

Orezone förväntas generera volym och omsättning från Corcel-projektet under 2020 och därefter estimeras en stark tillväxtresa med årliga marginalförbättringar. Bolagets ambition är att agera leverantör av essentiella metaller såsom kobolt till elfordons-marknaden som förväntas växa med en årlig tillväxttakt om ca 22 % mellan 2018 och 2025. Utöver elfordon väntas också årlig efterfrågan av både koppar, nickel och kobolt öka, vilket gynnar Orezone som har prospektering på nämnda metaller i Corcel-projektet. Vid en 50/50 viktning av en DCF och en relativvärdering härleds ett potentiell värde om 14,4 SEK per aktie i ett Base scenario.



Orezone AB ("Orezone" eller "Bolaget") är ett svenskt prospektering- och gruvutvecklingsbolag som har undersöknings-tillstånd om 59 km² med potentiell mineralisering i Galicien, Spanien och Sverige, inklusive Fetsjön-Ormbäcken området 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.

Corcel-projektet anses vara en stark värde drivare. 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. 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 på kort sikt. 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, tre mineraler som 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. Orezones olika projekt omfattar en rad olika mineraler, bland annat nickel, kobolt, koppar och sällsynta jordartsmetaller. 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 2030.¹ Vidare väntas litiumjonbatterier utgöra cirka 70 % av kobolt-eftersfrågan där 40 % utgörs av fordon och 30 % av övriga batterier.² Samtidigt innehåller elfordon cirka fyra gånger mer koppar än konventionella bilar då koppar bland annat används för batterier, lindningar och kopparrotorer. På grund av detta väntas den globala efterfrågan på koppar stiga med 575 kt årligen från 23,8 mega ton 2017.³

Exponerade mot ett antal risker. Prospektering och Orezones affärsmodell medför ett antal risker, såsom risker avseende strängare miljökrav, infrastruktur vid prospekteringen, tekniska risker och valutarisk. Vidare innebär Bolagets intäktmodell 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 metallerna. Vidare vänta mycket av prognostiserad omsättning erhållas i USD medan Orezones kostnader är i Euro, samt att Bolaget har pågående projekt i Sverige och därmed valutaexponering mot SEK.

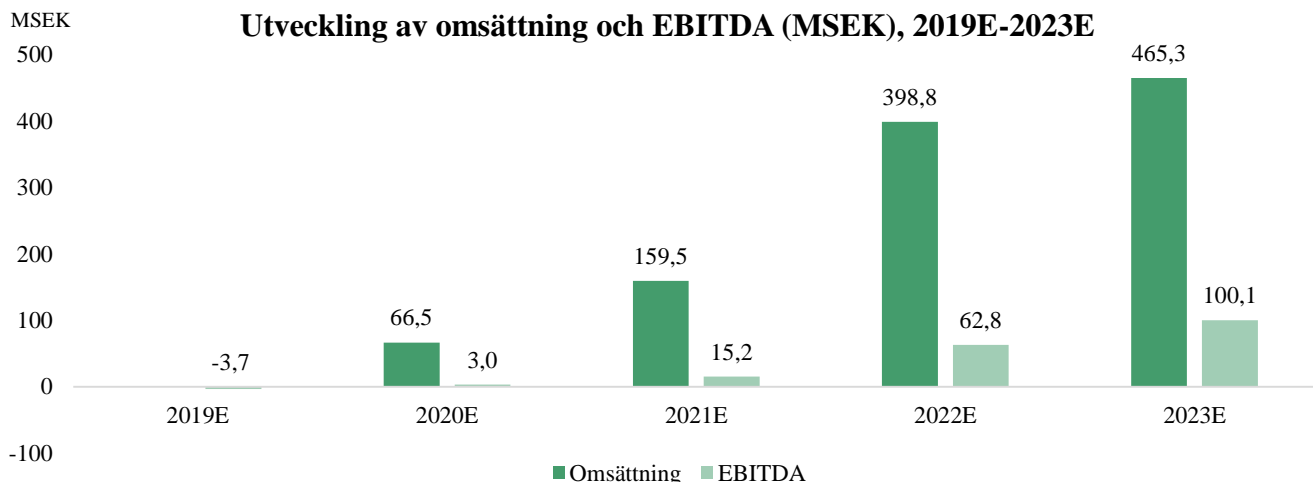
Orezone estimeras omsätta 66,5 MSEK 2020. Givet att Orezone har allt administrativt färdigt för Corcel-projektet så förväntas gruvan börja att generera intäkter under 2020. Nickel estimeras utgöra den största volymen, följd av kobolt och slutligen koppar. Corcel-projektet kräver inga omfattande CAPEX-investeringar efter initial investering under 2019. Sammantaget så prognostiseras Orezone omsätta 66,5 MSEK 2020, vilket estimeras växa till 465,3 MSEK 2023. Vidare estimeras kostnader hänförliga till rörelsen inte öka i samma takt som omsättningen, vilket driver marginalförbättring på samtliga nivåer mellan 2020-2023. EBITDA-marginalen prognostiseras stiga från estimerade 5 % 2020 till 22 % 2023, vilket är en direkt effekt av hävstången i verksamheten. Då de svenska projekten är i mycket tidiga skeden i jämförelse med Corcel, samt fortfarande kräver omfattande investeringar så antas Orezone fokusera på Corcel och därmed estimeras idag ingen omsättning från svenska projekt under perioden 2020-2023. Orezones möjligheter till förvärv av ytterligare kvalitativa projekt under prognosperioden bör ses som en option på framtida tillväxt och kassaflöde.

MSEK	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättning	0	66,5	159,5	398,8	465,3
EBITDA	-3,7	3,0	15,2	62,8	100,1

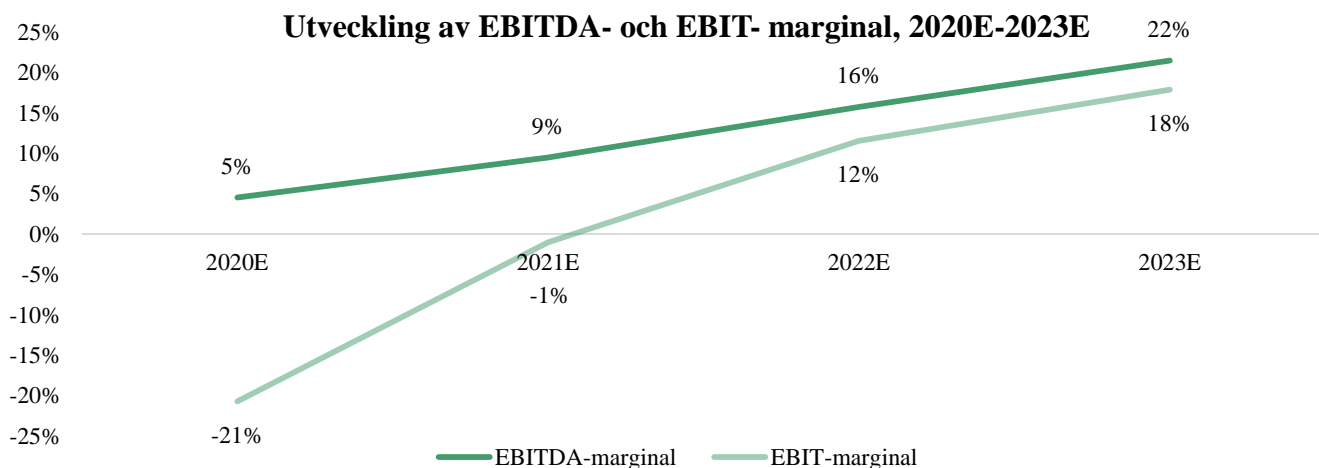
Viktad värdering indikerar potentiell nuvärde om 14,4 SEK. Orezone har värderats genom en diskonterad kassaflödesvärdering (DCF) viktat mot en relativvärdering baserat på jämförelse med liknande bolag utifrån P/B. Den genomförda kassaflödesvärderingen bygger bl.a. på estimat och antagande presenterade 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 stadiet som Orezones prospektering befinner sig i (se Appendix). En 50/50 viktning mellan gjord värdering ger ett fundamentalt värde om 14,4 SEK per aktie i ett Base scenario.

¹Allied Market Research²Canaccord Genuity Global Equity³BMO Capital Markets

APPENDIX



Analyst Groups prognos



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	-3,7	-63,5	-144,4	-336,1	-365,2
EBITDA	-3,4	-3,7	3,0	15,2	62,8	100,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg</i>	<i>neg</i>	<i>5%</i>	<i>9%</i>	<i>16%</i>	<i>22%</i>
Avskrivningar	0	0	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
EBIT	-3,4	-3,7	-13,8	-1,6	46,0	83,3
<i>EBIT-marginal</i>	<i>neg</i>	<i>neg</i>	<i>-6%</i>	<i>7%</i>	<i>12%</i>	<i>18%</i>

Analyst Groups prognos

Relativvärdering	Land	P/B
Panoramic Resources Limited	Australien	2,3
Aeon Metals Limited	Australien	2,3
Pioneer Resources Limited	Australien	1,5
Copperstone Resources AB	Sverige	2,4
Beowulf Mining AB	Sverige	4,2
Genomsnitt	Sverige	2,6
Orezone AB		1,8

Källa: Bloomberg, Thomson Reuters

Viktning av uppsida	Uppsida	Viktning	Total uppsida
DCF-värdering	16,2 SEK	50%	
Relativvärdering	12,2 SEK	50%	
			14,4 SEK

Analyst Groups prognos

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: <https://analystgroup.se/interna-regler-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