

Högoktanig gruvutvecklare

Det gröna stålet ändrar spelplanen för gruvindustrin

Många hundra år av järnmalsproduktion enligt oförändrade principer är under snabb förvandling. Stålkunderna vill ha en produkt utan de enorma koldioxidutsläpp som den gamla teknologin innebär och är beredda att betala ett betydande prisprenium för detta. Stålproducenterna ställer därför om sina processer från att reducera järnmalmen med kol/koks i en traditionell masugn till att reducera den med grön vätgas i en ljusbågsugn istället; en process kallad DRI. För att det ska fungera så krävs en malm som ger ett koncentrat med minst 67% järninnehåll och låga föroreningar – ett krav som endast 4% av världens malmer klarar idag.

Grangex spännande position

Utan en historisk ryggsäck av tillgångar, processer och kunder, så har snabbfotade Grangex en potential att snabbt kunna etablera sig som en av Europas största producenter av DRI-malmskoncentrat om planerna går i lås. Trots sin litenhet och korta historik har bolaget också kunnat knyta till sig Anglo American, ett av världens största gruvbolag, som en partner av sällsynt kaliber. Anglo hjälper till med både finansiering och åtar sig att köpa hela produktionen av DRI-koncentrat från Grangex båda gruvor Dannemora och Sydvaranger, mot royalties och ett rejält deltagande i branschomvandlingen.

I båda fallen har gruvorna med tillhörande anläggningar kunnat köpas till fördelaktiga priser med en stor del av utrustningen i gott skick, där nya anrikningsprocesser kommer att uppgradera produkterna till DRI-klass, vilket borgar för möjligheter till lönsam drift även under sämre marknadsförhållanden.

Förutsättningarna finns med andra ord för en riktig framgångssaga, men utmaningarna på vägen är många även om i princip alla tillstånd och legala hinder är undanröjda. Finansieringen måste lösas, materiel och utrustning införskaffas och personal anställas utan dyrbara fördröjningar, processer fås att fungera i praktiken, restriktioner och miljökrav hållas, samt inte minst de globala malmpriserna och dollarkursen inte gå ner för mycket. De exogena faktorerna är svåra att påverka, men för de företagsinterna faktorerna krävs ett skickligt och erfaret ledarskap, vilket framför allt VD och störste ägaren Christer Lindqvist med decennier i branschen står för.

Stor potential – Stor risk

Det är svårt att värdera en start-up som Grangex, då riktig verksamhet med koncentratproduktion och -leveranser fortfarande är minst två år bort. Det är först då vi kommer att få se om alla planer verkligen kommer att kunna omsättas i praktiken och vägen dit är full av snubbeltrådar. Om emellertid potentialen skulle infrias till fullo så kan den motivera en tvåsiffrigt antal gånger högre kurs än i dagsläget. Potentialen är alltså mycket stor, men så är också risken. Bästa sättet att hantera en sådan aktie är att vara noggrann med storleken på positionen i portföljen – inte att avstå från att investera.

Grangex AB

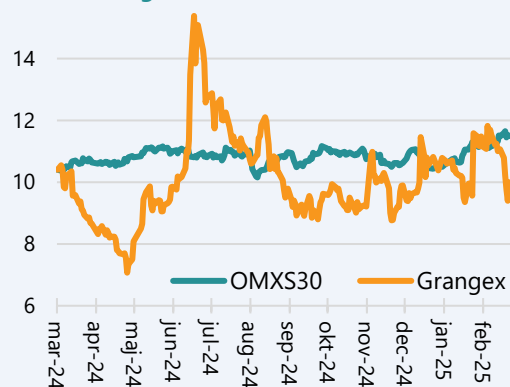
Initieringsanalys

Datum 4 mars 2025
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch Gruvnäring
Styrelseordförande Klas Åström
Vd Christer Lindqvist
Noteringsår 2020 (Metallvärden 2008)
Listning Nasdaq First North
Ticker GRANGX
Aktiekurs 3/3 - 25 9,50 kr
Antal utestående aktier, milj. 14,0
Börsvärde, mkr 133
Nettoskuld, mkr 674
Företagsvärde (EV), mkr 807
Webbplats www.grangex.se
Nästa rapport 20 maj 2025

Kursutveckling senaste året



Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2024	2025P	2026P	2027P
Omsättning	17,5	28,0	1 132	2 813
EBITDA	-60,1	-96,8	-160,8	152,8
Rörelseres. (EBIT)	-78,2	-111,8	-176,3	26,6
Nettoreultat	-178,1	-134,3	-187,2	-75,8
Resultat per aktie	-13,66 kr	-9,58 kr	-11,91kr	-7,98 kr
Utdelning per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	-50%	60%	3942%	149%
EBITDA- marginal	-343%	-346%	-14%	5,4%
Rörelsemarginal	-447%	-399%	-16%	0,9%
Vinstmarginal	-107%	-480%	-17%	-2,7%
P/E- tal	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	neg	neg	neg	30
P/S- tal	8,6	4,8	0,1	0,0
EV/omsättning	47	29	0,7	0,3

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

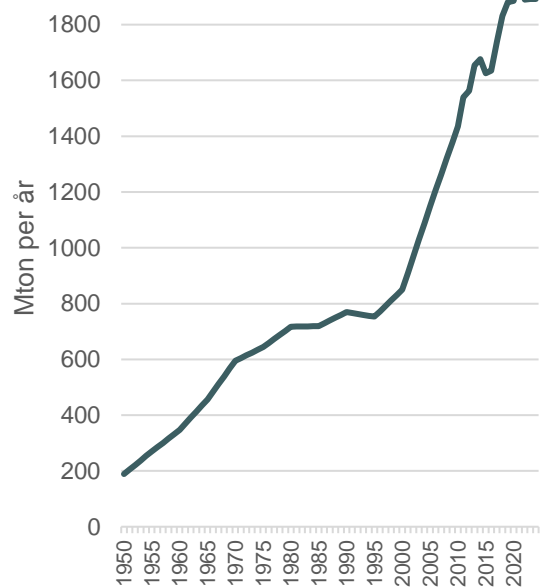
Marknaden

För ett gruvbolag som till största delen producerar järnmalm, så blir tre faktorer helt avgörande för lönsamheten: Järnmalmspriset, kostnadsnivån i egna anläggningen och dollarkursen, där relationen mellan de två förstnämnda är det allra viktigaste. Den kräver dock en förståelse av järnmalmsmarknaden för att ha en möjlighet att bedöma vart priset är på väg. Och eftersom den absoluta majoriteten av all järnmalm går till stålproduktion blir stålmarknaden central i bedömningen.

Historik

Under efterkrigsåren användes den under kriget uppbyggda kapaciteten i järn- och stålindustrin till uppbyggnaden av de europeiska och amerikanska ekonomierna, mycket i statlig regi. Fram på 1960-talet började sedan Japan sin stora uppbyggnad, men det kunde knappast sägas finnas en riktig marknad för järnmalm, utan priset sattes årligen i hemliga förhandlingar mellan malmproducenterna och de japanska stålproducenterna och rörde sig mellan USD 12-15 per ton mellan 1980 och 2003. Det var inte förrän i början av 2000-talet som en daglig konkurrensutsatt marknadsprissättning växte fram och inte förrän 2010, då Kinas framväxt redan kommit en bra bit på väg, som det tidigare kartelliknande systemet brakade ihop och ersattes av dagens system med långa kontrakt som är kopplade till de dagsaktuella priserna.

Råstål, global produktion

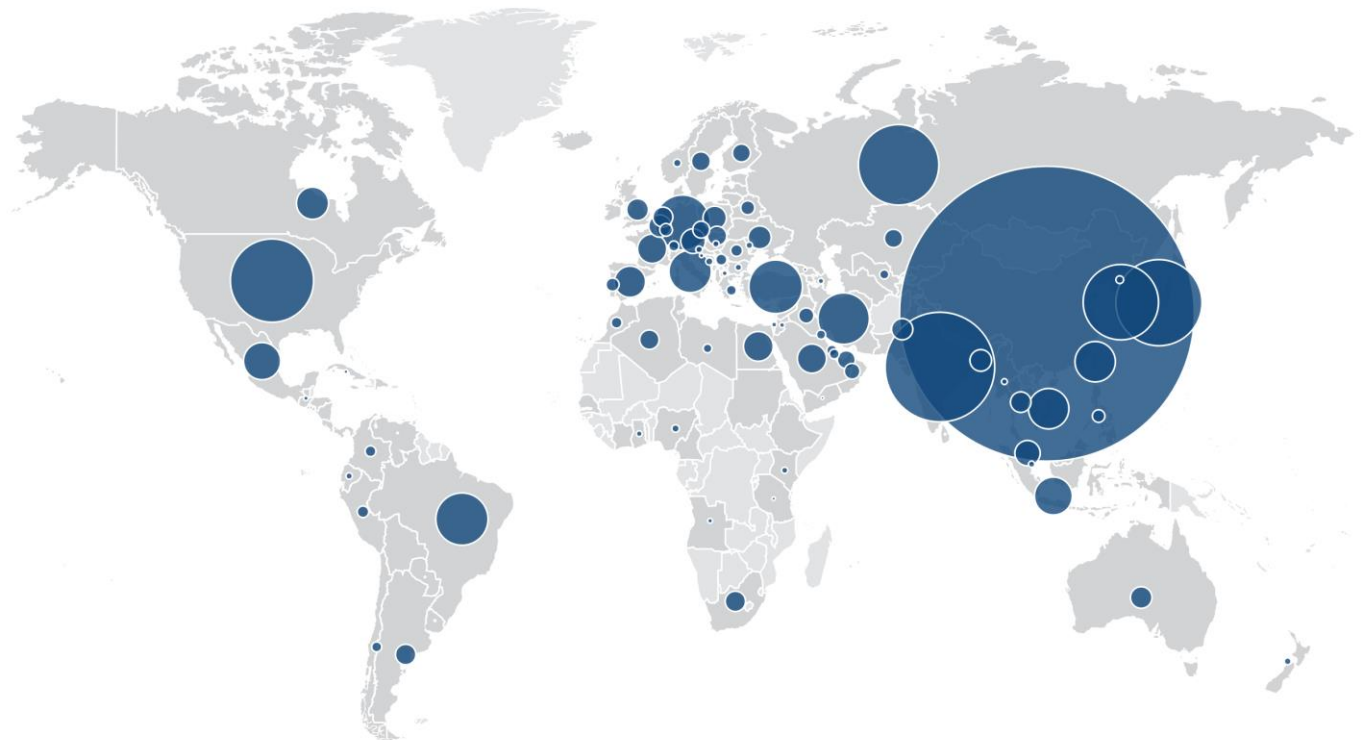


Källa: World Steel Association

Malmproducenternas kunder: Ståltillverkarna

2023

Total production of crude steel (thousand tonnes)



© 2024 World Steel Association

Källa: World Steel Association

”The commodity super cycle”, ”Råvarornas superkonjunktur” är ett begrepp som använts flitigt om prisutvecklingen för många råvaror under de senaste 20-30 åren som har präglats framför allt av Kinas framväxt. Järnmalm är ett utmärkt exempel där priset har tiofaldigats sedan mitten på 90-talet och de globalt handlade volymerna nästan trefaldigats. Kina har stått för den absoluta merparten av all tillväxt i efterfrågan för att föda en stålindustri som sett näst intill omätliga behov under Kinas dramatiska ekonomiska tillväxt under det senaste kvartsseklet parallellt med en urbanisering som saknar motstycke i världens historia avseende både omfång och hastighet. Det har bland annat skapat en bygg- & fastighetsmarknad på steroider, med åtföljande behov av stål.

Utsikter för järnmalmemarknaden

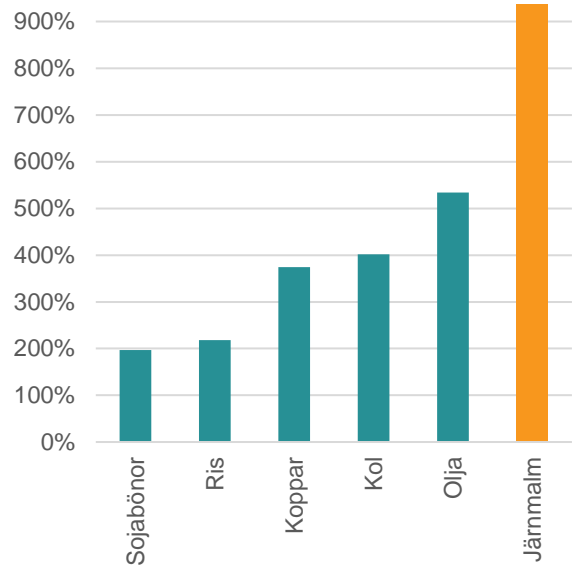
Precis som situationen före millennieskiftet inte kommer att komma tillbaka, menar många bedömare nu att malmproducenterna kan glömma USD 200 per ton för överskådlig tid. Även de senaste två decenniernas genomsnittspris om USD 90 per ton kan ligga i farozonen. Det är ändå mer än 600% över genomsnittspriset för perioden 1980-2000. Skälet är en förväntad global överproduktion som vissa menar kan vara så stor som bortåt 200 miljoner ton. Problemet handlar inte bara om en stagnerande eller t o m fallande efterfrågan, utan som så ofta i branscher med långa ledtider, att under de goda åren sätts expansionsplaner i verket som adderar kapacitet till marknaden långt efter att efterfrågan har toppat. I järnmalmemarknaden har vi nu två nya aktörer med låga kostnader – Simandou i Guinea och Onslow i Australien – som tillsammans beräknas addera bortåt 150 miljoner ton från år 2028 enligt nuvarande planer.

Så hur lågt kan priset gå för standardmalm 62% järninnehåll? Produktionskostnaden i världens gruvor blir bestämmande där de dyraste och med låg uthållighet står först i kön att få stänga. Som exempel borde små aktörer i länder som Brasilien, Indien, Iran, Kazakstan, m fl, med produktionskostnader mellan USD 50-100 per ton ligga illa till. Även inhemska kinesiska aktörer kan få sträcka flagg, dels med tanke på kostnadsbilderna men också ett växande miljöfokus från den högsta kinesiska ledningen. I andra änden av skalan har vi produktionskostnaden i världens största järnmalmproducent Rio Tintos gruva i Pilbara i Västra Australien som är ungefär USD 21 per ton. Redan under USD 100 per ton börjar de dyraste producenterna stänga, men först under USD 80 per ton anser bransch-kunniga att det får en tydlig påverkan på utbudet, och om priset börjar dala ner mot USD 50 per ton så börjar det göra ont även för de stora producenterna i världen som Rio, Vale, BHP, Fortescue och Anglo American.

Tillfälliga prisspikar kan uppstå av ovanliga omständigheter, men det viktiga för bärkraften i verksamheterna är genomsnittspriser över längre tider. En tydlig signal från en av världens största järnmalmproducenter, gruvjätten BHP, var att när de ifjol lade ett bud på USD 50 miljarder på en av deras främsta konkurrenter, Anglo American, så visade de inget intresse för Anglos järnmalmgruvor i Sydafrika, men väl för högkvalitetsgruvorna i Minas Rio.

En stor del av bakgrunden till molnen på horisonten för malmproducenterna är att avnämarna för malmen, stålindustrin, har sina egna problem. Det ser ut som att Kina, av sin årsproduktion på över en miljard ton stål, kommer att exportera 100 mton i år – den största

Råvaruprisökningar exempel, från mitten på 90-talet

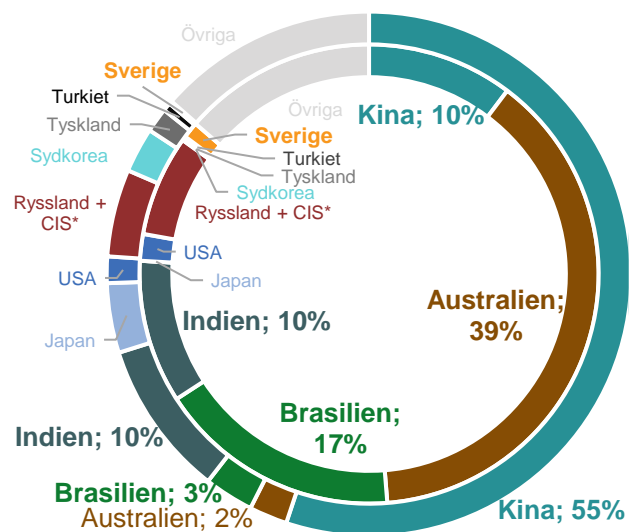


Källa: Bloomberg

Järnmalmemarknaden

Yttre ringen: Konsumtion

Inre ringen: Produktion



Källa: World Steel Association

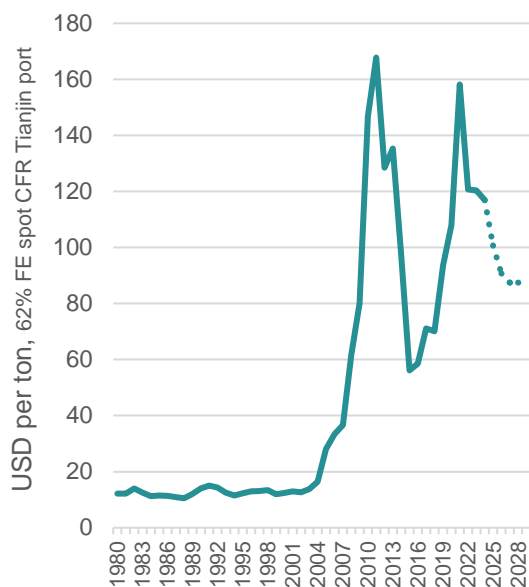
volymer sedan 2016. Tidigare stålkriser med liknande omfattning av överkapacitet, som 2008-09 efter finanskrisen och igen 2015-16, löstes till slut med gigantiska stimulanspaket, men bidrog till att blåsa upp Kinas nu spruckna fastighetsbubbla. Förutom minskningar inom bygg- & fastighetsbranschen så avtar nu även infrastrukturinvesteringar. Med Xi Jinpings nuvarande ambitioner att ställa om Kina från fastighetsdriven tillväxt till att bli en riktig industrination som kan bli världsledande på marknader med komplexa produkter – främst inom high-tech och gröna näringar, men även exempelvis maskinutrustning, hushållsmaskiner och bilar – ser förhoppningar om liknande stimulanspaket som historiskt, ut att vila på lös grund. Hu Wangming, VD för Baowu Steel som ensamt producerar mer stål än USA, Tyskland och Frankrike tillsammans, sa i somras att branschen går mot en ”tuff vinter, tuffare än tidigare svackor”, och gav därmed eko åt vad andra industriföreträdare både i Kina och andra delar av världen har sagt både tidigare och senare. Med mindre än att myndigheterna sätter in massiva stimulanser, så handlar det här inte om en svacka på 2-3 år, menar bransch-kunniga som exempelvis Australiska Macquarie Bank, som prognosticerar en marknad präglad av överkapacitet sannolikt till minst 2028 och kallar nuvarande överkapacitet ”en av de värsta någonsin”. Det finns dock ljusglimtar.

Ljusglimtar

Den mörka bilden ovan säger dock inte hela sanningen, utan motverkande krafter finns:

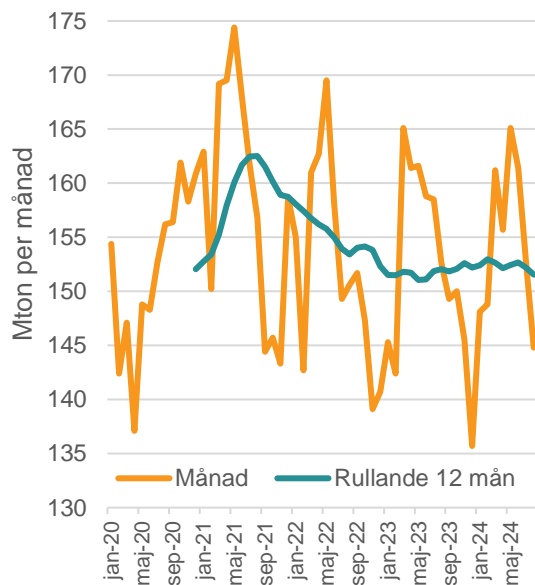
- Kinas politbyrå lanserade i slutet av september ett stimulanspaket som bl a riktas till fastighetsmarknaden med den uttalade ambitionen att få den att ”sluta falla”. Även konsumtionsstöd ingår, allt för att nå Kinas tillväxtmål om 5% för 2024. Om än konjunkturellt så är det en positiv faktor på kortare sikt.
- Geopolitik och de-globaliseringstrenden leder till att kostnaden inte längre är den enda bestämmande faktorn för var produktionen hamnar. Frågor som ”kan USA fortsätta att vara militärt dominant i en alltmer fragmenterad värld med bara 4% av världens stålproduktion?” dyker upp allt oftare. Japanska Nippon Steel verkar nu förvägras köpa US Steel först av Biden och nu av Trump, trots att Japan är en allt viktigare allierad för att hindra Kinas expansion. Och vad händer i Europa där vi ägnade 80-talet åt att skeppa våra stålverk till Kina av ekonomiska skäl, när nu regional självförsörjning blir allt viktigare.
- Det finns en risk att marknaden underskattar behovet av stål både för den gröna omställningen i sig (t ex kraftledningsstolpar, järnväg, pipelines för vätgas/ammoniak/e-bränslen, mm) men också som skydd mot och anpassning till effekterna av klimatförändringarna (skyddsvallar, vattentrummor, ...).
- Den kraftiga globala upprustningen som iscensatts efter Rysslands oprovocerade angrepp på Ukraina lär fortsätta under lång tid. Europeiska länder har vaknat upp och insett att det inte går att bara förlita sig på NATO, läs USA, i händelse av en militär konflikt som inte längre känns lika osannolik. Donald Trumps uttalanden om alliansens medlemmars försvarsbudgetar förstärker bara bilden. Och är det något som konsumerar stål i mängder så är det militärmateriel.

Järnmalmpris



Källa: IMF, World Economic Outlook, april 2024, inkl prognos till 2029.

Råstål, global produktion



Källa: World Steel Association

Domedagsscenarier infrias sällan, och även om typen av stålprodukter kan förändras t ex från långa produkter för byggsektorn till platta för konsumentprodukter i Kina, så krävs ändå järnmalm för tillverkningen. Däremot börjar järnmalmsmarknaden göra allt större åtskillnad – inte minst prismässigt – mellan olika sorters malm, när sektorn ställer om mot grön tillverkning.

Grön omställning ger potential

Mitt i krisen, eller åtminstone mitt i svackan, har den globala stålmarknaden påbörjat en revolution där produktionsmetoder som använts i flera hundra år hamnar i bakvattnet i takt med att branschen ställer om mot hållbara sätt att framställa stål. I potten ligger över 7% av världens samlade koldioxidutsläpp som idag kommer från ståltillverkning. Detta handlar inte i första hand om politiska beslut om regleringar av sektorn, utan om något ännu starkare; kundernas krav. Alltifrån byggföretag till fordonstillverkare vill alltmer kunna sälja sina produkter med en grön stämpel. Då krävs att även stålet är framställt med minimala utsläpp och här är svenska stålproducenter pionjärer på området.

LKAB, SSAB och Vattenfall var först ut med sitt Hybrit-projekt och sedan kom H2 Green Steel (H2GS), numera Stegra, bakom vilket framför allt Altor-grundaren Harald Mix står. De använder båda en metod kallad DRI-H2 (Direct Reduction Iron), som utvecklats under de senaste 10 åren, där syret i järnmalmen tas bort med väte i en direktreduceringsprocess innan järnet går in i en ljusbågsugn istället för att syret binds till kol/koks i en masugn och försvinner som enorma mängder koldioxid genom skorstenen. DRI-H2 kräver dock stora mängder vätgas. Idag framställs betydligt mer än 90% av all vätgas i världen från naturgas, s k grå vätgas¹, vilket inte gör stålet ”fossilfritt”. För det krävs grön vätgas, som framställs genom att elektriskt spjälka vattenmolekyler i dess komponenter syre och väte. Till det går det åt stora mängder el, som då måste produceras fossilfritt, genom t ex vatten-, sol- eller vindkraft, för att slutprodukten ska kunna kallas grön.

...men alltihop börjar i gruvan

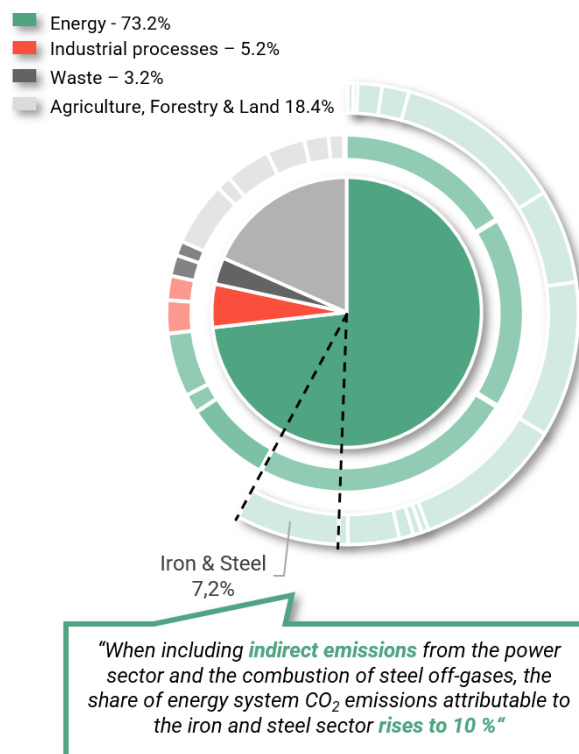
Utöver kraven på själva processen för stålframställningen, så kommer kraven på råvaran; järnmalmen. Det finns två huvudkategorier av järnmalm:

- Den omagnetiska Hematiten, vilken är vanlig i stora delar av världen t ex Australien men även i Bergslagen, och som är rödaktig (därav namnet; hema = blod).
- Magnetit som är grå/svart, är ovanligare och finns bl a i Skandinavien, Ukraina, Uralbergen och i Nordamerika. Eftersom den är magnetisk så är den lättare att skilja ut från gråberget.

¹ Färger används för att beskriva energikällan och metoden vid vätgasframställning:

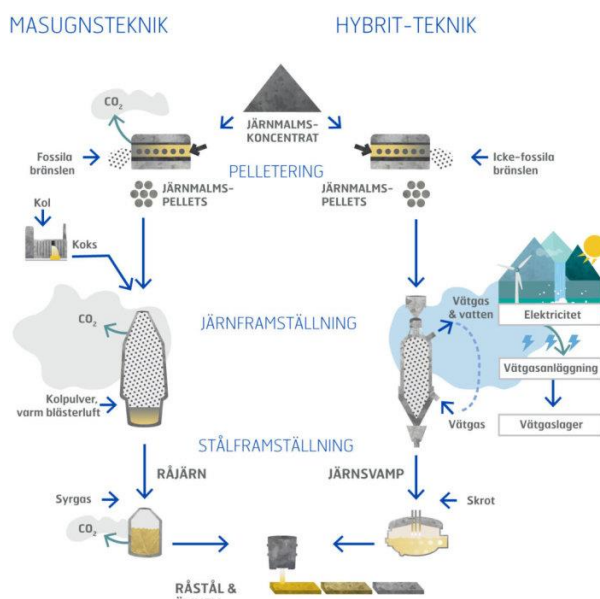
- Grön: Elektrolys av vatten med energi från förnybara källor (vatten, vind, sol,...).
- Rosa: Elektrolys av vatten med energi från kärnkraft.
- Grå: Ångreformering av metanet i naturgas (släpper ut ca 10 kg CO₂/kg H₂).
- Blå: Som grå fast med koldioxidinfångning, CCS (släpper ut ca 0,5-4 kg CO₂/kg H₂).
- Turkos: Pyrolys av metan ger väte + fast kol (kimrök), inga växthusgaser.
- Brun/Svart: Förgasning av brun-/svartkol (släpper ut ca 20 kg CO₂/kg H₂).
- Gul: Har använts både för solet, kärnkraft och blandade elkällor till elektrolys.
- Vit: Naturligt förekommande vätgas i avlagringar i jordskorpan.

Gigantiska utsläpp



Källa: Grangex (EU Report on Critical Raw Materials and the Circular Economy, Wood MacKenzie)

Masugn vs DRI-H2



Källa: Hybrit

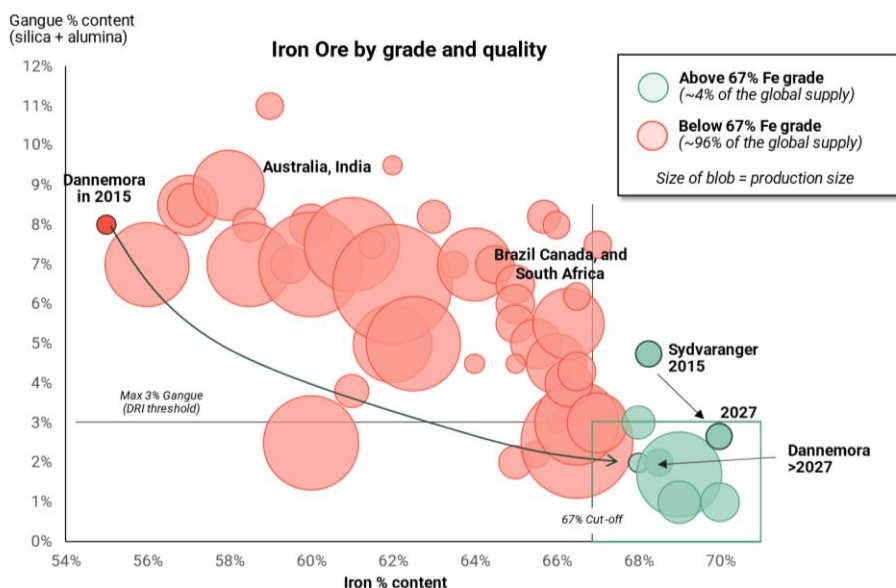
Emedan hematiten fungerar bra i den traditionella masugnsprousen och därmed är den dominerande malmen i global produktion, så kräver DRI-processen magnetitens typiskt sett högre järninnehåll.

Koncentrationer på minst 67%, gärna högre, krävs för att DRI-processen ska fungera och malmen måste också ha en lägre grad av föroreningar, främst kiseloxid (= sand) men även aluminium, för direktreduktion med dagens utrustning. Det är inte på något sätt givet att alla magnetitmalmer uppfyller de här kraven. För många går det dock att ändra eller optimera processtegen för att nå rätt kvalitet för direktreduktion; det som kallas high grade (HGIO) eller ultra high grade iron ore (UHGIO). För hematiter är detta dock inte möjligt, i alla fall inte med dagens teknik, och även om det möjligen skulle kunna gå att tänka sig en framtida teknikutveckling som gjorde detta möjligt, så skulle utvecklingen av en sådan konkurrerande teknik ta många år och sannolikt ändå vara förknippad med fördyrande bearbetningssteg.

Som beskrivits ovan så har Kina, som den stora elefanten i rummet, under ett antal år satt prisbildningen för järnmalm på marknaden. I takt med ett stigande intresse för höggradig malm och att denna både på kort och lång sikt förväntas vara en bristvara, så handlas den med ett betydande prispåslag. I koncentrationer och renhet lämpad för direktreduktion kan den uppgå till hela USD 6 per procentenhet järnhalt över 62%, och i takt med att DRI-tekniken sprider sig så kommer efterfrågan på de åtråvärda kvaliteterna rimligen bara ha en väg att gå – uppåt. Även om de få gruvor som kan producera rätt kvalitet lär få konkurrens, så har situationen blivit så att kunderna står på kö och leverantörerna dikterar villkoren, vilket är den totalt omvända

Malmkvaliteter för representativa gruvor

Only ~4% of the current global production is qualified for green steel production



18 Source: Champion Iron, GRANGEX, BHP Group 2022
* Brazil, Canada, Ukraine, Scandinavia

DR grade vs standard Fe concentrate

Iron ore is treated as a homogenous commodity in the EU Critical Materials Act. EU's supply risk assessment is based on the high availability of 58-65% Fe grade concentrate

58-65% grade cannot cost efficiently be used in green steel production (BF-BOF vs. EAF)

Iron ore analysts already treat DR grade as a separate product which is priced at a premium vs. standard iron ore
New DR grade iron ore price index (67,5% Fe) was launched by Fastmarkets in February 2023

There is a mismatch between announced capacity in the green steel sector and the availability of iron concentrate of sufficiently high quality

situationen mot hur det ser ut i järnmalmemarknaden i övrigt och under alla år tidigare.

Konkurrerande alternativ

Det finns naturligtvis konkurrens, såväl direkt från nya högvärdiga malmer lämpade för DRI, som från nya tekniker. Några exempel:

- Förutom de svenska producenterna med LKAB i spetsen så finns andra producenter av mindre kvantiteter DRI-kvalitetsmalm. Det finns också möjligheter att anrika magnetitmalm med låga halter upp till nödvändig nivå och exempelvis Thyssen-Krupp arbetar med en lite annorlunda, men troligen dyrare, DRI-process som kan använda lägre malmkvaliteter, något som även Arcelor-Mittal undersöker.
- Dessutom är andra tekniker än DRI, som kan fungera på mer låghaltig malm, på gång i labbmiljö. Det kanske mest kända exemplet är Boston Metal, som genom elektrolys kan producera rent järn utan koldioxidutsläpp, även från låggradig malm. Bolaget räknar med att kommersialisera sin teknologi 2026.
- Det finns också projekt för att eftermontera utrustning för att reducera koldioxidutsläppen, t ex från Nippon Steel som siktar på att ha en demonstrationsanläggning klar 2026 med direktinjicering av vätgas i en vanlig masugn.

Dessa alternativ kommer dock att ta tid att skala upp och kostnadsbilden är ännu oklar. Branschspecialisten RMG Consulting har kommit till följande slutsats: ”På kort till medellång sikt är den enda rimliga tekniken för tillverkning av grönt stål direktreducering med vätgas.”

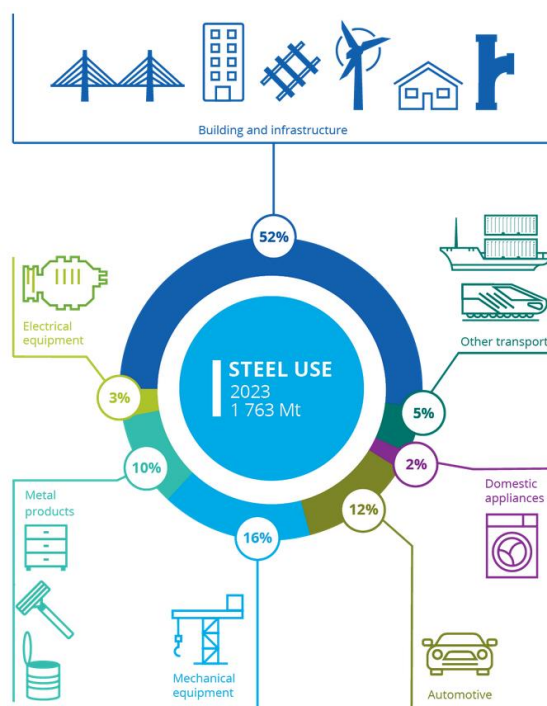
Slutsatser om marknaden

Järn- och stålbranschen har påbörjat en lång resa mot en massiv omställning för att klara klimatet och för att skära ner lokala föroreningar drastiskt. Det sker samtidigt som den strukturellt starka efterfrågan på stål framför allt från Kina, inte bara slutat växa utan ser ut att minska. Det ser därför ut som att producenter av fossilt stål landar i ett utdraget priskrig, medan segmentet för fossilfritt stål inte klarar av att leverera på efterfrågan.

För att dagens processer för fossilfritt stål ska fungera behöver stål-tillverkarna ha tillgång till järnmalm med högt järninnehåll och låg andel föroreningar, något som idag bara utgör 4% av producerade volymer och som kräver rätt geologiska förutsättningar. Till det kommer att själva malmproduktionen och transportererna bör ske så fossilfritt som möjligt avseende t ex maskinparken. Först då kan stålet kallas fossilfritt.

Det begränsade utbudet av rätt sorts malm gör att den betingar ett betydande prispremium, något som väl kan kompensera för gruvor med högre kostnadsläge.

Stålets användningsområden



52% Byggnader & Infrastruktur
 16% Mekaniska produkter
 12% Bilindustrin
 10% Metallprodukter
 5% Övriga fordon (tåg, fartyg,...)
 3% Elektrisk utrustning
 2% Hushållsapparater

Källa: World Steel Association

Grangex verksamhet

Grangex är ett svenskt mineralutvecklingsbolag som avser utveckla och bedriva hållbar utvinning och återvinning av mineraler, främst järnmalm men också andra mineraler för den gröna omställningen. Affärsidén kan jämföras med fastighetsutvecklare som tar ett fastighetsprojekt igenom hela eller delar av kedjan från råmark till inflyttningsklara byggnader. På samma sätt vill Grangex hitta idéer för att lyfta gamla nedlagda gruvor och mineraltillgångar ur deras törnrosasömn, dels genom att applicera nya utvinnings- och processtekniker, dels med hjälp av strukturellt stigande efterfrågan på existerande och nya mineraler som en följd av den gröna omställningen.

Historik

Bolaget har utvecklats ur en reverse take-over av det börsnoterade Metallvärden som hade nått vägs ände med sin metallåtervinningsaffär. Den enda kvarvarande tillgången av intresse var Sala Bly, en lönsam liten nischverksamhet inom blymanufaktur med bly från Bolidens batteriåtervinning, med avnämare främst inom strålskydd. Till bolaget fogades Grangex första utvecklingsprojekt, den i gruvkretsar välkända Dannemoragruvan, och därefter apatitprojektet i Grängesberg där den gamla anrikningssanden från järnmalmsanrikningen ska återvinna fosformineralet apatit med REE och magnetit för produktion av konstgödsel och stål. Under det gångna året har också Sydvaranger-projektet lagts till portföljen; ett projekt för återstart av en av Europas största mineralreserver för att ställa om till ultra-höganrikt järnmalmskoncentrat (minst 70% järnhalt och låga föroreningar).

Organisation

Varje projekt – Dannemora, Apatitprojektet, Sydvaranger och även Sala Bly – ligger i egna isolerade bolag och finansieras upp enskilt.

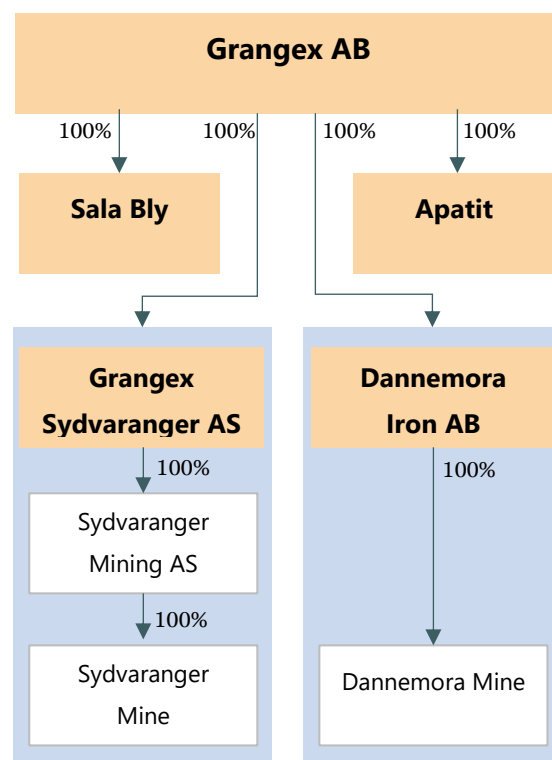
Att åstadkomma detta för ett nystartat litet bolag – om än med ett erfaret team – är snudd på omöjligt utan en stabil partner. Det var därför mycket välkommet när Grangex fick Anglo American, världens fjärde största järnmalmsproducent, intresserad av först Dannemora-projektet och gick med på att finansiera det mot ett royalty-avtal och ett så kallat off-take-avtal, där Anglo får köpa hela produktionen från Dannemora av den åtråvärda malmen. På samma sätt har det betydligt större förvärvet av Sydvarangergruvan kunnat finansieras med långtgående åtaganden från Anglos sida mot att få royalty på produktionen under gruvans hela livslängd och även här ett fördelaktigt off-take-avtal.

Dannemora

Dannemora gruva i norra Uppland är en av världens äldsta gruvor med anor från 1400-talet och var en av Sveriges viktigaste gruvor under 1700- och 1800-talet. Den stängde första gången på grund av lönsamhetsproblem 1992 och återigen 2015 då produktionen var inriktad på lågvärdig malm där infrastruktur och skala är helt avgörande för lönsamheten.

Grangex idé med gruvan är dels att använda de investeringar som gjordes inför återstarten av gruvan 2012, dels att uppgradera malmen till DRI-kvalitet, vilket tester har bekräftat är möjligt att göra på ett lönsamt sätt numera. De ekonomiska planerna bekräftas också i den

Grangex organisation



Källa: Bolaget

definitiva "feasibility study" (DFS) som presenterades i juni ifjol, där den fristående konsultfirman SLR Environmental Consulting som genomförde studien, förutom att komma fram till rekommendationen att ta projektet till nästa steg, också räknar med ett prispremium för malmen på USD 6 per procentenhet järninnehåll i malmen över 62%, plus ytterligare något därutöver tack vare låga halter av föroreningar (främst aluminium som stör ståltillverkningsprocessen) och hänvisar till Platts IODEX index. Det skulle betyda att om malmpriset för 62% (CFR Qingdao) ligger på dagens USD 106 per ton, så skulle Dannemora kunna räkna med USD 142/ton – en mycket betydande skillnad som tydligt visar på mervärdet i DRI-malm.

Å andra sidan är prispremien för stunden under press, på grund av låg efterfrågan på standardstål. Skälet är att en masugn måste köras på 100% kapacitet, så enda sättet att minska utbudet är att använda en malmblandning med lägre järnkonzentration. Så småningom förväntas den högvärdiga malmen enbart gå till fossilfritt stål och då lär premien bli mer stabil. Vidare har Grangex inom ramen för Sydvarangerprojektet låtit ta fram en prisprognosserie som är betydligt försiktigare och som vi använder som utgångspunkt även för Dannemora. Vi lägger dock på en premie på USD 10 per ton för Dannemoramalmen då den innehåller intressanta mängder av legeringsmetallen mangan. Av tekniska skäl försvinner manganet i en masugnsprocess, men kan tas tillvara i en ljusbågsugn.

Alla tillstånd är klara och Anglo American har redan betalat en royalty om USD 10m. Det som nu försenar projektet är förhandlingar med elnätsbolaget om att få tillräckligt med elkraft. Grangex själva har samtidigt fullt upp med Sydvaranger så Dannemora ligger nu efter i kön. Projektfinansiering och torrpumpning av gruvan beräknas ske när erforderliga ledningsresurser finns tillgängliga, varefter förberedelser vidtar såväl nere i gruvan som i anläggningarna ovan jord. Malmtågen är sedan tänkta att rulla till utskeppning från Oxelösunds hamn. Ett alternativ med utskeppning från betydligt mer näraliggande Hargshamn är också under utredning.

Apatitprojektet

Vid den nedlagda Grängesbergsgruvan ligger den gamla anrikningssanden kvar och Grangex planerar att ur den återvinna både höganrikat magnetitkoncentrat och höganrikad apatit som innehåller fosfor. Fosfor är ett mycket viktigt gödningsmedel utan vilket skördarna skulle halveras. Fosfor kan visserligen utvinnas ur bl a urin, men också ur fosfatmalm som är en ändlig resurs med 85% av de globala fyndigheterna i Västsahara Marocko. Bönderna sprider sex gånger mer fosfat från gruvor än från ladugårdar på sina åkrar, så fosfat har utnämnts av EU till en kritisk råvara.

Eftersom Grangex kommer att producera apatit med 38% kvalitet med låg kadmium- och uranhalt, så räknar bolaget med ett prispremium på USD 65 per ton jämfört den marockanska fosforiten på 32% Dock hålls apatitprojektet på sparlåga av Grangex nu, framför allt på grund av bristande resurser efter initieringen av Sydvarangerprojektet.

Sydvaranger

Det mest spännande projektet och det med störst potential är Grangex senaste förvärv, i Norge; Sydvaranger, som köptes den 6 maj

Dannemora



En av världens äldsta gruvor med en beräknad årsproduktion av knappt 1,1 miljoner ton höggradig järnmalmkoncentrat per år.

Källa: Bolaget

Sydvaranger



En av de största järnmalmsgruvorna i Europa med planerad årsproduktion av 4 miljoner ton ultra high grade järnmalmkoncentrat.

Källa: Bolaget

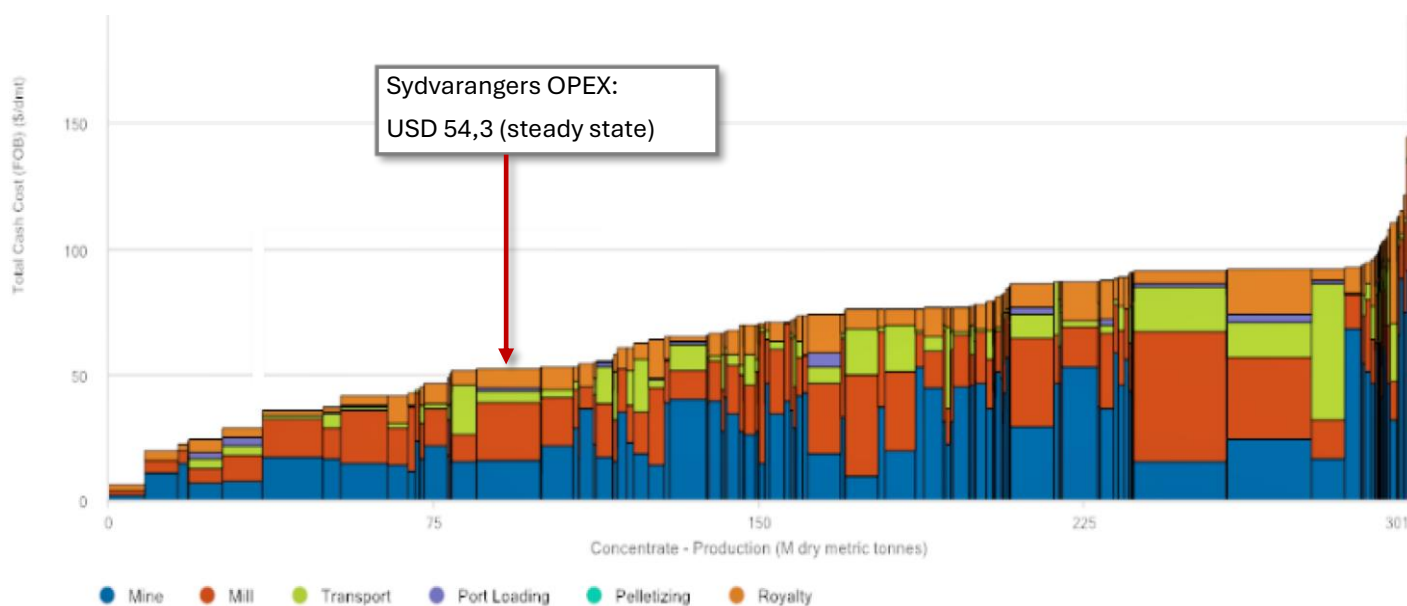
2024. Gruvan som ligger bara kilometer från gränsen mot Ryssland, nära Kirkenes i norraste Norge, är ett dagbrott med ultrahög magnetithalt på uppemot 70%, eventuellt hela 72% beroende på vilken process som kommer att väljas. Det var under större delen av 1900-talet Norges största gruva till nedläggningen 1997, och öppnades igen 2009 med investeringar på en kvarts miljard dollar men stängdes igen redan 2015 på grund av en vikande marknad.

Sedan dess har ett arbetslag hållit gruvan och maskiner i gott skick, men med en högre järnhalt i sikte och en stor gråbergsskuld i dagbrottet så blir ändå de initiala investeringarna höga. Enligt den nyligen publicerade PEAn (Preliminary Economic Assessment) beräknas CAPEX komma att uppgå till USD 348m. För att få ett optimalt utnyttjande av gruvan bör ett krossverk flyttas samt gråbergsskulden betas av till en kostnad om uppemot USD 200m, för att därefter få betydligt lägre löpande utvinningskostnader. Detta planeras dock att finansieras med att smyga igång produktionen med närliggande dagbrott, så de initiala investeringarna kan hållas ner. Gruvan har ett mycket gott kostnadsläge i en internationell konkurrens även med hematiter och ligger inom den bästa kvartilen gruvor globalt. Det finns flera anledningar till det förutom att det är ett dagbrott, såsom infrastrukturen där gruvan bara ligger 8 kilometer från processanläggningen, som i sin tur ligger mindre än 500 meter från hamnen, som tack vare Golfströmmen är isfri året runt trots sitt nordliga läge.

Ytterligare fördelar är välutbildad och stabil arbetskraft, alla tillstånd erhållna, en gruvvänlig regulatorisk och legal miljö med en väletablerad gruvnäring, ett politiskt stabilt land som stödjer projektet, god tillgång på kapital och närhet till miljömedvetna kunder i Europa.

Kända och indikerade tillgångar uppgår till hela 471 miljoner ton – att jämföra med Dannemoras 32 miljoner ton. En DFS från 2022 med sikte på 68% koncentrat planerade för en produktion av 4 miljoner

Sydvarangers fördelaktiga kostnadsläge



Källa: Grangex

ton koncentrat per år under 20 år. Den nya PEAn siktar på 3 mton/år under 19 år. En uppdaterad DFS med nya förutsättningar planeras bli klar någon gång i sommar med ett beslut om återstart (FID) strax därefter, men alla tillstånd och godkännanden är redan klara.

Om allting går enligt plan så sker alla arbeten för återstart under 2026-27, för att få igång den fulla produktionen i slutet av 2027, men några mindre dagbrott utan samma gråbergsskuld kommer alltså att kunna startas betydligt tidigare och bidra till viss självfinansiering.

Precis som i Dannemora är Anglo American partner till Grangex i det här projektet och bidrar med finansiering mot off-take avtal och royalties.

Sala Bly

Även det lilla dotterbolaget Sala Bly har mycket gamla anor genom sina rötter i Sala silvergruva som startade sin produktion under 1400-talet. Tillverkningen av blyprodukter har en 130-årig historia och Sala Bly är nu den enda producenten i Norden av blymanufaktur, med bly från Bolidens svenska batteriåtervinning. Årsproduktionen ligger mellan 600-700 ton med produkter till bl a kärnkraftsindustrin, forskning, medicin, sjukhus, tandläkare, verkstäder, byggföretag och ammunitionstillverkare. Efter rekordåret 2023 så minskade omsättningen kraftigt under 2024 till 17,5 mkr (35,5), främst till följd av lägre efterfrågan på ammunitionstråd. En ljusning i marknadsläget noterades dock i december.

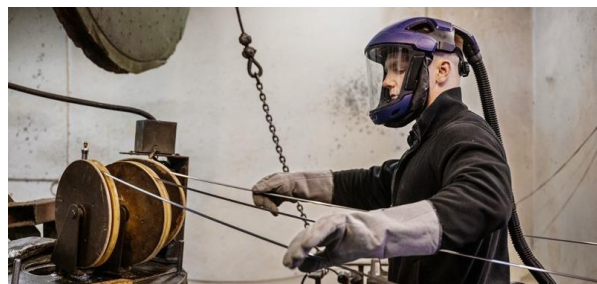
Bolaget framstår som något av en udda fågel i koncernen, men får rimligen vara kvar så länge det inte orsakar något huvudbry och inte drar på knappa managementresurser.

Ägare

Bolagets VD Christer Lindqvist är också huvudägare i bolaget och har lång erfarenhet inom branschen. Aktieägandet är spritt i förhållande till bolagets storlek, främst beroende på dess långa börshistorik under namnet Metallvärden.

Största ägare	Antal aktier	Andel, %
Christer Lindqvist	2 065 260	14,7%
Avanza Pension	454 735	3,2%
Nordisk Bergteknik AB	406 404	2,9%
Navigo Invest AB	402 805	2,9%
Elias Ekdahl	344 652	2,5%
Need Invest AB	300 000	2,1%
Claes Mellgren	277 186	2,0%
Nowo Global Fund	240 048	1,7%
Yasmin Ganno Maldoon	193 863	1,4%
Brian Wolfgang Jensen	184 972	1,3%
Övriga ca 11 000 aktieägare	9 146 363	65,3%
Totalt	14 016 288	100,0%

Sala Bly



Framställning av ammunitionstråd av bly från återvunna bilbatterier.

Källa: Bolaget

Prognoser & Värdering

Att göra prognoser för Grangex innebär flera lager av svårigheter:

- De traditionella operationella, som berör själva gruvan; gråbergsinblandning, malmförluster, ortdrivning, dränering, mm, till de mer processtekniska som utbyte, smidiga flöden, transporter, etc. Här är ledningens mångåriga branschfarenhet till stor hjälp.
- Sedan är Grangex som bolag i en mycket tidig fas. Planer finns förstås – även detaljerade sådana – men som boxaren Muhammed Ali brutalt sa ”Alla har en plan tills de får en knytnäve i ansiktet”...
- I storlek är bolaget också mikroskopiskt jämfört med storleken på projekten de har köpt upp. Det huvudsakliga skälet till att detta överhuvudtaget varit möjligt är det strategiska partnerskapet med en av gruvindustrins giganter, Anglo American. Det ska dock inte skymma det faktum att situationen innebär en gigantisk hävstångseffekt för lilla Grangex – såväl uppåt som nedåt!
- Slutligen innebär råvaruproduktion nästan alltid en exponering mot världsmarknadspriser som kan fluktuera kraftigt, och ovanpå det dessutom en betydande valutaexponering.

Den höga risken i projekten avspeglas också i förutsättningarna för värderingen. Emedan Feasibility Studies standardmässigt räknar med 8% diskonteringsränta, så har vi mot bakgrund av bolagets litenhet, avsaknad av historia, kapitalintensiva verksamhet, utsatthet för världsmarknadspriser (pristagare), politiska risker, mm, landat i ett betydande riskpremium utöver ränta+6% som hela aktiemarknaden historiskt handlats till. I jämförelse med andra små bolag och mot bakgrund av vår erfarenhet så har vi landat i ett avkastningskrav på eget kapital på 18%. För lånat kapital räknar vi med kreditgarantier för 30% av lånesumman till en marginal om 160 bps och resterande 70% till 450 bps över SOFR, vilket ger ca 8% låneränta för projektfinansieringen. Vi räknar konservativt utan någon riskavtäckning från t ex maskinleverantörer.

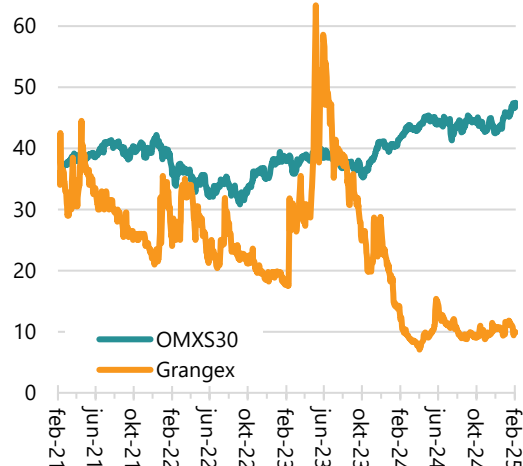
Dannemora

Den Definitiva Feasibility Studyn (DFS) från i juni ifjol ger ett gott underlag att göra prognoser utifrån. Vi har dock sänkt förväntat malmpris rätt rejält och uppdaterat växelkursen sedan dess, samt gjort ett antal justeringar för att komma närmare aktieägarvärdet:

- Bolaget beställde i höstas en prisprognos från FastMarket för Sydvarangerprojektet som i grunden är applicerbar även på Dannemora, med ett tillägg om USD 10 per ton enligt beskrivning ovan. Utöver det har vi lagt på en inflationskomponent över tid, då FastMarket-serien är i fasta priser.
- Prognosen för de operativa kostnaderna tas direkt från DFSen, med justering dels för inflation (fasta priser i DFSen), dels med beräkningen att 90% av kostnaderna är i SEK, resten i USD.
- Vi tar full hänsyn till finansieringsbehov av DFSens initiala investeringarna och underhållsinvesteringarna därefter – där 80%

Grangexaktien

Kursutveckling senaste 48 månaderna



Kursutveckling sedan Grangex bildades genom en reverse take-over av börsnoterade Metallvärden AB, årsskiftet 2020/21.

Källa: NGM, Refinitiv

beräknas vara i SEK, resten USD – alltihop justerat för inflation och aktuella växelkurser.

- Rörelsekapital, där vi räknar med 3 veckors betalningstid från försäld färdig produkt till pengar på banken respektive en månads lager till OPEX-kostnad.
- Vi räknar med 50% lånefinansiering i projektet med kapital-kostnader enligt ovan.
- Vi räknar också med en förväntad realiserad skattesats om 16% efter förlustavdrag, vilket vi kan backa ur kalkylen av "Post-tax NPV" vs "Pre-tax NPV" i DFSen.
- I övrigt räknar vi med produktionsstart i början av 2029 och 11 års drift.
- Vi tar inte hänsyn till någon prospekteringspotential.

Med dessa justeringar landar vi i ett värde för projektägarna om knappt 800 mkr – eller tre gånger Grangex aktuella börsvärde. Notera dock att med 50% belåning så måste ca 1,3 mdr fram i eget kapital i projektet. På vilka villkor det kan ske, hur mycket som Grangex AB behöver ta av en sådan emission och hur stor ägarandel Grangex i slutändan kommer att ha, finns ingen som helst information om än så länge och kvalificerade bedömningar är svåra att göra. Det bör också noteras att kalkylen ovan är mycket känslig för förändringar i malmpriset, valutakursen och den använda diskonteringsräntan för det egna kapitalet, se också känslighetsmatriserna här intill. Å andra sidan finns potential i lägre lånekostnader, högre låneandel, regionalstöd, leverantörsfinansiering, mm.

Dannemora, känslighetsanalyser

NPV mkr*	Dollarkurs ---->									
	8,50	9,00	9,50	10,00	10,50	11,00	11,50	12,00	12,50	
90	-711	-623	-516	-401	-277	-149	-21	114	250	
95	-591	-481	-358	-227	-91	46	190	334	478	
100	-462	-332	-195	-52	94	248	400	554	707	
105	-322	-178	-29	123	287	449	611	773	942	
110	-180	-22	138	307	478	651	821	998	1177	
115	-31	135	309	490	671	852	1036	1224	1411	
120	117	295	483	673	863	1055	1253	1450	1648	
125	265	458	657	856	1055	1262	1470	1677	1883	
130	418	623	831	1039	1253	1470	1685	1902	2118	
135	571	788	1005	1225	1451	1677	1902	2127	2353	
140	725	953	1179	1413	1648	1883	2119	2354	2589	

* NPV Projektvärde efter skatt, Mkr, med 18% diskonteringsränta.

NPV mkr*	Diskonteringsränta, %								
	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
90	1159	768	447	183	-36	-218	-370	-498	-605
95	1533	1092	729	428	179	-29	-204	-351	-475
100	1909	1419	1014	678	399	165	-32	-198	-338
105	2285	1746	1300	930	620	361	142	-43	-200
110	2661	2073	1586	1181	842	557	317	113	-60
115	3037	2401	1873	1433	1064	753	491	268	78
120	3414	2729	2160	1685	1286	950	666	424	218
125	3791	3058	2449	1939	1512	1151	845	585	362
130	4168	3388	2738	2195	1738	1353	1025	746	507
135	4545	3718	3028	2451	1966	1555	1206	909	654
140	4922	4047	3318	2707	2192	1757	1386	1070	799

* NPV Projektvärde efter skatt, Mkr, med USD/SEK 10,73.

Källa: Analysguiden

Värderingskalkyl Dannemora

DANNEMORA	Inflation: 3%	Malprisinflation: 3%
Beräknat malmpris (USD/ton):	116,0	FastMarket inkl premium: DFS Dannemora jun-24: 151\$/ton LoM average: "...average Fe premium of USD 6 per Fe-unit for every Fe-unit above 62
Valutakurs (USD/SEK):	10,73	DFS Dannemora jun-24: Antagen USD/SEK 10:50
Diskonteringsränta:	18%	Antagen av Aktieguiden
Finansieringsränta:	8,0%	70% SOFR 3mån + 450bps + 30% EKN (motsv) => SOFR 3mån + 160bps. Ingen riskavtäckning från leverantörer.
Skatt:	16,0%	DFS Dannemora jun-24: Post-tax NPV om USD 200m innebär en skattesats om 16%.
CAPEX Initialt (MUSD):	215,1	DFS Dannemora jun-24: "215,1 MUSD i total CAPEX" Sustaining CAPEX: 47,3 MUSD = 4,73 MUSD/år från år 2 (+inflation)
OPEX:	63,3	DFS Dannemora jun-24: USD/ton (+inflation).

MSEK	Preparation		LoM (Life of Mine) ----->										
	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P
pris		130,6	134,5	143,1	152,1	161,3	170,7	180,5	190,6	200,9	211,6	214,6	217,8
valuta	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73
volym (mton)			0,150	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
Omsättning	0,0	0,0	216,4	1 666,5	1 770,5	1 877,5	1 987,8	2 101,4	2 218,4	2 338,9	2 463,1	2 498,6	2 535,2
OPEX			-109,2	-813,4	-837,8	-863,0	-888,9	-915,5	-943,0	-971,3	-1 000,4	-1 030,4	-1 061,3
Brutto	0,0	0,0	107,3	853,1	932,6	1 014,6	1 099,0	1 185,9	1 275,4	1 367,6	1 462,6	1 468,1	1 473,8
Avskrivningar	0,0	-77,1	-231,1	-238,6	-239,6	-241,4	-243,3	-245,3	-247,3	-294,6	-296,8	-221,9	-458,7
EBIT	0,0	-77,1	-123,9	614,5	693,0	773,1	855,6	940,6	1 028,1	1 073,0	1 165,9	1 246,3	1 015,1
Finansnetto	0,0	-32,0	-96,1	-102,5	-66,7	-8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,0	-109,1	-220,0	512,0	626,4	764,6	855,6	940,6	1 028,1	1 073,0	1 165,9	1 246,3	1 015,1
Skatt	0,0	0,0	35,2	-81,9	-100,2	-122,3	-136,9	-150,5	-164,5	-171,7	-186,5	-199,4	-162,4
Netto	0,0	-109,1	-184,8	430,1	526,1	642,2	718,7	790,1	863,6	901,3	979,3	1 046,9	852,7
CF löp.verks. ex ΔWC	0,0	-32,0	46,4	668,7	765,7	883,7	962,1	1 035,4	1 110,9	1 196,0	1 276,1	1 268,7	1 311,4
Δ Rörelsekapital (WC)			-21,7	-143,3	-8,1	-8,3	-8,6	-8,8	-9,1	-9,4	-9,7	-4,6	231,6
CAPEX	-771,0	-1 540,2	-74,4	-10,2	-18,4	-19,0	-19,5	-20,1	-473,6	-21,3	-22,0	-22,6	-23,3
FCF	-771,0	-1 572,2	-49,7	515,2	739,2	856,4	933,9	1 006,4	628,2	1 165,2	1 244,5	1 241,5	1 519,7
Lånefinansiering	402,4	804,8	80,5	-450	-730	-107,6	0	0	0	0	0	0	0
Eget Kapital	402,4	804,8	80,5	0	0	-720	-920	-990	-610	-1140	-1230	-1240	-1510
Kassa UB	33,7	71,0	182,2	247,3	256,6	285,3	299,3	315,7	333,9	359,2	373,6	375,2	384,9
DCF Equity	-402,4	-804,8	-80,5	0,0	0,0	314,7	340,8	310,8	162,3	257,0	235,0	200,8	260,0
Totalt	793,8												
Inkl potential	793,8												794

Källa: Dannemora DFS juni-24, Bolaget och Analysguidens beräkningar

Sydvaranger

För Sydvarangers del har vi precis fått en Preliminary Economic Assessment (PEA) baserad bl a på oberoende prisestimat från FastMarket, som ger en bra indikation på de ekonomiska förutsättningarna för projektet i väntan på en DFS i sommar. PEAn pekar på betydande ekonomiska värden, men med en aktieanalys som syfte krävs även här ett antal relevanta justeringar enligt nedan:

- Prisprognosen som bolaget beställde från FastMarket justerar vi för royaltykostnad till AngloAmerican för deras tidiga finansiering. Den upp gick till 3% av omsättningen under gruvans livslängd för 17,5 MUSD, men nyligen togs motsvarande royaltykostnad för 10 MUSD över från Dannemora, så under antagandet om samma royaltyförhållande, så landar vi i en avräkning om 4,7% av omsättningen i Sydvaranger. Utöver det har vi lagt på en inflationskomponent över tid, då FastMarket-serien är i 2024 års priser.
- Prognosen för de operativa kostnaderna tas direkt från PEAn, med justering dels för inflation (fasta priser i PEAn), och under antagandet att 90% av kostnaderna är i NOK/SEK, resten i USD.
- Investeringsbehovet om totalt USD 348m initialt enligt PEAn och underhållsinvesteringarna därefter – där 80% beräknas vara i lokal valuta, resten USD – alltihop justerat för inflation och aktuella växelkurser.
- Rörelsekapital, där vi räknar med 3 veckors betalningstid från försäld färdig produkt till pengar på banken respektive en månads lager till OPEX-kostnad.

Sydvaranger, känslighetsanalyser

NPV mdr*	Dollarkurs ---->									
	8,50	9,00	9,50	10,00	10,50	11,00	11,50	12,00	12,50	13,00
80	-0,4	-0,1	0,2	0,5	0,9	1,3	1,6	2,0	2,4	2,8
85	0,0	0,3	0,7	1,0	1,4	1,8	2,2	2,6	3,0	3,4
90	0,3	0,7	1,1	1,5	1,9	2,4	2,8	3,3	3,8	4,2
95	0,7	1,1	1,6	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0
100	1,1	1,6	2,1	2,5	3,1	3,6	4,1	4,6	5,1	5,6
105	1,6	2,1	2,6	3,1	3,6	4,2	4,7	5,3	5,8	6,3
110	2,0	2,5	3,1	3,7	4,2	4,8	5,4	5,9	6,5	7,0
115	2,4	3,0	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0	6,6	7,2	7,8
120	2,9	3,5	4,1	4,8	5,4	6,0	6,6	7,3	7,9	8,5
125	3,3	4,0	4,6	5,3	6,0	6,6	7,3	7,9	8,6	9,2
130	3,8	4,5	5,2	5,9	6,5	7,2	7,9	8,6	9,3	10,0

* NPV Projektvärde efter skatt, miljarder SEK med 18% diskonteringsränta.

NPV mdr*	Diskonteringsränta, %									
	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%
80	5,8	4,3	3,2	2,2	1,5	1,0	0,5	0,1	-0,2	-0,5
85	7,1	5,4	4,0	3,0	2,2	1,5	1,0	0,5	0,2	-0,1
90	8,4	6,4	4,9	3,7	2,8	2,0	1,4	0,9	0,5	0,1
95	9,7	7,5	5,8	4,5	3,4	2,6	1,9	1,3	0,9	0,5
100	11	8,6	6,7	5,3	4,1	3,2	2,4	1,8	1,3	0,9
105	12	9,7	7,7	6,1	4,8	3,8	2,9	2,2	1,7	1,2
110	14	11	8,6	6,8	5,5	4,3	3,4	2,7	2,1	1,6
115	15	12	9,5	7,6	6,1	4,9	3,9	3,1	2,5	1,9
120	16	13	10	8,4	6,8	5,5	4,5	3,6	2,9	2,2
125	17	14	11	9,2	7,5	6,1	5,0	4,0	3,3	2,5
130	19	15	12	10	8,2	6,7	5,5	4,5	3,6	2,8

* NPV Projektvärde efter skatt, miljarder SEK med USD/SEK 10,60.

Källa: Analysguiden

Värderingskalkyl Sydvaranger

SYDVARANGER	Inflation:	3%	Malmprisinflation: 3%
Malmpris (USD/ton, 70% FOB Kirkenes*):	106	FastMarket: "\$106-142 för 2027-2035, genomsnitt LoM\$125" OBS! I 2024 års priser!	
Valutakurs (USD/SEK):	10,60	PEA jan-25: Antagen USD/SEK 10:50 (Använd "1,00" för kalkyl i USD)	
Diskonteringsränta:	18%	Antagen av Aktieguiden	
Finansieringsränta:	8,0%	70% SOFR 3mån + 450bps + 30% EKN (motsv) => SOFR 3mån + 160bps. Ingen riskavtäckning från leverantörer.	50% antas vara lån, resten eget kapital
Skatt:	22,0%	Norsk bolagsskatt (22%)	
CAPEX Initialt (MUSD):	348	PEA jan-25: "348 MUSD i total CAPEX" Sustaining CAPEX: 2,5%/år = \$8,7m (+inflation)	80% antas vara i SEK (=NOK), resten i USD
OPEX:	62,0	USD/ton 54,3 Steady state (15 år)	90% antas vara i SEK (=NOK), resten i USD

MSEK	Preparation			LoM (Life of Mine) ----->												
	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	
pris		109,2	112,5	120,5	128,7	137,2	146,0	155,0	164,3	173,8	183,7	185,9	188,2	190,5	192,9	
valuta		10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	10,60	
voly (mton)		1	2,45	2,5	2,35	3,45	3,4	3,55	3,48	3,1	3,05	3,5	3,7	3,65	3,5	
Omsättning	0,0	1 102,9	2 783,2	3 042,3	3 055,5	4 781,9	5 013,2	5 557,6	5 774,4	5 443,3	5 659,0	6 572,2	7 033,0	7 024,6	6 821,4	
OPEX		-1 156,1	-2 519,6	-2 341,5	-1 997,2	-2 216,0	-2 249,4	-2 419,1	-2 442,5	-2 241,1	-2 271,1	-2 684,4	-2 922,9	-2 969,9	-2 933,3	
Brutto		-53,2	263,6	700,7	1 058,4	2 565,9	2 763,8	3 138,5	3 331,9	3 202,2	3 387,9	3 887,8	4 110,1	4 054,7	3 888,2	
Avskrivningar	0,0	0,0	-110,2	-198,3	-289,1	-382,5	-392,8	-403,4	-414,1	-425,1	-436,5	-448,2	-349,9	-274,2	-196,3	
EBIT	0,0	-53,2	153,4	502,4	769,3	2 183,4	2 370,9	2 735,1	2 917,7	2 777,1	2 951,4	3 439,7	3 760,2	3 780,4	3 691,9	
Finansnetto	0,0	0,0	-59,1	-101,3	-122,3	-132,9	-90,7	-48,5	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBT	0,0	-53,2	94,3	401,2	647,0	2 050,5	2 280,2	2 686,5	2 911,4	2 777,1	2 951,4	3 439,7	3 760,2	3 780,4	3 691,9	
Skatt	0,0	11,7	-20,7	-88,3	-142,3	-451,1	-501,7	-591,0	-640,5	-611,0	-649,3	-756,7	-827,2	-831,7	-812,2	
Netto	0,0	-41,5	73,6	312,9	504,6	1 599,4	1 778,6	2 095,5	2 270,9	2 166,1	2 302,1	2 683,0	2 932,9	2 948,7	2 879,7	
CF löp.verks. ex ΔWC	0,0	-41,5	183,8	511,2	793,7	1 981,9	2 171,4	2 498,9	2 685,0	2 591,3	2 738,6	3 131,1	3 282,9	3 223,0	3 075,9	
Δ Rörelsekapital (WC)		-160,7	-211,6	-0,3	27,9	-118,9	-16,3	-45,9	-14,6	36,1	-15,1	-87,7	-46,8	-3,4	14,9	
CAPEX	0,0	-1 102,4	-881,0	-907,4	-934,6	-103,0	-106,1	-106,9	-110,1	-113,4	-116,8	-120,3	-123,9	-127,6	-131,4	
FCF	0,0	-1 304,6	-908,8	-396,4	-113,0	1 760,0	2 049,1	2 346,2	2 560,3	2 514,0	2 606,7	2 923,1	3 112,2	3 091,9	2 959,4	
Lånefinansiering	0,0	742,0	530,0	265,0	132,5	-530,0	-530,0	-530,0	-79,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Eget Kapital	0,0	742,0	530,0	265,0	132,5	-1120	-1490	-1730	-2450	-2560	-2580	-2790	-3040	-3090	-2990	
Kassa UB	0,0	179,4	330,6	464,2	616,2	726,2	755,3	841,4	872,3	826,2	852,9	986,0	1 058,3	1 060,2	1 029,6	
DCF Equity	0,0	-742,0	-530,0	-265,0	-132,5	489,6	551,9	543,1	651,8	577,2	492,9	451,8	417,1	359,3	294,7	
Totalt	0,0	3 872,7														

Källa: Sydvaranger DFS 2022, Bolaget och Analysguidens beräkningar

- Vi räknar med 50% lånefinansiering i projektet med kapitalkostnader enligt tidigare beskrivning (8% lånefinansiering och 18% avkastningskrav på eget kapital).
- Vi räknar också med en norsk bolagsskattesats om 22% och att 1 NOK \approx 1 SEK
- I övrigt räknar vi med ovan nämnda "smygstart" med mindre dagbrott intill som kan gå igång redan under nästa år och bidra med viss finansiering av den fulla kommersiella produktionen som beräknas till början av 2027 och därefter drift till 2044 enligt PEAn.
- Vi tar inte hänsyn till någon prospekteringspotential här heller.

Med dessa justeringar landar vi i ett värde för projektägarna om knappt SEK 4 mdr – dvs hela 28 gånger Grangex aktuella börsvärde! Känsligheten för malmpriset är klart lägre än i Dannemora, men om marknaden vidkänns ett tapp som under 2015-16 hamnar gruvan ändå i en prekär situation. Här måste också ca SEK 1,7 mdr fram i eget kapital i projektet räknat på 50% belåning, och det trots viss självfinansiering med de mindre intilliggande dagbrott som startas tidigare. Återigen är det långt ifrån klart på vilka villkor dessa summor kan resas och hur mycket som Grangex AB behöver ta av en sådan emission. Grangex ledning räknar dock med att i slutändan ha en majoritetspost i Sydvaranger AS, men om det kommer att bli möjligt och i så fall till vilket pris – t ex en nyemission till i Grangex AB – står ännu skrivet i stjärnorna. Hittills har dock ledningen lyckats över förväntan att jämka ihop alla olika parter och förhandla fram bra villkor för bolaget. Dessutom är VD Christer Lindqvist största aktieägaren i bolaget och troligen mycket ointresserad av en utspädning som är större än absolut nödvändigt.

Apatitprojektet

Om vi bortser från ett eventuellt värde i förekomsterna av sällsynta jordartsmetaller, som annars är väldigt hett som råvaror till den gröna omställningen, och bara utgår från förutsättningarna i den scopingstudie som gjordes i november 2021, så finns ändå ett klart värde i den gamla anrikningssanden. Med uppdaterade malmpriser och den fosfatpremie som bolaget räknar med så landar vi i ett matematiskt värde på drygt 100 mkr, eller 7-8 kronor per aktie, på en investering som då beräknades till ca 120 mkr. Återigen är detta bara en indikation på ytterligare värden, men som med övriga projekt måste den betraktas lite som en fågel i skogen till dess vi har en verksamhet som är uppe och rullar, och det lär nog dröja för Apatitprojektet.

Sala Bly

För Sala Bly går det att göra en mer traditionell företagsvärdering. Med tanke på bolagets litenhet relativt gruvprojekten finns ingen anledning att lägga krut på en mera sofistikerad analysmodell, utan vi nöjer oss med att konstatera att såväl omsättning som resultat verkar kunna fluktuera ganska kraftigt, och under antagandet om en mogen bransch utan egentlig tillväxt och en genomsnittlig årsvinst efter finansiella poster om ca 3 mkr, eller ca 2,4 mkr efter skatt som värderas till P/E 10, så kan värdet antas hamna närmare 25 mkr, eller knappt två kronor per Grangex-aktie.

Apatitprojektet



Jan-Matts-dammen i Grängesberg, en del av Grangex apatitprojekt.

Källa: Bolaget

Sammantagen bedömning

Det är tydligt att det stora värdet i koncernen ligger i Sydvaranger, inte bara för att det projektet är störst, utan också för att det har störst säkerhetsmarginal till malmpriset. Det är också det projektet som prioriteras högst av ledningen och ligger närmast i tiden.

Om vi bara skulle slå samman equity-värdena för de olika projekten i koncernen, givet förutsättningarna i respektive projekt som angivits ovan, så landar kalkylen – som är väldigt känslig för massor med ingående värden – i en matematiskt motiverad kurs om 350 kronor per aktie. Skrattretande stratosfäriskt jämfört med dagens kurs och definitivt ingen riktkurs eller motiverad kurs. Huvudskälet är att Grangex inte har minsta möjlighet att få fram de enorma kapital som krävs i eget kapital ur egen ficka. Stora aktieemissioner kommer att behöva göras i projektbolagen, men det är omöjligt att veta till vilka villkor det kommer att vara möjligt. Det är fullt tänkbart att tillkommande ägare i projektbolagen vill att deras tillskott ska ske i form av konvertibler, preferensaktier eller andra instrument som är prioriterade framför Grangex ABs innehav i dotterbolagen, dvs Grangex ABs aktieägare hamnar riskmässigt längst ut på gungan. Det är också fullt möjligt att moderbolaget, Grangex AB, tvingas till en nyemission för att stoppa in kapital i projektbolagen för att få till rimliga villkor för nya delägare i dessa.

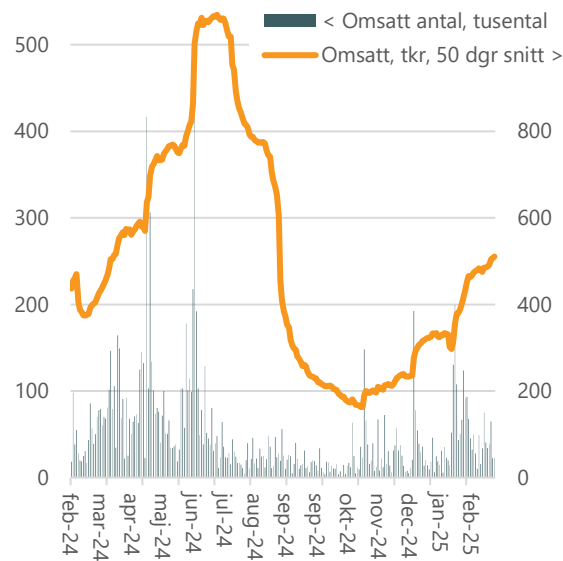
Utöver finansieringen och ägandet tillkommer fluktuerande världsmarknadspriser och valutor som kan slå kraftigt mot aktievärdet och i Grangex finns inga reserver att ta av vid behov som hos ett mer etablerat företag, vid t ex fördyringar eller förseningar. Planerna för Danemora har redan blivit försenade flera gånger till exempel – och utrustning har blivit väsentligt dyrare sedan Sydvarangers DFS gjordes. Vad allt detta innebär för värdet på Grangex-aktien går inte att säga idag – det är alltför många rörliga delar i ekvationen.

Riskerna är med andra ord mycket höga, men det är också potentialen – som det ska vara. Det bästa sättet att se på Grangex-aktien är nog som en option på underliggande projekt. I takt med att projekten avancerar kommer också det som Venture Capital-firmorna kallar ”de-risking”, alltså att riskerna avtar i takt med att milstolpar passerar. Med lägre risk ökar värdet. Någonstans längs den vägen kommer även de som tycker att det är för riskabelt nu att kunna börja fundera på en investering, även om Grangex knappast någonsin kommer att bli en svärmorsaktie.

Så ska man köpa nu eller inte? Duktiga gamla rävar inom aktieförvaltning har framför allt ett drag gemensamt och det är att de är duktiga på att ha rätt storlek på sina positioner. Det här är ett ypperligt sådant exempel där ”position sizing” är av största vikt. Det är som en Rhode Island sås. Förstör den inte genom att hålla i en halv flaska Tabasco, men avstå inte heller helt från en spännande krydda som förhöjer hela såsen. Några få droppar blir lagom och de dropparna vill man inte vara utan. Detsamma gäller också ett så unikt innehav som Grangex, som dessutom är en investering i den gröna omställningen.

Aktieomsättning

Likviditet i aktien



Stora variationer i omsatt belopp i aktien.

Källa: NGM, Refinitiv

Risker

Exempel på de främsta riskerna med en investering i Grangex kan vara:

- Att bolaget är litet, oprövat och utan finansiella reserver, om än att ledningen är kompetent och har lång erfarenhet från järnmalmsbranschen,
- Att bolaget är en pristagare på en global jättemarknad som domineras av Kina och bolag i Australien och Sydamerika,
- Att bolaget är känsligt för större valutafluktuationer; med Sydvaranger också för utvecklingen för norska kronan,
- Att bolaget drabbas av gruvtekniska problem som t ex mer gråberg, lägre metallhalter, dränerings- eller ventilationsproblem, problem med dammar eller slagghögar som urlakning, mm,
- Att bolaget kommer att begagna sig av nya anrikningsprocesser för att få fram koncentrat med de egenskaper som krävs för att erhålla en prispremie och nya processer innebär alltid en ökad risk,
- Att transportproblem tillstöter i något av leden gruvtransporter, järnväg, fartyg,
- Att bolaget arbetar i en bransch under förvandling då kunderna i stålindustrin har nya krav på malmen i takt med att deras tillverkningsprocesser förändras – något som kan ge betydande ryckighet i prissättning och kvalitetspremien för höganrikad malm,
- Att feasibility studier och andra planer inte går att omvandla till verklighet utan t ex betydande merkostnader eller förseningar,
- Att nya tekniska landvinningar kommer fram som minskar behovet av höggradig magnetit och därmed bolagets malmer,
- Att bolaget har svårt att hitta eller behålla kvalificerad personal för att realisera sina planer,
- Att tillstånd till verksamheter inte ges eller dras tillbaka,
- Att finansiering inte kan erhållas på rimliga villkor,
- Att kundavtal eller off-take-avtal bryts eller inte honoreras.

I takt med att bolaget kommer framåt i förberedelser och startar produktion, så kommer många av dessa risker att reduceras påtagligt vilket leder till ökat aktievärde.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Johan Voss-Schrader äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader