

Gexco – provdrift ger kassaflöden?

- Den förestående nyemissionen finansierar del av provdriften i Bindal
- Ny ägargruppering tar styrelseplats
- Nytt borrhprogram inleds
- Inmutningarna i Narvik kittlar, är det en fortsättning på Guldlinjen vi ser?
- Stora underskottsavdrag talar för låg, framtida skattebelastning

Sammanfattning

Medan andra företag i gruv- och prospekteringsbranschen utvecklats starkt under året så har Gexco (NGM GXCO) laggat ordentligt. Under året har ledningen genomfört omfattande åtgärder för att minska kostnaderna och fokusera på att öka värdena i de fyndigheter som finns i bolaget i dag.

Nu genomförs en nyemission som har till avsikt att säkerställa start av en provdrift i bolagets gruva i Bindal i Norge. Emissionen är inte säkerställd genom några garantier eller teckningsförbindelser, men stöds av den nya ägargruppingen kring Fagelfenix som representerar 24 procent av aktierna i bolaget.

Axier är av den åsikten att det finns en hel del saker som bolaget måste arbeta med, men baserat på de data som finns att tillgå i prospektet ser vi att det finns all anledning att titta närmare på bolaget. Den låga värderingen kittlar nämligen, bolaget värderas i dag till mindre än fem miljoner kronor innan emissionen är slutförd, och enbart förlustavdragen i bolaget betingar ett högre värde än så. Vi gör således bedömningen att Gexco kan komma att utgöra en lottsedel med ett golv då bolaget kan utgöra en möjlighet för ett annat företag att backa in på börsen.

Förhoppningsvis behövs inte detta, förhoppningsvis kommer Gexco att klara av att generera de medel som behövs för framtiden genom provdriften.

Antal aktier	8 953 995*
Notering	NGM Equity
Styrelseordförande	Björn Wolrath
Största ägare (%)	Avanza Pension, 15 %
Webb	http://www.gexco.se
Market Cap	4,47 Mkr*
Risk	Hög

*Pre-Money värdering innan den förestående nyemissionen.

Beskrivning av verksamheten

Gexcos fokus är utveckling av mineraltillgångar, främst i Nordnorge och bolaget har under senare år genomfört ett stort antal provborrningar, provbrytningar, geofysiska mätningar och andra geologiska undersökningar med positiva resultat.

Gexco har en fördel, i jämförelse med branschkollegor, i att bolaget redan har en mindre processanläggning för anrikning av guldmalm till säljbart koncentrat på plats i Bindal. Under 2007 processades cirka 2,000 ton malm och Gexco producerade cirka 50 ton guldkoncentrat. Genomsnittshalten i den processade malmen var 5,6 gram guld per ton. Under hösten 2009 har delar av guldkoncentratet avyttrats.

Bindal

Gexco äger mineraltillgångar i Bindal kommun, Nordland Fylke, Norge. Från Terråk, som är centralort i Bindal kommun, sträcker sig Tosenfjorden i nordostlig riktning. Bogadalen och Kolsvik ligger cirka 20 km nordost om Terråk, sjövägen längs Tosenfjorden. Kolsvik ligger cirka 300 km norr om Trondheim och cirka 70 km söder om Mosjøen. Närmaste flygplats är Brønnøysund (60 km) och närmaste tågstation är Trofors (60 km).

Områden som har undersökts av Gexco Norge och andra är Kolsvik, Reppen, Finnlifjellet, Okstind och Syd Bogelva. Kolsvik är den fyndighet som visar bästa förutsättningar för gruvdrift.

Övriga områden har en betydande potential och ligger inom 10 km från Kolsvik. Gexco äger bergrättigheter i Kolsvik, Reppen och Finnlifjellet genom 97 undersökningstillstånd och 1 bearbetningstillstånd.

Det har tidigare förekommit gruvdrift i Bindal vilket ökar sannolikheten för att kommersiell drift åter skall kunna bedrivas i området.



Mo i Rana

Gexco äger bearbetningstillstånden för den gamla nedlagda Mofjellet Gruvor. Beräkningar från årsskiftet 2006 - 2007 indikerar att det finns en

mineralresurs på cirka 1,26 Miljoner ton kvar i gruvan. Ytterligare borrhinar utfördes i 2007 och 2008 i Mofjellet Gruver.

Analyser från dessa borrhinar visar att det finns ytterligare intressanta tonnage kvar, men dessa är ännu inte malmberäknade. Förutom bearbetningstillstånden ovan har Gexco 254 undersökningstillstånd i Mo i Rana fördelade på områdena Mofjellet, Plurdalen och Langfjellet-Grønnfjelldalen, samt Melkfjellet/ Krabbfjellet. De flesta innehåller basmetaller samt guld och silver, men 23 undersökningstillstånd i Melkfjellet/Krabbfjellet har fokus mot nickel.

Den prospektering som Gexco genomförde under 2008 har påvisat flera mycket intressanta mineraliserade områden som till exempel Hellerfjellet men vidare arbeten kräver ytterligare finansiering.

Mofjellet Gruver lade ned driften 1987 men med den infrastruktur som finns kan den förhållandevis snabbt återupptas när marknadsförhållandena så tillåter.



Narvik

Gexcós har sammanlagt 64 undersökningstillstånd (inmutningar) i det så kallade *Rombak-vinduet* i närheten av Narvik. De nya undersökningstillstånden täcker 19,2 kvadratkilometer fördelat på fyra områden. Geologin i *Rombak-vinduet* har stora likheter med *Gulldinjen* i Lycksele – Storumans området där det på senare år har hittats flera drivvärldiga guldfyndigheter. Axier bedömer att detta inte är ett område som är prioriterat av Gexco.

Därmed inte sagt att Gexco kommer ge upp detta projekt helt och hållet, vi tror snarast att det finns anledning att tro att dessa inmutningar kommer att ingå i någonting större, tillsammans med en eller flera andra aktörer men först efter det att en ytterligare värdehöjande prospektering har skett i området.

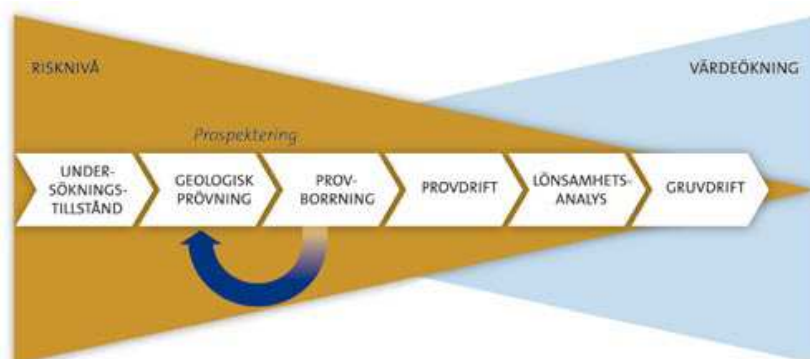
Harnäs

Harnäsgruvan i Värmland är en av de bäst bevarade hemligheterna i Gexco.

Denna gruva har faktiskt producerat guld, och gav ett marginellt överskott då guldpriset stod i priser kring 400 USD/ounce. I dag ligger denna gruva i malpåse, men torde betinga ett betydligt högre värde då guldpriset ligger på priser över 1,100 USD och då guldpriset som nu handlas i eller nära *all-time-high*. Axier är inte främmande för tanken att denna anläggning säljs av.

Ett annat tänkbart scenario skulle kunna vara ett samarbete tillsammans med några av de andra bolagen som finns i samma trakter. Såväl Archelon, IGE, Mawson Sweden, Nordic Mines och Wiking Mineral har inmutningar eller anläggningar i dessa trakter. Med det utmål (gruvtillstånd) som Harnäs tilldelats har emellertid Gexco ett försprång mot de andra företagen.

Värdekedjan undersökningstillstånd till gruvsdrift



Gexco befinner sig ganska tidigt i värdekedjan, men detta till trots så gör ledningen den bedömningen att det skall vara möjligt att generera ett överskott på den provdrift som emissionspengarna skall användas till.

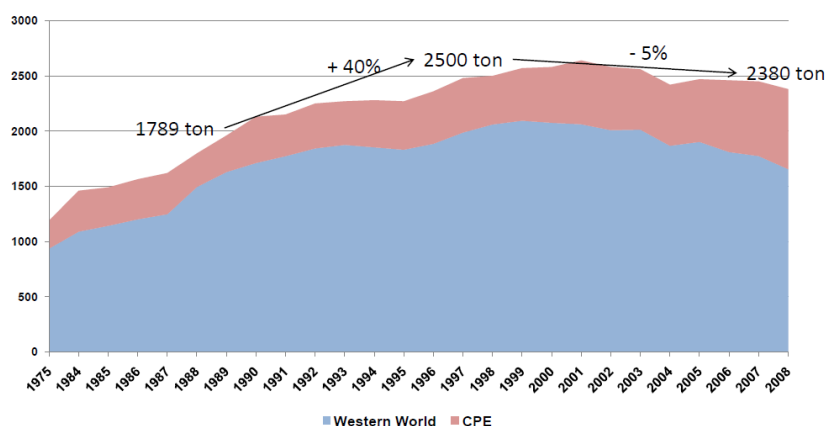
Guldmarknaden

Håller guldet på att ta slut i världens gruvor?

En stor del av de data som Axier redovisar i det följande stycket bygger på data som vi tagit del av från Martin Jansson på Raw Materials Group i Stockholm. Samtliga bilder och grafer publiceras med dennes medgivande.

Nu äntligen är det dags att berätta om hur pass litet guld som egentligen finns på jorden, och hur till och med de största gruvföretagen endast har reserver för ett par år framåt i sina gruvor. Vi kommer därför att kunna ha lättare att förstå varför prospekteringsbolagen fyller en så pass viktig funktion i gruvnäringen som de gör.

Global guldproduktion



Källa: RawMaterials Group 2009.

Vi kan alltså konstatera att guld, som redan i dag är sällsynt, kommer att bli än mer sällsynt i framtiden. Som en följd av detta är det också troligt att vi kommer att se hur priset fortsätter att stiger kraftigt då marknaden inser hur begränsad tillgången av guld verkligen är. Vi är uppenbarligen inte de enda som är av denna åsikt.

Flera av de stora börjar nu se att guld skall röra sig uppemot 2,000 USD/ounce nästa år med stöd av de stora volymer papperspengar som trycks "out of fresh air". Citatet kommer från Nils Sandberg som driver Jordanfonden, en av Sveriges bredaste råvarukännare. I dag står guldets en bit över 1,100 dollar per ounce (ett ounce är 31,1 gram).

Alla de åsikter och tankar som framförs är Axiers egna, de diagram och bilder som finns med kommer från olika källor som alla namnges. Har vi misstolkat deras tankar och slutsatser är felet vårt och inte deras.

Hur mycket guld finns det?

Att svara på den frågan går egentligen inte eftersom det fortfarande finns en hel del guld som ännu inte har exploaterats. Däremot det brukar göras uppskattningar på den mängd guld som fortfarande finns under jord. I detta finns även det guld som kan återvinnas ur havet.

En allmän uppskattning visar att det finns ungefär 120,000 till 140,000 ton guld ovan jord. Bilden nedan visar hur pass litet det egentligen är. Föreställ Dig en tennisplan, föreställ Dig sedan en kub som har sidan nitton (19) meter, alltså inte fullt lika lång som hela tennisplanen. Det är allt guld som producerats i världen sedan tidernas begynnelse.



Tänk Dig en kub som är har en sida som är tre meter kortare än tennisbanan ovan. Så mycket – eller är litet kanske mer korrekt – guld har det grävts upp sedan tidernas begynnelse. Lika mycket stål produceras enbart de amerikanska stålbolagen var tionde minut, varje dag, varje vecka, varje år.

För att erhålla någorlunda förståeliga siffror förenklar vi detta litet. Tänk Dig att vi delar upp allt guld som finns på alla personer som finns på jorden. Var och en får då ungefär 23 gram guld var, en liten kub med en dryg centimeter stor sida. För att enklare kunna bilda sig en uppfattning om hur pass litet guld det är vi pratar om, jämför denna siffra med vikten på en vanlig vigselring väger någonstans mellan 5 och 15 gram, alltså under hälften av den siffra vi kom fram till i vår räkneövning.

Betänk sedan att ungefär en fjärdedel av allt detta guld, cirka 30,000 ton kontrolleras av centralbanker världen över. Det gör att de 23 grammen vi talade om minskar ytterligare, vi är sålunda nere på mindre än 18 gram per person.

Hur mycket guld produceras?

Det årliga behovet av guld ligger just nu på cirka 3,800 ton medan det endast produceras mellan 2,200 och 2,600 ton per år. Siffrorna varierar litet beroende på vem som tillfrågas. Raw Materials Group har försett oss med underlag som visar på att den årliga produktionen för närvarande ligger kring 2,450 ton per år och vi väljer att hänvisa till dessa siffror.

Oavsett vem som tillfrågas så står det emellertid klart att det finns ett ökat behov av guld, att det varje år försvinner guld från marknaden i form av köp endera som investeringsguld, till dentalindustrin, smycken, eller i rent industriellt syfte. Det blir alltså mindre och mindre guld kvar för oss att handla varje år.

Rank	Företagsnamn	Land	Production 2008 (t)	Reserver (t) 2007	Share of world 2007 %	Cumulshare of world 2007 %
1	Barrick Gold Corp	Canada	237,9	4 358	11%	10%
2	Newmont Mining Corp	USA	165,4	2 717	7%	16,9%
3	AnglogoldAshanti	South Africa	158,6	2 334	6,7%	23,6%
4	Gold Fields Ltd	South Africa	110,2	2 946	4,6%	28,2%
5	Goldcorp Inc	Canada	68,9	1 447	2,9%	31,1%
6	NavoiMining	Uzbekistan	58	---	2,4%	33,6%
7	Newcrest Mining Ltd	Australia	53,6	701	2,3%	35,8%
8	Harmony Gold Mining	South Africa	51,1	2 108	2,2%	38%
9	Kinross Gold Corp	Canada	50,3	1 306	2,1%	40,1%
10	Freeport McMoran Copper & Gold Inc	USA	40,8	2 488	1,7%	41,8%

Källa, Raw Materials Group 2009

Denna sammanställning visade Raw Materials Group i samband med den guldkväll som hölls hos Erik Penser Fondkommission i våras. Antar vi att det finns en efterfrågan om 3,800 ton guld per år så kan vi snabbt konstatera att det guld som de tio största guldföretagen har i sina reserver räcker mindre än sex (6) år. Det guld som dessa företag tar upp varje år utgör sålunda något mindre än hälften av det guld som efterfrågas varje år. Observera att detta är i den bästa av världar. Det finns nämligen två faktorer som talar emot att guldföretagen skall ta upp de reserver de har.

1. Att reserverna finns där, betyder inte att det är lönsamt att ta upp det, inte ens till dagens priser. Antar vi att vissa av de ovanredovisade reserverna endast kan produceras till så pass höga priser 1,200 USD per ounce så förstår vi snabbt att det gullet kommer stanna kvar under ytan under en lång tid framöver.
2. De personer som styr de guldproducerande företagen är betydligt intelligentare än vad Du och jag är. Även dessa personer inser att om priset på guld ökar så gör även värdet på det guld som dessa företag har i sina reserver. De kommer knappast att skynda sig att gräva upp gullet om de ser att priset fortsätter uppåt.

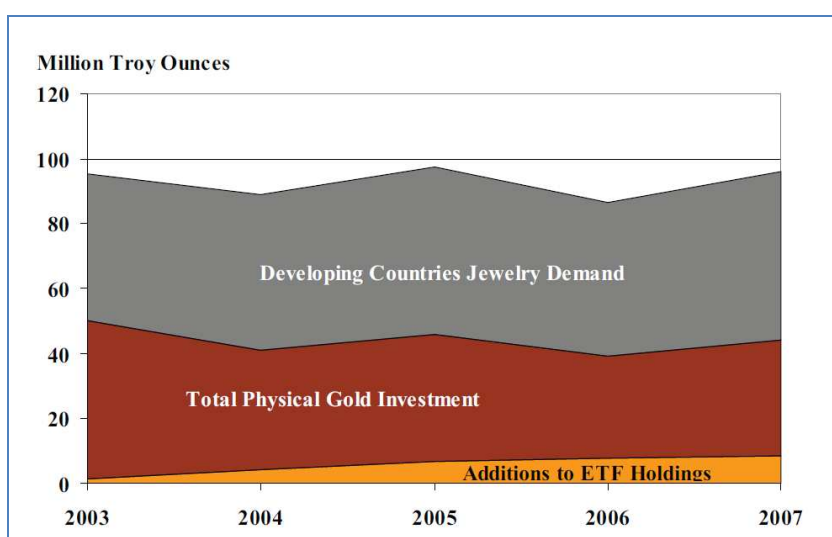
Nu skall läsaren emellertid ha klart för sig att samtliga de stora bolagen ägnar mycket stora resurser åt att öka omfattningen av sina kända fyndigheter. Prospektering sker ofta i anslutning till de befintliga fyndigheterna, men också på helt nya områden. De allra största företagen är inte heller främmande för att köpa mindre bolag, både prospekterande och producerande sådana. De svenska aktieplacerarna har noterat hur strukturaffärer skett bland de svenska prospekteringsföretagen.

Ett exempel är Lappland Goldminers, ett bolag som Axier regelbundet skriver analyser på. Bolaget köpte Pahtavaara fyndigheten av ScanMinings

konkursbo. Lappland Goldminers äger även Haveri i södra Finland, där prospektering pågår. Haveri ligger förvisso inte i direkt anslutning till bolagets befintliga fyndigheter men finns på den andra sidan Östersjön, där den så kallade Guldlinjen fortsätter. Detta är ett exempel på hur företagen drar fördel av tidigare anskaffad kompetens och erfarenhet för att på detta sätt öka sina befintliga tillgångar.

Hur mycket guld försvinner ut ur systemet varje år?

Diagrammet nedan visar på att den årliga efterfrågan ligger på närmare 3,100 ton guld, varje år och då är detta ändå i underkant. Grafen tar emellertid inte hänsyn till det guld som efterfrågas av dentaltekniker eller industrin. Lägg dessa siffror med kommer vi upp mot siffror som de 3,800 ton som nämns ovan.



Källa CPM Group

Elektronik och dentalbranscherna står för cirka 100 ton årligen, de felande 500 ton är resultat av hedging och investeringar i fysiskt guld.

Enligt de siffror som CPM Group redovisade för oss på *Raw Material Group:s Mining Conference* under hösten 2009 betyder det att det varje år försvinner närmare 1,500 ton guld från marknaden som köps av framsynta investerare.

Guldpris och produktionskostnader



Källa RMG Raw Materials Group <http://www.rmg.se>

Guldlinjen

Guld från så kallade orogena guldfyndigheter utgör en stor del av den globala guldreserven. I Sverige har huvudfokus har legat på den stora guldfyndigheten Fäboliden i den centrala delen av Guldlinjen. Denna del av Sverige var tidigare ett vetenskapligt relativt utforskat området med avseende på guldförekomster. Nu anses Guldlinjen vara ett gryende guldmalmsdistrikt med god potential för framtiden.

I Sverige har det historiskt sett funnits tre olika gruvregioner - Kiruna/Malmberget, Bergslagen och Skellefteåfältet. Nu talas det om ytterligare ett gruvfält: Guldlinjen. Guldlinjen finns i Västerbotten och sträcker sig från Kaledonska fjällkedjan i väst ned till Bottenhavet i sydost. Guldlinjen är ett stråk av sprickbildningar i jordskorpan som sträcker sig ända ned till magman.

Den svenska delen av Guldlinjen är ett område som till stora delar ligger i Åsele, Lycksele och Storums kommuner i södra Lappland. Längs denna linje finns flera av de svenska guldgruvprojekten som startat eller ligger nära en produktionsstart.

Norra Sverige har i detta sammanhang en viktig roll då en stor del av den aktiva gruvindustrin idag är lokaliserad till Västerbotten (Guldlinjen och Skellefteåfältet) och Norrbotten. Det finns emellertid skäl att anta att Guldlinjen fortsätter, såväl ut mot Norge som ned mot Finland. Det är framförallt linjen in under fjällkedjan som anses vara relevant, och de finns de bedömare som anser att linjens dragning mot Finland är tveksam.

Fjällkedjan består av sedimentära bergarter som vräcks upp över urberget. På de platser där urberget tittar upp som öar ur de sedimentära bergarterna

kan det finnas anledning att anta att det finns fyndigheter.

Berggrund

Bergarterna i större delen av området bildades så gott som uteslutande under en period som inföll mellan ca 1,9 och 1,8 miljarder år sedan, det vill säga under den *Proterozoiska* eran. En vulkanisk öbåge, liknande den som idag bygger upp den Japanska öbågen, utvecklades och gav upphov till de vulkaniska bergarter som idag definierar det så kallade *Skelleftefältet*. Vulkaniterna är övervägande sura, ryolitiska till sin sammansättning men även intermediära (*ryodacitiska* till *andesitiska*) och *mafiska* vulkaniter (basalter) uppträder.

Samtidigt som öbågens vulkaniter bildades magmatiska djupbergarter. Vulkaniterna och djupbergarterna eroderades snabbt och erosionsprodukterna gav upphov till de sedimentära bergarter vilka idag uppträder som glimmergnejser och skifferbergarter såväl söder som öster om Skelleftefältet.

På grund av hög metamorfos har dessa gnejser ställvis bildat *migmatit*, en bergart som uppstår när nämnda metasedimentära bergarter delvis smälter som en följd av av högt tryck och temperatur. Smält material från dessa gamla sediment har ibland ansamlats i större enhetliga graniter, till exempel Skellefte-Härnögraniter. I områdets norra del uppträder Arvidsjaurvulkaniter och därmed förknippade djupbergarter. Miljön som dessa vulkaniska bergarter bildades i växlade mellan subareal och grund havsmiljö.

Vi konstaterar att i vi i Finland har högaktuella Endomines som har mutat in sig i den karelska delen av guldlinjen, i Sverige är det framgångssagan Lappland Goldminers som alla talar om. Den norska delen av guldlinjen är det emellertid mycket få som ens nämner. Skall det bli Gexcos inmutningar som kommer visa vägen i Norge? Det finns de som anser att dessa ligger inom Guldlinjen, och det kan mycket väl vara så, hittills har inga större studier skett av denna i Norge.

Det är ingen orealistisk tanke. Den norska gruvindustrin har under många år fått erfara en låg aktivitet inom prospektering och avsaknad av långsiktiga investeringar.

I förhållande till grannländerna Sverige och Finland är Norge tydligt underexploaterat, trots att de geologiska förutsättningarna för metall- och mineralfyndigheter är jämförbara i de tre länderna. För Gexcos del innebär den norska underexploateringen en intressant potential.

Guld – en teknisk analys

Guldet - Var det en större topp vi har sett?

9/12 2009

Guld, (Gold Comex Comb, Cont Liquid contract), 1129.5, -2.53%

Så här lät det senast 4/12: *Det finns signaler om att guldet har gjort en topp den 3 december men det kan också dröja fram emot den 8 december. Som tidigare rekommenderar jag att vi lägger stoploss på 3 dagars lägsta.*

Guldet gjorde en topp den 3 december och vi har nu kommit till nästa tidsdatum som är den 8 december. Det kan då bli en botten. Men är det en botten för fortsatt uppgång eller är det den första nedgången i en större reky? Den 8 december är 41 kalenderdagar sedan botten den 28 oktober. Guldet har ofta reagerat vid 41 kalenderdagar oavsett om vi räknar från en topp eller botten.

Om vi bara startar med denna nedgången så hittar vi målnivåer vid 1126-1130 samt vid 1113-1115.

Veckomomentum pekar nu nedåt vilket föreslår att vi kan ta säljsignaler. Dagsmomentum pekar ned men har kommit ned till nivåer där guldet tidigare har bildat en botten. 90-minutersmomentum är på nivåer för en botten vilket gör att vi mest troligen har en botten framför oss. Då det är första rörelse ned i en korrektion får vi räkna med att en eventuell uppgång är begränsad och 1170 är en vanlig nivå där guldet åter kan vända ner.

Slutsats: Guldet har gjort en topp den 3 december. Det kan vara en större topp vi har sett men kortsiktigt kommer det att stiga men sedan kommer det en ny nedgång.



Observera, denna analys kommer från Axiers analysarkiv. Axier publicerar varje vecka tekniska analyser på guld. Dessa grafer är inte alltid direkt applicerbara på Gexco då bolaget är ett så kallat prospekteringsbolag som i skrivande stund saknar intäkter. Guld handlas idag på ett flertal marknadsplatser världen över, bland annat på amerikanska COMEX

Zinkmarknaden, en överblick

Gexco har även basmetalltillgångar, därför är det intressant att belysa zinkmarknaden. För närvarande kännetecknas den globala zinkmarknaden av en ökad efterfrågan, om än med stora lager som måste betas av innan vi kan se ytterligare prisuppgångar i denna metall. Precis som vad gäller många andra råvaror och metaller så är det Kina som agerar draglok vad gäller efterfrågan. I dag har landet en hög kapacitet vad gäller smältverk som nu kan utnyttjas i och med att de stigande priserna lett till ett ökat utbud från de olika producenterna, främst i väst.

I och med den kraftigt ökade stålproduktionen i Kina behövs mycket zink, som är en viktig komponent för ytbehandling av vanligt stål. Axier noterar också att nyhetsbyrån Reuters den 11 november kommenterade den ökade globala efterfrågan av zink. Enligt Reuters fanns det anledning att tro att zinklagren skulle komma att öka till 380,000 ton för att sedan falla till 227,000 ton nästa år. Reuters refererade i sin tur till *International Lead and Zinc Study Group (ILZSG)*.

Trots detta är det många aktörer som upplever att zink, med all rätt, börjar upplevas som en bristvara. Vi ser bland annat hur producenterna nu börjar öka takten. Boliden är sedan årets tredje kvartal uppe på full produktion och

Nyrstar, västvärldens största smältverk har för avsikt att vara där innan året är slut.

Det är bland annat det allt starkare priset på råvaran zink som lett till att vi sett att aktiviteten ökat i gruvsektorn. Kanadensiska Hudson Bay har nyligen meddelat att bolaget har för avsikt att återöppna gruvan i Chisel North och Nyrstar ämnar aktivera det gruvkomplex i östra Tennessee som bolaget nyligen köpte av Glencore.

Det finns till och med de som hävdar att vi kommer att få uppleva en brist vad gäller zinket inom kort. Kina importerade under årets första nio månader över 600,000 ton, varav 159,000 har köpts upp som ett så kallat strategiskt lager av de kinesiska myndigheterna. Det hör till saken att Kina är världens största producent av just raffinerad zink och var fram till det första kvartalet 2007 världens största nettoexportör av denna metall.

	Sept'09	Sept'09 -Aug'09	Jan-Sept'09	Jan-Sept'08
Mine output (zinc content)	969,2	993,1	8 238,00	8 721,00
Refined output	983,5	981,6	8 252,00	8 762,00
Refined consumption	976,1	955,1	7 911,00	8 737,00

Källa ILZG, mätt i tusen ton

	Sept,09	Aug'09	End-2008
Commercial stocks (western world)	901,70	903,90	764,00
Stocks/cons ratio (weeks)	8,00	8,10	6,00
U.S.stockpile	7,50	7,50	7,00

Källa ILZG mätt i tusen ton

Ytterligare data från ILZG visade att under september föll producentlagren till 335,000 ton, att jämföra med 345,000 ton under augusti, vilket i sig är ett kraftigt fall från den nivå om 366,000 ton som rapporterades vid årsskiftet.



Under det senaste året har zinkpriset mer än fördubblats på London Metal Exchange.

Övriga basmetaller

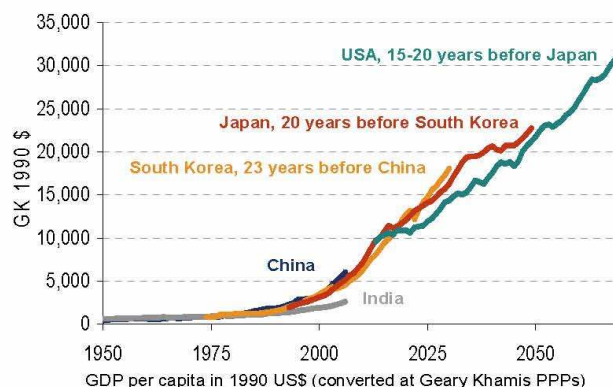
På samma sätt som *Baltic Dry Index* (se nedan) ger en inblick om temperaturen i den globala ekonomin. anses priset på främst koppar och andra basmetaller i allmänhet, generellt sett vara en mycket god indikator på den ekonomiska aktiviteten i samhället. Koppar används i allt från elkablar, vattenrör och elektrisk utrustning. I ett vanligt bostadshus används omkring 200 kilo koppar. I och med detta är det inte ovanligt att priset på denna basmetall stiger i god tid innan en konjunkturuppgång.

Enligt *International Copper Study Group, ICSG*, ökade efterfrågan på koppar med 2,2 procent, eller 387,000 ton, under 2008 jämfört med året innan. Utan Kina hade det emellertid blivit ett fall på 2 procent. Kina ökade sin konsumtion med 14 procent ifjol. De räknar med att världens samlade gruvproduktion av koppar har stagnerat på 15,5 miljoner ton. På sikt räknar denna organisation emellertid med att efterfrågan skall fortsätta att öka.

Den senaste prognosen som Axier tagit del av visar att *ICSG* tror på att efterfrågan på koppar kommer att öka med 18 procent fram till 2011. Allt är emellertid starkt avhängigt av konjunkturen då priset på basmetaller styrs av den industriella efterfrågan.

Market trends

GDP per capita*



Efterfrågan på basmetaller bör vara fortsatt god även i framtiden. USA, och västvärlden har länge lett den utvecklingen. Vi har sedan andra världskriget sett hur Japan följt efter, och att detta land följt västvärlden hack i hälarna. Japan anses ligga mellan femton och tjugo år efter västvärlden, men cirka tjugo år före Sydkorea. Detta land i sin tur ligger, vilket ovanstående graf visar, tjugotre år före Kina och Indien. Det finns således all anledning att anta att efterfrågan kommer att öka i och med att samtliga dessa länder dels efterfrågar basmetaller, dels har stora befolkningar.

Det är värt att notera att Kina står ensamt för omkring 29 procent av användningen av producerad zinkmetall medan USA och Tyskland är

västvärldens största konsumenter. I och med att den kinesiska ekonomin förväntas växa kraftigt under de kommande åren, i alla fall om landet följer Japan och Sydkorea, kan vi således förvänta oss en kraftigt ökad efterfrågan av zink de närmaste åren.

Zink – en teknisk analys

Zink - Är det något för dig?

7/12 2009

Zink, (LME Zinc (Comb), 3 månaders), 2367, -1.78%

Zink har sedan sin botten i december 2008 stigit med som mest 134 %. Är det dags för en rekyl eller finns det mer att ge?

Vid 2391 hittar vi en vanlig målzon för zink. Nästa zon hittar vi vid 2809 och sedan vid 3227. Detta är större zoner och det vi kan säga är att zink har uppnått den vanligaste mindre zonen där en rekyl sker. Går vi ner på mindre zoner har vi följande nivåer att bevaka: 2400, 2468-2492, 2640-2704. Vid någon av dessa kommer vi att se en större topp för zink. Den som är hetast är 2468-2492.

Zink har ett stigande veckomomentum och det föreslår att vi skall ligga på köpsidan. Även dagsmomentum pekar upp och föreslår att det är köpsidan som gäller.

Faller zinkpriset under 2145 är det en signal om att vi har sett en större topp och vi måste omvärdera hela det positiva scenariot. Det som då kommer att följa är en nedgång till 1570-1734 intervallet, om inte lägre än så.

Slutsats: Zink är i en klart stigande trend men är nära nivåer där det kan inträffa en topp. Att träffa en topp är dock svårt och vi bör vara köpare så länge 2145 inte underskrids.



Observera, denna analys kommer från Axiers analysarkiv. Axier publicerar varje vecka tekniska analyser på ett antal råvaror. Dessa grafer är inte alltid direkt applicerbara på Gexco då bolaget är ett så kallat prospekteringsbolag som i skrivande stund saknar intäkter. Zink handlas idag på ett flertal marknadsplatser världen över.

Baltic Dry Index

En praktisk ekonomisk indikator för investerare

Investerare letar alltid efter praktiska ekonomiska indikatorer som kan hjälpa dem i deras beslutsfattande vad gäller investeringar. *Peter Lynch*, Magellan Funds förre detta förvaltare hävdade att en investerare alltid skulle undersöka sin direkta omgivning, se vilka produkter denne och ens närmaste omgivning köper och i vilka affärer. Detta förfarande fungerar bra när det gäller detaljhandelnäringen, men det är inte lika enkelt att applicera på bolag som arbetar med naturresurser.

Ett vanligt sätt att mäta temperaturen i ekonomin är Baltic Dry Index då det på ett snabbt sätt, om än indirekt sätt, mäter efterfrågan på naturresurser runt om i världen.

The Baltic Dry Index

BDI, eller *The Baltic Dry Index* som är dess fullständiga namn, mäter kostnaderna för att frakta naturresurser och råvaror så som järnmalm, stål, cement, kol etcetera, runt världen. Indexet sammanställs dagligen av The Baltic Exchange i London där de olika medlemmarna står i ständig kontakt med rederier runt om i världen. Från dessa samlas sedan data in rörande priset för 22 olika ruter runt om i världen. Dessa data sammanställs sedan

och ett genomsnittligt pris räknas fram, *The Baltic Dry Index*.

För att försäkra sig om att indexet ger en komplett överblick av hela sjöfartsindustrin sammanställer *The Baltic Exchange* kostnaderna för följande fyra fartygsklasser.

- **Capemax** (10 procent av den globala flottan), fartyg med en dödvikt överstigande 100,000 ton. Dessa fartyg är för stora för att passera genom Panamakanalen.
- **Panamax** (19 procent av den globala flottan), fartyg som har en dödvikt mellan 60,000 och 80,000 ton. Dessa fartyg kan med nöd och näppe passera genom Panamakanalen.
- **Handymax**, eller **Supramax** (37 procent av den globala flottan), fartyg med en dödvikt på mellan 45,000 och 59,000 ton.
- **Handysize** (34 procent av den globala flottan), fartyg med en dödvikt på mellan 15,000 och 35,000 ton.



Ett av de fartyg i Capemax-klassen som opereras av det turkiska rederiet Grandi Deniz Shipping & Trading Ltd.

Varför tittar investerare på The Baltic Dry Index?

Baltic Dry Index är en ledande indikator som erbjuder placerarna en god överblick över efterfrågan av den globala efterfrågan av råvaror och naturresurser. Det faktum att *Baltic Dry Index* fokuserar på råvaror är viktigt då det erbjuder en framtidsblickande syn på marknadens efterfrågan.

Producenter efterfrågar råmaterial när dessa skall färdigställa slutprodukter som fordon, tyngre maskiner, vägar, byggnader och andra typer av infrastruktur. På samma sätt så slutar dessa köpa när konjunkturen viker och

förlitar sig i stället på sina överskottslager.

Efterfrågan på råvaror och naturresurser ökar när den globala ekonomin tar fart. En investerare som vet att den globala ekonomin växer inser att detta kommer att innebära att priset på såväl råvaror, råvaruanknutna valutor som aktiekurser kommer att öka i värde. Då världens ekonomier försvagas sker det motsatta.

Baltic Dry Index är en tilltalande indikator då det är ett enkelt sätt att i realtid mäta temperaturen i världsekonomin, det är dessutom svårt att manipulera. En del andra ekonomiska indikatorer, som arbetslöshetssiffror, inflationssiffror och oljestatistik, kan vara svåra att tolka då värdet av dessa siffror kan influeras eller påverkas av regeringar, spekulanter eller andra nyckelaktörer. *Baltic Dry Index* är svårare att manipulera då detta index utgör en enkel modell, baserad på krafterna bakom tillgång och efterfrågan.

Det utbud som ingår i *Baltic Dry Index* utgörs av de fartyg som har en möjlighet att transportera laster över världen. Det är synnerligen svårt att manipulera detta utbud då det tar år att färdigställa ett nytt fartyg för att sätta detta i trafik som en följd av en ökat efterfrågan. På samma sätt skulle det kosta alltför mycket att låta fartyg segla tomma i syfte att minska utbudet.

Efterfrågan i *Baltic Dry Index* utgörs av efterfrågan av de befraktare som behöver råvaror och naturresurser för sin produktion. Det är svårt att manipulera denna efterfrågan då siffran helt och hållet baseras på de beställningar som gjorts, och delbetalats, avseende transporter. Det finns ingen som betalar för att boka ett lastfartyg av *Capemax-klassen* om denne inte har för avsikt att utnyttja detta, det är alltför dyrt.

Att tolka Baltic Dry Index

Värdet på *Baltic Dry Index* tenderar att öka när efterfrågan på råvaror och naturresurser stiger, och det faller när samma efterfrågan minskar. När *Baltic Dry Index* vänder och börjar stiga tenderar vi se följande effekter:

- Den globala ekonomin börjar att vända uppåt, alternativt fortsätter att växa.
- Omsättningen i företagen ökar, alternativt fortsätter att växa.
- Aktiekurserna börjar återhämta sig, alternativt fortsätter att öka.
- Priset på råvaror börjar åter bli intressant, alternativt så fortsätter värdet av dessa att öka.
- Värdet på råvarurelaterade valutor, som den kanadensiska dollarn (CAD), den australiensiska dollarn (AUD) och den Nya Zeeländska

dollarn (NZD) ökar i värde.

På samma sätt fungerar det då *Baltic Dry Index* faller. Då ser vi att den globala ekonomin krymper, att omsättningen hos företagen minskar etcetera.



Baltic Dry Index, som sammanställs av Londonbaserade Baltic Exchange, visar på utvecklingen för kostnaderna för torrlaster på 40 rutter världen över, vilket gör det till en bra konjunkturmätare. Det är inte perfekt, men många använder sig av detta för att se vad som händer med ekonomin.

Under vecka 49 stängde detta index på 4,107, vilket skall jämföras med samma siffra vid årsskiftet. Den 2 januari i år stod detta index i 773. Det är förvisso en bra bit kvar till toppnoteringen 11,709 som indexet stod i för drygt ett år sedan, men Axier tolkar uppgången som att marknaden bestämt sig för att vi står inför en konjunkturvändning. Vi baserar vår åsikt på det faktum att indexet åter stiger, det vill säga att priset på de underliggande fraktraterna stiger. Att priset stiger beror på ökad efterfrågan, något som är en naturlig följd av att det efterfrågas betydligt mer råvaror runt om i världen.

Aktien och emissionserbjudandet

Ägarstruktur

Gexco noteras sedan den 23 februari 2004 på NGM Equity under akronymen GXCO. Det finns i dag omkring 4,400 aktieägare i bolaget vilket gör att det skall finnas en naturlig förutsättning för en väl fungerande handel i aktien.

Trots har bolaget valt att teckna avtal med en likviditetsgarant. Axier anser inte att det skall behövas en sådan med så pass många aktieägare. Sedan den 30 november 2009 har Gexco avtal med Mangold Fondkommission om likviditetsgaranti, vilket gör att det alltid finns handel i aktien. Axier anser att just Gexco knappast tillhör den kategorin aktier som behöver

likviditetsgaranti eftersom det finns ett stort intresse bland allmänheten att handa denna.

Namn	Aktier	Innehav, %
Avanza Pensions FörsäkringsAB	1 340 983	14,98%
Svenska Handelsbanken AB	589 708	6,59%
Jon Fangel, familj, bolag	532 745	5,95%
Swedbank AB	466 293	5,21%
SEB	413 565	4,62%
Nordnet	386 670	4,32%
Göran Rehn, familj, bolag o truster	311 700	3,48%
Skandiabanken	199 515	2,23%
Folke Hillberg	175 000	1,95%
Curt Lundgren	155 800	1,74%
Ingemar Henriksson	147 500	1,65%
Per-Olof Persson	120 000	1,34%
E*Trade Bank A/S	112 203	1,25%
Stefan Tell	100 000	1,12%
Övriga	3 902 313	43,58%
Summa	8 953 995	100,00%

** Per den 4 november 2009 kompletterat med de för Axier senast kända uppgifterna Källa: Euroclear (fd VPC)*

Vi är emellertid mycket positiva till att en likviditetsgarant finns, det tyder på att ledningen i bolaget har ett aktieägarvänligt intresse. Med sina över 4,400 aktieägare så är detta egentligen inte nödvändigt, men det underlättar onekligen handeln.

Notera att den allra största ägaren i bolaget är Avanza Pension, det försäkringsbolag som hör till Internetmäklaren Avanza Bank. Bakom detta bolag finns en rad pensions- och kapitalförsäkringar tillhörande Avanzas kunder. Dess får inte heller rösta för dessa aktier.

På samma sätt är det inte bankerna själv som är ägare, det är en rad olika kunder som står bakom dessa innehav som är förvaltarregistrerade hos dessa.

Axier har valt att inte göra någon teknisk analys av Gexco då vi finner att vi inte har tillräckligt med underlag för att kunna genomföra en tillräckligt bra sådan analys. De tekniska analyser Axier genomför väljer vi uteslutande att göra på större bolag då vi funnit att vårt arbetssätt lämpar sig bäst för dessa bolag.

Emissionserbudandet

Emissionen som genomförs med företräde för nuvarande aktieägare men det kommer också att vara möjligt att teckna sig utan stöd av teckningsrätter.

Gexcoss styrelse har beslutat om följande villkor och preliminär tidplan för

företrädesemissionen:

Rätt att teckna aktier	En (1) befintlig aktie ger rätt att teckna en (1) nyemitterad aktie
Emissionskurs	0,50 SEK per aktie. Courtage utgår ej
Handel med teckningsrätter	Från och med den 30 november till och med den 15 december 2009
Teckningstid	Från och med den 30 november till och med den 18 december 2009
Emissionsbelopp	Högst 4 476 997,50 SEK
Antal emitterade aktier	Högst 8 953 995 stycken
Teckning med företrädesrätt	Teckning sker under teckningstiden genom samtidig kontant betalning. Teckning sker endera genom inbetalningsavi som distribueras av Euroclear, alternativt genom den egna förvaltarens försorg.
Teckning utan företrädesrätt	Anmälan om önskemål om teckning ska ske under teckningstiden eller senast den 18 december 2009. Betalning sker enligt avräkningsnota.

Styrelse och ledning

Gexcoss styrelse är en av dem där Axier direkt känner igen större delen av de personer som sitter i denna.

Sedan 2006 är den förre Skandiachefen Björn Wolrath styrelseordförande i Gexco. Björn har även uppdrag i AllTele och Countermine, ett annat bolag som noteras på NGM, och Björn har tidigare haft kopplingar till denna börs. Vi gör bedömningen att det är därför som Gexco fortsatt ligga kvar på NGM Equity trots de kostnader detta för med sig. Utöver dessa uppdrag återfinns Björn i ett antal så kallade *start-ups* där han bidrar med sin erfarenhet, Stockholms Universitet Holding AB och Gotlandsbolaget. Axier noterar även ett uppdrag Baby Björn AB, bland alla de befattningar detta styrelseproffs innehar.

Joakim Gip är till vardags Marknadsdirektör Peak Performance AB, men han har sedan tidigare haft operativa roller i en rad andra verksamheter. Ingen av Joakims tidigare uppdrag har varit i gruvnäringen, men Axier ser inte detta som en nackdel, tvärtom. Genom sitt kunnande från andra branscher har denne möjlighet att bidra med sin erfarenhet till Gexco vilket bör vara en styrka för bolaget.

Elisabet Palm-Werner, har en MBA med en bergsingenjörsexamen i botten. Till vardags arbetar hon som konsult i det av henne delägda bolaget Centigo.

Hennes arbetsuppgifter omfattar bland annat att vägleda och stötta företag och organisationer genom kritiska förändringsprojekt, med ligger på utveckling av den operativa verksamheten. Axier ser Elisabeth som en perfekt styrelsemedlem till ett bolag som Gexco.

Fram till relativt nyligen ingick även bolagets VD, Jon Fangel, i styrelsen. Denne är numera adjungerad, vilket Axier ser som positivt. Vi tillhör den skolan som anser att styrelsen skall utse en VD, och att det är dennes uppgift att rapportera till denna. Sitter VD med i styrelsen kan det bli fråga om dubbla roller.

Ett helt nytt namn för Axier är Bengt Näslund, styrelseledamot sedan november 2009. Näslunds enda övriga styrelseuppdrag är hänförligt till Fagelfenix AB¹, en konstellation av engagerade aktieägare i Gexco, som ställer tid och kraft till förfogande och förhoppningsvis även kapital framöver.

Fullmakterna från ett antal aktieägare i Gexco innebär att Fagelfenix AB, med ställföreträdaren Bengt Näslund, äger rätt att utöva rösträtt i Gexco under ett år från den 10 november 2009 eller tills fullmakten återkallas.

Ekonomiska data

Bolagets fasta kostnader är idag förhållandevis låga. En tung börda är dock fortfarande leasingkontrakt avseende borrhjull, kross, lastmaskiner och en del annat. Axier kan emellertid skönja en ljusning då delar av kostnaderna är på väg att elimineras, endera genom uthyrning eller försäljning av fordon.

På sikt är detta emellertid ingen långsiktigt hållbar lösning som vi vill se. Vi föredrar att se att Gexco själva kan generera ett kassaflöde från verksamheten som täcker bolagets kostnader och ger ett överskott som kan användas till prospektering och utveckling av nya fyndigheter.

¹ *Feng huang* eller fågeln Fenix är ett av de fyra kinesiska mytologiska djuren. Man har hittat tusentals år gamla jadeföremål av fågeln som har sitt ursprung alldeles i begynnelsen av den kinesiska kulturen. Den kinesiska fågeln Fenix har däremot ingen direkt koppling till den Fenix-fågel vi känner här i väst, den som stiger ur askan och symboliserar pånyttfödelse.

Fenix (av grekiskans *phoenix*, purpurfärgad; också *Fågel Fenix*) är en mytisk fågel med en rad legender från olika kulturer förknippade med sig. Fenix lär vart femhundrade år komma från Arabien till staden Heliopolis i Egypten för att begrava sin faders lik i ett ägg av myrra. När Fenix är nära att dö bygger den ett bo runt sig och dör där i. Sedan kommer dess ättling ut ur boet i form av en mask. Varianter på denna myt är att Fenix brinner upp då den dör och uppstår som en mask ur askan. Masken växer sedan till en ny fågel.

Resultatrapport

	2009 jan-sep	2008 jan-sep	2008	2007	2006
Nettoomsättning	307	1 260	3 342	125	7
Rörelsens kostnader					
Prospekteringskostnader	-3 322		-3 748		
Handelsvaror/ Förändring varulager		46	147		
Övriga externa kostnader	-2 689	-7 636	-9 233	-8 128	-4 427
Personalkostnader	-1 652	-5925	-9 350	-13 006	-3 156
Av- och nedskrivningar	-3 260	-3 812	-113 403	-3 657	-1 971
Rörelseresultat	-10 616	-16 067	-132 245	-24 666	-9 547
Finansiella kostnader	-104	-25	-38	-64	-36
Finansiella intäkter		375	466	830	32
Finansiella poster netto	-104	350	428	766	-4
Periodens totalresultat	-10 720	-15 717	-131 817	-23 900	-9 551
Valutakursdifferenser	3 963	-670	-3 834	2 352	-1 569
Totalresultat för perioden	-6 757	-16 387	-135 651	-21 548	-11 120

Samtliga belopp anges i Tkr

Balansrapport

	sep-09	sep-08	2008	2007	2006
TILLGÅNGAR					
Immateriella					
anläggningstillgångar	41 432	149 368	38 069	132 784	17 826
Materiella					
anläggningstillgångar	2 357	8 326	6620	11 918	6 004
Finansiella					
anläggningstillgångar	260	256	260	256	255
Varulager	516	479	546	439	
Övriga					
omsättningstillgångar	505	1 781	1 948	9 923	2 404
Kassa & Bank	304	12690	4 928	43 032	21 847
SUMMA TILLGÅNGAR	45 374	172 900	52 371	198 352	48 336

	sep-09	sep-08	2008	2007	2006
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	42 016	168 233	48 773	184 620	44 156
Långfristiga skulder	250	250	250	250	250
Kortfristiga skulder	3 108	4 417	3 348	13 482	3 930
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	45 374	172 900	52 371	198 352	48 336

Samtliga belopp anges i Tkr

Nyemissionen medför att aktiekapitalet kommer att öka från nuvarande 17,907,990 SEK till högst 35,815,980 SEK. Ökningen av aktiekapitalet uppgår

till högst 17 907 990 SEK. Underkursen eller skillnaden mellan teckningskurs och kvotvärde bokförs genom att överkursfonden skrivs ned med 1,50 SEK per tecknad aktie. Detta är ett nytt angreppssätt som Axier aldrig förr skådat, men som på ett smidigt sätt löste problemet för Gexco med att kunna genomföra en nyemission, detta trots att det nominella beloppet två (2,00) kronor, överstiger dagens börskurs.

Vi noterar också att det i dag endast finns 250,000 SEK upptaget under posten *Långfristiga skulder*, det åtagande som Gexco har till Länsstyrelsen avseende återställande av naturen kring Harnäsgruvan. I det fall denna tillgång säljs följer denna skuld med.

Risker och möjligheter

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag på de mindre listorna är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av de bolagen som finns noterade på dessa listor beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information.

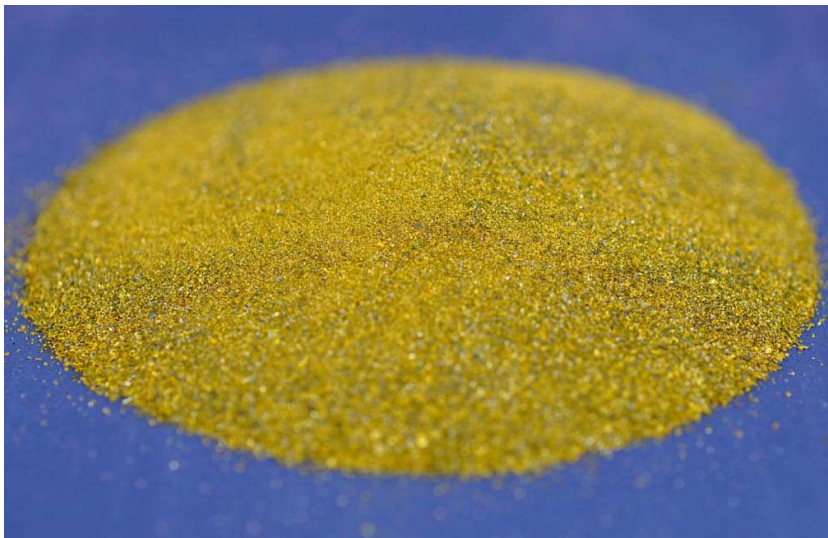
Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Här ser vi att det finns en del att önska i den kommunikation som kommer från Gexco. Tidigare har bolaget skött sin informationsgivning betydligt mer intensivt än under 2009. En viss förklaring till frånvaron av pressmeddelande kan förklaras av den, för Gexco, låga aktivitetsgraden. I och med att bolaget har fokuserat på att finna olika alternativa lösningar för bolagets framtid så finns det skäl att förstå den minskade informationsgivningen då inga färdiga alternativ kunnat visas upp, i alla fall inte innan dess att emissionen beslutades. Axier är inte emellertid inte helt nöjda med den information som har gått ut från Gexco även trots detta, vi är av den åsikten att bolaget har en hel del att arbeta på vad gäller informationsgivningen

Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor *spread*. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar. Att Gexco därför har ett avtal om likviditetsgaranti med Mangold Fondkommission är något som visar på att ledningen uppmuntrat till handel i aktien vilket är positivt.

Den största kortsiktiga *triggern* som Axier ser i bolaget är inte emellertid dess eventuella förmåga att kunna skapa positiva kassaflöden. Det är istället de stora underskottsavdragen. I dag har Gexco underskottsavdrag om cirka 79 Mkr. Observera, dessa underskott är inte upptagna i bokföringen så som uppskjutna skattefordringar, något som kan komma att överraska

marknaden positivt på sikt.

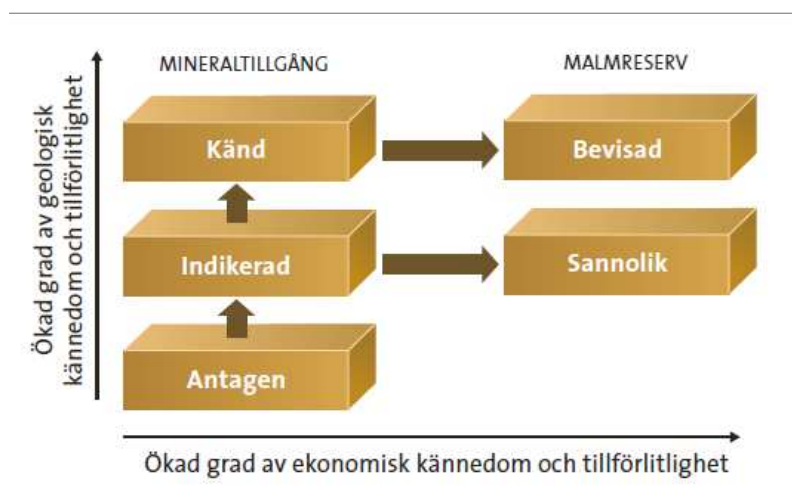
De stora underskottsavdragen betyder att bolaget kan tjäna upp till 79 Mkr utan att erlägga skatt vare sig det rör sig om guld i Bindal eller någon helt annanstans. Axier ser för sig möjligheten att någon väljer att ta kontrollen över göra en så kallad bakdörrstransaktion varvid bolaget fylls med annan – lönsam verksamhet. Därefter kan Gexco delas ut till de befintliga aktieägarna. Vi har genom åren sett ett antal bolag använda sig av denna teknik för att finansiera sin framtida verksamhet, ett exempel är *Lightlab* som Axier tittade på i våras.



Återigen, ett exempel på det guld som finns i Gexcos fyndighet i Bindal. Det stora problemet är att få upp det från berget, eller rättare sagt för Gexco att få finansieringen klar till att utvinna det.

Oavsett scenario så kommer inte detta att hända i morgon, det kommer ta tid innan dessa avdrag kan komma att utnyttjas eller kvittas mot framtida vinster. Vi anser att det är fullt motiverat att åsätta värdet av dessa förluster till sju procent, varvid vi tagit hänsyn till en ganska hög diskonteringsfaktor. Vår kalkyl visar då att *pre-money värderingen* av Gexco mer än väl motiveras av de ackumulerade förlusterna. Driften och de befintliga reserverna erhålles så att säga gratis.

En annan *trigger* som Axier ser framför sig är att Gexco lyckas med att öka reserverna substantiellt eller hitta ett helt nytt, tidigare okänt fynd. Axier väljer inte att räkna med att ett totalt okänt fynd kan komma att ske. Däremot så gör vi bedömningen att värdet på bolaget kommer att öka om Gexco kan öka kännedomen om de egna reserverna. I dag har bolaget så kallade *förmodade* och *antagna reserver*, kan dessa säkerställas och verifieras så kan värdet på Gexcoaktien att komma att öka betydligt. På samma sätt innebär det en värdeökning om bolaget kan visa på att de tillgångar som finns faktiskt är större alternativt innehåller mer naturresurser än vad som tidigare ansetts möjliga att utvinna.



Stigande priser på såväl zink som guld gör att Gexco kan överföra, tidigare inte lönsamma, fyndigheter till reserverna, något som låter sig göras om det finns ekonomiska förutsättningar för att utvinna dessa lönsamt. På detta sätt kan värdet i bolaget komma att öka utan att Gexco ökar produktionen. En prisökning på underliggande råvaror kan också komma att leda att bolaget bli en intressant samarbetspartner för större och producerande bolag, endera genom att dessa övertar hela eller delar av Gexcos projekt.

Översikt Gexcos mineraltillgångar

	Mineralisering	Mineraltillgång (antagen)	Mineraltillgång (indikerad)	Status
Bindal	Guld	2 100 000	422 000	Produktions-nära
Mofjellet	Zink	370 000	2 850 000 S	Sen prospektering
Hellerfjellet	Koppar, zink			Tidig prospektering
Narvik	Guld			Tidig prospektering

Mineraltillgångarna i Bindal är historiska mineral- och malmberäkningar, det vill säga bedömningar publicerade före den 1 februari 2001. Kan Gexco uppgradera tillgångarna till sannolika respektive bevisade tillgångar så ökar nuvärdet av bolagets tillgångar markant.

I det prospekt som Gexco sammanställt går att utläsa följande rader

Vid dagens guldpriser på över 1,000 USD per tr.oz. bedöms en reguljär drift på cirka 60,000 ton per år av Kolsvikfyndigheten ge ett kassaflöde före räntor, skatt och avskrivningar (EBITDA) på över 30 miljoner SEK per år. En ändring av guldpriset med 100 USD per tr.oz. eller ändring av guldhalt i malmen med 0,5 gram per ton påverkar driftresultatet positivt eller negativt med cirka 6 miljoner SEK per år.

Sedan dess har guldpriset på COMEX i New York stigit med närmare 200 USD. Det betyder således att ledningen tror att det finns goda skäl att anta att det kommer att gå att få fart på lönsamheten i Bindal. Detta torde

dessutom ge ett visst golv för aktiekursen då detta kan underlätta vid ett eventuellt kommande *joint venture* eller en utfarmning av projektet.



Gexcos svenska, men för de stora flertalet helt okända fyndighet, Harnäsgruvan ligger strategiskt beläget mitt i det som kallas för Wäner-Mjösä Goldbelt. Runt om denna fyndighet har ett stort antal andra bolag inmutningar, både på den svenska och norska sidan om gränsen.

Bland ägarna till de inmutningar som Axier kunnat lokalisera inom en radie på bara några mil hittar vi Eurosand, Aura Energy, Mawson Energy, Gruvbolaget Roslagen, IGE Nordic, Tumi Resources, Wiking Mineral, Archelon, Nordic Mines och Novel Mining. Det finns således förutsättningar för att ett gemensamt anrikningsverk skall kunna serva ett antal olika mindre produktionsenheter.

Det har beslutats om ny norsk minerallag som träder i kraft den 1 januari 2010. Tolkningen av lagen och de föreskrifter som skall gälla vid lagens utförande medför en risk för utveckling av norska gruvprojekt. Lagen ger utrymme för provdrift innan koncession och miljötillstånd har beviljats, men kan också tolkas så att en provdrift över cirka 5,000 ton medför att man måste söka dispens för detta hos det norska *Direktoratet for mineralforvaltning* (tidigare *Bergvesenet*). Om dispens inte beviljas kan möjligheterna för Gexco att utveckla tillgångarna i Bindal försämrats eller försenas.

Det som vi bedömer vara av allra största vikt för utvecklingen av Gexco och dess aktiekurs är Bindal Gruver, där en stor del av framtiden kommer att avgöras. Gexco har erhållit bearbetningstillstånd för Bindal Gruver.

För att kunna ansöka om bearbetningstillstånd, ett så kallat utmål, krävs att man har ett eller flera inmutade områden och att man kan dokumentera att en fyndighet med mutbart mineral kan antas att vare drivvärdig, eller inom

rimlig tid kommer att bli drivvärdig.

Den norska Bergmästaren genomförde en så kallad utmålsförrättning den 25 september 2008. I enlighet med norsk "Lov om bergverk" heter det i § 36 om utmålsinnehavarens rätt till gruvdrift: *"Når utmålet er gitt, og vilkårene etter kapittel II i lov 14 desember 1917 nr. 16 om erverv av vannfall, bergverk og annen fast eiendom m.v. foreligger, kan gruvedrift settes i gang."*

I samband med detta har alltså den norska staten bekräftat att den anser att det finns tillräckliga mängder brytbart guld i marken, och det finns all anledning att tro att det kommer att vara möjligt att starta en kommersiell gruvdrift i Bindal. Gexco färdigställer nu miljökonsekvensbeskrivningen, som är grunden för ansökan om koncession och miljötillstånd. Detta erhålles förhoppningsvis redan nästa år, alternativt senast 2010.

Vad som händer nu är att Gexco kommer att genomföra två kampanjer om 10,000 ton vardera med hjälp av en utbyggnad av det befintliga verket i Bindal. Detta har två fördelar, dels ökar det säkerheten i de geologiska data som redan finns, dels bidrar detta med ett finansiellt överskott. Axier anser att kalkylen verkar sund och vi gör bedömningen att den är finansierbar.

Guldet finns alltså bevisligen i backen, det vet vi sedan vi sett de analyser och prover som geologerna på Gexco tagit fram. Dessa har även konfirmerats av oberoende aktörer. Det stora problemet är att få upp det från berget, eller rättare sagt att få finansieringen klar till denna. De prognoser som bolaget genomförde under hösten 2008 visar tyder på att enbart två kampanjerna om 20,000 ton ger ett överskott om cirka 5 Mkr. Då handlades guldet betydligt lägre.

- I. Om inte detta fungerar så har styrelsen för Gexco två alternativ, endera farma ut hela eller delar av tillgångarna i Kolsvik.
- II. Söka extern finansiering, något som torde vara betydligt enklare nu än för ett år sedan, bland annat för att klimatet på kreditmarknaden har förbättrats samtidigt som priset på guld stigit så pass kraftigt.

Vad gäller Gexcós svenska tillgång, Harnäs så ser vi att denna utgör en trigger. Vi konstaterar att den inte är tillräckligt stor för att motivera ett eget krossverk eller en anrikningsanläggning, men att denna har ett strategiskt belägen placering, mitt i det som kallas för *Wänern-Mjösa Goldbelt*. Det förekom gruvdrift i denna anläggning under nittioalet, då guldpriserna stod i cirka 400 USD per ounce. Till detta pris gav produktionen en marginell förlust. Med dagens priser, kring 1,200 USD per ounce torde det finnas betydligt större möjligheter att bedriva en lönsam utvinning i denna gruva. Notera också, denna gruva har ett så kallat utmål, ett tillstånd att bedriva gruvverksamhet, något som endast ges om det går att påvisa att en

ekonomiskt möjlig drift kan äga rum.

Värdet på Harnäs utgör således ett stort övervärde om än svårt att ange på kronan när beroende på att det kostar en del att återställa gruvan till drift.

Axier åsätter värdet på denna anläggning till mellan en och fem miljoner kronor vid en ren försäljning. Värdet kan emellertid komma att överstiga detta belopp vid andra lösningar än rena kontantförsäljningar. Gruvbranschen är en bransch som är innovativ då det gäller sådana lösningar, och vi tror snarast att vi kan komma att se ett så kallat *joint venture* eller en utfarmning av Harnäs, med eller utan en handpenning.

Inmutningarna i Narvik kan komma att visa sig vara en joker. Den så kallade *Guldlinjen* som finns i Sverige antas av vissa fortsätta in i Norge. Visar det sig att Gexcós inmutningar ligger i denna så kan detta medföra att stora övervärden synliggörs i bolaget. Guldlinjen är emellertid inte tillräckligt känd för att det i dagsläget skall vara möjligt att dra några slutsatser om denna fyndighet ännu.



Guld som har sitt ursprung i Gexcós norska fyndighet, Bindal.

Hos RMG fick Axier under hösten 2008 av ett antal analytiker höra att Norge är att betrakta som den mest expansiva regionen i Norden. Vi har även sett exempel på hur norska staten tack vare oljepengarna kan satsa betydligt mer på utbyggnad av infrastruktur för att på detta sätt attrahera företag vilket i förlängningen ger nya arbetstillfällen vilket sedan betalar sig i form av skatteintäkter och ett näringsliv som fortsätter växa.

I Mo i Rana, där Gexco har ett stort antal zinktillgångar har *Nordland fylkeskommune* beviljat ekonomiskt stöd till NGUs och Gexcós samarbetsprojekt kring prospektering i Mo i Rana. Stödet uppgick till 250,000 NOK för 2008.

Gexco kommer att ansöka om ytterligare stöd till projektet under 2010. Den norska staten har, precis som den finska, visat att den med all tydlighet har

för avsikt att gasa sig ur krisen, och vi är av den åsikten att Gexco kommer att ha en del av sin finansiering tryggad genom norska staten och fylken.

Axiers bedömning

Kursutvecklingen på gruvaktier påverkas av en mängd olika faktorer, dels företagsspecifika, dels externa faktorer och är inte alltid beroende av priset på den underliggande råvaran. Variabler som aktiemarknadens volatilitet, politiska faktorer, miljörelaterade frågor, ledningens förmåga att leverera, bolagets affärsmodell, finansiella styrka, den återstående livslängden på gruvtillgångarna, produktivitetseffektivitet är bara några av de saker som påverkar kursen på ett gruvföretag.

Lägger vi dessutom till förändringar i de operationella kostnaderna och energipriset samt förändringar i bolagens hedgingstrategier så inser de flesta ganska snabbt att det är otroligt svårt att förutspå kursen på en enskild gruvaktie.

Med andra ord, även om priset på den underliggande råvaran stiger så behöver inte det betyda att kursen på aktien stiger. Till syvende och sist är det ledningens förmåga att leverera resultat, att infria de löften och prognoser denna ställt i utsikt och att göra korrekta bedömningar av framtiden och bolagets affärsmöjligheter som kommer att påverka kursen.

Det är emellertid viktigt att komma ihåg att gruvnäringen inte är en kortsiktig verksamhet, det tar tid, ofta mycket lång tid och prospekteringsverksamhet kan därför liknas vid läkemedelsforskning.

“Mining is not a short-term business. Its prospects and its future are not going to be decided by what happens tomorrow or next week. Its future is going to be decided by what happens over the next few years.”

Mark Tyler, head of mining at Nedbank in London

Den ekonomiske krönikören Peter Schiff som tidigare nämnt att guld kan gå hela vägen upp till 5000 dollar/ounce upprepade sin haussade syn kring ädelmetallen. Schiff tror, precis som Axier, på en hög inflation i framtiden och ser också guld som en lämplig inflationshedge. Att äga guld, vare sig det är som tackor, mynt, aktier i producerande eller prospekterande företag, kan således komma att visa sig vara en mycket bra affär på sikt då guld traditionellt sett betraktas som en värdebevarare och ett inflationsskydd.

Schiff menade nyligen att guld ska ses som en valuta inte bara som en ädelmetall. Denne tror att vi redan under 2010 kommer att få se guld gå till 2000 dollar/ounce och *”inom Barrack Obamas ämbets tid vid makten kan*

vi se rörelser upp emot 5000 dollar".

Lou Grasso *gold* trader på, Millennium Futures, tror emellertid inte på det scenariot. Han menar att visserligen kommer guldets stiga till omkring 1,500-1,800 dollar/ounce under 2010. Dessutom anser han att en större rekyl i guldets kommer när guldets kommer över 1,500-1,800 dollar. Någon större inflation var enligt honom heller inte aktuellt.

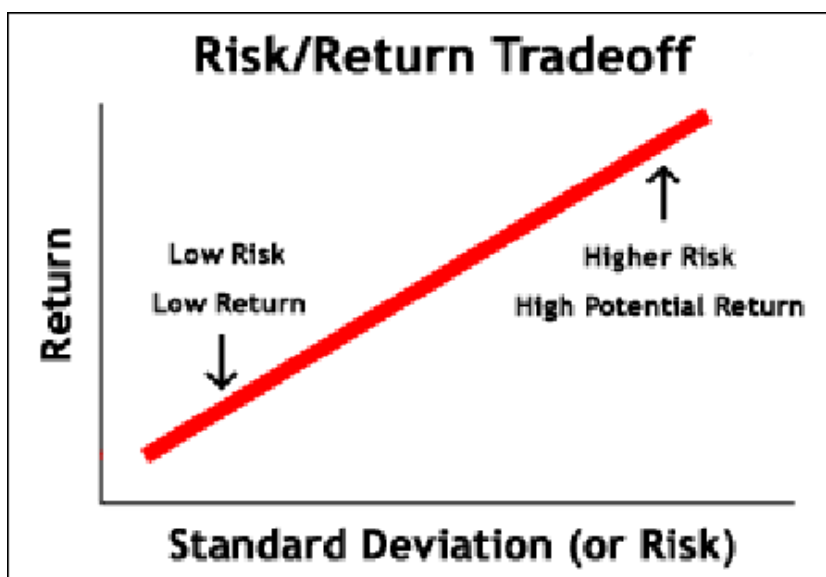
Det stora prisuppgångarna för råvaror har gjort att allt fler börjat titta närmare på aktier i mineralsektorn. Nu gäller det emellertid att komma i håg att gruvaktier och tackor av ädelmetall är två helt skilda tillgångsklasser. Under en period av uppgång är de gruvrelaterade företagen ofta väl korrelerade med priserna på guld. När kurserna däremot vänder nedåt, något vi såg exempel på förra året, tenderar dessa aktier att istället korrelera med aktiemarknaden i sin helhet. Under turbulenta tider kan ett fysiskt innehav fungera som en så kallad *safe haven*. Det är inte heller ovanligt att se att det fysiska innehavet *outperformar* gruvaktierna ganska ordentligt under dessa perioder. Nu förefaller det emellertid som vi ser en lugnare framtid samtidigt som fler och fler börjar intressera sig för guldmarknaden. Det kan därför vara en idé att placera en del av kapitalet i en diversifierad portfölj av prospekteringsbolag.

Nu går det emellertid inte att glömma bort att det finns ett stort antal olika kategorier av gruvföretag, var och en med sin egen risk/reward och volatilitet. Sett ur ett riskperspektiv befinner sig de rena prospekteringsföretagen i toppen av pyramiden ovan. Längre ned finner vi de företag som har reserver, men som arbetar med en så kallade feasibility studie eller som avvaktar tillstånd. Ännu ett steg längre ned återfinner vi de producerande företagen.



Som synes i pyramiden ovan som tagits fram av *Bullion Management Group Inc* så är de minsta prospekteringsföretagen de mest riskfyllda. Vi vet

emellertid att det finns ett linjärt samband mellan risk och avkastning där högre risk, generellt sett, ger placeraren en högre avkastning. Den finansiella teorin säger att den högre risken skall kompenseras placeraren genom att denne får chansen till en potentiellt högre avkastning.



Kassan är emellertid låg i Gexco vilket gör att risken är ganska hög. Emellertid, den just nu mycket låga värderingen gör att om bolaget lyckas så bör aktien ge sina aktieägare en bra avkastning under den närmaste perioden.

Jämförelse konkurrenter

Bolag	Marknadsplats	Värdering (Mkr)
Gexco	NGM	4,49
Kopparberg Mineral	Aktietorget	18,62
Beowulf Mining	Aktietorget	50,83
Archelon Mineral	Aktietorget	14,62
Wiking Mineral	Aktietorget	94,78
Endomines	First North Norden	355,72
Nordic Mines	Nasdaq OMX Small Cap	767,96

Som synes värderar marknaden bolaget mycket lågt, bland annat tar denna hänsyn till den risk som finns i den låga kassan som Gexco förfogar över. Vi anser emellertid inte att marknaden tar hänsyn till de reserver av guld som bolaget har i Bindal, underskottsavdragen och de övriga tillgångarna som bolaget förfogar över. Sett till de guldreserver som Gexco förfogar över är värderingen mycket låg. Kan Gexco bara få upp dessa tillgångar och visa att det går att bedriva en kommersiellt lönsam drift av denna så innebär detta att hävstången blir större än i de högre värderade konkurrenterna.

Axier åsätter värdet av förlustavdragen och aktieägarbasen till cirka 6 Mkr.

Marknaden värderar sålunda tillgångarna i Mo i Rana samt guldet under jord i Bindal till ett negativt värde om mer än en miljon kronor vilket Axier anser vara felaktigt. Lägg därtill värdet av de inmutningar som finns i trakterna kring Narvik, de övriga inmutningarna som bolaget innehar i värdet. Axier gör detta, och kan inte annat än att konstatera att Gexco ser mycket aptitlig ut, värdet på aktien bör ligga en bra bit över det pris som marknaden åsätter aktien.

Helt klart är Gexco ett spännande företag som bör kunna bjuda sina aktieägare på ett antal överraskningar, givet att bolaget klarar av finansiera utbyggnaden. Efter vad Axier sett av bolaget så hyser vi inte någon oro för att Jon Fangel skall misslyckas med detta.

Tvärtom så anser vi att det finns all anledning att tro att det redan inom kort kommer att inträffa något positivt som får aktien att vända ur den nedåtgående trenden den befunnit sig i det senaste halvåret. Med dagens rekordhöga guldpriser, och med ett produktionsnära projekt i Bindal ser vi att Gexco till skillnad från många andra företag har en möjlighet att ta sig ur det stålbad som pågått på finansmarknaderna och att bolaget tar sig ur detta som en vinnare.

Ett guldprojekt med tidsnära produktion har störst chanser att lyckas i rådande marknad. Axier sammanfattar därför en investering i Gexco med orden, *en aktie med mycket hög risk, men med ännu större möjlighet.*

**Axier Equities har av styrelsen i Gexco anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

Ingen av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Gexco. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Gexco kommer att rapporteras löpande.

Förklarande ordlista

För den som inte är insatt i gruvindustrin är det synnerligen svårt att hålla isär på alla begrepp som används. Axier har av den anledningen valt att infoga en kort förklaring över de vanligaste uttrycken som används för att ge läsaren en bättre inblick i det som skrivs.

Antagen mineraltillgång Mineraltillgång uppskattad utifrån förmodad haltkontinuitet, extrapolering, bortom känd respektive indikerad mineraltillgång, för vilket det finns geologisk grund. Antagen mineraltillgång kan, men behöver inte vara, belagd med stöd av prov eller mätningar.

Bevisad malmreserv Bevisad malmreserv är den bevisat ekonomiskt brytvärda delen av känd mineraltillgång. De ekonomiska förhållandena skall vara fastställda i en fullständig *feasibility study*. Malmens kvantitet är beräknad från en utsträckning som påvisats i håll, schakt eller borrhål. Halt/kvalitet är beräknade utifrån resultat av en detaljerad provtagning. Observationerna, provtagningarna och mätningarna är av en sådan täthet och de geologiska förhållandena så välkända, att storlek, geometrisk form, djupgående, metallhalt och haltsamband i malmen är säkert kända.

Känd mineraltillgång Mineraltillgången är beräknad från en utsträckning som påvisats i håll, schakt eller borrhål. Halt/kvalitet är beräknade utifrån resultat av en detaljerad provtagning. Observationerna, provtagningarna och mätningarna är med en sådan täthet och de geologiska förhållandena så väl kända, att storlek, geometrisk form, djupgående och mineralsammansättning (halt) i mineraltillgången är säkert kända.

Sannolik malmreserv är den ekonomiskt brytvärda delen av indikerad mineraltillgång. De ekonomiska förhållandena är även här fastställda/visade i en fullständig *feasibility study*. Malmens kvantitet är beräknad på samma sätt som för bevisad malmreserv, men avståndet mellan observationspunkterna tillåts vara större. Graden av malmkännedom, trots att den är lägre än för känd malm, är ändå tillräckligt hög för att bekräfta lönsamhet.

Pre feasibility Study (Förundersökning)- en detaljerad undersökning där hänsyn tas till resultat från tidigare prospektering, fler borrhål görs, ytterligare tester genomförs m.m. I samband med detta görs den första undersökningen avseende miljöpåverkan samt förberedelser för tillståndsprocessen. Hänsyn tas till tidigare ekonomiska och tekniska kalkyler och den kommersiella potentialen.

Feasibility study (Lämplighetsundersökning) en ännu mer detaljerad undersökning, tar kontakt med lokalbefolkningen och gör nya kalkyler.

NI 43-101 Internationell standard för rapportering av mineraltillgångar.

JORC (*Joint Ore Reserve Committee*) är en australiensisk klassificeringskod som är snarlik de kanadensiska direktiven NI 43-101 men dock skiljer sig något från denna. För ytterligare information hänvisas till <http://www.jorc.org>. Koden har använts inom gruvindustrin sedan 1971.

SAMREC (*The South African Code for Reporting of Mineral Resources and Mineral Reserves*) är en australiensisk klassificeringskod som bygger på australiensiska JORC. Koden har använts sedan 1998.

Gällande klassificeringsregler bygger på att provtagning och analys av prov har genomförts på ett sätt som är helt transparent och kan upprepas vid behov. Vidare måste analyser utföras av ett ackrediterad, **oberoende laboratorium** och resultaten kontrollerade av ett annat oberoende laboratorium. Borrnings- och provtagningstätheten måste vara för den i frågavarande malmtypen passande till exempel en massiv sulfidmalm eller ilmenitmalm kan räknas som malmreserv vid 50 meters profil avstånd med stöd av geofysiska mätningar.

En guldmalm kan i princip aldrig räknas som malmreserv om borrhål- och borrhöjningsavståndet samt provtagningstätheten överstiger 20 meter på grund av att guldmalmernas konturer ofta är oregelbundna och halterna är varierande. Guldet förekommer oftast också oregelbundet i gångar och dess halternas kontinuitet går sällan följas noggrant med geofysiska mätningar.

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.