

Eurobattery Minerals

Mangold Insight - Uppdragsanalys 2020-01-20

MANGOLD

Gruvbolag redo för elbilsboom

Mangold inleder bevakning av gruvbolaget Eurobattery Minerals med rekommendationen Köp och en riktkurs på 106 kronor per aktie i ett tolv månaders perspektiv. Eurobattery Minerals är ett greentech gruvbolag med fokus på att miljövänligt och hållbart producera nödvändiga metaller för den europeiska batteri- och elbilsmarknaden. Mangold gör bedömningen att Eurobattery Minerals har stora möjligheter att bli en framgångsrik leverantör av metaller till batteriindustrin på grund av stark tillväxt av elbilar, hårda konsumentkrav och liten konkurrens.

Bilkonsumenten kräver greentech

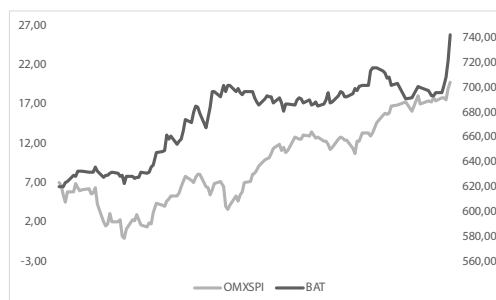
Eurobattery Minerals är ett av få gruvbolag som kan uppfylla alla krav från den europeiska bilindustrin vad avser metaller för batteritillverkning. Att elbilar fram till idag har levererats med batterier som har tillverkats på ett miljömässigt skadligt sätt är inget som bilkonsumenter förväntas acceptera i fortsättningen. Europeisk bilindustri är medveten om detta och kommer därför att tillse att alla batterier från europeiska tillverkare kommer att vara grönmärkta.

Hög risk - stor uppsida

Mangold har värderat Eurobattery Minerals gruvprojekt i Corcel i Spanien på årlig förväntad produktion av nickel, koppar och kobolt med start 2021. Vi uppskattar därmed försäljningsvärdet till 1,7 miljarder kronor och det fria kassaflödet till drygt 500 miljoner kronor. Vår kassaflödesvärdering uppgår till 1,000 miljoner kronor eller 106 kronor per aktie vilket inkluderar en rejäl reduktion för risken i detta tidiga projekt. Vi kan konstatera att Eurobattery Minerals-aktien har en stor uppsida. De kommande slutgiltiga borresultaten från Corcel kommer att vara en viktig katalysator för aktien eftersom bolaget då kan ta ett viktigt kliv framåt och närma sig produktionsstarten.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 106
Risk	Hög
Kurs (kr)	25,0
Börsvärde (Mkr)	251
Antal aktier (M)	9,695
Free float	100%
Ticker	BAT
Nästa rapport	2020-02-26
Hemsida	eurobattteryminerals.com
Analytiker	Magnus Behm



Kursutveckling

	1m	3m	12m
BAT	22,9	49,6	na
OMXSPI	3,7	11,3	25,6

Nyckeltal

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning (Mkr)	0	1,7	1 738	1 738	1 738
EBIT (Mkr)	-12,8	-4,1	661,7	514,8	535,3
Vinst före skatt (Mkr)	-12,8	-4,1	661,7	485,3	505,8
EPS, justerad (kr)	-1,32	-0,33	53,24	39,05	40,70
EV/Försäljning	nm	nm	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	-18,3	nm	0,4	0,4	0,4
EV/EBIT	-18,3	-56,6	0,4	0,5	0,4
P/E	-18,9	-75,0	0,5	0,6	0,6

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Ulex Recursos S.L.	1 145 768	11,8%
Marbury Ridge Ltd	1 073 116	11,1%
Andrew Randall	842 753	8,7%
Kimberly Wrixon	653 880	6,7%
Daniel Eddington	646 169	6,7%
He Shin Kim	359 723	3,7%
Avanza Pension	332 504	3,4%
Swedbank Försäkring	318 936	3,3%
Totalt	9 694 694	100%

Investment Case

Gruvbolag redo för elbilsboom

Mangold inleder bevakning av Eurobattery Minerals med rekommendationen Köp och en riktkurs på 106 kronor per aktie i ett tolv månaders perspektiv. Det ger en uppsida på över 300 procent jämfört med dagens börskurs på 25 kronor. Vi ger här fyra argument som talar för vårt köp-case i Eurobattery Minerals:

1. Makrovindar och råvaror.

Efter en period med synkroniserad tillväxt har världen tappat fart i BNP-tillväxt från mitten av 2018. Nu har även USAs tillväxt bromsat in något, FED signalerat återhållsamhet med räntehöjningar, samtidigt som inflationsförväntningarna stiger. Detta scenario innebär fallande realräntor. Som ett resultat har också dollarn försvagats från höga nivåer. Denna miljö driver på råvarupriser (som prissätts i dollar) såsom metaller, olja och guld och gynnar investeringar i gruvaktier.

Svagare USA-tillväxt ger stöd till råvaror

2. Värdering med uppsida

Eurobattery Minerals-aktien är en intressant investering. Det är en hög risk precis som för andra gruvprojekt i samma utvecklingsfas. Vi har dock tagit höjd för denna risk och bedömer ändå att aktien har en mycket stor uppsida både i absoluta termer och i relativa termer i jämförelse med peers. Värdet av Corcel i vårt värderingsspann sträcker sig från cirka 500 till 2,200 miljoner kronor eller 55 till 225 kronor per aktie. Då har vi inte inkluderat potentiella värden från de sju svenska gruvtillgångarna eller eventuellt framtida värde från andra mineralområden i Corcel, Spanien. Uppskattningsvis kan det röra sig om värden på dessa tillgångar som är en väsentlig del av hela bolagets börsvärde idag.

Vår värdering 106 kronor per aktie med ett värderingsspann på 55 till 225 kronor per aktie

3. Miljökrav och elfordon

Elbilsmarknaden i Europa förväntas explodera under det kommande decennierna med en tillväxt från 500 000 fordon 2019 till över 12 miljoner 2040. Flera biltillverkare har nu börjat investera i batterikapacitet och kraven är satta efter höga miljöstandarder. Det innebär att de ingående mineralerna i batteritillverkningen måste uppfylla samma höga miljökrav. Europas bilkonsumenter kommer sannolikt inte att acceptera att köpa en bil om inte bilbatterierna uppfyller de strängaste kraven. Samtidigt kommer inte Eurobattery Minerals och andra europeiska gruvbolag att kunna fylla hela Europas behov av batterimetaller.

Bilkonsumenten kommer enbart att acceptera elbilar med batterier av högsta miljöstandard

4. Gruvtillgången Corcel

Prospektering och provborringar har pågått under ett par år i Corcel. Resultaten har fortsatt indikerat positivt vad avser Ni-Co-Cu-halter. Corcel är bolagets flaggskeppsprojekt och är strategiskt helt rätt. Det ligger inom Europa och uppfyller många krav vad gäller infrastruktur (vägar, hamnar, el och vattenförsörjning), hållbarhetskrav samt nödvändiga myndighetstillstånd. Corcel är utan större konkurrens då det bara finns ett fåtal gruvor inom Europas gränser. Förväntade positiva resultat från dessa prover under första kvartalet 2020 kommer att vara en viktig katalysator och värdedrivare för Eurobattery Minerals-aktien

Corcel en av få gruvtillgångar som kan uppfylla bilindustrins krav

Eurobattery Minerals - Bolaget i korthet

Ett gruvbolag med fokus på hållbarhet

Eurobattery Minerals (före detta Orezone) är ett gruvutvecklingsbolag vars vision är att hjälpa Europa att bli självförsörjande inom etiska och spårbara batterimineraler till elfordonsindustrin. Detta ska uppnås genom att vara grunden i värdekedjan som går från batterimineraler till batteritillverkning och slutligen till elfordonstillverkning. Eurobattery Minerals är ett grönt gruvbolag som strävar efter att hålla högsta möjliga miljöstandard samt att ta socialt ansvar i verksamheten.

Etiska och spårbara batterimineraler till elfordonsindustrin i Europa

Corcel-projektet

Bolagets primära fokus ligger på att utvinna nickel, kobolt samt koppar, tre mineraler som är essentiella för batteritillverkning. Ett viktigt steg i denna strategi var förvärvet av Corcel Minerals S.L som äger ett Nickel-Kobolt-Koppar projekt i Galicien, Spanien. Corcelprojektet består av de tre prospekteringsområdena Castriz, Monte Mayor och Monte Castello. I Castriz-området som är bolagets primära fokus fick man i början av december tillbaka uppmuntrande resultat som bekräftade förhöjda halter av nickel, kobolt och koppar i området. Ytterligare resultat är att vänta i början av 2020.

Corcel är bolagets flaggskeppsprojekt

Projekt i Sverige

Utöver flaggskeppsprojektet i Spanien har Eurobattery Minerals även sju stycken undersökningstillstånd i norra Sverige som tillsammans täcker en yta på 25,2 km². Här genomförs för närvarande analyser för att bedöma de olika områdenas potential. Ett samarbete har också inletts med Uppsala universitet samt AGH University of Science & Technology i Krakow med syfte att hitta nya sätt att utvinna sällsynta metaller.

Eurobattery Minerals har sju undersökningstillstånd i Sverige

Eurobattery Minerals - Svenska gruvtillgångar

Plats	Storlek (hektar)	Mineraler
Ornbäcken, Västerbotten	1698	Vanadin, Molybden, Jordartsmetaller
Fetsjön, Västerbotten	304	Vanadin, Molybden, Jordartsmetaller
Bruksberget, Västernorrland	113	Guld, Silver och Koppar
Brännkammen, Västerbotten	51	Guld, Silver, Koppar, Zink, Bly
Piettarasjärvi, Norrbotten	133	Koppar
Sörtjärn, Västerbotten	151	Guld, Zink och Bly
Pahtavaara, Norrbotten	67	Guld och Koppar

Källa: Eurobattery Minerals

Affärsmodell

Företagets affärsmodell går ut på att bygga en projekt-pipeline inom alla faser av gruvprocessen. Strävan är att ha fyra till sex projekt i undersökningsfasen (här ligger just nu de svenska projekten), två till tre projekt i utvecklingsfasen (här ligger just nu Corcelprojektet) och slutligen ett till två projekt i produktionsfasen. Bolaget har förutom bolagets egen kompetens dessutom ett betydande nätverk med branschkunskap och kontakter i en bred aktieägarkrets att utnyttja vid behov inför nya förvärv och expansion.

Eurobattery Minerals har en affärsplan som innebär förvärv och expansion

Eurobattery Minerals - Bolagsledning

Verkställande direktör

Eurobattery Minerals leds sedan mars 2019 av Roberto Garcia som har 25 års erfarenhet från gruvindustrin på internationell nivå. Förutom sin roll som vd så sitter han även i styrelsen. Under sin karriär har Roberto Garcia arbetat med både den praktiska och den teoretiska sidan av prospektering och gruvindustrin.

Garcia inledde sin karriär med olika roller inom Rio Tinto, världens näst största gruvbolag. Mellan 2007 och 2009 var han vd för Global Projects GmbH, ett konsultbolag med inriktning mot gruvindustrin som är baserat i Berlin. Han flyttade sedan till Afrika där han de senaste tio åren varit vd för Haliburton Overseas Ltd som är verksamma inom gruvindustrin i Västafrika. Garcia är doktor i juridik och har kandidatexamen i ekonomi samt industriell psykologi. Han äger 67 857 aktier i Eurobattery Minerals via Nazgero Consulting Services Ltd

Roberto Garcia har lång och bred erfarenhet både av praktisk gruvdrift och administration och prospektering

Styrelseordförande

Monia Benbouzid är ny styrelseordförande i Eurobattery Minerals sedan december 2019. Hon är specialiserad inom greentech och marknad. Inom dessa områden har hon gedigen erfarenhet av att arbeta i både privat och offentlig sektor. Att få in Benbouzid som ordförande ger ytterligare tyngd till Eurobattery Minerals uttalade vision om att bidra till en mer hållbar gruvindustri. Benbouzid är idag Vice President of Marketing And Sales på Nanol Technologies, ett bolag som är verksam inom greentech. Benbouzid har en masterexamen i internationella relationer och internationell ekonomi från Stockholms universitet. Benbouzid äger inga aktier i Eurobattery Minerals

Monia Benbouzid tillför viktig kunskap inom greentech och marknadsföring

Övrig Styrelse

Martin Boldt-Christmas har 20 års erfarenhet av de finansiella marknaderna där han har hållit positioner i USA, Europa och Asien åt bolag som Credit Suisse och UBS. Boldt-Christmas var styrelseordförande fram till december 2019 och representerar storägaren Marbury Ridge i styrelsen, en firma som han är medgrundare av. Martin Boldt-Christmas har en examen i ekonomi och statsvetenskap från Göteborgs universitet. Boldt-Christmas äger 114 286 aktier privat i Eurobattery Minerals och representerar Marbury Ridge som äger 1 073 116 aktier.

Martin Boldt-Christmas besitter gedigen finansiell kompetens

Jan-Olof Arnbom är styrelsemedlem sedan 2018. Han var under åren 2007 till 2017 enhetschef för Sveriges Geologiska Undersökning. Han är en erfaren geokonstult som har erhållit uppdrag från bland andra IVL Svenska Miljöinstitutet och Sveriges Geologiska AB. Jan-Olof Arnbom har erhållit en filosofie licentiat i geologi från Uppsala universitet. Arnbom äger inga aktier i Eurobattery Minerals.

Jan-Olof Arnbom tillför expertis inom geologi

Sammantaget anser Mangold att Eurobattery Minerals ledning och styrelse har en väl avvägd mix av relevanta erfarenheter för att driva bolaget på ett konstruktivt sätt. Här finns gruvindustrierfarenheten, greentech- och geologiskunskap samt finansiell kompetens.

En väl avvägd mix av erfarenhet och kompetens

Eurobattery Minerals - Corcel projektet

Flaggskeppet i Spanien

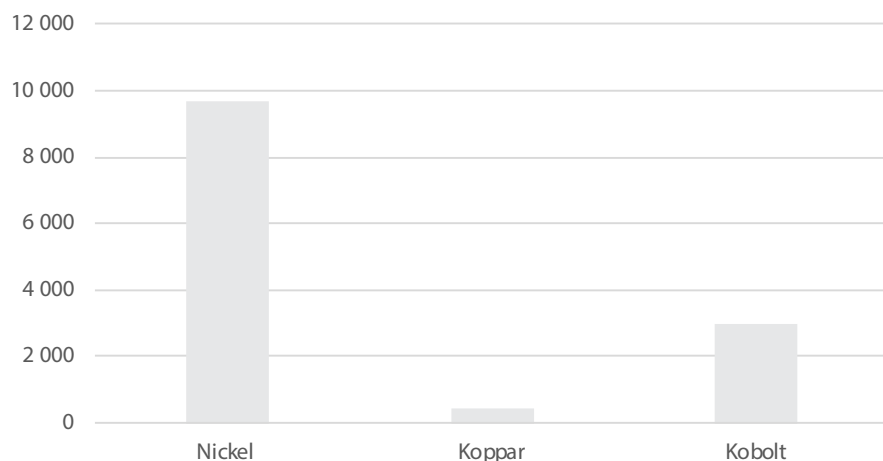
Corcel Minerals S.L bildades 2017 med målet att leta reda på nickel-, kobolt- och kopparprojekt i Europa, vilka befinner sig i ett framskridet prospekterings- och utvecklingsstadium. Bolaget besitter rättigheterna till Corcel Ni-Co-Cu-projektet som ligger inom området Monte Castelo i Galicien i Nordvästra Spanien. Corcel ligger cirka 60 kilometer från staden A Coruna och cirka 40 kilometer från staden Santa Comba.

Corcel Minerals bildades 2017

Corcel ligger i ett område med mafiska-ultramafiska bergarter som är potentiella geologiska formationer för Ni-Co-Cu-mineraliseringar. Tidigare utförd prospektering och geologisk kartläggning har indikerat flera mineraliserade zoner. De koncentrerade metallerna förekommer tillsammans med sulfidmineral och metallerna kan utvinnas och anrikas med konventionella och välkända brytnings- och bearbetningssmetoder. Projektet bedöms innehålla sulfidmineraliseringar med både små volymer med högt metallinnehåll och stora volymer med mer låghaltigt metallinnehåll. Båda dessa typer mineraliseringar är lämpliga för så kallad bulkbrytning. Vi har i vår analys använt oss bolagets egna och senaste data över hur många ton malm som kan förväntas brytas per år. Metallinnehållet uppgår enligt senaste uppgifter till omkring 1,10 procent för nickel, 0,05 procent för kobolt och 0,33 procent för koppar.

Brytning bedöms möjlig både med konventionella metoder och bulkbrytning

Corcel/Spanien - Förväntad produktion (ton)



Corcel är ett område med utbredd befintlig infrastruktur som Eurobattery Minerals kan utnyttja. Asfalterade vägar från projektet till närliggande städer, befintligt El och Vatten-nät samt nära till hamnarna i både Vigo och La Coruna är alla tre saker som visar på den fördelaktiga geografiska placeringen av Corcel-projektet. Den gynnsamma geografiska placeringen bidrar till att hålla nere kostnaderna för bolaget.

Fördelaktig geografisk placering i nordvästra Spanien

Kommunen Santa Comba har lång erfarenhet av gruvverksamhet i området och befrämjar denna typ av industri. Gruvdrift i Galicien styrs av moderna lagar och förordningar och en tillståndsansökan till gruvverksamhet kräver också att en efterbehandlingsplan redovisas. Socioekonomiska förhållanden i samhället och troliga miljöeffekter av gruvdriften måste också ingå i en ansökan om tillstånd.

Lokala politiker i Spanien välvilligt inställda till gruvindustri

Mineraler till batterier för elfordon

Elbilsboom

Europa och bilindustrin har inlett den nödvändiga miljömässiga omställningen av transportsektorn. Biltillverkare har länge varit sena med att ställa om från förbränningsmotorer. Ett av skälen till detta har helt enkelt varit att man vill ha avkastning på dom stora investeringar man redan gjort i den gamla tekniken. Nu är dock flertalet biltillverkare i färd med både batteriinvesteringar och en mängd nya bilmodeller för 2020 och framåt. Vi tror att bilkonsumenten framöver bara kommer att acceptera miljöcertifierade batterier vid köp av en hybrid- eller elbil.

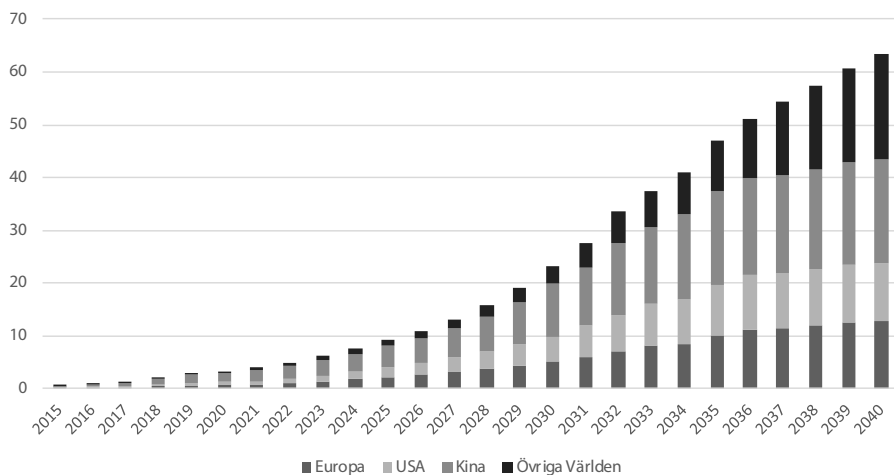
Biltillverkare investerar stort inför elbilsboom

Den riktiga skjutsen i efterfrågan kommer vid tidpunkten då priset på hybrid eller elbilen kommer ned i nivå med gamla konventionella bilar med förbränningsmotor. I en elbil utgör batterier och elmotor/drivpaket omkring 40 procent av värdet av bilen. Med snabbt fallande batteripriser på grund av ökade volymer och massproduktion så kommer snart elbilen och fossilbilen att kosta lika mycket.

Den globala flottan av elbilar förväntas explodera från knappt 3 miljoner enheter 2019 till över 65 miljoner fordon år 2040. Den europeiska marknaden förväntas samtidigt att växa från omkring 500 000 fordon 2019 till över 12 miljoner fordon 2040, en 24x ökning eller drygt 16 procent per år.

Europamarknad på 12 miljoner elbilar 2040

Globalt antal sålda elbilar 2015-2040 (miljoner)



Källa: Bloomberg NEF

Särskilt spännande blir det när vi tittat på vad varje biltillverkare har för planer för nya modeller av elbilar. Mellan 2019 och 2021 planeras mer än en dubbling av antalet modeller av elfordon, från cirka 100 till över 200 stycken nya elbilmodeller. Det är framförallt Volkswagen, PSA, Toyota, Daimler och BMW som står för de stora ökningarna. Se sid 7 för utvecklingen 2015 till 2025.

Explosion av nya modeller av elbilar

Vi kan alltså konstatera att världens biltillverkare, med de tyska tillverkarna i spetsen, på allvar nu byter ut sina modellprogram till hybrider och elbilar. Eurobattery Minerals har som huvudfokus att förse den tyska bilindustrins batteritillverkare med hållbara och etiska mineraler.

Eurobattery Minerals har fokus på Tyskland

Mineraler till batterier för elfordon forts.



Mer än en fördubbling mellan 2019 och 2021

Källa: Bloomberg NEF

Europa investerar stort i batterier

Hittills har världens lithium-ion batterier för elfordon tillverkats av bolag såsom Panasonic, Samsung och Tesla men nu tar Europa upp kampen för att hänga med i den industriella omställningen av biltillverkningen. Under slutet av 2019 beslutade EU i ett av flera projekt att ge statligt stöd om sammanlagt 3,2 miljarder euro till ett privat batteriprojekt på drygt 5 miljarder euro för en sammanlagd investeringskostnad på omkring 9 miljarder euro. Projektet omfattar bland andra bolagen BASF, BMW och Fortum. Det statliga stödet delas mellan följande medlemsländer - Tyskland 1,25 miljarder euro, Frankrike 960 miljoner, Italien 570 miljoner, Polen 240 miljoner, Belgien 80 miljoner, Sverige 50 miljoner och Finland 30 miljoner euro. Andra privata bil- och industriföretag har nyligen annonserat liknande större investeringsprojekt vad avser batteritillverkning, bland andra Daimler. EU-företrädare har sagt att fönstret för europeisk batteriindustri är nu under 2020-21. Under denna tid måste Europa bevisa att man kan bygga världens bästa och mest hållbara batterier för den mycket starka tillväxt som förväntas för elfordon.

EU driver strategiskt industriinitiativ

Biltillverkare för hållbarhet

I januari i år annonserade BMW att man som första biltillverkare har anslutit sig till IRMA - The Initiative for Responsible Mining Assurance. Målet för IRMA är att styra om industriell gruvbrytning mot att bli mer ansvarstagande. Hållbarhet är mycket viktigt för BMW och bolaget framhåller att man är fullt medveten om sitt eget ansvar i värdekedjan för mineraler. IRMAs ambitiösa standard för certifiering kommer att förbättra miljö och sociala aspekter i hela värdekedjan mellan gruvbolag och biltillverkare. IRMA mäter gruvor i en rad aspekter såsom hälsa och säkerhet, mänskliga rättigheter, kontroll av utsläpp och föroreningar och landvård och landåtervinning.

Bekräftelse av Eurobattery Minerals vision

Detta är ett av de senaste och starkaste bevisen för att Eurobattery Minerals vision om att hjälpa Europa att bli självförsörjande inom etiska och spårbara batterimineraler till elfordonsindustrin ligger rätt i tiden.

Eurobattery Minerals - Prognoser

En miljardinvestering med start 2021

Mangold har antagit att Corcel-projektet kommer vara i produktion från och med 2021. Vi har också antagit att investeringskostnaden tas under 2021. På så sätt har vi fått en enklare beräkningsgrund för bolagets värdering. Det är värt att påpeka att det föreligger risk för förseningar i bolagets planering för verksamheten.

Prognoserna för den volym som projektet väntas producera är baserade på genomförda tester av mineralhalter i kombination med projektets storlek. De senaste testresultaten kom i december och bekräftade de förhöjda halterna som tidigare genomförda fältstudier i området hade indikerat. Ytterligare testresultat kommer att presenteras under det första kvartalet 2020.

Antagande om produktionsstart 2021

Senaste testerna uppvisade positiva indikationer

Eurobattery Mineral - Resultaträkning och kassaflöde

(Tkr)	2021P	2022P	2023P
Försäljning Ni	1 402 670	1 402 670	1 402 670
Försäljning Cu	149 501	149 501	149 501
Försäljning Co	185 934	185 934	185 934
Försäljning totalt	1 738 105	1 738 105	1 738 105
Opex	1 140 220	1 140 220	1 140 220
EBITDA	666 531	666 531	666 531
Netto resultat	516 119	378 506	394 500
EPS (SEK)	53,24	39,05	40,70
Operativt kassaflöde	367 018	554 055	549 544
Investeringar	-984 180	-15 040	-15 040
Fritt kassaflöde	-637 011	546 603	541 476

Källa: Mangold Insight

Den förväntade investeringskostnaden för Corcel Ni-Co-Cu-projektet är knappt en miljard kronor. Vi har antagit att bolaget tar upp ett lån på motsvarande belopp och att både lånet och investeringen bokförs under 2021.

Investering på en miljard kronor

Vi har i våra prognoser för försäljning utgått ifrån rådande marknadspriser på de aktuella mineralerna kombinerat med de ovan nämnda estimaten av produktionsvolym. Produktionsvolymen antas vara jämn över projektets livstid. Detta lämnar variationer i marknadspriserna för nickel, kobolt och koppar som förklaring till framtida variation i försäljningen från nuvarande prognos på 1,738 miljoner kronor.

Jämn produktion över tid

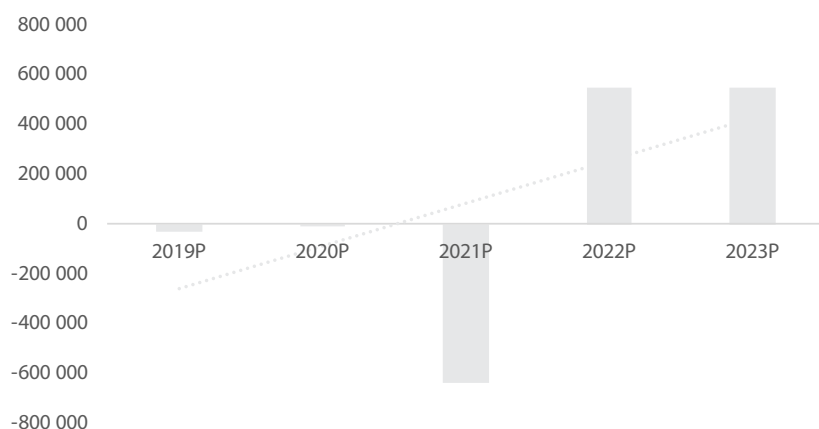
Kostnaderna i form av opex är baserade på uppskattade värden från bolaget givet antagen storlek på fyndigheten och projektet. Av totala opex på omkring 1,140 miljoner kronor belöper drygt hälften på själva malmbrytningen och bearbetningen. Knappt hälften av opex utgörs av administrationskostnader, overhead, transporter och övriga underhållskostnader.

Eurobattery Minerals - Prognoser forts.

Kassaflöde på över 500 miljoner kronor

Mangold har i beräkningarna av prognoserna för Eurobattery Mineral utgått att bolaget investerar en miljard under 2021 vilket slår igenom i ett stort negativt fritt kassaflöde. De följande elva åren beräknas kassaflöde uppgå till omkring 500 miljoner kronor per år.

Eurobattery Minerals - Fritt kassaflöde (tkr)



Stabilt kassaflöde från 2022

Känslighet för förändring i metallpriser

Ökad försäljning på grund av högre mineralpriser rinner i princip rakt ner till resultatet då kostnaderna i projektet till största del är kopplade till den volym som produceras. En förändring av samtliga metallpriser med 10 procent slår då igenom i rörelseresultatet med 26 procent.

Eurobattery Minerals - Känslighetsanalys metallpriser

Förändring metallpriser	-10%	2021P	+10%
EBIT (Mkr)	487,1	661,7	835,5
Förändring EBIT	-26%		+26%

Källa: Mangold Insight

10 procent på metallpriserna slår
26 procent på resultatet

Eurobattery Minerals - Värdering

Värdering med stor uppsida

Mangold har värderat Eurobattery Minerals i en kassaflödesvärdering baserat på Corcel projektet i Spanien. Vi har valt att inte ta med de svenska gruvtillgångarna då dessa ligger i mycket tidig fas och det är oklart om dessa kommer att kunna få tillstånd att börja produktion. Trots detta kan det finnas betydande värde i "trade-sell" av dessa tillgångar. En sådan transaktion representerar därför en ytterligare väsentlig uppsida i Eurobattery Minerals-aktien

DCF 106 kronor per aktie med mer uppsida under resans gång

Den förväntade produktionen i Corcel ger ett bruttokassaflöde på cirka 500 miljoner kronor, under minst tolv års produktion, med ett avkastningskrav på 16 procent och med en antagen riskfaktor på 50 procent så har vi kommit fram till ett motiverat värde på omkring 1,000 miljoner kronor eller 106 kronor per aktie. Detta ger en uppsida på över 300 procent jämfört med dagens kurs på 25 kronor per aktie.

Hänsyn tagen till hög risk i vår värdering

Eurobattery Minerals - DCF

(tkr)	2020P	2021P	2022P	2023P...	...2031P
EBIT	-4 143	661 693	514 792	267 648	267 648
Fritt kassaflöde	-3 466	-637 011	546 603	340 740	340 740

Antaganden	Risk faktor	Diskränta	Tillväxt	Skatt
	0,5	16%	3%	25%

Riktkurs

Enterprise value	1 019 573
Equity value	1 027 535

Riktkurs per aktie 106,00

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys DCF

I värderingen av de flesta mindre börsbolag som ännu inte nått ut på marknaden sätter vi ett relativt högt avkastningskrav. För att spegla den speciella risken i ett gruvprojekt som ännu inte kommit till produktion sätter vi dessutom en riskfaktor på framtida kassaflöden. Både antaget avkastningskrav och riskfaktor sjunker när vi närmar oss produktionsstarten 2021.

Eurobattery Minerals - Känslighetsanalys (kronor/aktie)

Avkastningskrav	12%	14%	16%	18%
Riskfaktor 0,0	225	200	175	160
Riskfaktor 0,5	135	120	106	95
Riskfaktor 0,8	85	75	65	55

Lägre avkastningskrav och riskfaktor ger rejäl skjuts i värderingen

Källa: Mangold Insight

Givet att Eurobattery Minerals kommer vidare under 2020 med provresultat, finansiering och investeringsbeslut om att gå vidare med gruvdrift i Corcel så skulle det motiverade värdet snabbt kunna öka uppemot 2,000 miljoner kronor eller 200 kronor per aktie allteftersom den bedömda risken då skulle minska.

Eurobattery Minerals - Värdering forts.

Peers ger stöd för vår värdering

För att få en bild av hur värderingen ser ut på gruvbolag så har vi valt att jämföra Eurobattery Minerals-aktien med två bolag i en liknande fas som de själva. Vi har även valt att jämföra med två bolag som är i produktion för att få en känsla av hur värderingen kan komma att se ut på lite längre sikt.

Savannah Resources är ett intressant bolag att jämföra med då deras flaggskeppsprojekt ligger i södra Europa precis som Eurobattery Minerals Corcel projekt. Projekten är också i liknande faser och båda har fokus på mineraler till batterier för elfordonsmarknaden. Idag har Savannah Resources mer än dubbelt så högt börsvärde trots bolagens många likheter.

Savannah Resources har dubbelt så högt börsvärde som Eurobattery Minerals, trots flera likheter

Adriatic Metals är ett annat bolag som är i ett liknande stadium som Eurobattery Minerals. Adriatic Metals har sina huvudsakliga resurser i Bosnien och Hercegovina men har sin bas i Storbritannien. Adriatic Metals har i likhet med Eurobattery Minerals ännu inget projekt som nått produktionsfasen men har ändå baserat på goda testresultat lyckats nå ett börsvärde på nästan två miljarder kronor.

Adriatic Metals är värt två miljarder kronor men är bara i utvecklingsfas

Eurobattery Minerals - Peer värdering

Bolag	Utvecklingsfas	Valuta	Börsv. (MSEK)	P/E 2020P	P/E 2021P	EV/EBITDA 2020P	EV/EBITDA 2021P
Boliden	Produktion	SEK	67 815	10,5	10,9	5,5	5,3
Lundin Mining	Produktion	SEK	40 911	13,8	9,8	4,7	4,0
Atalaya Mining	Produktion	CAD	3 388	5,8	4,6	3,4	2,3
Adriatic Metals	Utveckling	AUD	1 859	neg	neg	Neg	neg
Red River Resources	Produktion	AUD	503	7,6	3,0	3,0	1,6
Savannah Resources	Utveckling	GBP	411	neg	Neg	neg	neg
Genomsnitt			19 148	9,4	7,1	4,1	3,3
Eurobattery Minerals	Utveckling	SEK	194	neg	0,4	na	0,3
Rabatt Eurobattery Minerals					-96%		-91%

Källa: Bolagsdata, Mangold Insight

För att få en förståelse för hur gruvbolag i produktionsfas värderas är det intressant att kolla på Atalaya Mining. Atalaya Mining har precis som Eurobattery Minerals sitt största projekt i Spanien men med skillnaden att gruvan är i produktion. Med ett börsvärde på över tre miljarder kronor kan Atalaya Mining ses som en vägvisare på den uppsida som finns när ett gruvbolag når produktion.

Atalaya Mining är en konkurrent i Spanien

Eurobattery Minerals-aktien handlas för närvarande på ett EV/EBITDA på 0,3x för våra prognoser för första hela produktionsåret 2021. Om vi applicerar vår riktkurs på 106 kronor per aktie stiger EV/EBITDA 2021 till cirka 2,4x vilket ligger nära bolag som Atalaya Mining på 2,3x samtidigt som det ligger väsentligt under större gruvbolag som Boliden och Lundin Mining med EV/EBITDA på mellan 4x och 5x.

Givet framgång i Corcel är Eurobattery Minerals värderat i nivå med peers på 106 kronor

Appendix - SWOT Eurobattery Minerals

Styrkor

- Erfaren ledning
- Positiva testresultat i Corcel-projektet
- Bra befintlig infrastruktur kring Corcel-projektet

Svagheter

- Inget projekt i produktionsfas
- Positiva testresultat är ej garanti för faktiskt utfall
- Begränsad organisation i dagsläget, måste byggas upp från grunden

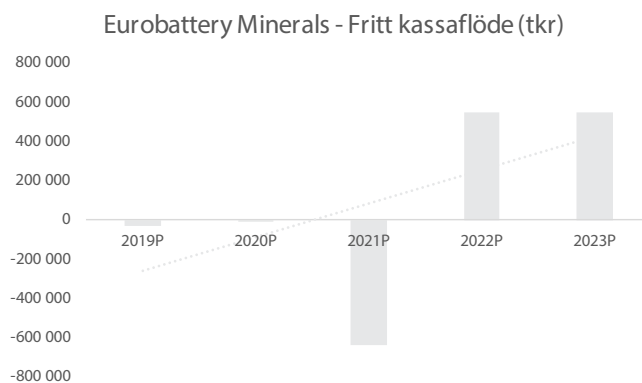
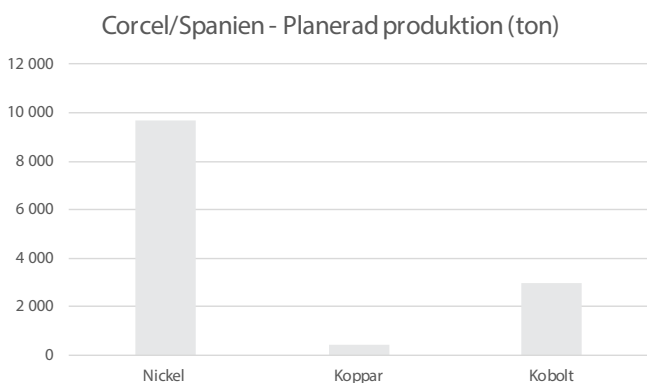
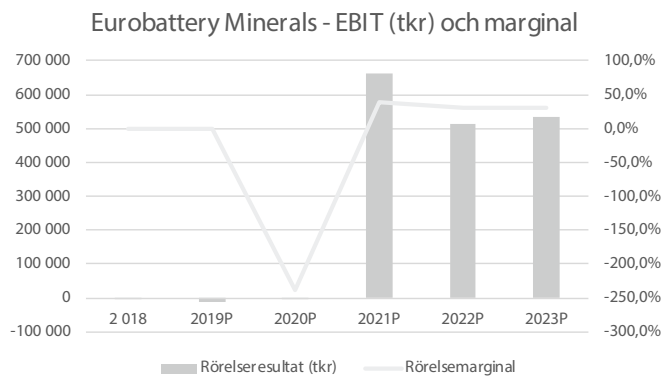
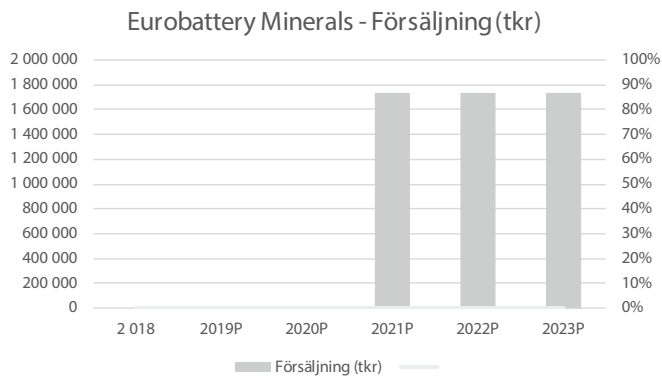
Möjligheter

- Växande Marknad
- Låg konkurrens, endast två procent av Europas batteribehov produceras i regionen
- EU-kommissionen har kommunicerat att Europa måste bli global ledare i hållbar batteriproduktion för att nå klimatmål

Hot

- Beroende av metallpriser
- I behov av ytterligare finansiering för att nå produktion i Corcel-projektet
- Undersökningstillstånden i Sverige är tidsbegränsade och kan nekas förlängning

Appendix - Diagram Eurobattery Minerals



Appendix - Resultat och balansräkning

Resultaträkning (TKR)	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning	0	0	79	1 738	1 738 105	1 738 105	1 738 105
Kostnad sålda varor	0	0	0	-573	-572 646	-572 646	-572 646
Bruttovinst	0	0	79	1 165	1 165 459	1 165 459	1 165 459
Bruttomarginal	em	em	100,0%	67,1%	67,1%	67,1%	67,1%
Personalkostnader	0	-565	-564	-110	-110 460	-110 460	-110 460
Övriga rörelsekostnader	-886	-2 836	-12 318	-388	-388 469	-388 469	-388 469
Avskrivningar	0	0	0	-4 809	-4 838	-151 739	-131 234
Rörelseresultat	-886	-3 401	-12 803	-4 143	661 693	514 792	535 297
Rörelsemarginal	em	em	em	-238,3%	38,1%	29,6%	30,8%
Räntenetto	0	-82	-2	-2	-2	-29 528	-29 528
Vinst efter finansnetto	-886	-3 483	-12 805	-4 145	661 691	485 264	505 769
Skatter	0	0	0	912	-145 572	-106 758	-111 269
Nettovinst	-886	-3 483	-12 805	-3 233	516 119	378 506	394 500
Balansräkning (TKR)	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Tillgångar							
Kassa o bank	224	4 628	8 042	4 450	371 468	910 483	1 444 987
Kundfordringar	154	263	10	190	166 668	142 858	119 048
Lager	0	0	0	31	31 378	31 378	31 378
Anläggningstillgångar	3 002	2 840	32 061	32 252	1 011 594	874 895	758 701
Totalt tillgångar	3 380	7 731	40 113	36 924	1 581 108	1 959 614	2 354 113
Skulder							
Leverantörsskulder	192	514	0	44	43 929	43 929	43 929
Skulder	1 532	80	80	80	984 260	984 260	984 260
Totala skulder	1 724	594	80	124	1 028 189	1 028 189	1 028 189
Eget kapital							
Bundet eget kapital	1 192	6 515	6 515	6 515	6 515	6 515	6 515
Fritt eget kapital	464	622	33 518	30 285	546 404	924 910	1 319 409
Totalt eget kapital	1 656	7 137	40 033	36 800	552 919	931 425	1 325 924
Tot skulder o eget kapital	3 380	7 731	40 113	36 924	1 581 108	1 959 614	2 354 113

Källa: Mangold Insight

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. 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. De 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.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Eurobattery Minerals.

Mangold äger inte aktier i Eurobattery Minerals.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/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