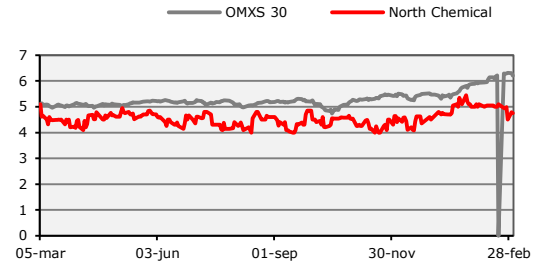


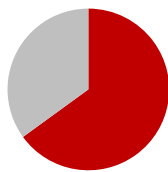
**Sammanfattning**
**North Chemical (NOCH)**
**Fortsatt lite trögt**

- Utfallet i Q4-rapporten nådde inte riktigt våra förväntningar. Försäljningen steg visserligen men tillväxten var blygsamma 3%, både i kvartalet och för helåret 2014. Exklusive omstrukturingskostnader var resultatet bara aningen lägre än väntat (EBITDA exkl e.o. kostnader: 1,5 MSEK).
- Det verkar gå lite trögare än väntat för bolaget att få utväxling på sina marknadssatsningar och de nya stora kundkontrakt som har tagits det senaste året. Samtidigt ser vi att de rationaliseringsåtgärder som initierades under fjolåret kommer ge ett väsentligt avtryck i resultaträkningen under nästkommande år.
- Vi har dragit ned våra förväntningar avseende både tillväxt och marginaler. Värderingen har också påverkats men aktien handlas alltjämt under vårt motiverade värde omkring 5,5 kronor per aktie.

Lista: First North  
 Börsvärde: 56 MSEK  
 Bransch: Basic Material  
 VD: Stig Norberg  
 Styrelseordf: Thorbjörn Wennerholm

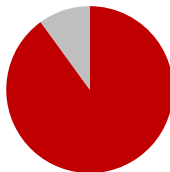

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



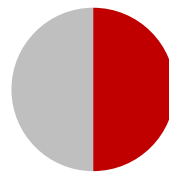
6,5 poäng

Ägarskap



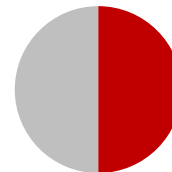
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



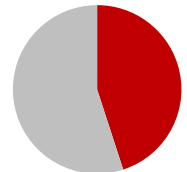
5,0 poäng

Lönsamhet



5,0 poäng

Finansiell styrka



4,5 poäng

**Nyckeltal**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	128	132	140	148	158	Aktiekurs (SEK)	4,5
Tillväxt	45%	3%	6%	6%	7%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	12	4	11	15	17	Börsvärde (MSEK)	56
EBITDA-marginal	10%	3%	8%	10%	11%	Nettoskuld (MSEK)	26
EBIT	4	-4	7	13	15	Free float (%)	19%
EBIT-marginal	3%	Neg	5%	9%	10%	Dagl oms. ('000)	22
Resultat före skatt	2	-5	4	11	14		
Nettoresultat	1	-5	3	9	11		
Nettomarginal	1%	Neg	2%	6%	7%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,18	0,22	Analytiker:	
VPA	0,47	-0,10	0,45	0,75	0,89	Henrik Alveskog	
P/E	54,4	Neg	20,7	6,6	5,3	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4		
EV/EBITDA	7,2	23,9	7,3	4,7	3,7		

**Viktig information:** All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Lite trögt, men på rätt väg

Årets fjärde kvartal visade lite svagare försäljning än vi hade räknat med och belastades dessutom av omstruktureringskostnader. I övrigt innehöll rapporten inga större överraskningar. Bolaget har förvisso ökat försäljningen både under Q4 och för helåret 2014, men inte riktigt i den takt vi hade hoppats på. Efter att ha annonserat en rad nya viktiga affärer under förra vintern och våren hade vi räknat med ett större genomslag i volymerna under fjolårets andra halva. North Chemicals ledning är uppenbarligen inte heller helt nöjda med försäljningen under hösten.

Ingen utdelning lämnas för 2014 och det hade vi heller inte räknat med. Pengarna behövs för att växa, både organiskt och via förvärv. Av VD ordet framgår att man har haft ett flertal diskussioner med potentiella förvärvsobjekt men valt att inte gå vidare. Ambitionen att genomföra förvärv som både ger synergier och ökad konkurrenskraft kvarstår dock.

*Ingen utdelning  
Pengarna behövs för  
expansion*

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q4'13	Q4'14E	Utfall	Diff
Försäljning	31,6	34,8	32,6	-6%
Bruttoresultat	18,2	15,2	15,9	4%
EBITDA *	3,0	2,2	1,5	-32%
EBITDA	3,0	2,2	-1,6	n.m.
EBIT	1,1	0,4	-3,4	n.m.
PTP	0,8	-0,1	-3,7	n.m.
Försäljningstillväxt	-16%	10%	3%	
Bruttomarginal	57,6%	43,7%	48,7%	
EBITDA marginal	9,4%	6,3%	-4,9%	

*Lite lägre försäljning  
samt e.o. kostnader stod  
för avvikelsen*

\* Exkl. omstruktureringskostnader om 3,1 MSEK i Q4-14.

Källa: North Chemical, Redeye Research

### Rationaliseringar borgar för lyft 2016

I höstas meddelade bolaget att de planerar att flytta huvuddelen av verksamheten i Alingsås till Rörvik för att få all tillverkning under ett tak. Därmed skapas bättre effektivitet och flexibilitet och bolaget räknar med en årlig besparing om minst 5 MSEK, vilket borde börja synas mot slutet av 2015. Därutöver har även lednings- och administrationskostnader motsvarande 2 MSEK på årsbasis reducerats. Flytten från Alingsås medförde omstruktureringskostnader på 3,1 MSEK som belastade resultatet i Q4-14. Enligt ledningen tillkommer kostnader för själva flytten om cirka 1 MSEK under 2015.

Under de senaste två åren har också ett antal andra förändringar genomförts som sammantaget bör skapa en mer effektiv organisation. Koncernen var tidigare indelad i dotterbolag men har nu gått över till en affärsområdesorganisation. Ekonomifunktionen har centraliserats och man har infört gemensamt affärssystem och IT-plattform.

### Försäljningsmix och bruttomarginaler

North Chemical är i huvudsak uppdelad i två enheter: Private Label respektive Fordon & Industri där även Marin & Export ingår. Som framgår av tabellen nedan skiljer sig bruttomarginalerna högst väsentligt mellan dessa båda grupper. Inom Fordon & Industri säljer man under egna varumärken och kan hålla klart högre priser. Av tabellen framgår också att det är denna grupp som har tappat volymer under andra halvåret 2014. Det första halvåret hade de däremot en försäljningsökning och för helåret summerades 1% tillväxt. Private Label visade 10% tillväxt i Q4 och 5% på helåret 2014. Sammantaget medförde en högre andel Private Label att bruttomarginalen för koncernen minskade.

*Högre bruttomarginaler från egna varumärken*

Affärsområden						
MSEK	2013			2014		
	Q3	Q4	Helår	Q3	Q4	Helår
<b>Fordon &amp; Industri inkl. Marin &amp; export</b>						
Intäkter	16,3	17,8	68,9	14,5	16,5	69,3
Bruttoresultat	7,8	10,1	u.s.	7,8	9,3	39,2
Tillväxt	u.s.	u.s.	u.s.	-11%	-7%	1%
Bruttomarginal	48%	57%	u.s.	54%	57%	57%
<b>Private Label</b>						
Intäkter	14,9	14,7	61,0	15,0	16,2	64,2
Bruttoresultat	5,2	5,7	u.s.	5,3	6,3	22,9
Tillväxt	u.s.	u.s.	u.s.	1%	10%	5%
Bruttomarginal	35%	39%	u.s.	35%	39%	36%

Källa: North Chemical, Redeye Research

EBITDA-marginalen har legat lägre under hela 2014 än året innan. Orsaken är främst att bolaget ännu inte fått utväxling i de marknadssatsningar som genomförts. I Q4-14 togs omstruktureringskostnader som tillfälligt belastade personalkostnaderna under kvartalet.

North Chemical, resultaträkning								
MSEK	2013				2014			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Intäkter</b>	<b>34,8</b>	<b>32,6</b>	<b>28,8</b>	<b>31,6</b>	<b>34,8</b>	<b>34,6</b>	<b>29,8</b>	<b>32,6</b>
Kostnad sålda varor	-18,0	-19,1	-16,5	-13,4	-18,0	-19,6	-17,3	-16,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>16,8</b>	<b>13,6</b>	<b>12,3</b>	<b>18,2</b>	<b>16,8</b>	<b>15,0</b>	<b>12,5</b>	<b>15,9</b>
Personalkostnader	-7,4	-8,0	-6,5	-7,4	-8,8	-9,3	-7,7	-11,1
Övriga rörelsekostnader	-6,0	-3,1	-2,5	-7,9	-6,0	-3,4	-3,9	-6,4
<b>EBITDA</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,6</b>
AV- och nedskrivningar	-2,2	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	-1,8	-2,0	-1,7
EBIT	1,2	0,3	1,1	1,1	0,3	0,4	-1,1	-3,3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,7</b>
Nettoresultat	0,4	-0,4	0,0	1,0	-0,4	-0,3	-1,4	-3,3
<b>Tillväxt och marginaler</b>								
Försäljningstillväxt *	u.s.	u.s.	u.s.	45,0%	0,0%	6,1%	3,5%	2,9%
Bruttomarginal	48,4%	41,6%	42,8%	57,5%	48,4%	43,4%	41,8%	48,7%
EBITDA-marginal	9,8%	7,5%	11,4%	9,4%	5,8%	6,4%	2,9%	-4,9%
EBIT-marginal	3,6%	0,9%	3,9%	3,5%	0,7%	1,2%	-3,7%	-10,3%

Källa: North Chemical, Redeye Research.

## Prognoser & Värdering

*Lite försiktigare  
tillväxtprognoser*

Vi har nu sänkt våra tillväxtprognoser något för de kommande åren. De två senaste kvartalen har varit svagare än förväntat och vi kan inte bedöma om det enbart beror på tillfälligheter. North Chemical har som bekant tagit ett antal nya affärer med stor tillväxtpotential. Exempelvis den med Hansen Racing avseende Gulf-mackarna i Sverige, KG Knutsson, Hallmiba och inte minst avtalet med Yara kring Air 1 – AdBlue. Den senare kommer ta tid innan den ger större avtryck i försäljningen då de nya dieslbilarna än så länge bara finns i begränsad omfattning. Vad gäller de andra affärerna har det sannolikt tagit längre tid än beräknat för North Chemical att komma upp i volym. Vi tror fortfarande att bolaget också kommer genomföra något förvärv. Men vi inkluderar inga förvärv i våra prognoser förrän de annonseras och vi kan utvärdera dem.

I bokslutsrapportens kommentarer över bruttomarginalen står bland annat att den pressats av ökade råvarukostnader och prispress från stora kunder. Vi tror inte att det är någon stor dramatik men utgår ifrån att denna trend inte kommer att förbättras de närmaste åren. Samtidigt tror vi att bolaget kan försvara dagens nivåer genom att öka andelen av försäljningen som går via de egna varumärkena där marginalerna är väsentligt högre.

*Skalfördelar och lägre  
avskrivningsnivå väntas  
höja resultaten*

Nedstängningen av fabriken i Alingsås och andra besparingar väntas som bekant förbättra kostnadsläget från år 2016. Avskrivningsnivån sjunker rejält 2015-16, vilket gör att redovisat resultat har förutsättningar att förbättras avsevärt från och med år 2016.

Redeyes prognoser						
MSEK	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Intäkter</b>	<b>88,4</b>	<b>128,0</b>	<b>131,7</b>	<b>139,6</b>	<b>148,0</b>	<b>158,4</b>
Kostnad sålda varor	-49,7	-66,9	-71,6	-75,4	-79,9	-85,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>38,6</b>	<b>61,1</b>	<b>60,1</b>	<b>64,2</b>	<b>68,1</b>	<b>72,8</b>
Personalkostnader	-18,3	-29,2	-36,9	-33,1	-33,6	-35,4
Övriga rörelsekostnader	-13,9	-19,6	-19,7	-20,2	-19,2	-20,6
<b>EBITDA</b>	<b>6,5</b>	<b>12,3</b>	<b>3,5</b>	<b>10,9</b>	<b>15,2</b>	<b>16,9</b>
AV- och nedskrivningar	-3,1	-8,3	-7,3	-4,4	-2,1	-1,6
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>6,5</b>	<b>13,1</b>	<b>15,2</b>
Finansnetto	-0,8	-1,6	-1,5	-2,1	-1,7	-1,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>11,4</b>	<b>14,2</b>
Bolagsskatt	-1,2	-1,2	-0,1	-1,6	-2,6	-3,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>2,8</b>	<b>8,8</b>	<b>11,1</b>
<b>Tillväxt och marginaler</b>						
Försäljningstillväxt	u.s.	44,8%	2,9%	6,0%	6,0%	7,0%
Bruttomarginal	43,7%	47,7%	45,7%	46,0%	46,0%	46,0%
EBITDA-marginal	7,4%	9,6%	2,7%	7,8%	10,3%	10,6%
EBIT-marginal	3,8%	3,1%	-2,9%	4,7%	8,9%	9,6%

Källa: North Chemical, Redeye Research.

## Värdering

Vår DCF-modell värderar verksamheten till cirka 95 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden per årsskiftet som uppgick till 26 MSEK, blir motiverat börsvärde cirka 68 MSEK, **eller 5,5 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 23 november 2014, var motsvarande värde 6 kronor per aktie.

Motiverat värde:  
~5,5 kronor per aktie

Långsiktiga antaganden:  
8% EBIT-marginal  
6% årlig tillväxt till år 2023

Skillnaden i värdering beror på prognosjusteringarna för åren 2015-17. Våra långsiktiga antaganden är oförändrade med en tillväxttakt på 6% och EBIT-marginal om 8% i genomsnitt under perioden 2018-23. Tabellen nedan är en känslighetsanalys med avseende på marginaler och avkastningskrav som är de två mest avgörande faktorerna för värderingen. Rutan markerar antagandet för vårt huvudscenario. Avkastningskravet (WACC: 12,5%) skulle kunna vara lägre med tanke på att bolagets marknader är förhållandevis stabila. Med en längre historik som börsnoterat bolag kommer vi sannolikt kunna sänka avkastningskravet framöver.

Med uthålliga marginaler  
runt 10% finns en rejäl  
uppsida i aktien

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
<b>WACC</b>					
<b>11,0%</b>	4,9	6,0	7,1	8,1	9,2
<b>12,5%</b>	3,7	4,6	<b>5,5</b>	6,3	7,2
<b>14,0%</b>	2,9	3,6	4,3	5,0	5,7

Källa: Redeye Research

## EV/EBITDA fortfarande på attraktiva nivåer

Bolaget har stora avskrivningarna på immateriella tillgångar som belastar resultatet och en relativt hög nettoskuld. Därför är EV/EBITDA det mest relevanta nyckeltalet. Om våra prognoser infrias justeras P/E-talet ned rejält år 2016, som framgår av tabellen nedan.

EV/EBITDA mest relevant

Värderingsmultiplar					
Kurs: 4,5 SEK	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>P/E</b>	54,4	neg	19,8	6,4	5,0
<b>EV/EBIT</b>	22,0	neg	11,9	5,9	5,1
<b>EV/EBITDA</b>	7,2	22,1	<b>7,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>

Källa: Redeye Research

## Ägarförändringar

Det har inte skett några avgörande förändringar på ägarlistan. Ägarbildens domineras helt av de tre största ägarna som har cirka 80% av kapitalet. Bland dessa kan vi dock konstatera att Peter Ragnarsson med bolag minskade något under januari. Hans innehav är fortfarande 2,35 miljoner aktier, mot 2,5 miljoner innan.

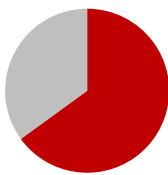
## Sammanfattning Redeye Rating

---

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

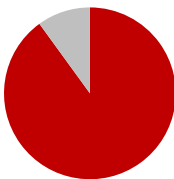
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 6,5p



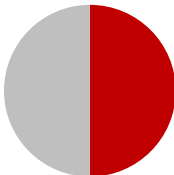
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Bolaget noterades hösten 2013 och transparensen i rapporteringen är något låg. I ett par avseenden anser vi dock att de utmärker sig åt det positiva hållet. God kontinuitet på flera nyckelbefattningar och en företagskultur som vi uppfattar som positiv och tillväxtorienterad. Ledningen har relativt lång branschfarenhet samtidigt som vi gärna hade sett mer av detta i styrelsen.

Ägarskap 9,0p



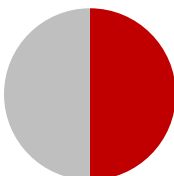
Bolaget får i stort sett full pott i alla avseenden då ägarbilden är väldigt tydlig. Framför allt genom att grundaren Stig Norberg också är dominerande ägare och aktiv i bolaget. Dessutom har de ytterligare kapitalstarka ägare som kan skjuta till medel vid behov. Bland övriga i styrelsen och ledningen, vid sidan av Stig Norberg, är engagemanget i form av aktieäggande emellertid mycket tunt.

Tillväxtutsikter 5,0p



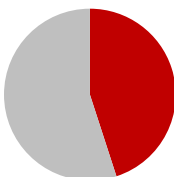
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga konkurrensfördelar.

Lönsamhet 5,0p



Lönsamheten förefaller vara stabil och ser ut att röra sig åt rätt håll. Bolaget har positiva kassaflöden och redovisar vinst, men fortfarande på blygsamma nivåer. Därav hamnar vår rating i dagsläget på en genomsnittlig nivå.

Finansiell styrka 4,5p



Bolaget har en godkänd räntetäckningsgrad och rimlig skuldsättning. Däremot är skulderna huvudsakligen kortfristiga vilket gör att måtten för kassa- respektive balanslikviditet båda blir svaga. Storleksmässigt är bolaget inte heller på en nivå som drar upp betyget och sammantaget landar Finansiell styrka därmed omkring genomsnittet.

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	128	132	140	148	158
Summa rörelsekostnader	-116	-128	-129	-133	-142
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-1	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-1	-1	0
Goodwill nedskrivningar	-5	-4	-3	-1	0
<b>EBIT</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-1	-2	-2	-1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>2</b>	<b>-5</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>14</b>
Skatt	-1	0	-2	-3	-3
<b>Nettoresultat</b>	<b>1</b>	<b>-5</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>11</b>
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	2	4	4	5
Kundfordringar	18	21	21	22	24
Lager	21	20	22	24	25
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>54</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	3	4	7	9	8
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	14	10	7	7	7
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	6	4	3	1	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>15</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>68</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	7	10	12	13
Kortfristiga skulder	26	24	22	15	8
Övriga kortfristiga skulder	14	14	14	14	14
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>35</b>
Räntebr. skulder	3	4	4	3	1
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>36</b>
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	15	10	13	22	30
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>30</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>68</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	128	132	140	148	158
Sum rörelsekost.	-116	-128	-129	-133	-142
Avskrivningar	-8	-7	-4	-2	-2
<b>EBIT</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
Skatt på EBIT	-1	0	-1	-3	-3
<b>NOPLAT</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Avskrivningar	8	7	4	2	2
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
Föränd. i rörelsekap	-1	-3	1	-1	-2
Investeringar	-5	-2	-4	-2	1
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	23%	16%	20%	32%	44%
Skuldsättningsgrad	188%	287%	205%	84%	31%
Nettoskuld	23	26	22	14	5
Sysselsatt kapital	38	36	34	35	35
Kapit. oms. hastighet	1.9	2.2	2.2	2.2	2.3
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	45%	3%	6%	6%	7%
VPA-tillväxt (just)	-31%	-548%	-153%	212%	26%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	12,5 %	NPV FCF (2015-2017)	22
		NPV FCF (2018-2023)	29
		NPV FCF (2024-)	44
		Rörelsefrämjade tillgångar	2
		Räntebärande skulder	-28
		Motiverat värde MSEK	68
Antaganden 2015-2023		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>5,5</b>
Genomsn. förs. tillv.	5,6 %	Börskurs, SEK	4,7
FRIT-marginal	8,0 %		

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	9%	-43%	25%	51%	43%
ROCE	9%	-9%	17%	34%	39%
ROIC	6%	-10%	12%	29%	34%
EBITDA-marginal	10%	3%	8%	10%	11%
EBIT-marginal	3%	-3%	5%	9%	10%
Netto-marginal	1%	-4%	2%	6%	7%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,10	-0,43	0,23	0,71	0,89
VPA just	0,47	-0,10	0,45	0,75	0,89
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,18	0,22
Nettoskuld	1,84	2,09	1,75	1,09	0,37
Antal aktier	12,44	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	88,1	83,8	80,2	72,0	63,1
P/E	54,4	-10,8	20,7	6,6	5,3
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/S	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	7,2	23,9	7,3	4,7	3,7
EV/EBIT	22,0	-22,1	12,3	5,5	4,1
P/BV	4,3	5,9	4,6	2,7	1,9

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14
1 mån	-7,8 %	Omsättning	4,4 %
3 mån	3,3 %	Rörelseresultat, just	27,78 %
12 mån	-7,8 %	V/A, just	-1,6 %
Årets Början	4,4 %	EK	-9,0 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Stig Norberg med bolag	49,5 %	49,5 %
Peter Ragnarsson med bolag	18,9 %	18,9 %
Staffan Persson med bolag	11,3 %	11,3 %
Bergalo Consulting AB	0,4 %	0,4 %
Sellaronda Förvaltnings AB	0,4 %	0,4 %
Gerult Gaglitsch	0,2 %	0,2 %
Vong Kai Vinh	0,2 %	0,2 %
Bjarne Nielsen	0,2 %	0,2 %
Vong tran AB	0,2 %	0,2 %
Rikard Thulin	0,2 %	0,2 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	First North
Kurs, SEK	4,7
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	58,4

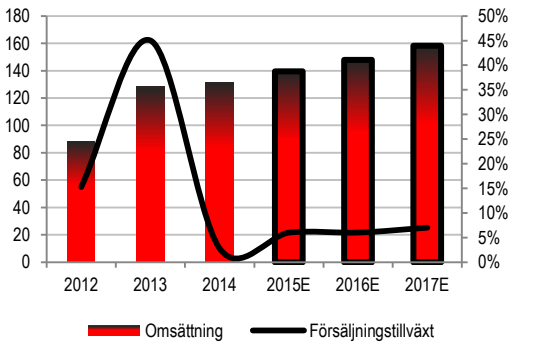
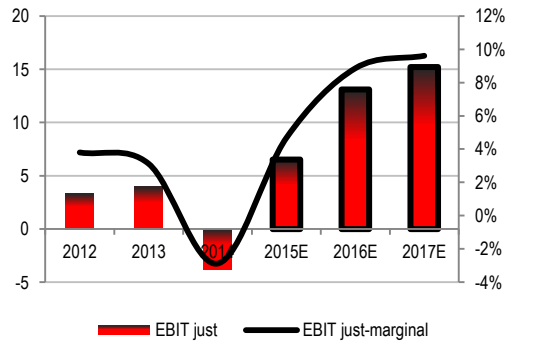
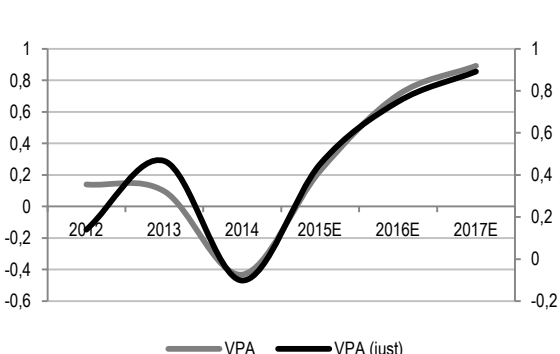
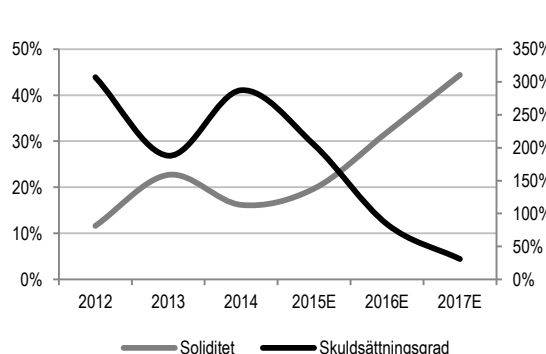
Bolagsledning & styrelse	
VD	Stig Norberg
CFO	Tomas Jönsson

Ordf	
	Thorbjörn Wennerholm

Nästkommende rapportdatum	
Q1 report	May 12, 2015
Q2 report	August 21, 2015

Analytiker	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se	114 35 Stockholm



Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~85</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~135</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~145</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~150</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~160</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2012	~85	~15%	2013	~130	~45%	2014	~135	~5%	2015E	~145	~10%	2016E	~150	~10%	2017E	~160	~10%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-1</td> <td>~-2%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~6</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~13</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~15</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2012	~3	~4%	2013	~4	~4%	2014	~-1	~-2%	2015E	~6	~8%	2016E	~13	~10%	2017E	~15	~10%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2012	~85	~15%																																									
2013	~130	~45%																																									
2014	~135	~5%																																									
2015E	~145	~10%																																									
2016E	~150	~10%																																									
2017E	~160	~10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2012	~3	~4%																																									
2013	~4	~4%																																									
2014	~-1	~-2%																																									
2015E	~6	~8%																																									
2016E	~13	~10%																																									
2017E	~15	~10%																																									
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~0.15</td> <td>~0.15</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.3</td> <td>~0.3</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.4</td> <td>~-0.4</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~0.3</td> <td>~0.3</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~0.7</td> <td>~0.7</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.85</td> <td>~0.85</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2012	~0.15	~0.15	2013	~0.3	~0.3	2014	~-0.4	~-0.4	2015E	~0.3	~0.3	2016E	~0.7	~0.7	2017E	~0.85	~0.85	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~10%</td> <td>~300%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~20%</td> <td>~200%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~15%</td> <td>~300%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~20%</td> <td>~150%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~35%</td> <td>~100%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~45%</td> <td>~50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2012	~10%	~300%	2013	~20%	~200%	2014	~15%	~300%	2015E	~20%	~150%	2016E	~35%	~100%	2017E	~45%	~50%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2012	~0.15	~0.15																																									
2013	~0.3	~0.3																																									
2014	~-0.4	~-0.4																																									
2015E	~0.3	~0.3																																									
2016E	~0.7	~0.7																																									
2017E	~0.85	~0.85																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2012	~10%	~300%																																									
2013	~20%	~200%																																									
2014	~15%	~300%																																									
2015E	~20%	~150%																																									
2016E	~35%	~100%																																									
2017E	~45%	~50%																																									
<b>Produktområden</b>	<b>Geografiska områden</b>																																										
<b>Intressekonflikter</b> <b>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej</b> Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	<b>Verksamhetsbeskrivning</b> North Chemical är en kemteknisk företagsgrupp med inriktning mot rengöringsmedel, hygien- och underhållsprodukter. Utveckling och tillverkning sker vid två anläggningar i Sverige och försäljningen är främst inriktad mot de Nordiska marknaderna.																																										

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

**Ansvarsbegränsning**

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

**Potentiella intressekonflikter**

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

**Angående Redeyes analysbevakning**

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

**Rating/Rekommendationsstruktur**

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2015-03-05)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	24	32	12	7	17
3,5p - 7,0p	52	39	64	28	29
0,0p - 3,0p	4	9	4	45	34
Antal bolag	80	80	80	80	80

\*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

**Mångfaldigande och spridning**

Detta dokument 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.

Copyright Redeye AB.