleihe). Das Beta legen wir mit 1.7 fest und es ähnelt dem Rohstoffsektor an der Börse Toronto mit noch nicht produzierenden Rohstoffunternehmen. Die Risikoprämie ist mit 5% verhältnismäßig niedrig, weil wir die Beteiligungsstruktur (Rio Tinto-Beteiligung) sowie die Eigenkapitalausstattung als befriedigend einstufen.

Northern Dynasty: Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten			
Eigenkapitalkosten		Fremdkapitalkosten	
Risikoloser Zinssatz		Zinssatz	9.50
Risikofreie Rendite	5.20	+ Risikoprämie	1.00
	<u>5.20</u>	= FK-Kosten vor Steuern	10.50
Allgemeines Marktrisiko		- Unternehmenssteuern	-3.15
Betafaktor	1.70	= FK-Kosten nach Steuern	7.35
* Marktrisikoprämie	5.00	- hälftige persönliche Steuern	<u>1.29</u>
= individuelle Marktrisikoprämie	8.50		
- hälftige persönliche Est	1.28		
	<u>7.23</u>		
Unternehmensspezifisches Risiko			
individueller Risikozuschlag	1.00		
- hälftige persönliche Est	0.15		
	<u>0.85</u>		
Summe aus I+II+III	<u>13.28</u>		
Eigenkapitalquote	<u>50.00</u>	Fremdkapitalquote	<u>50.00</u>
Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	<u>9.67</u>		

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007

5.2 Fair Value und Sensitivitätsanalyse

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf US\$ 29,36. Er ist damit um 179% höher als der aktuelle Kurs (US\$ 12,78).

Northern Dynasty: Ermittlung des Unternehmenswertes in US\$ (Teil 1: bis 2015e)										
		2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Diskontierungszinssatz	9.67									
Multiplikator		1.156	0.831	0.758	0.691	0.630	0.575	0.524	0.478	0.436
operativer Free Cash-flow s		-32,506,399	-35,083,863	-402,620,613	-402,657,363	-512,944,113	-822,770,378	211,284,447	605,924,447	625,632,393
Barwert der Cash-flow s		-37,574,659	-29,170,016	-305,238,914	-278,351,888	-323,327,919	-472,896,867	110,731,186	289,557,973	272,615,730
Barwerte der Cash-flow s	2,767,077,800									
	0									
	0		Aktienanzahl:	91,890,519						
	0		Fair Value:	29.36 US\$						
Anteile Dritter	0									
	0									
Entity Value	2,767,077,800									
- verzinsliches Fremdkapital / Cash	0									
+ Cashflow s Warrants	0									
+ Kapitalerhöhung	0									
+ Kapitalerhöhung (Cashflow s Warr.)	-69,024,257									
Equity Value zum 01.06.2007	<u>2,698,053,543</u>									

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007



Northern Dynasty: Ermittlung des Unternehmenswertes in US\$		(Teil 2: bis 2060e)								
		2020e	2025e	2030e	2035e	2040e	2045e	2050e	2055e	2060e
Diskontierungszinssatz	9.67									
Multiplikator		0.275	0.173	0.109	0.069	0.043	0.027	0.017	0.011	0.007
operativer Free Cash-flow s		833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768	833,897,768
Barwert der Cash-flow s		229,043,332	144,374,606	91,004,731	57,363,696	36,158,490	22,792,053	14,366,686	9,055,861	5,708,249
Barwerte der Cash-Flows	2,767,077,800									
	0									
	0		Aktienanzahl:	91,890,519						
	0									
Anteile Dritter	0		Fair Value:	29.36 US\$						
	0									
Entity Value	2,767,077,800									
- verzinsliches Fremdkapital / Cash	0									
+ Cashflow s Warrants	0									
+ Kapitalerhöhung	0									
+ Kapitalerhöhung (Cashflow s Warr.)	-69,024,257									
Equity Value zum 01.06.2007	2,698,053,543									

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007

Die Modifikation des Aktionsparameters WACC sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen US\$ 16,13 und US\$ 53,29 (US\$ 1482 Mio und US\$ 4897 Mio).

Sensitivität: Discount-Zinssatz und Fairer Wert je Aktie											
Diskontsatz (%)	7.17	7.67	8.17	8.67	9.17	9.67	10.17	10.67	11.17	11.67	12.17
NDM	53.29	47.22	41.89	37.20	33.04	29.36	26.09	23.17	20.56	18.23	16.13

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007

Sensitivität: Discount-Zinssatz und Marktkapitalisierung in Mio US\$											
Diskontsatz (%)	7.17	7.67	8.17	8.67	9.17	9.67	10.17	10.67	11.17	11.67	12.17
NDM	4,897	4,339	3,849	3,418	3,036	2,698	2,397	2,129	1,889	1,675	1,482
in Mio US\$											

Quelle: Dr. KALLIWODA | INTERNATIONAL © Copyright 2007

5.3 Bewertung nach dem In-Situ-Valuation-Ansatz

Die Marktkapitalisierung eines zukünftigen Produzenten lässt sich als Gegenwert zu den im Boden existierenden Rohstoffen definieren. Im Rahmen einer Peergroup-Analyse können Unternehmen in ähnlichen Entwicklungsstadien miteinander verglichen werden, indem die Marktkapitalisierung ins Verhältnis zur verifizierten Anzahl an Unzen Gold oder Kupferäquivalent gesetzt wird. Je näher der Zeitpunkt der Produktion rückt, umso stärker steigt die Bewertung. Diesen Bewertungsansatz nennt man In-Situ-Ansatz. Der Branchendurchschnitt für nordamerikanische Entwicklungsgesellschaften liegt derzeit bei 82 USD je Unze Gold, 0,05 USD je Pfund Kupfer und 0,027 USD für ein Kupfer-Äquivalent (hier wurde der Gold-Wert in ein Kupferwert-Äquivalent umgerechnet). Vergleichsweise liegt Northern Dynasty bei 13,00 USD je Unze Gold (MCap 1,1 Mrd. USD geteilt durch 82 Mio. Unzen Gold) oder 0,015 USD bei Kupfer – und ist somit unterbewertet.



6 Management

Robert Dickinson (Executive Chairman)

Robert (Bob) Dickinson ist Aufsichtsratsvorsitzender von Northern Dynasty und Wirtschaftsgeologe mit mehr als 40 Jahren Erfahrung in der Exploration von Mineralvorkommen. Er ist Leiter der Projektentwicklung bei Northern Dynasty und "Chairman of the Board" (Ein Board System) der privaten Hunter Dickinson Unternehmensgruppe.

Ronald Thiessen

Ron Thiessen besitzt einen Abschluss als Bachelor of Commerce von der University of Saskatchewan sowie einen Abschluss als Chartered Accountant (Wirtschaftsprüfer). Herr Thiessen war seit den 1980er Jahren schwerpunktmäßig auf dem Gebiet der Risikokapitalfinanzierung für aufstrebende börsennotierte und private Unternehmen tätig. Er und seine Partner haben erfolgreich über 20 Grundstücks- bzw. Projektakquisitionen getätigt. Sie haben über 500 Millionen USD zur Explorationsfinanzierung aufgebracht und ein beeindruckendes Portfolio an Projekten zur Exploration und Entwicklung von Mineralvorkommen aufgebaut.

Jeffrey Mason

Jeff Mason besitzt einen Abschluss als Bachelor of Commerce von der University of British Columbia sowie einen Abschluss als Chartered Accountant. Er war viele Jahre im Finanzmanagement börsennotierter Unternehmen tätig und ist der Chief Financial Officer (CFO) der Unternehmen der Hunter-Dickinson-Unternehmensgruppe. Er leitet bei Northern Dynasty die Rechnungslegungs- und Finanzierungsaktivitäten.

Bruce Jenkins

Bruce Jenkins ist COO bei Northern Dynasty und Manager für Corporate and Government Relations mit über 30 Jahren Erfahrung in der Projekt- und Firmenleitung. Er ist für alle Aktivitäten von Northern Dynasty in den Bereichen Umwelt, Beziehungen zu Staats-, Gemeinden- und Genehmigungsbehörden verantwortlich.

Stephen Hodgson

Stephen Hodgson ist Bergbauingenieur mit über 30 Jahren Erfahrung im Betrieb von Bergwerken, Mienenentwicklung und Projektbau sowie Vizepräsident für Ingenieurwesen bei Northern Dynasty und Leiter aller ingenieurtechnischen Aktivitäten des Pebble-Projekts. Stephen Hodgson ist außerdem Vizepräsident für Ingenieurwesen bei Hunter Dickinson Inc.

Non Executive Directors: Scott Cousens, David Elliott, Gordon Fretwell, Wayne Kirk, Walter Segsworth, David Copeland.

Northern Dynasty Minerals ist eine von mehreren public Companies unter dem Dach der Hunter – Dickinsongruppe (HDI), die in ihrer Struktur ungewöhnlich in der Minenbranche ist. Dabei agiert Hunter-Dickinson unter seinem Gründer Robert Dickinson als Dachgesellschaft und Advisory Management für die einzelnen, rechtlich unabhängigen Explorationsgesellschaften, die unter anderem in den USA, Kanada, Südafrika und Mexiko tätig sind.

Das Management der 1985 gegründeten HDI Gruppe besteht dabei aus einer wohlausgewogenen Mischung von Geologen, Bergbauingenieuren und Betriebswirtschaftlern mit jeweils langjähriger Erfahrung in den Bereichen Exploration, Abbauplanung und Wirtschaftlichkeitsprüfungen. Hierbei ist die HDI – Gruppe durch erfolgreiche Projektentwicklungen im Bergbaubereich hervorgetreten, die im fortgeschrittenen Planungsstadium gewinnbringend an Bergbau – Majors wie Homestake Mining oder Placer Dome verkauft wurden. Seither ist die Gruppe bestrebt statt der Veräusserung von Projektgesellschaften diese in die Produktion zu führen. Ein Beispiel hierfür ist Taseko Mines Limited.

Ausführliche Informationen zum Unternehmen sind unter www.northerndynastyminerals.com <<http://www.northerndynastyminerals.com/>> bzw. www.hunterdickinson.com <<http://www.hunterdickinson.com/>> abrufbar.



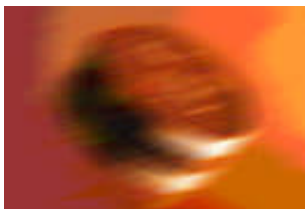
7 KONTAKT

Hunter Dickinson Inc.
1020 800 West Pender Street
Vancouver BC Canada V6C 2V6
Kanada
www.hunterdickinson.com

Telefon: + 1.604.684.6365
Telefax: + 1.604.684.8092
Robin Bennett, Dipl.-Kfm.
Director of Capital Finance;
Dipl.-Kfm.
robinb@hdgold.com

DR. KALLIWODA INTERNATIONAL		
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-20 32 73 58 www.kalliwoda.net
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.net		CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm. <u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.net		Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa; <u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.net		MBA (Candidate 2008 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009). <u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.net		Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke <u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.net		Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg <u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.net		MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US). <u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.net		Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt. <u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.net		Lawyer; Native Speaker, German School London <u>Translations English</u>

Analysts of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA
Dr. Thomas Krassmann, Geol.



8 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Northern Dynasty Inc bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | INTERNATIONAL für die Erstellung von Research-Studien.



Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL, DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | INTERNATIONAL's prior written consent. Please cite source when quoting.