

Bluelake Mineral

Mangold Insight – Uppdragsanalys – Update – 2026-02-09

Råvarurallt gynnar Bluelake

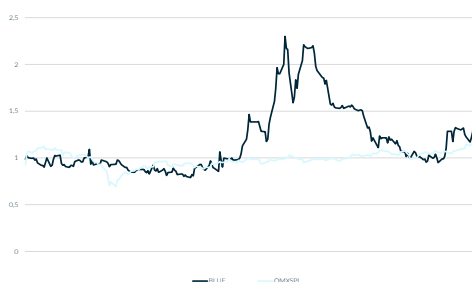
Koppar, silver och guld återfinns i Bluelakes huvudprojekt Joma och Stekenjokk-Levi. Under de senaste månaderna har priserna på koppar, silver och guld ökat kraftigt med de högsta priserna någonsin uppmätta. Utvecklingen gynnar Bluelakes gruvplaner väsentligt då projektets bärkraft och lönsamhet förbättrats. I Stekenjokk-Levi har höga silverhalter uppmätts. Gamla borrhärdar i Joma och Gjersvik granskas, tillsammans med nya borrhärdar vilket väntas ge större kunskap om mineraliseringarna för att kunna etablera en uppmätt silvertillgång.

Silveruppgång stärker caset

Givet den senaste tidens ökning av silverpriset förbättras Bluelakes case väsentligt då ihållande priser på dessa nivåer skulle göra silver till den näst viktigaste råvaran i bolagets projekt Joma och Stekenjokk-Levi. Det bör noteras att använda råvarupriser i modellen är i genomsnitt cirka 20 procent lägre än marknadspriser. Vi väljer att vara konservativa i våra prognoser givet osäkerhet kring framtida prisutveckling då produktion väntas påbörjas först om cirka 5 år. Det finns således utrymme för en högre värdering givet att den senaste tidens prisuppgång håller i sig över tid.

Höjer riktkursen

Mangold värderar Bluelake Mineral med en DCF-modell och höjer riktursen till 3,70 (3,35) kronor per aktie. Höjningen av riktursen härleds från höjda råvarupriser. Mangold har höjt råvarupriserna i modellen för projektet Joma och Stekenjokk-Levi givet den förväntade stora efterfrågan på framför allt koppar och silver. Triggers för Bluelake är utfall gällande överklagan i Stekenjokk och uppdaterade mineralresurser som väntas under våren.



Kursutveckling %	1m	3m	12m
BLUE	25,6	29,5	47,0
OMXSPI	3,3	8,9	7,3

Information

Rek/Riktkurs	Köp 3,70
Risk	Hög
Kurs (kr)	1,47
Börsvärde (Mkr)	230,9
Antal aktier (Miljoner)	157,1*
Free float	74,6%
Ticker	BLUE
Nästa rapport	2026-02-12
Hemsida	bluelakemineral.com
Analytiker	Pontus Ericsson

*Exkl. TO6

Ägarstruktur

Kapital (%)

Viko Eiendom	9,9
Peter Hjorth	7,3
Avanza Pension	4,6
Jonas Dahllöf	4,3
Jubar Eendom	3,9

Intressekonflikter

Certified Adviser	Nej
Innehav eget lager	Nej
Likviditetsgarant	Nej
Rådgivare publ emissioner 12m	Ja

Nyckeltal (Mkr)

	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Försäljning	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	-14,3	-28,9	-30,0	-30,0	-30,0
Vinst före skatt	-15,7	-29,4	-30,0	-30,0	-31,2
EPS (kr)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EV/Försäljning	nm	212,0	nm	nm	nm
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg
P/E	neg	neg	neg	neg	neg

Denna analys har tagits fram på uppdrag av emittenten och är utförd mot betalning. För mer information, se disclaimer i slutet av analysen.

Investment case

Prospektering på framfart

Mangold uppdaterar Bluelake Mineral med rekommendationen Köp och höjd riktkurs om 3,70 (3,35) kronor per aktie på 12 månaders sikt, motsvarande en uppsida över 150 procent. Mangold höjer riktkursen då vi räknar med fortsatt höga råvarupriser framgent.

Riktkurs 3,70 (3,35) kronor per aktie

Utveckling av råvarupriser

Kopparpriset har ökat med 26 procent på ett år och är fortsatt på historiskt höga nivåer vilket är positivt för Jomagruvan. Koppar utgör den råvaran med högst intäktpotential i Stekenjokk-Levi och Joma-projektet, med över 50 procent av potentiella intäkter. Därtill har guld- och silverpriset ökat med 72 respektive 156 procent på ett år. Givet den senaste tidens silverprisuppgång utgör silver den näst viktigaste råvaran i projektet gällande intjäningsförmåga. Nickel är råvaran som kan generera de potentiellt högsta intäkterna, då Rönnebäcken har en av de största nickelfyndigheterna i Europa. Priset på nickel har ökat med 10 procent på ett år. Givet den efterfrågan som finns inom batteriindustrin finns förhoppningar om en återhämtning av råvarupriset. Dock finns det ett överutbud av nickel på marknaden vilket dämpar priserna och gör det svårt att initiera lönsam nickelproduktion i Europa. Efterfrågan på kobolt drivs likt nickel av efterfrågan inom batteriindustrin som följd av expansionen av elektriska fordon. Koboltpriset har ökat kraftigt det senaste året med en ökning om över 160 procent. Järnpriset har minskat med cirka 6 procent på ett år och handlas fortsatt på relativt höga nivåer.

Stor ökning av råvarupriser relaterat till Joma och Stekenjokk-Levi

Europa satsar på ökad gruvetablering

European Critical Raw Materials Act (CRMA) har lett till att tillståndprocessen kan förenklas för Stekenjokk-Levi samt Rönnebäcken. Det innebär att tillståndprocesserna bör kunna gå snabbare givet strategisk status då de enligt lagen maximalt ska ta 24 månader från påbörjad ansökan till dess att samtliga tillstånd är godkända. Det bör dessutom leda till att det blir lättare att få tillstånd på plats givet att CRMA fokuserar på stärkt självförsörjande av kritiska mineraler eftersom EU har ett stort importberoende. Både offentlig och privat finansiering väntas även bli lättare att erhålla genom lagen. Norges regering etablerade även en ny mineralstrategi i juni 2023 vilken syftar till att bli en världsledande mineralnation. Den syftar likt CRMA till att mobilisera kapital, snabba på tillståndprocesserna samt förbättra hållbarhet. Både planförslag och regleringsplan för Jomagruvan blev godkända i kommunen vilket vi bedömer har ökat sannolikheten för gruvstart.

Koppar och järnpriser på hög nivå

Förbättrat utgångsläge för samtliga projekt till godkända tillstånd

Politiskt läge till synes skiftat

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

Politisk vilja och självförsörjningsaspekter ökar sannolikhet för gruvstart

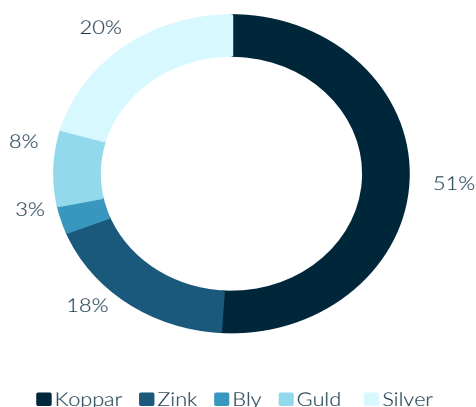
Bluelake Mineral – Update

Utveckling av metallpriser

Priset på koppar, guld och silver har rusat till nya rekordnivåer drivet av en kombination av geopolitisk osäkerhet med en diversifiering från dollarn, industriell efterfråga och en brist på utbud av metallerna. Även ETF-flöden driver prisuppgången. Givet att prisnivåerna skulle hålla i sig över tid blir lönsamhetskalkylen betydligt mer gynnsam jämfört med vad vi tidigare räknat med. Risken finns dock att priserna reverseras och stabiliseras på lägre nivåer. Mangold ser dock att med dessa prisnivåer övergår Bluelakes case från ett koppar-case till ett koppar och silver-case vilket skulle föranleda en högre värdering baserat på intjäningspotentialen. Zink står även för en stor del av intjäningspotentialen men det finns inte samma tydliga faktorer som kan driva en prisuppgång. Vid aktuella råvarupriser skulle silver vara den näst viktigaste råvaran i Joma och Stekenjokk-Levi-projektet, efter koppar. Således spelar det framtida silverpriset stor roll för lönsamheten av bolagets projekt. Volatiliteten i silverpriset är dock hög men den långsiktiga efterfrågan talar för ett fortsatt högt framtida silverpris.

Massiv uppgång i råvarupriser gynnar Bluelake

Intäktsfördelning vid aktuella priser



Källa: Mangold Insight

Industriell efterfråga på silver

Priserna på guld och silver har ökat till följd av geopolitisk osäkerhet vilket bidragit till att centralbanker börjat köpa större volymer. Silverpriset har ökat med 123 procent det senaste året. Lönsamhetskalkylen förbättras markant vid nuvarande prisnivåer. Prognoser för framtida guld- och silverpriser skiljer sig mycket där JP Morgan menar att guldet kan öka till 6 000 dollar per uns 2029. World Bank menar att silverpriserna kan uppgå till mellan 50 och 70 dollar per uns och Bank of America menar att priserna kan uppgå till 100 dollar per uns 2030. Silverpriset drivs delvis av spekulation men även på grund av dess industriella användning. Den växande solenergisektorn har ett stort behov av silver där cirka 10 000 till 14 000 ton silver väntas användas årligen 2030, vilket motsvarar mellan 29 och 41 procent av det globala förväntade utbudet. Prognoser om ett behov av 48 000 till 54 000 ton silver 2030 innebär att enbart 62 till 70 procent av efterfrågan väntas kunna mötas av utbudet. Mot bakgrund av det stora behovet av silver finns det utrymme för ett fortsatt högt silverpris framåt.

Hög industriell efterfråga av silver driver på prisuppgång

Bluelake Mineral – Update

Användningsområden silver

Förutom den stora användningen inom solenergi används 67 till 79 procent mer silver i elbilar jämfört med traditionella bensin/dieslelbilar. Dessutom används silver när det gäller datacenter och halvledare. Därutöver används silver generellt i elektronik som smartphones, wearables, IoT-enheter, antenner och höghastighetsnätverk som 5G-infrastruktur vilket driver på efterfrågan ytterligare. Eftersom 70 procent av allt silver som produceras kommer som en biprodukt vid koppar, zink och blygruvor behöver fler gruvor etableras för att möta det massiva behovet som finns. Det gör att Joma och Stekenjokk-Levi-projektet blir extra attraktivt och bidrar till betydande kassaflöden vid gruvstart.

Strukturell efterfråga inom flertalet växande branscher

Gjersviksfyndigheten och Jomagruvan ska undersöks djupare

Gjersviksfyndigheten och Jomagruvan ska undersökas närmare för att inkludera uppdaterade mineraltillgångsbedömningar. En historisk bedömning av mineraltillgångar i Gjersvik visar på mineraltillgångar om cirka 21 000 ton reserver och cirka 931 000 ton kända och indikerade mineraltillgångar med halterna 1,41 procent koppar och 1,21 procent zink. Genom Gjersvik som satellit-projekt finns möjligheten att kunna förlänga gruvans livslängd med upp till två år.

Historiska mineraltillgångar visar hög halt av koppar

Validering och nya borrprogram

Bluelake arbetar med att systematiskt digitalisera och validera historiska data samt borrardata vilket ligger till grund för ny borrarning och uppdatering av mineraltillgångar. Givet att det tidigare hittats framför allt silver men även guld i både Joma och Gjersvik avser Bluelake samla in tillräckliga data för att statistiskt säkerställa mineraltillgångar innefattande även silver och guld. Historiska borrprogram har genomförts i Gjersvik mellan 1912 och 1995 men avser framför allt den ytnära mineraliseringen. Bluelake vill även kartlägga silverhalter och om mineraliseringen kan ha en fortsättning på djupet eller i någon annan riktning. Borrprogrammet ska genomföras under våren vilket skulle kunna agera trigger för aktiekursen.

Uppdaterade mineraltillgångar ska omfatta silver och guld

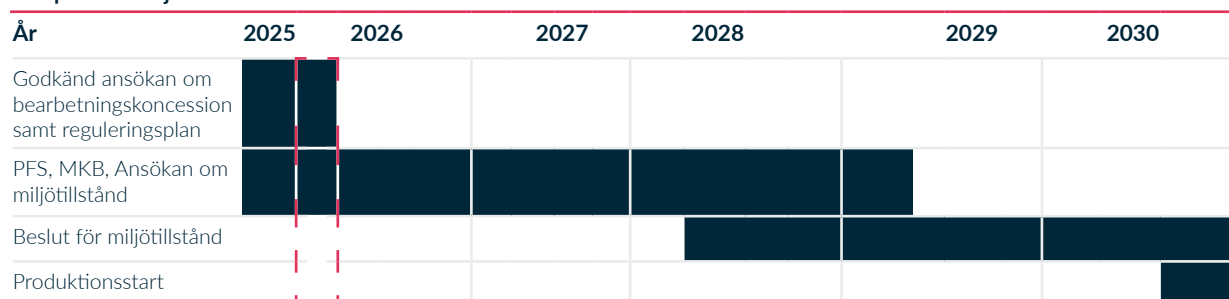
Bluelake Mineral – Update

Tidsplan för Joma och Stekenjokk-Levi

Brytplanen för Stekenjokk påbörjas fem år senare än Levi och Joma vilket betyder att brytplanen kan vara intakt vid ett positivt regeringsbeslut gällande Stekenjokk. Svar gällande överklagan väntas under våren. Mangold räknar fortsatt med att gruvstart sker i slutet av 2030 i linje med Bluelakes senaste bolagspresentation. Vi väljer därmed att påbörja intäktsföringen under 2031. Det bör noteras att det finns en stor osäkerhet gällande tidsaspekten relaterat till de olika tillståndprocesserna, då det kan ta både kortare och längre tid än vad vi räknar med. Mangolds estimerade tidsplan för projektet Joma och Stekenjokk-Levi presenteras nedan:

Överklagan gällande Stekenjokk förväntas i närtid

Tidsplan Stekenjokk-Levi & Joma



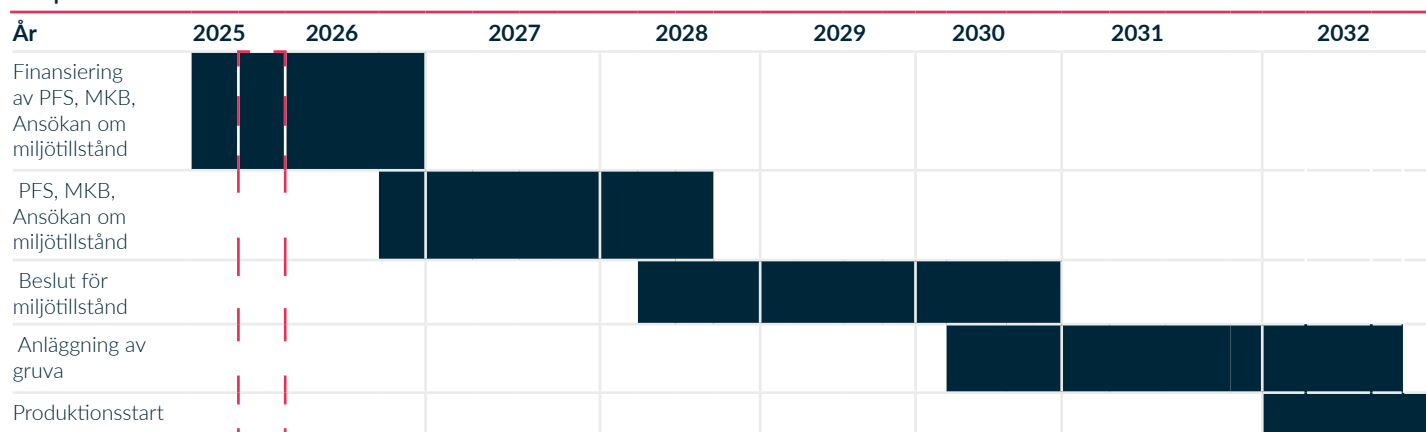
Källa: Mangold Insight

Rönnbäcken

Förväntad produktionsstart är densamma som föregående analys vilket är 2032. Det bör noteras att finansieringen om 100 miljoner kronor för PFS (Preliminary Feasibility Study), MKB (Miljökonsekvensbeskrivning) och ansökan om miljö tillstånd är avgörande för att projektet fortlöper. Vi räknar med att projektet Joma och Stekenjokk-Levi prioriteras i närtid eftersom förutsättningarna är betydligt bättre för projektet. Givetvis finns det möjlighet att finansiering, ansökan och beviljande av tillstånd går snabbare än estimerat men även en stor risk att det tar längre tid än vi räknar med, alternativt läggs på is tills förutsättningarna är bättre.

Osäkerhet givet låga nickelpriser

Tidsplan Rönnbäcken



Källa: Mangold Insight

Bluelake Mineral– Peers

Jämförelse med Viscaria

Vi har valt att jämföra Bluelakes Joma och Stekenjokk-Levi-projekt med Viscaria, som har ett större och mer framskridet kopparprojekt i Sverige. Skillnaden rör främst storleken på projektet där Viscarias mineralresurser är över 5 gånger så stora som Bluelakes projekt Joma och Stekenjokk-Levi. Eftersom Viscarias projekt enbart avser koppar och järn och Bluelakes projekt även zink, bly, silver och guld blir lönsamhetskalkylen betydligt bättre för Bluelake. Viscarias projekt väntas generera 185,3 dollar per ton medan Joma och Stekenjokk-Levi väntas generera cirka 340,9 dollar per ton. Därtill är uppstartskostnaderna för gruvan betydligt högre för Viscaria där de uppgår till cirka 4,5 miljarder kronor. Joma och Stekenjokk-Levis uppstartskostnader uppgår till cirka 1,2 miljarder kronor.

Bättre intjäningspotential per ton jämfört med Viscaria

Lägre kapitalbehov för Bluelake

Mangold ser därmed fördelar med Bluelakes projekt eftersom kapitalbehovet är betydligt lägre och intäkter per ton betydligt högre. Nackdelen med Bluelakes projekt är främst att produktion ligger längre bort i tiden med förväntad produktionsstart i slutet av 2030 jämfört med 2026 för Viscaria. Därtill har Viscaria alla nödvändiga tillstånd på plats medan Bluelake fortsatt behöver erhålla miljötillstånd. En intressant aspekt är att både silver och guldpriset ökat så pass mycket att halterna i projekten väntas kunna brytas på väldigt lönsamma nivåer. Särskilt silver väntas utgöra en anseelig del av de förväntade intäkterna vilket vi menar stärker Bluelakes case väsentligt. I jämförelsen nedan går det tydligt att se den potential Bluelake har när det gäller silverproduktion med över 100 dollar per ton i intäkter. Det bör även noteras att Viscaria räknar på ett järnpris om 107 dollar per ton med en premium på 15 dollar för deras höghaltigt järn i deras FS (Feasability Study). Givet att pris ligger på 100 dollar per ton använder vi det vid jämförelse.

Högt silverpris stärker Bluelakes case väsentligt

Intäkter per ton - Jämförelse med Viscaria

Bolag	Viscaria			Bluelake Mineral	
	Pris	Halt (%)	USD/ton	Halt	USD/ton
Koppar	12 825	0,9	115,4	0,94	120,6
Järn	100	70	69,9		
Zink	3 341			2,19	73,2
Bly	1 978			0,38	7,5
Silver	82			40,70	107,3
Guld	5 028			0,20	32,3
Intäkter per ton			185,3		340,9

Källa: Mangold Insight

Bluelake Mineral– Peers

Jämförelse Viscaria fortsättning

Viscarias börsvärde har ökat kraftigt och uppgår cirka 4,5 miljarder kronor samtidigt som Bluelakes börsvärde uppgår till 255 miljoner kronor. Bolagets börsvärde är över 18 gånger större än Bluelakes vilket delvis kan förklaras av att alla tillstånd är på plats, större mineralresurser samt en större kassa om cirka 1,5 miljarder kronor. Det estimerade värdet på Viscarias mineralresurser är enbart 243 procent högre än Bluelakes projekt Joma och Stekenjokk-Levi. Mangold menar att den stora differensen i förhållande till resurserna inte kan motiveras med att Viscaria har alla tillstånd och har en större kassa. Det bör noteras att beräknade resurser inte innefattar Bluelakes Rönnbäcken-projekt som innefattar betydande resurser. Om vi observerar bolagens värdering i förhållande till marknadsvärdet på mineralresurser handlas Viscaria till ett börsvärde motsvarande 3,76 procent av marknadsvärdet på mineralresurserna. Bluelake handlas samtidigt till 0,65 procent av marknadsvärdet på mineralresurserna. Givet att Bluelake erhåller miljötillstånd för projektet Joma och Stekenjokk-Levi bedömer vi att det finns en stor uppvärderingspotential.

Jämförelse med mer utvecklat kopparkopparprojekt i Sverige

Peers - Jämförbart koppargruvprojekt

	Market cap	P/resurs	Resurser (Mt)	Värde (miljoner USD)	CRMA	Miljötillstånd
Viscaria	4 537	0,0376	108	12 707	Nej	Ja
	1865%	472%	468%	243%		
Bluelake Mineral	231	0,0066	19,0	3 701	Nej	Nej

Källa: Mangold Insight

Bluelake Mineral – Värdering

Högre råvarupriser i modellen

Mangold har valt att bibehålla riskfaktorn 0,20 vilken härleds från risken att miljötillstånd inte erhålls. Vi ser även att osäkerheten kring överklagandet i Stekenjokk Syd bidrar med risk i projektet, dock är ett godkännande inte nödvändigt för lönsam gruvdrift vilket bör tas i beaktan. Det bör även noteras att Stekenjokk ligger sist i brytplanen, där brytning väntas först fem år efter produktionsstart i Joma. Mangold bedömer det som troligt att Jomagruvan kan återstartas. Gjersvikfyndigheten ligger inte med i prognosen och skulle kunna höja värdet på projektet givet godkännande. Den utökade analysen av gamla borrhälsningar och nya borrhälsprogram kan överraska positivt, speciellt med förväntade silvertillgångar inkluderade. Vi har valt att höja priset på koppar, silver och guld i modellen givet de väsentligt förändrade marknadsförutsättningarna. Det bör noteras att använda råvarupriser är betydligt lägre än aktuella marknadspriser. För känslighetsanalys med aktuella råvarupriser se sid. 12. Baserat på estimaten ges ett motiverat värde om 3,50 (3,17) kronor per aktie för projektet. Det bör noteras att vi justerat växelkursen till 9,50 usd/sek givet den svaga dollarutvecklingen. Det bör dock noteras att finansiering om cirka 1,2 miljarder kronor behövs för att införliva projektet. Bluelake erhöll dock ett större finansieringspaket genom dels bidrag i Norge, dels genom företrädesemissionen vilket väntas kunna finansiera både PFS:en och miljötillståndsansökan.

Högre råvarupriser i modellen

Stor potential vid ihållande råvarupriser

Råvarupriser Joma & Stekenjokk-Levi

Projekt	Råvarupriser	PEA*	Marknadpris*	Analys*	Diff (%)	Totala intäkter per råvara (Mdkr)
Stekenjokk-Levi, Joma	Koppar	7 700	12 825	10 250	-20%	8,8
Stekenjokk-Levi, Joma	Zink	2 250	3 341	2 475	-26%	2,8
Stekenjokk-Levi	Bly	1 950	1 978	2 145	8%	0,7
Stekenjokk-Levi	Guld**	1 400	5 028	3 500	-30%	1,2
Stekenjokk-Levi	Silver**	18,25	82	50	-39%	2,8

Källa: Mangold Insight; *USD/ton, **USD/uns

Joma & Stekenjokk-Levi DCF

(Mkr)	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	...2047P
EBIT	-34	-66	476	359	466	689
Fritt kassaflöde	-249	-522	118	416	492	494

Antaganden	Avk. krav	Riskfaktor	Skatt
	15,4%	0,20	21%

Motiverat värde

Enterprise value (Mkr)	571
Equity value (Mkr)	570
Motiverat värde per aktie (kr)	3,50

Källa: Mangold Insight

*växelkurs 9,50 usd/sek; **växelkurs 9,50 usd/nok; ***beräknas på full utspädning

Bluelake Mineral – Värdering

Råvarupriser Rönnbäcken

Projekt	Råvarupriser	PEA**	Marknadspris**	Analys**	Diff (%)	Totala intäkter per råvara (Mdkr)	Andel av Intäkter
Rönnbäcken	Nickel	22 046	17 134	22 046	29%	86,0	65,6%
Rönnbäcken	Järn*	75	100	101	1%	42,1	32,2%
Rönnbäcken	Kobolt	44 092	56 290	44 092	-22%	2,9	2,2%

Källa: Mangold Insight

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

**USD/ton

Rönnbäcken riskjusterad DCF

Bluelake har kommunicerat att man undersöker hur man skulle kunna anpassa projektet mer direkt mot batteritillverkare och eventuellt driva det i mindre skala med bibehållen lönsamhet. Rönnbäcken blev inte utvalt som strategiskt projekt enligt CRMA och nickelpiserna är på fortsatt låga nivåer, om än något högre än vid föregående analys. Givet förväntat låga framtida nickelpiser ser vi låg sannolikhet för att projektet kommer genomföras om inte förutsättningarna förändras nämnvärt. Mangold har valt att behålla riskfaktorn 0,95. Mangold ser det som troligt att Jomagruvan återstartas och härleder majoriteten av bolagets värde från Joma och Stekenjokk-Levi-projektet. Priserna som används för nickel och kobolt är priserna i (Preliminary Economic Assessment) PEA:n gällande LTC (long term consensus). För järn behåller vi prisbilden från föregående analys. Vi menar att de använda priserna i PEA:n är svåra att förena med aktuella framtidsutsikter för framför allt nickelpiset. Marknadspriset på kobolt har dock återhämtat sig kraftigt vilket ses som positivt för projektet.

*Låg sannolikhet för gruvstart i projektet
givet sämre framtidsutsikter för
nickelpiser*

Rönnbäcken DCF

(Mkr)	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	...2051P
EBIT	-18	-29	-695	2 898	3 289	1 044
Fritt kassaflöde	-114	-6 690	-7 337	3 462	3 758	1 047

Antaganden

Avk. krav	Riskfaktor	Skatt
15,4%	0,95	21%

Motiverat värde

Enterprise value (Mkr)	29
Equity value (Mkr)	27

Motiverat värde per aktie (kr) 0,17

Källa: Mangold Insight

*växelkurs 9,50 usd/sek

**beräknas på full utspädning

Bluelake Mineral – Värdering

Försäljningsprognoser

Nedan presenteras prognoser för intäkter och kostnader. Mangold behåller prognosen för Rönnbäcken. Vi antar dock ett högre kopparpris i Stekenjokk-Levi och Joma-projektet givet de höga aktuella råvarupriserna och ett förväntat fortsatt högt kopparpris framgent. Det bör noteras att det använda kopparpriset i modellen är 20 procent lägre än rådande marknadspris. Vi väljer att inte höja prisbilden mer då prisutvecklingen är volatil och osäker, där produktion inte väntas förrän i slutet av 2030. Om koppar och silverpriset skulle fortsätta stiga eller enbart vara på samma nivå finns det betydande uppsida i projektet Joma och Stekenjokk-Levi. Se känslighetsanalys sida 12 för aktuella råvarupriser.

Höjer kopparpriset i modellen

Mkr	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P	...2051P
Intäkter	957	9 082	9 341	8 431	8 292	7 973	7 553	7 672	7 901	7 704	3 382
TC/RC frakt	-132	-1 706	-1 729	-1 596	-1 594	-1 544	-1 478	-1 506	-1 525	-1 494	-731
Operativa kostnader	-260	-2 836	-2 724	-2 977	-3 121	-3 136	-3 068	-3 134	-2 847	-2 837	-1 325
EBITDA	565	4 540	4 888	3 858	3 577	3 294	3 007	3 031	3 529	3 373	1 326
EBITDA-marginal	59%	50%	52%	46%	43%	41%	40%	40%	45%	44%	39%
EBIT	-150	3 159	3 626	2 705	2 510	2 302	2 093	2 188	2 738	2 640	964
EBIT-marginal	-16%	35%	39%	32%	30%	29%	28%	29%	35%	34%	29%
Vinst	-537	1 893	2 295	1 593	1 466	1 327	1 186	1 285	1 744	1 688	531
Vinstmarginal	-56%	21%	25%	19%	18%	17%	16%	17%	22%	22%	16%

Källa: Mangold Insight

Produktionsprognos

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

Stor potentiell produktion

		2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P	...2051P
Total ROM	kt	11 240	750	750	750	750	750	750	750	750	526	
Cu	t	115 530	9 180	7 569	9 251	10 420	9 657	8 647	7 499	6 420	6 592	4 386
Zn	t	225 096	11 447	16 116	13 348	10 695	8 832	6 812	14 056	14 282	15 313	12 776
Pb	t	37 048	305	349	339	275	264	434	528	1 834	3 599	3 403
Au	g	1 642 983	51 991	46 365	39 455	39 000	38 670	54 132	58 293	141 796	137 838	115 369
Ag	g	345 733 991	7 320 019	7 406 944	7 185 934	5 361 250	5 171 847	6 631 718	7 153 033	21 149 661	30 659 810	27 431 094
Total ROM	Mt	586	30	30	30	30	30	30	30	30	30	16
Ni ac	t	551 841	37 715	38 899	33 115	32 129	31 399	29 018	28 745	29 137	27 176	12 515
Co	t	18 204	1 652	1 675	929	1 246	1 034	654	707	861	931	382
Fe	t	32 309 372	1 570 503	1 556 245	1 612 127	1 648 582	1 578 560	1 577 709	1 598 978	1 605 639	1 642 435	1 050 209

Källa: Bluelake Mineral

Bluelake Mineral – Värdering

Sammanvägd värdering

Vid värdering av projekten viktas riskfaktorn baserat på andelen av det förväntade diskonterade kassaflödet som projekten väntas utgöra vid angivna råvarupriser. Den viktade riskfaktorn blir därmed 0,544. I den sammanvägda DCF-modellen blir det motiverade värdet 3,69 kronor per aktie. Mangold höjer riktkursen till 3,70 (3,35) kronor per aktie. Mangold räknar med att det kumulativa kassaflödet kommer bli positivt under 2035.

Rikt Kurs 3,70 (3,35) kronor per aktie

Sammanvägd DCF

(Mkr)	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	...2051P
EBIT	-35	-65	-150	3 159	3 626	964
Fritt kassaflöde	-344	-6 863	-6 764	3 702	4 062	1 007

Antaganden	Avk. krav	Riskfaktor	Skatt
	15,4%	0,544	21%

Motiverat värde

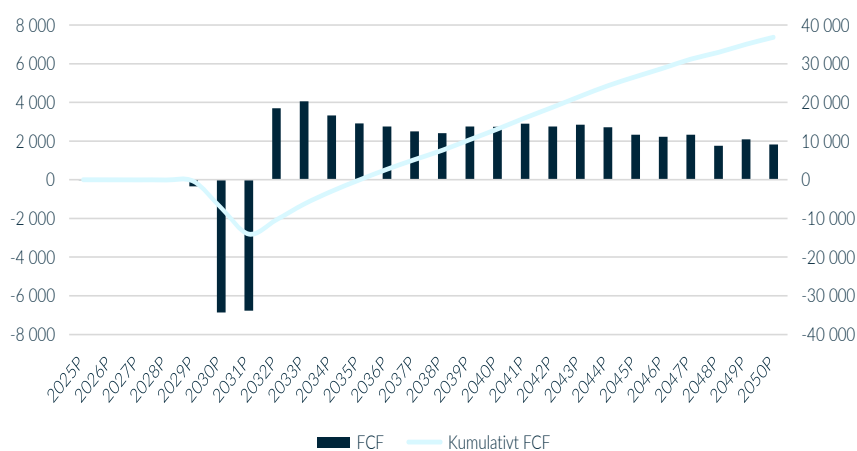
Enterprise value (Mkr)	602
Equity value (Mkr)	600
Motiverat värde per aktie (kr)	3,69

Källa: Mangold Insight

*växelkurs usd/sek

**beräknas på full utspädning

Kassaflöde (Mkr)



Källa: Mangold Insight

Bluelake Mineral – Känslighetsanalys

Betydligt högre värde vid marknadspriser

För att synliggöra den potential som finns i Joma och Stekenjokk-Levi vid ihållande höga priser som uppnåtts under den senare tiden väljer vi att presentera en DCF med aktuella råvarupriser. Vid nuvarande råvarupriser och allt annat lika skulle motiverat värde per aktie uppgå till 7,15 kronor per aktie. Det motsvarar en uppsida över 390 procent. Andelen av intäkter som skulle generas från silver väntas i detta fall även överstiga 20 procent och vara den näst viktigaste råvaran efter koppar. Vi har dock valt att vara konservativa gällande råvarupriserna givet osäkerhet om framtida priser och att produktion ligger flera år i framtiden.

Stor uppsida vid ihållande råvarupriser

Råvarupriser Joma & Stekenjokk-Levi

Projekt	Råvarupriser	PEA*	Marknadspris*	Analys*	Totala intäkter per råvara (Mdkr)	Andel av intäkter
Stekenjokk-Levi, Joma	Koppar	7 700	12 825	12 825	12,0	51,0%
Stekenjokk-Levi, Joma	Zink	2 250	3 341	3 341	4,0	18,0%
Stekenjokk-Levi	Bly	1 950	1 978	1 978	0,7	2,8%
Stekenjokk-Levi	Guld**	1 400	5 028	5 028	1,8	7,7%
Stekenjokk-Levi	Silver**	18,25	82	82	4,8	20,5%

Källa: Mangold Insight; *USD/ton, **USD/uns

Joma & Stekenjokk-Levi DCF

(Mkr)	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	...2047P
EBIT	-17	-48	776	650	776	1 062
Fritt kassaflöde	-226	-504	263	649	732	794

Antaganden	Avk. krav	Riskfaktor	Skatt
	15,4%	0,20	21%

Motiverat värde

Enterprise value (Mkr)	1 165
Equity value (Mkr)	1 163

Motiverat värde per aktie (kr)	7,15
---------------------------------------	-------------

Källa: Mangold Insight

*växelkurs 9,50 usd/sek; **växelkurs 9,50 usd/nok; ***beräknas på full utspädning

Bluelake Mineral – Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

Mangold har genomfört en känslighetsanalys för att testa modellens utfall givet olika råvarupriser samt applicerad riskfaktor. Om råvarupriset uppgår till 90 procent av prognos sjunker motiverat värde till 2,40 kronor per aktie. Om priset ökar med 10 procent stiger motiverat värde i stället till 8,55 kronor per aktie. Råvarupriserna är den faktor som påverkar motiverat värde mest. Sammanfattningsvis visar modellen ett intervall mellan 2,09 kronor och 10,46 kronor per aktie. Modellen visar uppsida i alla testade fall. Motiverat värde för Bluelake Mineral baseras till stor del på de antagna råvarupriserna samt sannolikheten för produktionsstart.

Stort värderingsspann beroende på råvarupriser och använd riskfaktor

Känslighetsanalys

Riskfaktor	0,90x*	0,95x*	Råvarupris(x)	1,05x	1,10x
0,444	2,70	3,32	4,52	7,49	10,46
0,494	2,55	3,13	4,11	6,80	9,50
0,544	2,40	2,95	3,69	6,12	8,55
0,594	2,24	2,76	3,27	5,43	7,59
0,644	2,09	2,57	2,86	4,75	6,64

Källa: Mangold Insight

*Enbart Stekenjokk-Levi & Joma räknas givet negativt NPV för Rönnbäcken givet 15,4 procent avk. krav och 95 respektive 90 procent av råvarupriset

Bluelake Mineral – Appendix

Mineraltillgångar Rönnbäcken

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

Källa: Bluelake Mineral

Mineraltillgångar Rönnbäcken

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

Källa: Bluelake Mineral

Nedbrutet Capex Rönnbäcken

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

Källa: Bluelake Mineral

Bluelake Mineral – Appendix

Kostnader per ton Rönnebäcken

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

Källa: Bluelake Mineral

Kostnader per ton Rönnebäcken

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

Källa: Bluelake Mineral

Mineraltillgångar Joma

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

Källa: Bluelake Mineral

Bluelake Mineral – Appendix

Mineraltillgångar Stekenjokk-Levi

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

Källa: Bluelake Mineral

Kostnader per ton Stekenjokk-Levi & Joma

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

Källa: Bluelake Mineral

Nedbrutet Capex - Joma & Stekenjokk-Levi

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

Källa: Bluelake Mineral

Bluelake Mineral – Appendix

Kostnad per ton - Joma & Stekenjokk-Levi

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

Källa: Bluelake Mineral

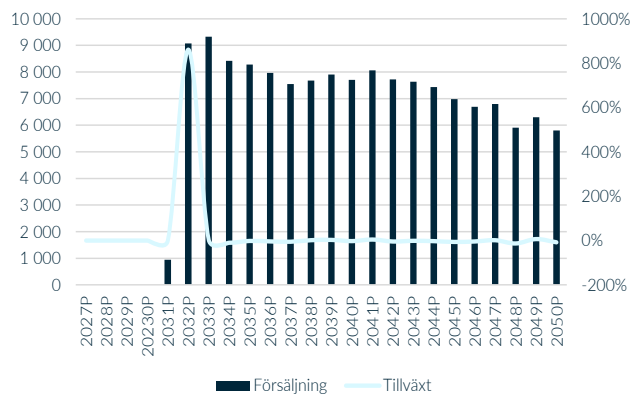
*ROM=Run of mine

Bluelake Mineral - SWOT



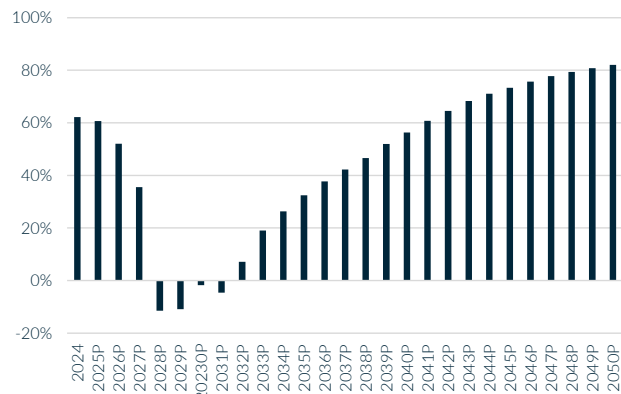
Bluelake Mineral – Appendix

Försäljning (Mkr) & tillväxt (%)



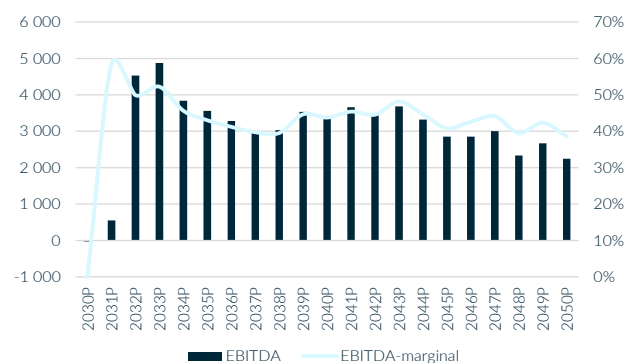
Källa: Mangold Insight

Soliditet (%)



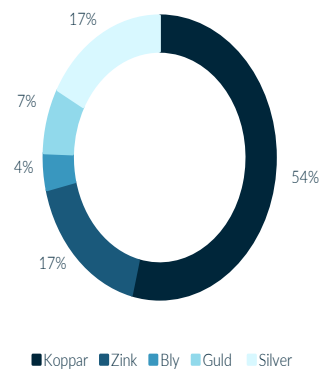
Källa: Mangold Insight

EBITDA (Mkr) & EBITDA-marginal (%)



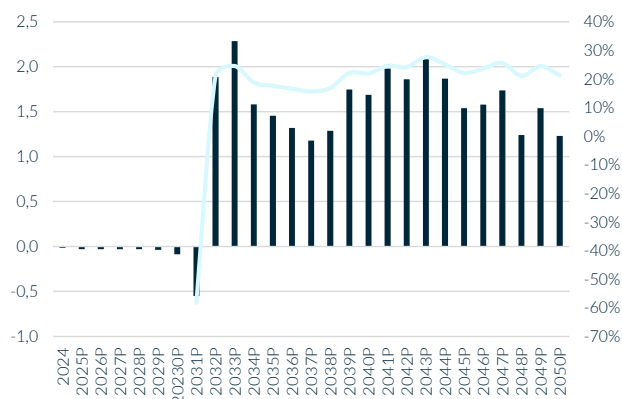
Källa: Mangold Insight

Intäktsfördelning Joma & Stekenjokk-Levi (%)



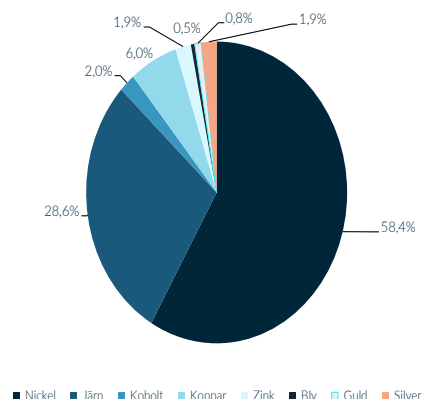
Källa: Mangold Insight

Vinst (Mdkr) & marginal (%)



Källa: Mangold Insight

Intäktsfördelning totalt (%)



Källa: Mangold Insight

Bluelake Mineral – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Mkr)*	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Nettoomsättning	0	1	0	0	0	0	0	957
TC/RC Frakt	0	0	0	0	0	0	0	-132
Operativa kostnader	-14	-32	-30	-30	-30	-30	-30	-260
EBITDA	-14	-31	-30	-30	-30	-30	-30	565
EBITDA-marginal								59%
Avskrivningar	0	0	0	0	0	-5	-37	-715
Rörelseresultat	-14	-31	-30	-30	-30	-35	-67	-150
Rörelsemarginal								-16%
Räntenetto	-1	-1	0	0	-1	-3	-22	-388
Resultat efter finansnetto	-16	-31	-30	-30	-31	-37	-89	-537
Skatter	0	0	0	0	0	0	0	-537
Nettovinst	-16	-31	-30	-30	-31	-37	-89	-582

Källa: Mangold Insight

*Växelkurs usd/sek

Balansräkning (Mkr)*	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Tillgångar								
Kassa och bank	4	55	54	15	15	55	485	1 072
Kundfordringar	2	3	0	2	2	2	2	34
Lager	0	0	0	0	0	0	0	26
Anläggningstillgångar	46	47	47	47	47	353	7 151	13 805
Totalt tillgångar	53	105	101	64	64	410	7 637	14 937
Skulder								
Leverantörsskulder	9	31	49	20	20	16	16	115
Skulder	11	0	0	23	54	440	7 755	15 494
Totala skulder	20	31	49	43	74	457	7 772	15 609
Eget kapital								
Bundet eget kapital	10	82	90	90	90	90	90	90
Fritt eget kapital	23	-8	-38	-68	-100	-137	-224	-762
Totalt eget kapital	33	74	52	22	-10	-47	-134	-672
Skulder och eget kapital	53	105	101	64	64	410	7 637	14 937

Källa: Mangold Insight

*Växelkurs usd/sek 9,50

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 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. Denna analys är en betald uppdragsanalys, där Mangold genomfört analysen på uppdrag av "Bluelake Mineral" (nedan "Bolaget") och har erhållit ersättning för detta från Bolaget.

Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Även om all rimlig aktsamhet har vidtagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande kan Mangold dock inte garantera informationens riktighet eller fullständighet. Den framåtblickande informationen i analysen bygger på analytikernas subjektiva bedömningar om framtiden, vilka kan komma att ändras efter publiceringstillfället. Mangold kan inte garantera att prognoser och framåtblickande uttalanden kommer att förverkligas. Investerare ska fatta alla investeringsbeslut självständigt. Denna analys är tänkt att vara ett av ett flera olika källor som kan användas för att fatta ett investeringsbeslut. Alla investerare uppmuntras därför att komplettera denna information med ytterligare relevant information och att konsultera en finansiell rådgivare innan ett investeringsbeslut.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Denna analys är inte avsedd att utgöra rådgivning och tar inte hänsyn till de specifika investeringsmål, den finansiella situationen eller särskilda behov hos någon specifik person som tar del av denna rapport. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten av att investera i alla värdepapper eller investeringsstrategier som diskuteras eller rekommenderas i denna rapport och bör vara införstådda med att uttalanden om framtidsutsikter inte kan komma att realiseras. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Mangold publicerar den aktuella analysen utan att åta sig regelbundna framtida uppdateringar eller publiceringar med en uppdaterad syn på Bolaget exempelvis i händelse av betydande förändringar i marknadsförhållanden eller händelser relaterade till Bolaget. Mangold Insight publicerar endast analyser som innehåller och/eller grundar sig på offentliggjord information. Om Mangold Insight tar del av icke-offentliggjord, kurspåverkande information, kan Mangold inte publicera någon ny analys eller uppdatering till dess att informationen offentliggjorts av emittenten.

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, inklusive USA, Kanada, Australien, Nya Zeeland, Hong Kong, Japan, Schweiz, Singapore, Sydafrika eller Sydkorea. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument. Detta innefattar åtskillnad av verksamhet och konfidentialitet mellan affärsområden, så kallade kinesiska väggar. Dessa omfattar bland annat åtskillnad av analysavdelningen från Corporate Finance, Private Banking inklusive mäklari och exekvering av eget lager. Anställda analytiker på Insight får inte äga eller handla med några överlåtbara värdepapper som emitterats av ett bolag som denna är ansvarig analytiker för. En sådan person får inte heller ingå i kundbolagets styrelse eller vara verksam i övrigt i bolaget.

Status intressekonflikter och andra uppdrag vid tillfälle för publicering av denna analys:

Mangold analyserade Bolaget senast 2025-11-21

Mangolds analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Mangold äger inte aktier i Bolaget såsom för eget lager.

Mangold äger inte aktier i Bolaget genom uppdrag såsom likviditetsgarant.

Det föreligger vid, tidpunkten för denna publicering, ett uppdragsavtal mellan Mangold och bolaget avseende den aktuella analysen där Mangold erhållit ersättning. Det kan även, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold såsom Corporate Finance eller Market Making.

Mangold har inte utfört tjänster som finansiell rådgivare för Bolaget den senaste 12 månaderna, bland annat uppdrag kopplade till genomförande av emission, och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

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