

# Bluelake Mineral

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Update - 2023-12-01

## Europeisk satsning på gruvor

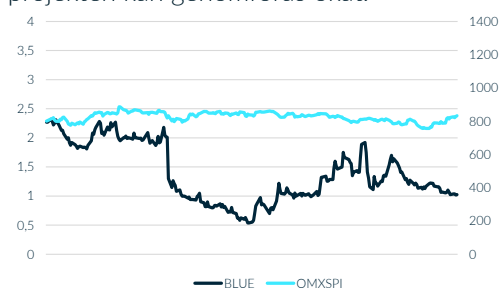
Prospekterings- och gruvutvecklingsbolaget Bluelake Minerals dotterbolag Joma Gruver fick både planförslag och regleringsplan godkända i kommunfullmäktige i Røyrvik. Möjligheten för att gruvan stoppas genom kommunalt veto är nu borta vilket vi anser ökar sannolikheten för gruvstart. Samarbidslistan vann även kommunvalet i Røyrvik med egen majoritet vilket ses som positivt givet dess optimism kring återstart av Jomagruvan. Norge lanserade en ny mineralstrategi juni 2023 vilken innefattar snabbare realisering av mineralprojekt, mobilisering av kapital samt fokus på kritiska och strategiska råvaror. European Critical Raw Materials Act (CRMA) blev provisoriskt godkänd i november och förväntas implementeras under 2024. CRMA syftar till att snabba på tillståndsprocesser och stärka EU:s självförsörjande av kritiska och strategiska råmaterial. Mangold anser att både CRMA och Norges mineralstrategi bidrar till en högre sannolikhet för påbörjad produktion och ger stöd för snabbare tillståndsprocesser.

## Riktad emission säkrar drift

Bluelake Mineral genomförde en riktad emission om 9,4 miljoner kronor i oktober 2023. Bolaget kan tillföras ytterligare cirka 16,7 miljoner kronor i april 2024. Därutöver förs diskussioner om offentlig finansiering i dotterbolaget Joma Gruver via bidrag och fördelaktiga lån vilket väntas kunna kommuniceras under kommande månader. Mangold bedömer att Bluelake Mineral har tillräckligt med kapital för att driva de nödvändiga processerna framöver.

## Undervärderade gruvprojekt

Mangold värderar Bluelake Mineral med en DCF-modell och har utfört scenarioanalyser. Vi höjer riktkursen marginellt till 3,40 (3,35) kronor per aktie. Höjningen beror på att Mangold anser att sannolikheten för att projekten kan genomföras ökat.



Kursutveckling %	1m	3m	12m
BLUE	-14,4	-28,9	-56,1
OMXSPI	11,2	3,3	4,7

## Information

Rek/Riktkurs (Sek)	Köp 3,40
Risk	Hög
Kurs (Sek)	1,00
Börsvärde (MSek)	83,1
Antal aktier (Miljoner)*	83,1
Free float	92%
Ticker	BLUE
Nästa rapport	2024-02-16
Hemsida	bluelakemineral.com
Analytiker	Pontus Ericsson

\*Exklusive konvertibler & TO3

Ägarstruktur	Antal aktier	Kapital
Avanza Pension	4 442 999	5,3%
Peter Hjorth	3 706 551	4,5%
Jonas Dahllöf	1 896 631	2,3%
Christian Söderholm	1 669 254	2,0%
Rickard Samuelsson	1 575 393	1,9%
Thomas Trumstedt	1 523 000	1,8%
Kim R. P. Lindkvist	937 000	1,1%
Kaz Invest	811 900	1,0%
<b>Totalt</b>	<b>83 086 265</b>	<b>100%</b>

## Nyckeltal

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning (Mkr)	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (Mkr)	-5,8	-18,1	-16,7	-16,2	-37,8
Vinst före skatt (Mkr)	-6,2	-18,1	-17,1	-16,6	-50,6
EPS (kr)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,4
EV/S	13,7	nm	nm	nm	nm
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg
P/E	neg	neg	neg	neg	neg

# Investment case

## Prospektering på framfart

Mangold uppdaterar analys av Bluelake Mineral med rekommendationen Köp och höjd riktkurs om 3,40 (3,35) kronor per aktie på 12 månaders sikt, motsvarande en uppsida om över 200 procent. Mangold höjer riktkursen då vi anser att det är högre sannolikhet för genomförande av de båda projekten och framför allt Stekenjokk-Levi och Joma. Genomförda lönsamhetsstudier av projekten ger en positiv bild av framtida potentiella intäkter. Totalt väntas intäkter om cirka 150,5 miljarder kronor över gruvornas livslängd givet start av alla gruvor.

*Rikt Kurs 3,40 kronor per aktie*

## Utveckling av råvarupriser

De råvaror som Bluelake Mineral planerar att utvinna är väsentliga för elektrifieringen av samhället. Nickel är råvaran som kan generera de potentiellt högsta intäkterna för Bluelake Mineral, då Rönnbäcken har en av de största nickelfyndigheterna i Europa. Priset på nickel har minskat med cirka 37,2 procent på ett år, dock från höga nivåer. Mangold ser dock att priset kan återhämta sig givet den efterfrågan som finns. Efterfrågan på kobolt drivs likt nickel av efterfrågan inom batteriindustrin som följd av expansionen av elektriska fordon. Järnpriset har ökat med 39,8 procent på ett år vilket ger en positiv bild av framtida intjäning för råvaran. Även kopparspriset har ökat med 4,1 procent under det senaste året och är fortsatt på historiskt höga nivåer vilket bådär gott från Jomagruvan. Detta då det är den råvaran som har potential att generera högst intäkter i projektet.

*Koppar och järnpriser på hög nivå*

## Lagförslag och godkända tillstånd

European Critical Raw Materials Act (CRMA) fick provisoriskt godkännande av EU vilket bådär gott för Stekenjokk-Levi samt Rönnbäcken. Det innebär att tillståndprocesserna bör gå snabbare då de enligt lagen maximalt ska ta 24 månader från påbörjad ansökan till dess att samtliga tillstånd är godkända. Det bör dessutom leda till att det blir lättare att få tillstånd på plats givet att CRMA fokuserar på stärkt självförsörjande av kritiska mineraler givet EU:s beroende av import. Både offentlig och privat finansiering väntas även bli lättare att erhålla genom lagförslaget. Norges regering etablerade även en ny mineralstrategi i juni 2023 vilken syftar till att bli en världsledande mineralnation. Den syftar likt CRMA på att mobilisera kapital, snabba på tillståndprocesserna samt förbättra hållbarhet. Både planförslag och reguleringsplan för Jomagruvan blev godkända i kommunen vilket vi bedömer ökat sannolikhet för gruvstart. Sammantaget har utgångsläget för alla gruvorna förbättrats sedan föregående analys givet tillstånd, lagförslag och strategi.

*Förbättrat utgångsläge för samtliga projekt till godkända tillstånd*

## Politiskt läge till synes skiftat

Sverige har historiskt varit en betydande gruvnation globalt och många av gruvorna har lagts ner på grund av låga råvarupriser. En hård miljölagstiftning och intressekonflikter med samebyarna har gjort det svårare att påbörja gruvbrytning. Det politiska tonläget har skiftat i Sverige, där en majoritet av partierna är för att försöka underlätta för gruvbrytning i Sverige. Kina exporterar en stor del av de väsentliga metallerna nödvändiga för en grön omställning. Därmed finns det geopolitiska risker med att vara beroende av Kina och Ryssland vilket gör det troligare att produktion kan ske i Sverige, då det uppdragats.

*Politisk vilja och självförsörjningsaspekter ökar sannolikhet för gruvstart*

# Bluelake Mineral – Update

## Godkännande i kommunfullmäktige

Kommunfullmäktige i Røyrvik röstade i september enhälligt för att godkänna både planförslag och regleringsplan för Jomagruvan. Beslutet är villkorat av att en regional och kumulativ konsekvensutredning för rennäringsen ska genomföras innan igångsättandesbesked för gruvan meddelas. Både planförslag och regleringsplan har godkänts trots Sametingets invändning. Kommunen kommer i första hand be Sametinget att dra tillbaka invändningen. Om det inte sker kommer det hänskjutas till Statsförvaltaren i Trøndelag fylke för medling mellan kommunen och Sametinget. Kontentan i beslutet bestod av att utsikterna för nya jobb och befolkningstillväxt överväger de negativa konsekvenserna för rennäringsen.

*Godkänt planförslag samt regleringsplan*

## Betydligt högre sannolikhet för gruvstart

Innan gruvstart behöver även miljötillstånd samt driftkoncession erhållas. Parallellt med konsekvensutredningen för rennäringsen ska miljötillstånd sökas. Upphandlingsprocesser av externa konsulter ska genomföras och ytterligare finansiering säkras. Eftersom risken att gruvan stoppas genom kommunalt veto är borta ser Bluelake Mineral att sannolikheten för gruvstart har ökat betydligt. Det stärks av att Samarbeidslistan vann kommunvalet i Røyrvik med egen majoritet, där de i valrörelsen varit tydliga med att de är positiva till en återstart av Jomagruvan. Mangold ser även att sannolikheten för gruvstart ökat väsentligt.

*Miljötillstånd och driftkoncession ska erhållas innan gruvstart*

## Ny mineralstrategi i Norge

Norge etablerade en ny mineralstrategi i juni 2023 med syfte att göra landet till en världsledande mineralnation. Det är fem fokusområden som strategin omfattar:

- Snabbare realisering av norska mineralprojekt
- Mineralindustrin ska bidra till den cirkulära ekonomin
- Mineralindustrin ska bli mer hållbar
- Privat kapital är en förutsättning för lönsamma och hållbara mineralprojekt.
- Internationella partnerskap. Norge ska bli en stabil leverantör av råvaror till gröna värdekedjor

*Ny mineralstrategi i Norge förbättrar utsikterna i Joma*

Särskilt viktiga delar av fokusområdena är att snabbare tillståndsprocesser genom minskade handläggningstider, att regeringen ska marknadsföra Norge som en gruvnation, utvärdera ett statligt mineralbolag alternativt fond, mobilisera privat kapital och minska risker genom ett "Grönt Industrilyft" samt bedöma olika ekonomiska och industripolitiska styrmedel för ökad hållbarhet, lokalt värdeskapande samt återhämtning. Regeringen lägger även ett särskilt fokus på att kritiska och strategiska råvaror som CRMA specificerat, bland annat koppar som ska brytas i Jomagruvan. Även hållbarhet och de cirkulära delarna ses som positiva för Bluelake Mineral givet att Jomagruvan i princip matchar alla de kriterier som Norges regering tagit fram.

*Jomagruvan matchar kriterier väl*

# Bluelake Mineral – Update forts.

## **CRMA provisoriskt godkänd**

I november fick European Critical Raw Materials Act (CRMA) provisoriskt godkännande och inväntar nu formellt godkännande. CRMA förväntas nu godkännas formellt under 2024 och implementeras av medlemsländerna. Att beslutet har ett provisoriskt godkännande och förväntas implementeras under 2024 är av stor vikt för Bluelake:s svenska projekt då det innebär större möjlighet för bolaget att dels få alla tillstånd på plats, dels ökad möjlighet för att få både privat och offentlig finansiering. Förslaget syftar till att stödja inhemsk kapacitet samt stärka hållbarhetsarbetet kring värdekedjor som bygger på kritiska råmaterial inom EU. I lagförslaget krävs snabbare tillståndsprocesser för att möjliggöra en grön omställning och stärka EU:s självförsörjande. Förslaget innebär ett mål om att 10 procent av EU:s årliga konsumtion av strategiska råmaterial ska brytas inom EU 2030. Mangold bedömer att förslaget gynnar Bluelake:s case givet att bland annat nickel, kobolt och koppar bedöms vara av särskild strategisk betydelse. Tillståndsprocesser ska bli effektivare där ett särskilt tillståndssystem ska skapas för strategiska projekt. Det ska maximalt ta 24 månader att få tillstånden på plats gällande projekt med strategiska råmaterial.

*Lagförslag kan innebära kortare ledtider och enklare finansiering*

## **Riktad emission genomförd**

Bluelake Mineral genomförde en riktad nyemission om cirka 9,4 miljoner kronor under oktober 2023. Antalet aktier ökade med cirka 7,7 miljoner till en teckningskurs om 1,22 kronor per aktie. Emissionskostnaderna uppgick till cirka 400 tusen kronor. Emissionen tecknades till störst del av ett antal norska investerare och entreprenörer i Trøndelag fylke. Ägarbasen har således breddats med kapitalstarka ägare med engagemang för regionen och mer specifikt gruvprojektet i Joma.

*Riktad emission om 9,4 miljoner kronor.*

## **Ytterligare finansiering**

Bolaget har cirka 13,9 miljoner utestående teckningsoptioner av serie TO3. Teckningsperioden löper mellan från den 15 april 2024 till och med den 26 april 2024. Teckningskursen uppgår till 1,20 kronor per aktie och bolaget kan maximalt tillföras cirka 16,7 miljoner kronor. Mangold räknar med full teckning och därmed full utspädning. Bluelake Minerals kassa uppgick till cirka 5,2 miljoner vid utgången av det tredje kvartalet. Genom den riktade emissionen och de kommande teckningsoptionerna ser Mangold att Bluelake har tillräckligt med kapital för att driva utredningar och tillståndsprocesser vidare. Bluelake arbetar även med att säkra offentlig finansiering direkt i dotterbolaget Joma Gruver via bidrag samt lån med fördelaktiga villkor. Diskussioner förs med olika organisationer som Børgefjell Utvikling, Namskogan Utvikling, Innovasjon Norge och Trøndelag fylkeskommun. Bolaget räknar med att kunna kommunicera utfallet från dessa processer inom de närmsta månaderna. Mangold ser positivt på möjligheten för vidare finansiering då det kan driva projektet framåt till fördelaktiga villkor.

*Utestående teckningsoptioner och potentiell offentlig finansiering*

# Bluelake Mineral – Update forts.

## **Projekt går i rätt riktning**

Mangold har valt att separera projekten Rönnbäcken samt Stekenjokk-Levi och Joma då vi anser att sannolikheten för genomförande av de senare nämnda projekten anses högre. För projekten Rönnbäcken och Stekenjokk-Levi är det provisoriska godkännande av CRMA viktigt då Mangold anser att det leder till högre sannolikhet för gruvbrytning i Sverige. Vi anser även att det förbättrar utgångsläget för finansiering samt kan förkorta ledtiderna för tillstånd. För mer information om Mineraldillgångar, nedbrutet capex, kostnader per ton, och andra variabler använda i modellen se appendix sida 16 till 20.

*Högre sannolikhet för gruvstart i båda projekten*

# Bluelake Mineral – Update forts.

## Estimerad tidsplan för gruvstart förskjuts för Rönnbäcken

Mangold förskjuter tidsplanen för gruvstart i Rönnbäcken givet att vi vill vara konservativa i våra prognoser. Mangold bedömer att finansieringen om cirka 100 miljoner för PFS, MKB och ansökan om miljötillstånd bör skjutas fram från slutet av 2023 till tidigast 2024. Det bör noteras att tidsplanen är helt beroende av finansieringen om 100 miljoner ordnas och att tidsplanen kan skjutas fram tills att det har lösts. Detta givet att det inte är genomfört och att fokus för närvarande ligger på Stekenjokk-Levi och Joma. Därmed skjuts även genomförande av PFS (Preliminary Feasibility Study), MKB (Miljökonsekvensbeskrivning) samt ansökan om miljötillstånd fram. Givetvis finns det möjlighet att finansiering, ansökan och beviljande av tillstånd går snabbare än estimerat men även en risk att det tar längre tid. Förväntad produktionsstart för Rönnbäcken skjuts fram till 2030. Mangolds uppdaterade tidsplan ser ut som följande:

Förväntad gruvstart 2030

### BLUELAKE MINERAL - TIDSPLAN RÖNNBÄCKEN

År	2023				2024				2025				2026				2027				2028				2029				2030	
Kvartal	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Finansiering av PFS, MKB, Ansökan om miljötillstånd																														
PFS, MKB, Ansökan om miljötillstånd																														
Beslut för miljötillstånd																														
Anläggning av gruva																														
Produktionsstart																														

Källa: Mangold Insight

Vid ett långsammare tidsförlopp än väntat kommer företagsvärdet i DCF-modellen minska och vid ett snabbare än väntat tidsförlopp öka. Eftersom flertalet olika instanser och parter är involverade i processen är det svårt att estimerat det exakta tidsförloppet och således när eventuell produktion kan påbörjas. Norges nya mineralstrategi och CRMA förväntas dock kunna påverka beslutsprocesserna positivt. Mangolds estimerade tidsplan för Stekenjokk-Levi & Joma presenteras nedan:

Förväntad gruvstart 2027

### BLUELAKE MINERAL - TIDSPLAN STEKENJOKK-LEVI & JOMA

År	2023		2024				2025				2026				2027	
Kvartal	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Godkänd ansökan om bearbetningskoncession samt reguleringsplan																
PFS, Ansökan om miljötillstånd																
Beslut för miljötillstånd																
Produktionsstart																

Källa: Mangold Insight

# Bluelake Mineral – Värdering

## Värdering av Rönnbäckenprojektet

Mangold använder en DCF-modell för att värdera Bluelake Mineral. Ett avkastningskrav om 15 procent för anses vara lämpligt. Det är ett högre avkastningskrav än det rekommenderade i PwC:S riskpremiestudie från 2022 om 6,6 procent i marknadsriskpremie med ett småbolagstillägg om 4,2 procent för bolag med ett börsvärde om cirka 100 miljoner kronor. Mangold väljer även att lägga till ett riskpremietillägg om 4,1 procent relaterat till risken kring prospektering och gruvverksamhet över lag samt finansieringskostnader.

*Avkastningskrav tar höjd för risker relaterat till prospektering*

## Risikfaktor

Risikfaktorn hänvisar till den stora osäkerheten som finns relaterat till gruvdrift i Norden, det tidiga stadie projektet är i, samt de betydande investeringarna som krävs för att införliva projekt. Lån om cirka 14,5 miljarder behövs för att finansiera projektet. För vidare information om variabler använda i värderingen se appendix. Risikfaktorn sänks till 0,82 (0,895) givet det förbättrade läget med ett provisoriskt godkännande av CRMA. Det innebär att vi multiplicerar Enterprise Value med (1- riskfaktorn), alltså 0,18 för att få fram riskjusterat Enterprise Value. Konservativa estimat har använts i modellen för att spegla risken i prospekteringsverksamhet i Norden samt det stadie projektet är i. Mangold räknar alltså enbart med 15 procent av kassaflödet vilket visar på stora potentialen vid lyckad produktion. Mangold har valt att räkna med full utspädning vilket innebär att vi räknar med 113,6 miljoner aktier.

*Sänkt riskfaktor i projekten*

## Värderingsmetod Rönnbäcken

Mangold värderar bolagen var för sig för att sedan viktas ihop till en sammanvägd värdering. Mangold har valt att använda lägre råvarupris för nickel sedan föregående analys då marknadspriset blivit betydligt lägre. Vi väljer att applicera samma nickelpreis som i PEA:n (preliminary economic assessment). Vi har även valt att justera ner använt koboltpris till detsamma som i PEA:n givet lägre marknadspris. Däremot har järnpriset ökat betydligt sedan föregående analys vilket gör att vi väljer att justera upp priset. Applicerade råvarupriser är i genomsnitt 4,5 procent högre än marknadspris (30 november 2023), viktat för de förväntade intäkterna. Skillnaden i procent avser hur mycket högre respektive lägre priset är i analysen jämfört med marknadspris. Använda råvarupriser och riskjusterad DCF presenteras på nästkommande sida.

*Lägre pris på nickel och kobolt samt högre järnpris*

# Bluelake Mineral – Värdering

## BLUELAKE MINERAL - RÅVARUPRISER

Projekt	Råvarupriser	PEA	Marknadspris	Analys	Diff (%)	Totala intäkter per råvara (Mdkr)	Andel av Intäkter
Rönnbäcken	Nickel	22 046	16 899	22 046	30%	90,5	66%
Rönnbäcken	Järn*	75	130	101	-22%	44,4	32%
Rönnbäcken	Kobolt	44 092	33 420	44 092	32%	3,1	2%

Källa: Mangold Insight

\*Koncentrationen av järn för Bluelake Mineral är 66 procent jämfört med 62 procent vid spotpris

## Rönnbäcken riskjusterad DCF

Baserat på estimaten ges ett motiverat värde om 1,35 (1,93) kronor per aktie för projektet. Viktiga triggers i närtid för Rönnbäcken-projektet är erhållande av säkrad finansiering. Sänkningen härrör från att vi valt att sänka nickel- och koboltpriset i modellen givet prisutvecklingen. Vi har även justerat upp järnpriset i modellen.

*Projektet värderas till  
1,35 kronor per aktie*

## BLUELAKE MINERAL - RÖNNBÄCKEN DCF

(Mkr)	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	...2049P
EBIT	-8,8	-18,5	-684,8	2 898,7	3 289,2	1 044,3
Fritt kassaflöde	-105,8	-6 682,9	-7 327,8	3 699,0	3 761,7	1 042,0

Antaganden	Avk. krav	Risikfaktor	Skatt
	15%	0,82	21%

### Motiverat värde

Enterprise value (Mkr)	148,7
Equity value (Mkr)	153,7
<b>Motiverat värde per aktie (kr)</b>	<b>1,35</b>

Källa: Mangold Insight

\*växelkurs 10,00 usd/sek

\*\*beräknas på full utspädning från TO3 & konvertibler



# Bluelake Mineral – Värdering forts.

## Framsteg görs i Stekenjokk-Levi & Joma

I projektet Stekenjokk-Levi och Joma sätts samma avkastningskrav om 15 procent som i föregående projekt. Riskfaktorn har justerats ned betydligt 0,2 (0,5). Det hänförs framför allt till framstegen i Joma men även givet de förbättrade utsikterna i och med CRMA i Stekenjokk-Levi. Vi väljer att bibehålla priserna sedan föregående analys. De genomsnittliga priserna viktat för förväntade intäkter i projektet är 1,3 procent lägre än marknadspris (30 november 2023). Baserat på estimaten ges ett motiverat värde om 2,02 (1,39) kronor per aktie. Finansiering om cirka 0,8 miljarder kronor behövs för att införliva projektet. Mangold har valt att applicera en 5 procent högre nivå av råvarupriser än i PEA:n. Skillnaden i procent avser marknadspriset jämfört med priset använt i analys.

*Stora framsteg gällande tillstånd i Stekenjokk-Levi och Joma*

*Motiverat värde om 2,02 kronor per aktie*

## BLUELAKE MINERAL - RÅVARUPRISER

Projekt	Råvarupriser	PEA	Marknadspris	Analys	Diff (%)	Totala intäkter per råvara (Mdkr)
Stekenjokk-Levi, Joma	Koppar	7 700	8 380	8 085	-4%	7,4
Stekenjokk-Levi, Joma	Zink	2 250	2 471	2 363	-4%	2,8
Stekenjokk-Levi	Bly	1 950	2 117	2 048	-3%	0,7
Stekenjokk-Levi	Guld	1 400	2 040	1 470	-28%	0,5
Stekenjokk-Levi	Silver	18,25	25	19,2	-24%	1,1

Källa: Mangold Insight

## BLUELAKE MINERAL - STEKENJOKK-LEVI & JOMA DCF

(Mkr)	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	...2043P
EBIT	298,0	215,7	292,2	315,2	237,6	393,5
Fritt kassaflöde	-130,3	259,9	322,5	252,8	164,3	488,7

Antaganden	Avk. krav	Riskfaktor	Skatt
	15%	0,20	21%

### Motiverat värde

Enterprise value (Mkr)	224,7
Equity value (Mkr)	229,7

<b>Motiverat värde per aktie (kr)</b>	<b>2,02</b>
---------------------------------------	-------------

Källa: Mangold Insight

\*växelkurs 10,00 usd/sek

\*\*växelkurs 10,00 usd/nok

\*\*\*beräknas på full utspädning från TO3 & konvertibler

# Bluelake Mineral – Värdering forts.

## Försäljningsprognoser

Nedan presenteras prognoser för intäkter och kostnader. Mangold har justerat modellen för de använda råvarupriserna sedan föregående analys. Givet förändringen i använda råvarupriser blir marginaler och totala intäkter lägre. Intäkterna är fortsatt höga och bolaget kan generera betydande kassaflöden framgent.

*Lägre förväntade intäkter sedan föregående analys*

### BLUELAKE MINERAL - PROGNOSE

Mkr	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	...2047P
Intäkter	770	9 350	9 598	8 631	8 501	8 171	7 739	7 769	7 955	7 735	8 111	7 832	3 559
TC/RC frakt	-139	-1 796	-1 820	-1 680	-1 678	-1 625	-1 556	-1 586	-1 605	-1 573	-1 638	-1 564	-770
Operativa kostnader	-270	-2 985	-2 867	-3 134	-3 285	-3 301	-3 229	-3 299	-2 997	-2 986	-2 995	-2 940	-1 394
EBITDA	361	4 569	4 911	3 817	3 538	3 245	2 955	2 884	3 353	3 176	3 479	3 328	1 395
EBITDA-marginal	47%	49%	51%	44%	42%	40%	38%	37%	42%	41%	43%	42%	39%
EBIT	-391	3 117	3 583	2 605	2 416	2 202	1 992	1 997	2 521	2 404	2 762	2 661	1 016
EBIT-marginal	-51%	33%	37%	30%	28%	27%	26%	26%	32%	31%	34%	34%	29%
Vinst	-769	1 866	2 267	1 519	1 396	1 252	1 111	1 138	1 577	1 505	1 809	1 748	575
Vinstmarginal	-100%	20%	24%	18%	16%	15%	14%	15%	20%	19%	22%	22%	16%

Källa: Mangold Insight

## Produktionsprognos

Den totala produktionen av olika råvaror presenteras nedan. Stekenjokk-Levi och Joma väntas ha en produktionsvolym (ROM=Run of Mine) om totalt 11 240 kiloton. Rönnbäcken väntas däremot ha en total produktionsvolym om 586 000 kiloton under gruvans förväntade livslängd. Den potentiella produktionen av de olika råvarorna är således stor.

*Stor potentiell produktion vid gruvstart*

### BLUELAKE MINERAL - PROGNOSE

		2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	...2047P
Total ROM	kt	11 240	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	526	
Cu	t	115 530	9 180	7 569	9 251	10 420	9 657	8 647	7 499	6 420	6 592	6 964	6 684	4 386
Zn	t	225 096	11 447	16 116	13 348	10 695	8 832	6 812	14 056	14 282	15 313	15 926	15 942	12 776
Pb	t	37 048	305	349	339	275	264	434	528	1 834	3 599	3 816	3 702	3 403
Au	g	1 642 983	51 991	46 365	39 455	39 000	38 670	54 132	58 293	141 796	137 838	134 184	141 450	115 369
Ag	g	345 733 991	7 320 019	7 406 944	7 185 934	5 361 250	5 171 847	6 631 718	7 153 033	21 149 661	30 659 810	32 127 995	32 272 540	27 431 094
Total ROM	Mt	586	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	16
Ni ac	t	551 841	37 715	38 899	33 115	32 129	31 399	29 018	28 745	29 137	27 176	29 151	29 391	12 515
Co	t	18 204	1 652	1 675	929	1 246	1 034	654	707	861	931	1 150	1 077	382
Fe	t	32 309 372	1 570 503	1 556 245	1 612 127	1 648 582	1 578 560	1 577 709	1 598 978	1 605 639	1 642 435	1 665 779	1 601 128	1 050 209

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

# Bluelake Mineral – Värdering forts.

## Sammanvägd värdering

Vid värderingen av de båda projekten viktas riskfaktorn baserat på andelen av intäkterna som projekten väntas utgöra vid angivna råvarupriser. Den viktade riskfaktorn blir därmed 0,663 givet att projektet Rönnbäcken förväntas stå för 78 procent av det förväntade diskonterade kassaflödet. Ett avkastningskrav om 15 procent används även i den sammanvägda modellen. I den sammanvägda DCF-modellen blir det motiverade värdet 3,40 (3,35) kronor per aktie, motsvarande en uppsida om över 200 procent. Vid värdering av de två separata projekten blir det motiverade värdet 0,9 procent lägre än i den sammanvägda modellen med samma antaganden. Anledningen är dels att perioden 2023 till 2026 dubbelräknas, dels att förändring av rörelsekapital skiljer sig. Detta då kundfordringar, leverantörsskulder samt lager blir annorlunda och är nödvändiga för att bygga upp en rimlig modell.

Riktkurs 3,40 kronor per aktie

### BLUELAKE MINERAL - DCF

(Tkr)	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	...2049P
EBIT	285,5	199,7	-390,4	3 216,1	3 528,8	2 428,8	1021,4
Fritt kassaflöde	-240,1	-6 418,2	-6 953,8	3 951,8	3 926,0	3 226,6	1051,1

Antaganden	Avk. krav	Riskfaktor	Skatt
	15%	0,663	21%

### Motiverat värde

Enterprise value (Tkr) 381,7

Equity value (Tkr) 386,8

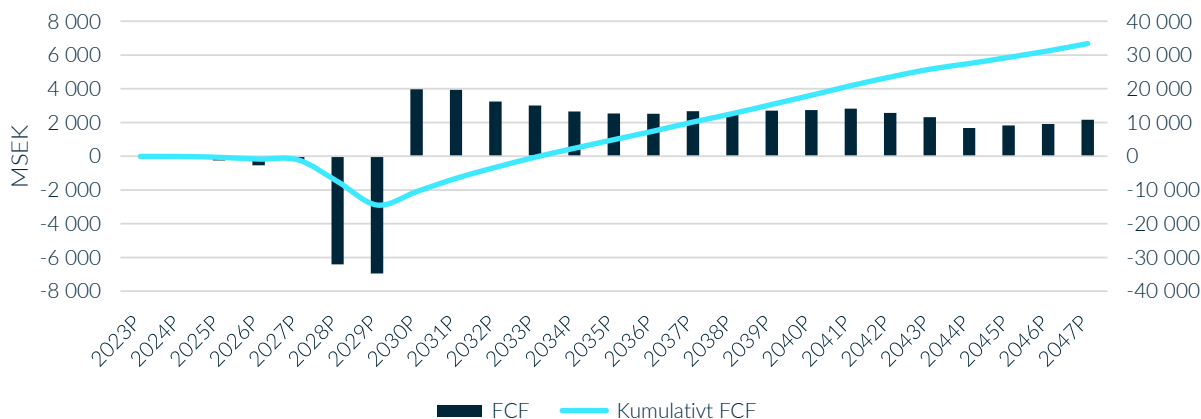
**Motiverat värde per aktie (kr) 3,40**

Källa: Mangold Insight

\*växelkurs 10,00 usd/sek

\*\*beräknas på full utspädning från TO3 & konvertibler

### Bluelake Mineral - Kassaflöde



Källa: Mangold Insight

# Bluelake Mineral – Värdering forts.

## Känslighetsanalys

Mangold har genomfört en känslighetsanalys för att testa modellens utfall givet olika råvarupriser samt applicerade riskfaktorer. Om råvarupriset uppgår till 95 procent av prognos sjunker motiverat värde till 1,20 kronor per aktie. Det går att notera ett liknande utfall om priset ökar med 5 procent då motiverat värde i stället stiger till 6,17 kronor per aktie. Råvarupriserna är den faktor som påverkar motiverat värde mest. Sammanfattningsvis visar modellen ett intervall mellan 1,13 kronor och 7,08 kronor per aktie. Modellen visar uppsida i alla testade fall. Motiverat värde för Bluelake Mineral baseras till stor del på de antagna råvarupriserna samt sannolikheten att produktion som kan generera positiva kassaflöden förverkligas.

Värderingsintervall mellan 1,13 till 7,08 kronor per aktie

### BLUELAKE MINERAL - KÄNSLIGHETSANALYS

Risikfaktor	0,95x*	Råvarupris(x)	1,05x
0,613	1,27	3,90	7,08
<b>0,663</b>	1,20	<b>3,40</b>	6,17
0,713	1,13	2,91	5,26

Källa: Mangold Insight

\*Enbart Joma & Stekenjokk-Levi räknas givet negativt NPV för Rönnbäcken givet 15 procent avk. krav och 95% av råvarupriset

## Övriga Scenarion

Eftersom det finns osäkerhet kring framtida råvarupriser, finansiering samt tillstånd väljer vi att vara konservativa i våra estimat. Vid använda råvarupriser och utan riskfaktor skulle det motiverade värdet uppgå till 10,01 kronor per aktie. Konservativa estimat gällande sannolikhet för genomförande (33,7 procent) (finansiering, tillstånd & gruvstart), samt råvarupriser (Genomsnittliga priser viktat för förväntade intäkter i projekten är 0,9 procent högre än spotpris) används.

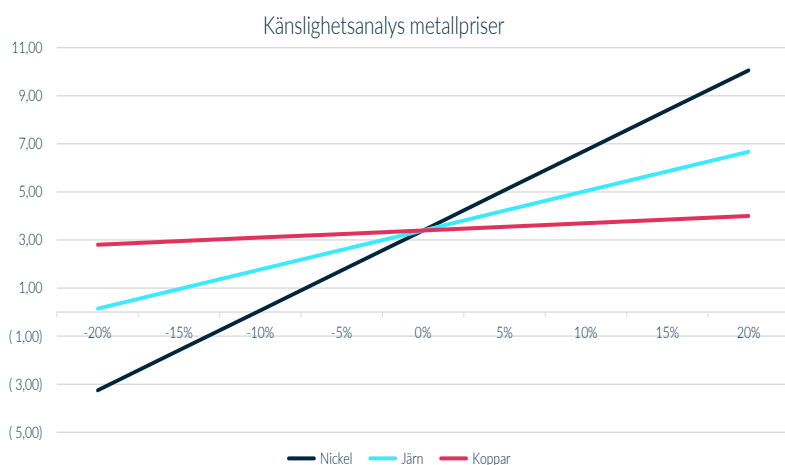
Motiverat värde om 10,01 kronor vid borttagen riskfaktor

# Bluelake Mineral – Värdering forts.

## Flertalet parametrar påverkar

Flertalet faktorer påverkar riktkursen, det är exempelvis råvarupris, växelkurs usd/sek, riskfaktor samt avkastningskrav. Nedan illustreras de olika faktorerna och dess påverkan på riktkursen i den uppbyggda modellen. Nickelpriset är den faktorn som påverkar riktkursen mest då det står för den största andelen av de potentiella intäkterna. Vid 20 procent högre priser än i analysen uppgår riktkursen till 10,06 kronor per aktie medan brytning blir olönsam vid 95 procent av råvarupriset. Det bör dock noteras att det gäller vid det använda avkastningskravet om 15 procent. Vid lägre nickelpriser anser vi att det är rimligt att anta att enbart brytning i Stekenjokk-Levi & Joma genomförs. Det är även det projekt som vi anser har högst sannolikhet att genomföras.

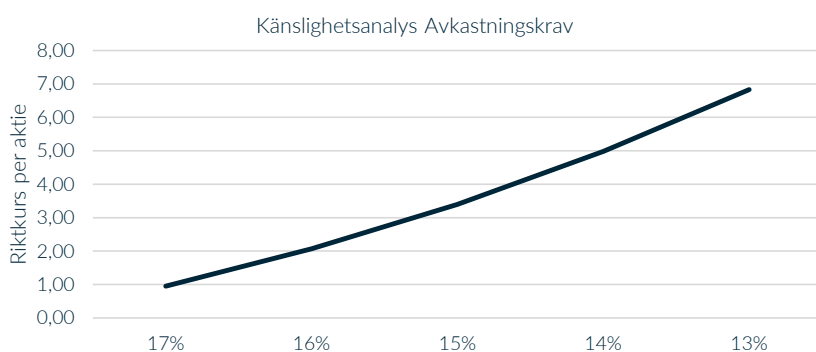
*Stort spann i värdering beroende på råvarupriser*



Källa: Mangold Insight

Avkastningskravet som tillämpas är den faktor som påverkar mest efter råvarupriser. Givet olika nivåer varierar riktkursen från 0,95 till 6,83 kronor per aktie vilket kan utläsas nedan:

*Spann mellan 0,95 till 6,83 kronor per aktie*

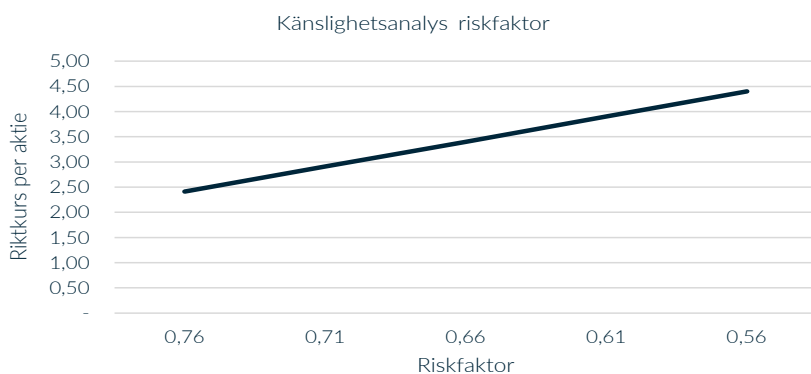


# Bluelake Mineral – Värdering forts.

## Risikfaktor

Även riskfaktorn har stor påverkan på riktkursen där spannet sträcker sig från 2,41 till 4,40 kronor per aktie givet en minskning om 10 procentenheter respektive ökning om 10 procentenheter.

*Spann mellan 2,41 och 4,40 kronor per aktie*

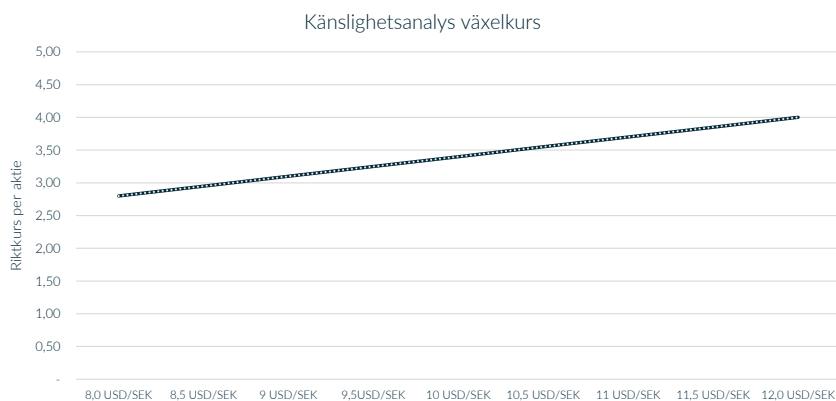


Källa: Mangold Insight

## Växelkurspåverkan

Givet olika applicerade växelkurser varierar riktursen från 2,80 till 4,00 kronor per aktie givet spannet 8,00 usd/sek till 12,00 usd/sek.

*Spann mellan 2,80 till 4,00 kronor per aktie*



Källa: Mangold Insight

## Flertalet faktorer påverkar riktursen

Sammanlagt påverkar alla dessa faktorer riktursen olika mycket och givet att produktion ligger några år bort finns det stor osäkerhet kring råvarupriser och växelkurser. Därmed finns det ett stort värderingsspann att ta hänsyn till. Sammanfattningsvis påverkar råvarupriserna riktursen mest och är den viktigaste faktorn för lönsam framtida produktion.

# Bluelake Mineral – SWOT

## Styrkor

- Stora fyndigheter
- Historiskt höga tillgångspriser

## Svagheter

- Inte tillräcklig finansiering på plats för gruvstart
- Stora investeringar nödvändiga

SWOT

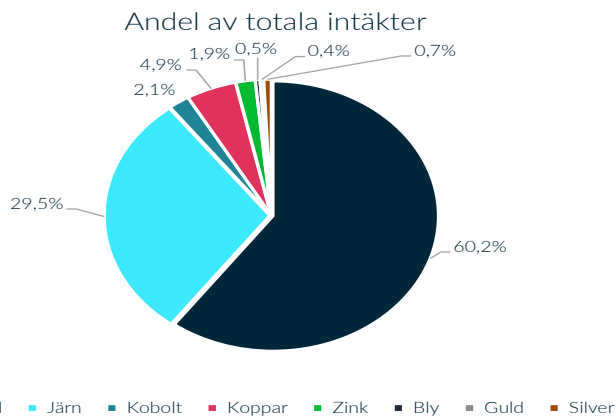
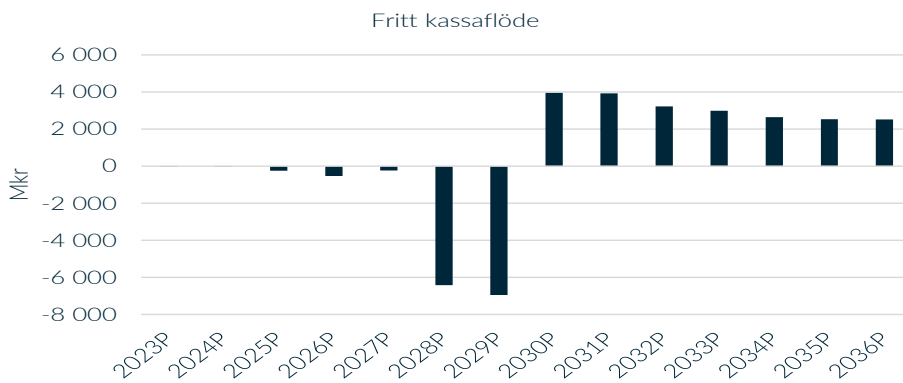
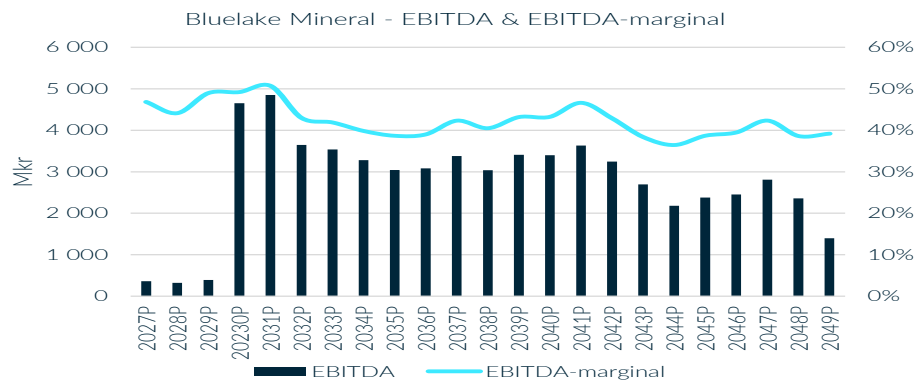
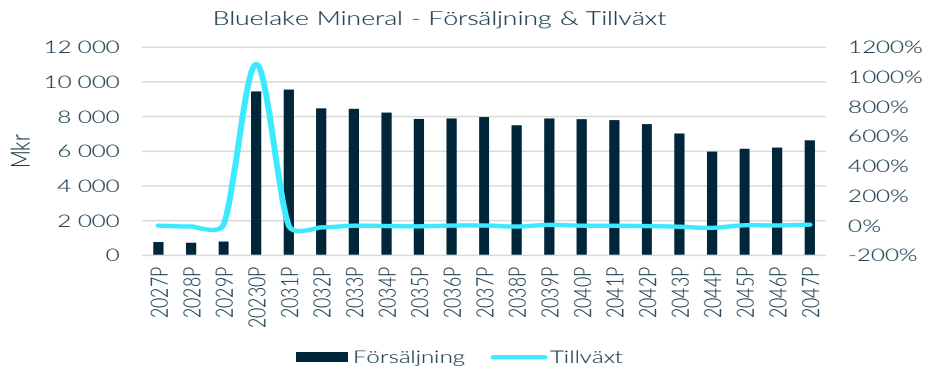
## Möjligheter

- Vill minska beroende av Ryssland och Kina
- Stor global potentiell marknad
- Elektrifiering av samhället kräver stor mängd mineraler

## Hot

- Ej erhållna miljötillstånd
- Intressekonflikter med närområde

# Bluelake Mineral – Appendix





# Bluelake Mineral – Appendix

## BLUELAKE MINERAL - MINERALTILLGÅNGAR RÖNNBÄCKEN

Fyndighet	Mineraltilgång kategori	Ton (Mt)	NiT (%)	NiS (%)	CoS (%)	Fe total (%)
<b>Rönnbäcksnäset</b>	Känd	-	-	-	-	-
	Indikerad	270	0.18	0.10	0.003	5.5
	Känd + indikerad	270	0.18	0.10	0.003	5.5
	Antagen	10	0.17	0.09	0.004	5.1
<b>Vinberget</b>	Känd	30	0.19	0.13	0.006	5.2
	Indikerad	20	0.18	0.14	0.006	5.1
	Känd + indikerad	50	0.19	0.13	0.006	5.2
	Antagen	10	0.18	0.14	0.007	5.2
<b>Sundsberget</b>	Känd	-	-	-	-	-
	Indikerad	280	0.17	0.09	0.003	5.9
	Känd + indikerad	280	0.17	0.09	0.003	5.9
	Antagen	-	-	-	-	-
<b>Total</b>	Känd	30	0.19	0.13	0.006	5.2
<b>(Känd &amp; Indikerad)</b>	Indikerad	570	0.18	0.10	0.003	5.7
	Känd + indikerad	600	0.18	0.10	0.003	5.7
<b>Total (Antagen)</b>	Antagen	20	0.18	0.11	0.005	5.2

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

## BLUELAKE MINERAL - MINERALTILLGÅNGAR RÖNNBÄCKEN

Parameter	Enhet	Värde
Anrikningsutbyte Ni	(%)	80
Anrikningsutbyte Co	(%)	70
Anrikningsutbyte Fe	(%)	90
Konc. halter (Ni)	(%Ni)	28,0
Konc. halter (Co)	(%Co)	0,90
Konc. halter (Fe)	(%Fe)	66,0

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

## BLUELAKE MINERAL - NEDBRUTET CAPEX RÖNNBÄCKEN

Typ av capex	MUSD
Gruvetablering	309
Processanläggning	870
Infrastruktur	232
Gruvavfallshantering	379
<b>Total Capex</b>	<b>1 789</b>

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

# Bluelake Mineral – Appendix

## BLUELAKE MINERAL - KOSTNADER PER TON RÖNNBÄCKEN

	Nickel (Ni) usd/ton	Kobolt (Co) usd/ton	Järn (Fe) usd/dmtu
Transport	303,93		0,47
TC (Treatment Charge)	803,57		
RC (Refining Charge)	2380,97	6 062,71	
Royalty 0,15% statlig, 0,05% privat	47,6	88,2	0,0031
Payability	1 667	19 842	
Kostnad för försäljning	5 026,42	25 992,47	0,474

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

## BLUELAKE MINERAL - KOSTNADER PER TON RÖNNBÄCKEN

Gruvdrift	USD/t	1,68
Generell & Administrativ	USD/tmalm	0,44
Rehabilitering	USD/tmalm	0,15
Processering	USD/t	5,99
Transport		
Ni	USD/t con	85,10
Fe	USD/t con	31,05
TC	USD/t con	225,00
RC		
Ni	USD/lb Ni (payable)	1,00
Co	USD/lb Co (payable)	2,75

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

## BLUELAKE MINERAL - MINERALTILLGÅNGAR JOMA

Fyndighet	Mineraltilgång kategori	Ton (Mt)	Cu %	Zn %	NSR (USD/tROM)	Cu ton (kt)	Zn ton (kt)
Joma	Känd	-	-	-	-	-	-
	Indikerad	6.0	1.00	1.66	95.95	60.0	99.6
	Antagen	0.3	0.9	1.4	81.3	3	4
Joma South	Känd	-	-	-	-	-	-
	Indikerad	-	-	-	-	-	-
	Antagen	0.9	1.3	0.5	102.2	12	5
Total (Känd och Indikerad)		6.0	1.00	1.66	95.95	60.0	99.6
<b>Total (Antagen)</b>		1.2	1.2	0.7	97.0	15	9

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

# Bluelake Mineral – Appendix

## BLUELAKE MINERAL - MINERALTILLGÅNGAR STEKENJOKK-LEVI

Fyndighet	Mineraltillgång kategori	Ton (Mt)	Cu %	Zn %	Pb %	Ag g/t	Au g/t	NSR (USD/t ore)	Cu (kt)	Zn (kt)	Pb (kt)	Ag (koz)	Au (koz)
Stekenjokk	Känd	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Indikerad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Antagen	6.7	0.9	2.7	0.6	55	0.2	128	60	181	40	11.783	43
Levi	Känd	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Indikerad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Antagen	5.1	1	1.5	0.1	22	0.2	105	51	77	5	3.640	33

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

## BLUELAKE MINERAL - KOSTNADER PER TON STEKENJOKK-LEVI & JOMA

Copper (Cu)	TC (usd/t)	60
	Transport (usd/ton)	41
	RC (USD/lb payable)	0,06
Au	RC usd/oz payable	0,06
	Transport usd/kg	10
Ag	RC usd/oz payable	0,5
Pb	TC usd/t	140
	Pb con transport usd/t	20
Zn	TC usd/t	155
	Zn con transport usd/t	20
Dore	Au transport usd/kg	10
	Au RC usd/oz payable	0,25
	Ag transport usd/kg	10
	Ag RC usd/oz payable	0,35

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

## BLUELAKE MINERAL - NEDBRUTET CAPEX STEKENJOKK-LEVI & JOMA

Typ av capex	MUSD
Gruvetablering Joma	31,7
Gruvetablering Stekenjokk	22,7
Gruvetablering Levi	59,5
Processanläggning	56,0
Återfyllningsanläggning	8,0
Nedstängning	20,0
<b>Total Capex</b>	<b>197,9</b>

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

# Bluelake Mineral – Appendix

## **BLUELAKE MINERAL - KOSTNAD PER TON STEKENJOKK-LEVI & JOMA**

Gruvdrift	USD/ tROM	24,57
Transportkostnad till Joma	USD/ tROM	4,10
Processanläggning	USD/ tROM	16,58
Rahabilitering	USD/ tROM	4,64
Generell och administrativ	USD/ tROM	3,50
Royalty	USD/ tROM	0,22
Total Operativ kostnad	USD/ tROM	53,62

Källa: Mangold Insight, Bluelake Mineral

\*ROM=Run of mine

# Bluelake Mineral – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Tkr)*	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	7 945	0	0	0	0	770 029	727 259
TC/RC Frakt						-139 350	-139 350
Operativa kostnader	-13 753	-13 500	-12 500	-12 500	-11 755	-269 970	-266 899
<b>EBITDA</b>	<b>-5 808</b>	<b>-13 500</b>	<b>-12 500</b>	<b>-12 500</b>	<b>-11 755</b>	<b>360 709</b>	<b>321 010</b>
EBITDA-marginal	-73,1%	nm	nm	nm	nm	46,8%	44%
Avskrivningar	0	-4 628	-4 165	-3 749	-26 051	-75 231	-121 270
<b>Rörelseresultat</b>							
Rörelsemarginal	-5 808	-18 128	-16 665	-16 249	-37 806	285 478	199 740
	-73%	nm	nm	nm	nm	37%	27%
Räntenetto	-362	0	-397	-397	-12 747	-38 747	-51 485
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-6 170</b>	<b>-18 128</b>	<b>-17 062</b>	<b>-16 646</b>	<b>-50 553</b>	<b>246 731</b>	<b>148 255</b>
Skatter	0	0	0	0	0	50 827	30 541
<b>Nettovinst</b>	<b>-6 170</b>	<b>-18 128</b>	<b>-17 062</b>	<b>-16 646</b>	<b>-50 553</b>	<b>195 904</b>	<b>117 715</b>

Källa: Mangold Insight

\*Växelkurs usd/sek 10,00

Balansräkning (Tkr)*	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Tillgångar</b>							
Kassa och bank	5 006	14 439	15 068	22 396	702	-2 924	154 967
Kundfordringar	2 041	2 614	0	0	0	33 755	31 880
Lager	0	0	0	0	0	42 193	39 850
Anläggningstillgångar	46 282	41 654	37 488	260 514	752 309	1 212 704	7 803 337
<b>Totalt tillgångar</b>	<b>53 329</b>	<b>58 707</b>	<b>52 557</b>	<b>282 911</b>	<b>753 011</b>	<b>1 285 728</b>	<b>8 030 034</b>
<b>Skulder</b>							
Leverantörsskulder	18 344	8 877	3 082	3 082	3 736	85 799	84 823
Skulder	0	7 942	7 942	254 942	774 942	1 029 692	7 657 260
<b>Totala skulder</b>	<b>18 344</b>	<b>16 819</b>	<b>11 024</b>	<b>258 024</b>	<b>778 678</b>	<b>1 115 491</b>	<b>7 742 082</b>
<b>Eget kapital</b>							
Bundet eget kapital	5 556	30 587	47 294	47 294	47 294	47 294	47 294
Fritt eget kapital	29 429	11 301	-5 762	-22 408	-72 961	122 943	240 658
<b>Totalt eget kapital</b>	<b>34 985</b>	<b>41 888</b>	<b>41 532</b>	<b>24 886</b>	<b>-25 667</b>	<b>170 237</b>	<b>287 952</b>
<b>Skulder och eget kapital</b>	<b>53 329</b>	<b>58 707</b>	<b>52 557</b>	<b>282 911</b>	<b>753 011</b>	<b>1 285 728</b>	<b>8 030 034</b>

Källa: Mangold Insight

\*Växelkurs usd/sek 10,00

# Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Mangold Insight publicerar endast analyser som innehåller och/eller grundar sig på offentliggjord information. Om Mangold Insight tar del av icke-offentliggjord, kurspåverkande information, kan Mangold inte publicera någon ny analys eller uppdatering till dess att informationen offentliggjorts av emittenten. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande. Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument. Anställda analytiker på Insight får inte äga eller handla med några överlåtbara värdepapper som emitterats av ett bolag som denna är ansvarig analytiker för. En sådan person får inte heller ingå i kundbolagets styrelse eller vara verksam i övrigt i bolaget.

Mangold analyserade Bluelake Mineral senast: 2023-04-26

Mangolds analytiker äger inte aktier i Bluelake Mineral.

Mangold äger inte aktier i Bluelake Mineral såsom för eget lager.

Mangold äger inte aktier i Bluelake Mineral genom uppdrag såsom likviditetgarant

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent