



Analyst Group

OREZONE AB

God potential i Corcel-projektet

2019-06-10

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
SEBASTIAN HOFSTEDT



ept. Oct. July. June. Aug. 5



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Orezone AB ("Orezone" eller "Bolaget") är ett svenskt prospekterings- och gruvutvecklingsbolag som har undersökningsstillstånd om 59 km² med potentiell mineralisering i Galicien, Spanien och Sverige, inklusive området Fetsjön-Ormbäcken i Västerbotten. Orezones affärsmodell är att skapa ekonomiskt lönsamma gruvor genom att förvärva projekt och tillgångar för att prospektera och utforska. Fokus ligger framgent att finna prospekteringsprojekt som är i tidigt skede och där Orezone anser att det föreligger god potential. Orezone har nyligen förvärvat 100 % av aktierna i det spanska bolaget Corcel Minerals S.L, där Orezone själva bedömer att det finns hög potential till framtida utvinning av koppar, nickel och kobolt. Orezone fokuserar idag på prospektering och utveckling av fyndigheter av råvaror som skapar hävstång för global tillväxt i användningen av batterier och elfordon, samt annat hållbar och miljösamt teknologi.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11
Bull & Bear	12
Ledning & styrelse	13
Disclaimer	14



Värde drivare

Kobolt, koppar och till viss del även nickel förväntas gynnas kraftigt av ökad mängd elfordon och batterier globalt. Bolagets Corcel-projekt är exponerat mot dessa metaller och således bedöms Orezone vara väl-positionerat för att på sikt etablera sig som en regional aktör i Västeuropa inom nämnda metaller.

4



Historisk Lönsamhet

Orezone har i dagsläget inga intäkter och första volymen samt omsättning från gruvprojektet i Spanien estimeras inte förens under 2020. Lönsamheten ur ett historiskt perspektiv är därmed obefintlig. Parametern är endast bakåtblickande och fångar inte Analyst Groups syn på framtida lönsamhet.

3



Riskprofil

Givet Orezones finansiella position, samt risker hänförliga till gruvprospektering såsom valuta, miljökrav, lokal infrastruktur och projekt-förseningar bedöms risken i Bolag som märkbar. Risken sänks dock av erfaren VD, snäv kostnadskostym och goda möjligheter till utvinning i Corcel-projektet efter initiala CAPEX-investeringar.

2



Ledning & Styrelse

VD Roberto Garcia Martinez har mångårig erfarenhet från gruvindustrin från diverse bolag. Robertos kommunicerade ambition som nytillträd VD är att bygga en organisation med expertis inom gruvdrift och processdesign. Vidare avser Roberto även att utveckla en stark plattform som konsekvent levererar högkvalitativa projekt med låg driftskostnad och under stark ledning.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

OREZONE AB (ORE)

God potential i Corcel-projektet



Genom förvärvet av Corcel-projektet i Spanien är Orezone välpositionerat för att på sikt bli en etablerad regional aktör i Västeuropa inom koppar, nickel och kobolt. Ökad global efterfrågan på elfordon och batterier förväntas gynna Orezone märkbart framgent och Bolaget estimeras generera sin första volym och därmed intäkt under 2020. Bolaget prognostiseras omsätta cirka 66 MSEK 2020 och uppnå lönsamhet på EBIT-nivå under 2022. Genom en 50/50 viktning av relativvärdering baserat på P/B och en diskonterad kassaflödesvärdering erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 14,0 SEK i ett Base scenario.

Förvärvat projekt i Spanien bedöms vara stark värde drivare framgent

Orezone har i dagsläget allt pappersarbete, licenser och godkännande färdigt för att påbörja prospektering i det förvärvade Corcel-projektet i Spanien. Därmed väntas Corcel-projektet vara en stark omsättnings- och värde drivare i Orezone på kort och medelfristig sikt. Corcel-projektet prognostiseras generera sin första volym och omsättning under 2020 för att sedan i hög takt öka intäkterna mellan 2021-2023.

Växande elfordonsmarknad estimeras gynna Orezone

Mineralerna från Corcel väntas vara koppar, kobolt och nickel, tre mineraler som är exponerade mot den växande elbilsmarknaden. Globalt såldes cirka 1,2 miljoner elfordon år 2017, vilket estimeras uppgå till cirka 25 miljoner enheter 2025. Marknaden för elfordon värderades till cirka 118,9 miljarder USD år 2017, vilket förväntas öka med en CAGR om 22,3 % från 2018 till 2025 och därmed uppgå till 567 miljarder USD. I litiumjonbatterier som används i elbilar är koppar och kobolt centrala metaller. Den totala årsförbrukningen av kobolt uppgick till ca 100 kiloton ("kt") 2017 och efterfrågan förväntas öka till ca 200 kt 2025 och 300 kt 2030.

Begränsad finansiell historik, valutaexponering och projektrisk, utgör riskprofil

Bolaget har i dagsläget inga intäkter, vilket kan bli problematiskt ifall tidsplaner förskjuts. Vidare innebär prospektering och Bolagets affärsmodell risker, avseende bland annat miljökrav, infrastruktur vid prospekteringen, tekniska risker och valutarisk. Intäktsmodellen innebär att Orezone inte har full kontroll över tidsplaner, eventuella kostnadsökningar och liknande problematik då delar av ansvaret läggs hos tredje part. Orezones förvärv i Spanien innebär även risker avseende potentiell volym och tillgänglighet till metallerna.

AKTIEKURS 7,4 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR 6,9 kr	BASE 14,0 kr	BULL 19,1 kr

OREZONE AB			
Stängningskurs (2019-05-14)	7,4		
Antal Aktier	9 694 695		
Market Cap (MSEK)	71,7		
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,4		
Enterprise Value (MSEK)	67,4		
V.52 prisintervall (SEK)	7,1 – 25,6		
Lista	NGM Nordic MTF		
UTVECKLING			
1 månad	-40,6 %		
3 månader	-58,5 %		
1 år	-12,3 %		
YTD	-55,6 %		
HUVUDÄGARE			
Ulex Recursos S.L	12,0 %		
Caldera Ridge Capital	9,3 %		
Andrew Randall	8,7 %		
Kimberly Wrixon	6,7 %		
Daniel Eddington	6,7 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Roberto Garcia Martinez		
Styrelseordförande	Claes Lindqvist		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport kvartal 2	2019-08-15		
PROGNOS (BASE), MSEK			
	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	0,0	0,0	66,5
Operativa kostnader	-3,4	-7,6	-63,5
EBITDA	-3,4	-7,6	3,0
<i>EBITDA-marginal</i>	-	-	5 %
Avskrivningar	0	0	-16,8
<i>Andel av omsättning</i>	-	-	25 %
EBIT	-3,4	-7,6	-13,8
<i>EBIT-marginal</i>	-	-	Neg
P/B	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA	Neg	Neg	22,5
P/S	-	-	1,1

INVESTERINGSIDÉ

Orezone är med Corcel-projektet välpositionerat för att på sikt bli en etablerad regional aktör i Västeuropa inom koppar, kobolt och nickel. Sammantaget bedömer Analyst Group att Bolaget är redo för prospektering och på sikt, utvinning. Ledningen bedöms vara kompetent, både gällande utveckling av gruvprojekt och även strategiskt. Sammantaget estimeras en omsättning om 66,5 MSEK 2020, där lönsamhet på EBIT-nivå först inträffar under 2022. I ett Base scenario impliceras ett pris per aktie om 14,0 SEK, baserat på 50/50 viktning av relativvärdering och DCF.

Corcel-projektet anses vara Orezones starkaste värde drivare framgent

Orezone har i dagsläget allt pappersarbete, licenser och godkännande färdigt för att påbörja prospektering i det förvärvade Corcel-projektet i Spanien. Marklicensen sträcker sig många årtionden framåt och marken kräver inga omfattande investeringar för att möjliggöra prospektering och utvinning. Detta kan ställas i jämförelse med Bolagets svenska projekt, där både pappersarbete och omfattande investeringar krävs. Därmed väntas Corcel-projektet vara en stark omsättnings- och värde drivare i Orezone på kort och medelfristig sikt. Corcel-projektet prognostiseras generera Bolagets första volym och intäkter under 2020 för att sedan i hög takt öka intäkterna mellan 2021-2023. Mineralerna från Corcel väntas vara koppar, kobolt och nickel, vilka är exponerade mot den växande elbilsmarknaden. Långsiktigt antas Orezone även förvärva ytterligare rättigheter runt om i Europa för att diversifiera Bolagets portfölj och på så vis minska risken.

Mineraler och metaller exponerade mot växande elfordonsmarknad

Bolaget har som mål att vara inriktade mot metaller och mineraler som väntas gynnas av trenden mot ökad batterianvändning och elfordon. Den starkt växande elfordonsmarknaden förväntas leda till en ökad efterfrågan av kobolt och, i mindre grad, även nickel. År 2017 såldes cirka 1,2 miljoner elfordon globalt och år 2025 estimeras antalet sålda elfordon uppgå till cirka 25 miljoner enheter. Den globala marknaden för elfordon värderas till cirka 118,9 miljarder USD år 2017, vilket förväntas öka med en CAGR om 22,3 % från 2018 till 2025. I litiumjonbatterier som används i elbilar är koppar och kobolt centrala metaller. Den totala årsförbrukningen av kobolt uppgick till ca 100 kiloton ("kt") 2017 och efterfrågan förväntas öka till ca 200 kt 2025 och 300 kt 2030.

VD med mångårig erfarenhet från prospektering och gruvindustri ingjuter förtroende

Flertalet av styrelsemedlemmarna och VD äger aktier i Bolaget och VD Roberto Garcia Martinez har mångårig erfarenhet från gruvindustrin från diverse bolag. Robertos kommunicerade ambition som nytillträdd VD är att på sikt bygga en miljömedveten organisation med expertis inom geologi, metallurgi, gruvdrift, affärsutveckling, processdesign och marknadsutveckling. Vidare avser Roberto även att ha som mål att utveckla en stark plattform som konsekvent levererar högkvalitativa projekt med låg driftskostnad under stark ledning. Bolaget vill således skapa ett diversifierat högkvalitativt gruvbolag som långsiktigt maximerar aktieägarevärde.

Viktad värdering indikerar potentiell nuvärde om 14,0 SEK per aktie

Orezone har värderats genom en diskonterad kassaflödesvärdering (DCF) viktad mot en relativvärdering baserat på jämförelse med liknande bolag utifrån P/B. Den genomförda kassaflödesvärderingen bygger bl.a. på estimat och antagande presenterade i stycket ovanför där prognosperioden sträcker sig till 2026. Applicerad WACC är 17 %, vilket reflekterar risken i Orezones verksamhet, samt osäkerhet kring genomförda prognoser och Corcel-projektet. Valda bolag till relativvärdering har dels valts utifrån likheter avseende metaller och mineraler, dels utifrån likheter avseende det stadiet som Orezones prospektering befinner sig i (se sidan Värdering). En 50/50 viktning mellan gjord värdering ger ett fundamentalt värde om 14,0 SEK per aktie i ett Base scenario.

Begränsad finansiell historik, valutaexponering och projektrisk, utgör riskprofilen

Bolaget har i dagsläget inga intäkter, vilket kan bli problematiskt ifall tidsplaner förskjuts. Vidare innebär prospektering och Bolagets affärsmodell risker, avseende bland annat miljökrav, infrastruktur vid prospekteringen, tekniska risker och valutarisk. Intäktsmodellen innebär att Orezone inte har full kontroll över tidsplaner, eventuella kostnadsökningar och liknande problematik då delar av ansvaret läggs hos tredje part. Bolagets förvärv i Spanien innebär även risker avseende potentiell volym och tillgänglighet till metaller.

STARKA
FÖRDELAR I
PÅGÅENDE
PRO-
SPEKTERING
I SPANIEN

14,0 SEK
PER AKTIE
GENOM
VIKTNING
(BASE)

BOLAGSBESKRIVNING

Orezone AB är ett svenskt prospekterings- och gruvutvecklingsbolag som har undersökningstillstånd om 59 km² med potentiell mineralisering i Galicien, Spanien och Sverige, inklusive området Fetsjön-Ormbäcken i Västerbotten. Orezones affärsmodell är att skapa ekonomiskt lönsamma gruvor genom att förvärva projekt och tillgångar, för att prospektera och utforska. Fokus ligger framgent att finna prospekteringsprojekt som är i tidigt skede och där Orezone anser att det föreligger god potential. Orezone har nyligen förvärvat 100 % av aktierna i det spanska bolaget Corcel Minerals S.L.

Strategi idag och framgent

Orezone bedriver målinriktad mineralutforskning i Europa och fokus ligger vid att förvärva projekt i tidigt skede för att sedan prospektera och slutligen utvinna metaller. Bolaget har idag exponering mot en rad metaller såsom koppar, kobolt, nickel och sällsynta jordartsmetaller. Eventuella framtida förvärv kommer antagligen ske för att diversifiera portföljen och således minska den inneburna risken som råvarubolag är exponerade mot avseende global efterfrågan och därmed marknadspriserna för metallerna. För att maximera värdet för aktieägarna ska Orezone försöka hitta samarbetspartners till sina projekt vid en kommersiellt lämplig tid under prospekteringsfasen. Orezone fokuserar på att hitta fyndigheter och mineraliseringstyper som har potential att bli kommersiellt lönsamma under de förhållanden där fyndigheterna hittas. Vidare vill Orezone fokusera på att prospektera fyndigheter av råvaror som kan kapitalisera på trenden mot ökad mängd elfordon och batterier.

Förvärv av Corcel Minerals S.L

I slutet av februari 2019 tecknade Orezone ett avtal om förvärv av 100 % av Corcel Minerals S.L., som äger ett nickel-kobolt-koppar projekt i Galicien, Spanien ("Corcel-projektet") och ett guldprojekt i Ourense, Galicien, Spanien ("Bibi-projektet"). Förvärvet av Corcel Minerals S.L. anses vara ett viktigt steg i Orezones ovan beskrivna strategi. En nyckelfaktor i förvärvet är att prognoser indikerar att användningen av nickel i batterier, och det faktum att nickel av batterikvalitet endast kan tillverkas av nickelsulfidavlagringar. De flesta av världens nickelprojekt är nickel lateriter, vilket inte är optimalt för batterilösningar. Mineraliseringen vid Corcel är dock känd som en sulfid. Corcel-projektet består av tre fyndigheter: Castriz, Monte Maior och Monte Castelo. Där det primära målet med likviden från nyligen avklarad emission är geofysiska program, modest borrhprogram för bekräftning av mineralisering och miningstudier för att bekräfta möjligheter till gruvdrift.

Det sekundära målet är Monte Maior och Monte Castelo där ett geofysiskt program med uppföljande borrhning är planerad. Verksamheten kommer att fokusera på det område där grävning och historisk borrhning tidigare har visat på god kvalitet av nickel, kobolt och koppar. Djupförlängningarna till de mineraliserade horisonterna som identifierats vid ytan kommer att undersökas i samband med selektiv gruvdrift i ett grunt dagbrott. Bolaget har planerat geofysiska studier, borrhning, resursdefinition och preliminärt metallurgiskt testarbete för att stöda utvecklingsstudier. Bolaget avser också att opportunistiskt följa upp selektiv gruvdrift av högkvalitativ mineralisering genom underjordiska gruvmetoder. Vidare kommenterade Orezone i ett pressmeddelande 3:e maj 2019 att "*Castriz-målet i Corcel-projektet indikerar lovande resultat för målmetallerna kobolt, nickel, koppar och vanadium.*".

Övrig projektportfölj

Orezone har även för nuvarande sju stycken svenska projekt i Västerbotten, Västernorrland och Norrbotten, där samtliga projekt i nuläget befinner sig i tidigt skede. Detta innebär att de svenska projekten förvisso har betydande potential ifall prospektering och utvinning skulle ske, men detta bedömer Analyst Group ligga minst fem år framåt. Påbörjan av prospektering i de svenska projekten skulle samtidigt kräva omfattande CAPEX-investeringar och rörelsekostnader. I prognosen över intäkter och kostnader som följer längre fram i analysen antas det att Orezone helt väljer att fokusera på Corcel-projektet under prognosperioden 2019 till 2023.

Kostnadsdrivare och strategiska utmaningar

Bolaget har i dagsläget en stram kostnadskostym där många administrativa funktioner sköts av externa konsulter. Orezone väntas framöver behöva anställda fler till Bolaget, samt fler externa konsulter i takt med att utvinning påbörjas i Corcel-projektet. En huvudutmaning för Orezone blir att ta Bolaget från dagens verksamhet till en fullskalig etablerad regional aktör inom gruvindustrin i Västeuropa.

SÖKER PROJEKT
I TIDIGT SKEDE
MED BETYDANDE
LÅNGSIKTIG
POTENTIAL

OREZONE
VÄNTAS
GENOMFÖRA
GEOFYSISKA
PROGRAM FÖR
ATT
SÄKERSTÄLLA
KVALITET

SJU STYCKEN
SVENSKA
PROJEKT I
TIDIGT SKEDE

MARKNADSANALYS

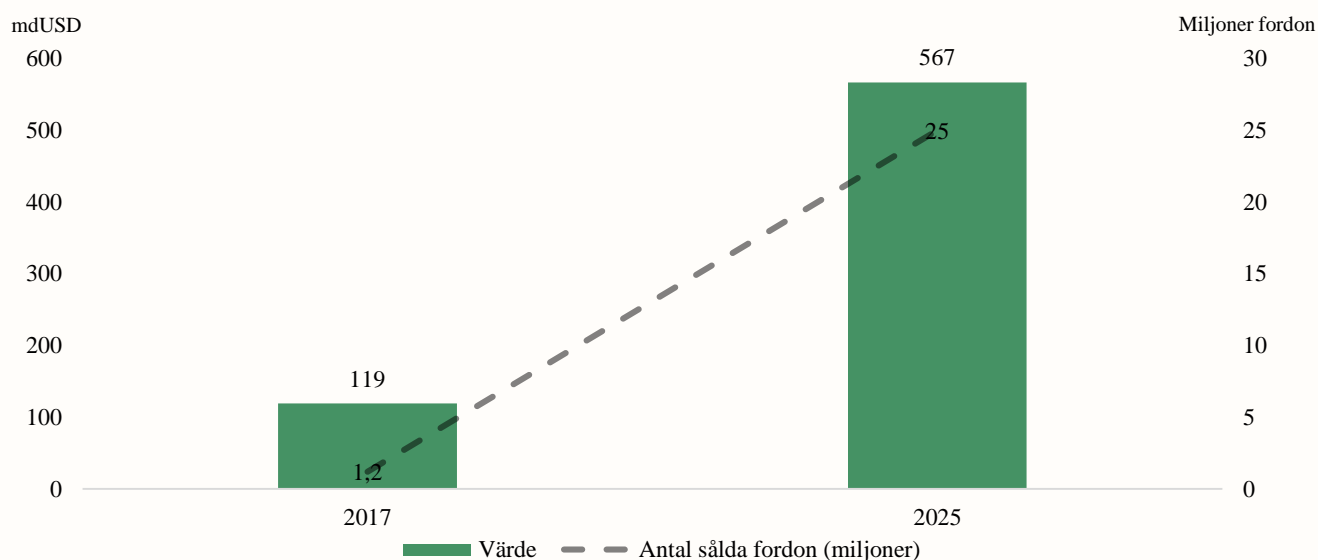
Orezones projekt täcker en bredd av olika metaller och mineraler. I dagsläget har Bolaget exponering mot koppar, kobolt, nickel och sällsynta jordartsmetaller. Det centralt återkommande temat för samtliga metaller är att global och regional efterfrågan styr priserna, vilket i sin tur påverkar Orezones möjlighet till att generera intäkter och vinst framgent.

Ökad mängd elfordon och batterier väntas driva efterfrågan på centrala metaller

I takt med att global efterfrågan på elfordon och således litium-jonbatterier stiger väntas även efterfrågan på kobolt och nickel stiga. Under 2017 var den globala försäljningen av elfordon cirka 1,2 miljoner fordon, vilket estimeras växa till cirka 25 miljoner fordon per år. De största elfordonsmarknaderna är Kina om cirka 48 %, följt av Europa om cirka 23 %. Globalt värderades marknaden för elfordon till cirka 119 mdUSD 2017, vilket förväntas stiga till cirka 567 mdUSD 2025 som en effekt av ökad mängd sålda fordon. Ökningen implicerar en årlig CAGR om 22,3 % mellan 2018 och 2025.¹

Antalet sålda elfordon globalt väntas öka mer än 20 gånger fram till 2025

Värde av elfordonsmarknaden och antalet sålda elfordon globalt



Källa: Allied Market Research, 2017

Elfordon innehåller fyra gånger mer koppar än konventionella bilar

Global produktion av koppar uppgick år 2017 till cirka 20 Mt, medan raffinerad användning av koppar uppgick till cirka 23,8 Mt. Global efterfrågan på koppar bedöms öka med mer än 575 kt årligen, vilket är en effekt av ökad försäljning av elfordon. Större kopparanvändning inkluderar bland annat elektriska kablar för industrimaskiner, konsumentprodukter och transport. Elfordon innehåller fyra gånger mer koppar än konventionella bilar då koppar används för batterier, lindningar och kopparrotorer, som används i elmotorer, ledningar, strömskenor och laddningsinfrastruktur.

Sällsynta jordartsmetaller väntas även gynnas av trend mot hållbar teknologi

Sällsynta jordartsmetaller är en grupp med 17 element där samtliga är metaller. Behovet av dessa metaller har ökat kraftigt under de senaste 20 åren som effekt av ökad efterfrågan på miljösamt och hållbar teknologi. Flertalet av de sällsynta jordartsmetallerna används idag i produktion av elfordon och vindkraftverk. Kina står för 80 % av global produktion i nuläget och total global produktion estimeras uppgå till cirka 130 Mt 2017. Enligt estimat väntas konsumtionen av sällsynta jordartsmetaller i el- och hybridfordon att nå 12 kt år 2024. Stigande fokus på att använda ren energi driver efterfrågan på elfordon, vilket i sin tur troligtvis kommer att driva efterfrågan på sällsynta jordartsmagneter i elmotorer och generatorapplikationer. Vidare visar estimat på en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 13,7 % för gruppen sällsynta jordartsmetaller mellan 2017 och 2021, vilket således förväntas gynna Orezone.²

1. Allied Market Research, 2017 2. Statista, n.a 3. DBS Bank, 2018

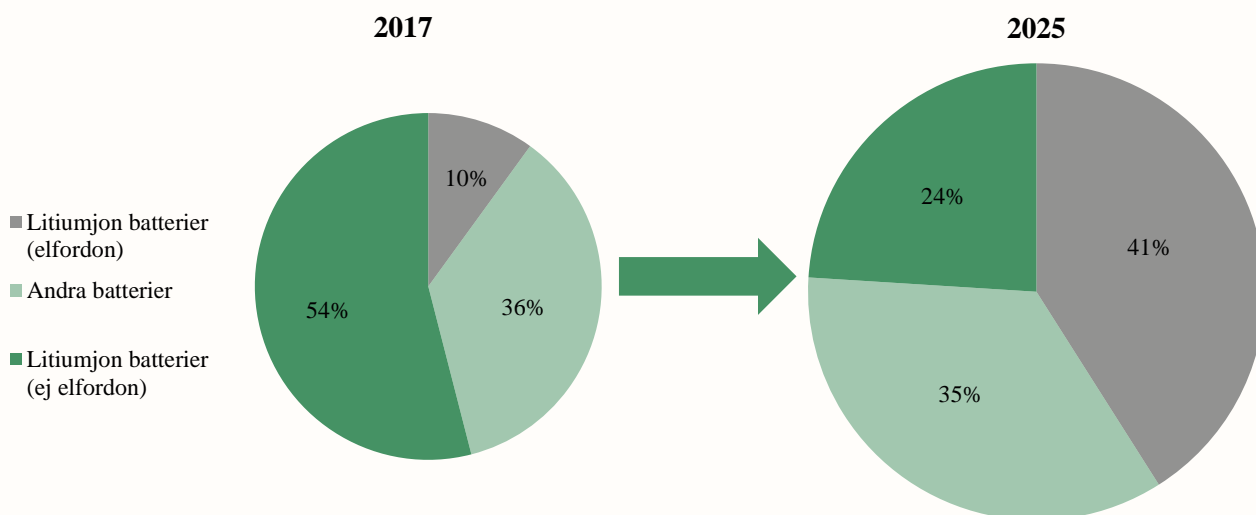
MARKNADSANALYS

Efterfrågan på kobolt väntas öka från 100 kt 2017 till 200 kt 2025

Total global årsförbrukning av kobolt uppgick till cirka 100 kt 2017. Kobolt används huvudsakligen till framställning av magnetiska, slitstarka och höghållfasta legeringar. Föreningarna, koboltsilikat och koboltaluminat ger en distinkt djupblå färg till glas, keramik, bläck, målfärger och lacker. Kobolt förekommer naturligt som endast en stabil isotop, kobolt-59. Kobolt-60 är en kommersiellt viktig radioisotop som används som ett radioaktivt spårämne och för att producera högenergi gammastrålar. Annan användning inkluderar batterier till elfordon, katalysatorer, pigment och målfärg, samt radioisotoper. Global efterfrågan på kobolt förväntas öka från cirka 100 kt år 2017 till 200 kt år 2025 och över 300 kt år 2030.⁴ Ökningen i efterfrågan är främst hänförlig till den starka tillväxten i elfordon. År 2025 förväntas litiumjonbatterier utgöra cirka 70 % av global efterfrågan på kobolt, där 40 % väntas vara elfordon och 30 % andra batterier.⁵ Utbudet på kobolt har påverkats av en flaskhals i leverantörskedjan i Afrika, främst i Demokratiska republiken Kongo, detta då cirka 60 % av världens nuvarande produktion av kobolt sker i Kongo Även om gruvutbudet av kobolt från Kongo förväntas förbli över 60 % fram till år 2025 finns det en efterfrågan för kobolt som framställs etiskt och från ett icke-konfliktland, vilket rimligtvis kan gynna gruvor från andra länder än Kongo såsom Orezones projekt.

Användningsområden för kobolt väntas förändras drastiskt mellan 2017 och 2025

Koboltanvändning fördelat på område, 2017 och 2025



Källa: BMO Capital Markets, 2017

Total förbrukning av nickel estimeras växa med 5 % årligen

Grundläggande efterfrågan på nickel drivs av rostfritt stål och rymd, och nickel är en av världens viktigaste metaller, med en total förbrukning om cirka 2,1 Mt år 2017. Framgent väntas dock efterfrågan komma från litiumjonbatterier. Marknadsutvecklingen i katodmaterial övergår till högre nickelnehåll, eftersom det förbättrar energitätheten samtidigt som den totala råmaterialkostnaden minskar. Givet förväntad trend om 5 % årlig tillväxt erfordras ett utökat utbud om 1,1 Mt per år 2025 och enligt prognoser i lägre spannet kommer en efterfråga om ytterligare 0,4 kt komma från elfordonsmarknaden, vilket skulle motsvara ett utbudsbehov om totalt 1,5 Mt per år. Marknaden kommer att kräva nickel från ytterligare källor redan år 2022, dock förekommer brist på nya projekt för att möta denna efterfråga.⁶

Sammantaget om Orezones marknad

Överlag bedömer Analyst Group att Orezone är exponerad mot flertalet metaller som väntas gynnas av stark tillväxt för elfordon och ökad batterianvändning. Den ökade efterfrågan förväntas innebära både högre tillgångspriser på längre sikt samt enkelhet i försäljning av volym.

4. Canaccord Genuity Global Equity Research, 2018 5. BMO Capital Markets, 2017 6. PDAC 2018/RNC Minerals, 2018

FINANSIELL PROGNOSS

Orezone har i dagsläget allt pappersarbete, licenser och godkännande färdigt för att påbörja prospektering i det förvärvade Corcel-projektet i Spanien. Marklicensen sträcker sig många årtionden framåt och marken kräver inga omfattande investeringar för att möjliggöra prospektering och utvinning. Under slutet av april och början av maj 2019 genomförde Orezone en nyemission som tillförde Bolaget ca 23,8 MSEK före emissionskostnader, vilket kommer möjliggöra påbörjan av prospekteringen i Corcel-projektet.

Corcel-projektet anses vara en stark värde drivare

Corcel-projektet är mycket längre gånget än vad Bolagets svenska projekt är, vilket innebär att projektet estimeras vara en stark omsättnings- och värde drivare i Orezone under prognosperioden. Corcel-projektet prognostiseras generera sin första volym och omsättning under 2020 för att sedan i hög takt öka intäkterna mellan 2021-2023. Mineralerna från Corcel väntas vara koppar, kobolt och nickel. Långsiktigt antas Orezone även förvärva ytterligare rättigheter runt om i Europa för att diversifiera Bolagets portfölj och på så vis minska den inneburna risken som återfinns i gruv-prospekteringsbolag.

Antagande om perioden 2019 – 2023

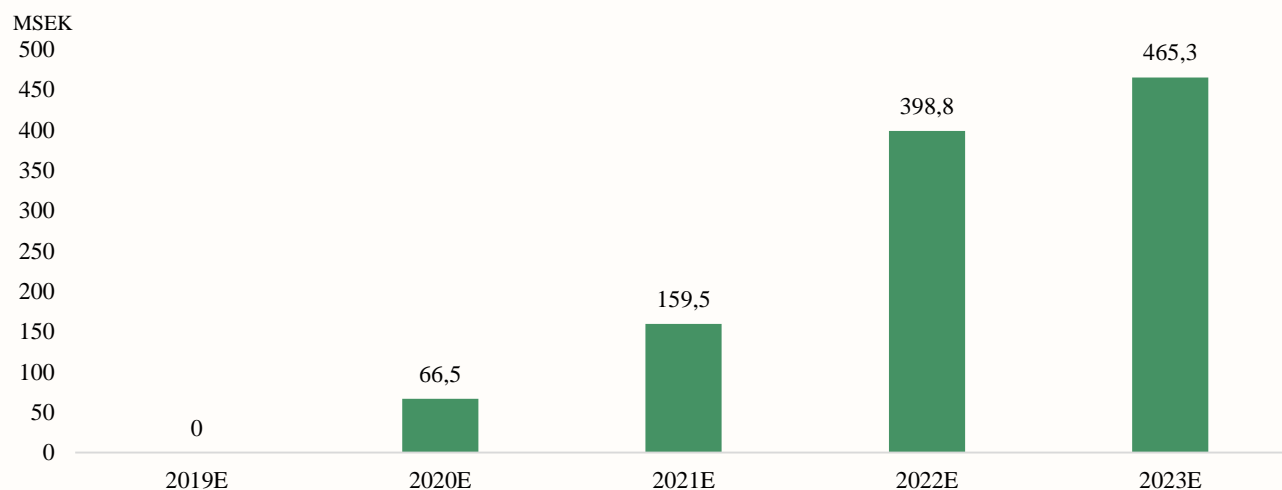
Givet att Orezone har allt administrativt färdigt för Corcel-projektet förväntas gruvan börja generera volym och därmed intäkter under 2020. Nickel estimeras utgöra den största volymen, följt av kobolt och slutligen koppar. Vidare förväntas Corcel-projektet inte kräva omfattande CAPEX-investeringar efter initial investering under 2019. Framtida omsättning och utvinningstakt påverkas i hög grad av råvarupriser på nickel, kobolt och koppar, vilket inte enbart påverkar möjligheten till högre intäkter och bättre marginaler utan även påverka Orezones benägenhet att utvinna ovan nämnda metaller. Då de svenska projekten är i mycket tidiga skeden i jämförelse med Corcel-projektet, samt fortfarande kräver omfattande CAPEX-investeringar så antas Orezone fokusera på Corcel-projektet framgent. Därmed estimeras i dagsläget ingen potentiell omsättning från svenska projekt under perioden 2019-2023. Orezones möjligheter till förvärv av ytterligare kvalitativa projekt i, eller utanför, Västeuropa under prognosperioden bör ses som en option på framtida tillväxt och kassaflöde.

Omsättningsprognos för perioden 2019 – 2023

Sammantaget prognostiseras Orezone omsätta 0 SEK 2019. Vidare väntas Bolaget omsätta ca 66,5 MSEK 2020, vilket estimeras växa exponentiellt till 465,3 MSEK 2023. Den starka tillväxten möjliggörs av de fördelaktiga förutsättningarna i Corcel-projektet och en stark regional och global efterfrågan på nickel, kobolt och koppar, primärt drivet av den växande elfordons- och batterimarknaden, vilket väntas gynna Orezone signifikant i den estimerade tillväxtresan framgent.

Corcel-projektet estimeras agera drivare framgent och Orezone väntas kapitalisera på ökad global efterfrågan på nickel, kobolt och koppar.

Omsättning, 2019E – 2023E



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSES

Såväl Orezones potential till utvinning och kostnader hänförliga utvinningen är beroende av tillgängligheten på metallerna i marken. I dagsläget har Orezone bibehållit en stram kostnadskostym där stor andel av supportfunktioner har skötts av externa konsulter. Vidare förväntas Orezone fortsätta på samma spår med konsulter framgent, men även anställa direkt till Bolaget i takt med att volym, intäkter, samt kassaflöde, genereras. Utöver kostnader för personal finns även kostnader direkt hänförliga till utvinning av både metaller och spill, samt bearbetning och transport av metallerna för att möjliggöra försäljning. Då kobolt vanligtvis återfinns och utvinns i Kongo, ett politiskt instabilt land där gruvnäringen har en inneburen hög risk, väntas Orezone inte behöva investera märkbara mängder på kontakter och marknadsföring för deras kobolt.

Operativa kostnader estimeras öka långsammare än omsättning

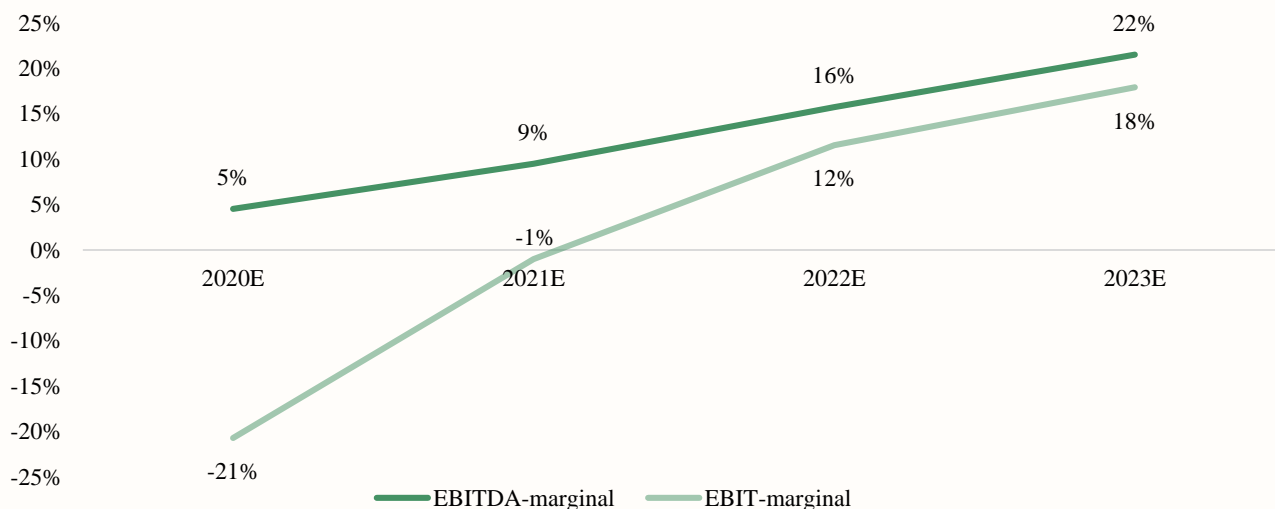
Ökad utvinning, kännedom och erfarenhet från Corcel-projektet estimeras ge en hävstång i utvinningen framgent. Således väntas kostnader hänförliga till utvinning öka långsammare än intäkterna, där rörelsekostnader hänförliga till administration väntas plana ut och stabiliseras framgent.

EBIT-marginal väntas öka från -21 % 2020 till 18 % 2023

Som effekt av hävstången i verksamheten väntas Orezones EBIT-marginal stiga från estimerade -21 % 2020 till 2023. EBITDA-marginalen estimeras bli positiv redan under 2020 medan avskrivningar på CAPEX-investeringar under 2019 prognostiseras sänka EBIT-marginalen kraftigt.

Stark utveckling av EBITDA- och EBIT-marginal estimeras under perioden 2020E – 2023E.

Orezones EBITDA- och EBIT-marginal, 2020E – 2023E



Analyst Groups prognos

MSEK	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättning	0	0	66,5	159,5	398,8	465,3
Operativa kostnader	-3,4	-7,6	-63,5	-144,4	-336,1	-365,2
EBITDA	-3,4	-7,6	3,0	15,2	62,8	100,1
EBITDA-marginal	Neg	Neg	5%	9%	16%	22%
Avskrivningar	0	0	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
EBIT	-3,4	-7,6	-13,8	-1,6	46,0	83,3
EBIT-marginal	Neg	Neg	-21%	-1%	12%	18%

Analyst Groups prognos

VÄRDERING

Orezone har värderats dels utifrån en jämförelse med liknande bolag och dels utifrån en diskonterad kassaflödesvärdering (DCF). Valda bolag är *Panoramic Resources*, *Aeon Metals*, *Pioneer Resources*, *Copperstone Resources* och *Beowulf Mining*. Valda bolag reflekterar inte nödvändigtvis konkurrenter, utan snarare aktörer som prospekterar och utviner liknande metaller eller är i liknande fas som Orezone.

Relativvärdering	Land	P/B
Panoramic Resources Limited	Australien	1,5
Aeon Metals Limited	Australien	2,4
Pioneer Resources Limited	Australien	1,1
Copperstone Resources AB	Sverige	2,0
Beowulf Mining AB	Sverige	4,2
<i>Genomsnitt</i>		2,2
Orezone AB		2,2

Källa: Thomson Reuters, Nasdaq och Bloomberg

Handlas idag till en rabatterad värdering gentemot peers

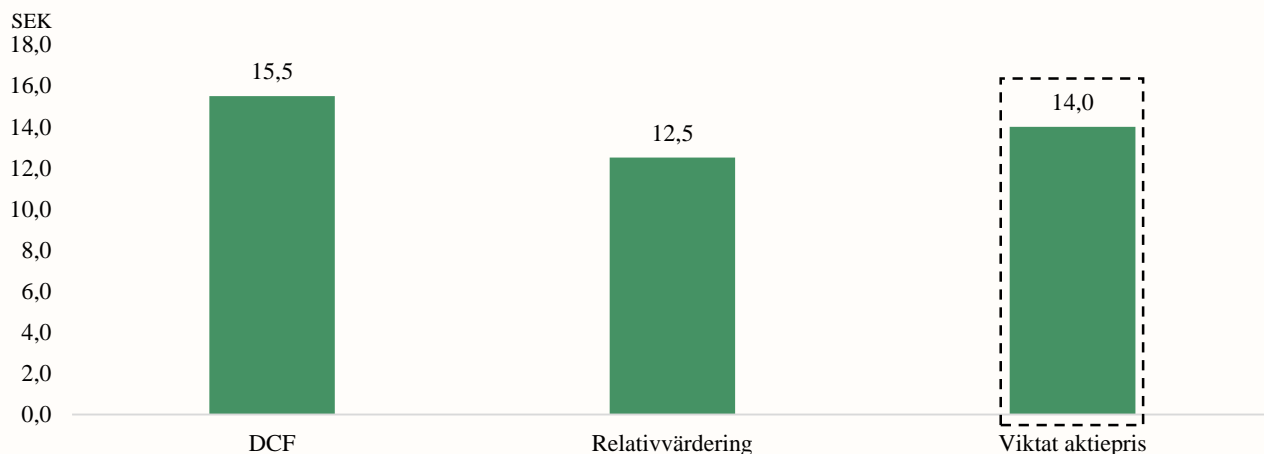
Bolaget befinner sig i dagsläget i en fas för att påbörja utforskning av Corcel-projektet och volym samt intäkter väntas under 2020. Trots lägre genomsnitt för peers i jämförelse med tidigare analys (2019-05-02) är vår bedömning att Orezone bör handlas till P/B 2,6x, vilket kan jämföras med Orezones nuvarande P/B om 2,2x.

DCF implicerar teoretiskt fundamentalt nuvärde om 16,2 SEK

Genomförd DCF bygger bl.a. på estimat och antagande presenterade på tidigare sidor där detaljerade estimat har gjorts för 2019-2023 och sedan antas en normaliseringsperiod mellan 2024-2026. Applicerad WACC är 17 %, vilket reflekterar risken i Orezones verksamhet, samt osäkerhet kring genomförda prognoser och Corcel-projektet. Genomförd DCF implicerar ett teoretiskt fundamentalt nuvärde om 15,5 SEK per aktie.

50/50 viktning i ger ett potentiellt nuvärde om 14,0 SEK i Base scenario.

God uppsida oavsett DCF eller relativvärdering



Analyst Groups prognos

14,0 SEK
PER AKTIE
GENOM
VIKTNING
(BASE)

Viktad värdering indikerar potentiell nuvärde om 14,0 SEK

Genomförd relativvärdering och DCF har viktats 50/50 för att avspejla dels likheten med andra bolag, och dels Orezone i absoluta termer. Genom viktningen impliceras ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 14,0 SEK i ett Base scenario.

BULL & BEAR

Bull scenario

Under perioden 2019 till 2023 estimeras Orezone i ett Bull scenario växa i en högre takt än angivet Base scenario genom en högre utvinningstakt. Den ökade omsättningen estimeras vara ett resultat av högre tillgångspriser och ökad utvinning. Vidare förväntas Orezone påbörja utvinningen i Corcel-projektet tidigare under 2020 i jämförelse med Base scenario, detta då undersökningar på markens förutsättningar estimeras vara över förväntan i Bull scenario. Detta prognostiseras leda till en omsättning om 73,1 MSEK 2020. Den tidigare lagda utvinning väntas gynna Orezone under kommande år och möjliggöra högre utvinningstakt framgent.

19,1 KR
PER AKTIE
GENOM
VIKTNING
(BULL)

Då Orezone i ett Bull scenario förväntas växa i högre takt, med goda marginaler framgent, kan det motivera att aktien ska handlas till en potentiellt högre värdering än tidigare angivet scenario. Givet följande P/B-multipel om 2,8x, samt genomförda prognoser på omsättning, motiveras ett värde per aktie om 14,0 SEK utifrån relativvärdering mot peers. I genomförd DCF för Bull scenario har diskonteringsräntan 17 % använts, alltså samma som i Base scenario. Genom viktning av DCF mot en relativvärdering härleds ett teoretiskt fundamentalt nuvärde 19,1 SEK i ett Bull scenario.

MSEK	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättning	0,0	73,1	191,4	478,6	558,4
Operativa kostnader	-6,8	-76,2	-173,3	-403,3	-423,6
EBITDA	-6,8	-3,0	18,2	75,3	134,7
EBITDA-marginal	Neg	Neg	9%	16%	24%
Avskrivningar	0,0	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
EBIT	-6,8	-19,8	1,5	58,7	118,2
EBIT-marginal	Neg	Neg	1%	12%	21%

Analyst Groups prognos

Bear scenario

Givet fördröjningar i Corcel-projektet med tillhörande ökade rörelsekostnader estimeras såväl lägre intäkter och därmed följaktligen lägre marginaler i ett Bear scenario. Som effekt av en långsammare takt i Corcel-projektet utvecklas även omsättningen svagare framgent under hela prognosperioden. Orezone estimeras omsätta cirka 23 MSEK 2020 i ett Bear scenario, med en utvinningsstart sent under andra halvan av året. Vidare utvecklas EBITDA-marginalen initialt starkare under 2020, vilket är hänförligt till senare start på Corcel-projektet och därmed minskat personalbehov under första halvan av 2020 i jämförelse med tidigare angivna scenarion.

6,7 KR
PER AKTIE
GENOM
VIKTNING
(BEAR)

Då Orezone i ett Bear scenario antas växa i långsammare takt, med sämre marginaler framgent, kan det motivera att aktien ska handlas till en potentiellt lägre värdering än tidigare angivna scenarion. Givet följande P/B-multipel om 2,2x, samt genomförda prognoser på omsättning, motiveras ett värde per aktie om 11,0 SEK utifrån relativvärdering mot peers. I genomförd DCF för Bear Scenario har diskonteringsräntan 17 % använts, alltså samma som i Base scenario. Genom viktning av DCF mot en relativvärdering härleds ett teoretiskt fundamentalt nuvärde 6,7 SEK i ett Bear scenario.

MSEK	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättning	0,0	23,0	142,0	210,0	314,0
Operativa kostnader	-8,4	-21,5	-128,0	-180,6	-260,6
EBITDA	-8,4	1,5	14,0	29,4	53,4
EBITDA-marginal	Neg	7%	10%	14%	17%
Avskrivningar	0,0	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
EBIT	-8,4	-15,2	-2,7	12,8	36,8
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	6%	12%

Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE

Roberto Garcia Martinez – Verkställande Direktör sedan 2019

Mångårig erfarenhet från gruvindustrin från diverse bolag. Robertos kommunicerade ambition som nytilträd VD är att på sikt bygga en miljömedveten organisation med expertis inom geologi, metallurgi, gruvdrift, affärsutveckling, processdesign och marknadsutveckling. Vidare avser Roberto även att ha som mål att utveckla en stark plattform som konsekvent levererar högkvalitativa projekt med låg driftskostnad under stark ledning. Bolaget vill således skapa ett diversifierat högkvalitativt gruvbolag som långsiktigt maximerar aktieägarevärde.

Roberto äger 67 857 aktier i Bolaget.

Claes Lindqvist – Styrelseordförande sedan 2016

Civilekonom från Chalmers Göteborg och civilingenjör från Göteborgs universitet. Claes är VD för Dunkerintressena sedan år 2008 och har ett antal styrelseuppdrag. Innan det var Claes VD för Öresundskraft AB under perioden 2007-2008 samt VD för Höganäs AB under perioden 1990-2005. Innan dess har Claes erfarenhet från olika ledande befattningar inom ASEA och Åkerlund & Rausing. Claes har även pågående uppdrag som styrelseordförande i Advanced Stabilized Technologies Group AB, DHF Airport Systems AB, Advanced Inertial Measurement Systems Sweden AB, SparkistanStClemens AB, Tone Kijk Holding AB. Samt styrelseledamot i Mälö Fastigheter AB, Air to Air Sweden AB, Aktiebolaget Hevea, Henry Dunkers Förvaltningsaktiebolag, Förvaltningsaktiebolaget H.D, Aktiebolaget Heveaintressenter, NOVOTEK Aktiebolag, C.LDQT Sverige AB och Wäsö Fastigheter AB.

Claes äger 35 714 aktier i Orezone AB och är oberoende i förhållande till Bolaget och bolagsledningen samt större aktieägare.

Martin Liljestrand – Styrelseledamot sedan 2016

Martin har bakgrund som säljare av bland annat lastbilar. Därutöver är han egen företagare och konsult inom nödvattenförsörjning. Martin har övriga pågående uppdrag som styrelseledamot i Martin Liljestrand Consulting AB och styrelseordförande i Svensk Vattenförsörjning AB.

Martin äger 231 000 aktier privat och via bolag och är oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen samt större aktieägare.

Jan Olof Arnbom – Styrelseledamot sedan 2018

Filosofie licenciat i geologi från Uppsala universitet. Jan Olof var bland annat enhetschef för Sveriges Geologiska Undersökning under perioden 2007-2017. Jan Olof har även arbetat som geokonsult med olika uppdrag vid flera konsultbolag, bl.a. Bjerking's ingenjörbyrå, SGAB och IVL Svenska Miljöinstitutet. Har övriga uppdrag som ägare i Arnbom Geotrade HB.

Jan äger 0 aktier och är oberoende i förhållande till Bolaget och bolagsledningen samt större aktieägare.

Martin Boldt-Christmas – Styrelseledamot sedan 2018

Examen i ekonomi och statsvetenskap från Göteborgs universitet samt ett års forskarutbildning i Nationalekonomi. Martin har tjugo års arbetserfarenhet från den internationella finansmarknaden och har varit baserad i USA, Europa och Asien varav de sista tolv åren i Hong Kong. Martin representerar Caldera Ridge Capital och har tidigare arbetat för UBS Warburg (2000-2003) och Credit Suisse (2003-2013). Övrigt uppdrag som styrelseledamot i Christmas Holding AB.

Martin äger 0 aktier privat och representerar Caldera Ridge Capital som äger 73 026 aktier i Bolaget.

Källa: Holdings, 2019-05-17

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Orezone AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE