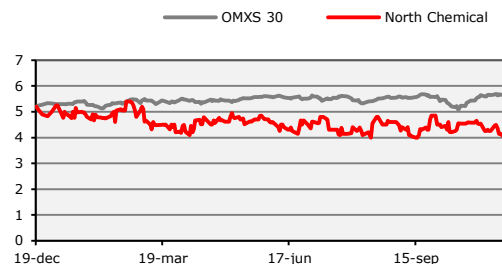


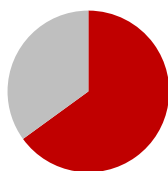
Sammanfattning
North Chemical (NOCH)
Het sommar gav ljummen Q3

- Utfallet i Q3-rapporten var lite svagare än vi hade räknat med där det fina sommarvärdet dessvärre påverkade försäljningen under juli. Omsättningen ökade ändå något, från 28 MSEK till 29 MSEK. EBITDA sjönk däremot från 3,5 MSEK till 1 MSEK.
- Nyligen meddelades att fabriken i Allingsås kommer stängas och att produktionen skall koncentreras till Rörvik. Besparingen uppskattas till 5 MSEK och bör tillsammans med en förväntad volymökning från nya affärer ge ett skapligt lyft i lönsamheten mot slutet av nästa år.
- Sammantaget är våra prognosjusteringar relativt små. Värderingen indikerar alltjämt ett motiverat värde omkring 6 kronor per aktie.

Lista: First North
 Börsvärde: 50 MSEK
 Bransch: Basic Material
 VD: Stig Norberg
 Styrelseordf: Thorbjörn Wennerholm

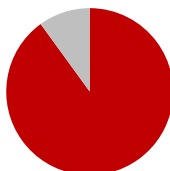

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



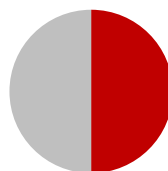
6,5 poäng

Ägarskap



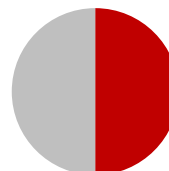
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



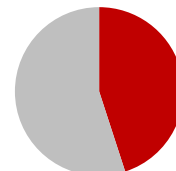
5,0 poäng

Lönsamhet



5,0 poäng

Finansiell styrka



4,5 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	88	128	134	149	165	Aktiekurs (SEK)	4,0
Tillväxt	15%	45%	5%	11%	11%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	6	12	7	12	19	Börsvärde (MSEK)	50
EBITDA-marginal	7%	10%	5%	8%	12%	Nettoskuld (MSEK)	23
EBIT	3	4	0	7	18	Free float (%)	19 %
EBIT-marginal	4%	3%	0%	4%	11%	Dagl oms. ('000)	15
Resultat före skatt	3	2	-2	5	16		
Nettoresultat	1	1	-2	3	13		
Nettomarginal	2%	1%	Neg	2%	8%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26	Analytiker:	
VPA	0,14	0,47	0,19	0,58	1,03	Henrik Alveskog	
P/E	0,0	54,4	Neg	19,0	3,9	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,3	0,7	0,5	0,5	0,4		
EV/EBITDA	4,6	7,2	10,1	5,9	3,2		

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.

Tillfällig svacka i juli

Svagt i juli, men därefter bättre

Det tredje kvartalet blev lite svagare än vi hade räknat med och bolaget hade själva uppenbarligen också högre förväntningar. Affärsområdet Fordon & Industri tappade volymer under juli månad, vilket av allt att döma var relaterat till det fina vädret. Efterfrågan återhämtade sig under augusti och september, men sammantaget minskade affärsområdets försäljning med 11% under Q3. Inom Private Label var försäljningen mer stabil. Affärsområdet växte 1% jämfört med samma period ifjol. Sammantaget steg koncernens försäljning med 3% under såväl Q3 som perioden januari-september.

Vi förväntade oss ett sjunkande resultat, till följd av att marknadssidan har stärkts upp med nyrekryteringar tidigare i år. Nu blev resultatet ytterligare någon miljon kronor lägre än väntat på samtliga nivåer. I absoluta tal handlar det således inte om några stora avvikelser. Bruttomarginalen var aningen lägre i Q3, men för perioden januari-september ligger den oförändrat på 44,6%. Intäktsmässigt är det tredje kvartalet den säsongsmässigt svagaste perioden på året. Det påverkar givetvis lönsamhet och resultat, även om personalkostnader också ser ut att vara lite lägre under semesterperioden.

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q3'13	Q3'14E	Utfall	Diff
Försäljning	29,0	31,0	29,8	-4%
Bruttoresultat	12,5	14,0	12,5	-11%
EBITDA	3,5	2,0	0,9	-57%
EBIT	1,4	0,0	-1,1	n.m.
PTP	0,7	-0,5	-1,4	n.m.
Försäljningstillväxt	n.a.	7%	3%	
Bruttomarginal	43,2%	45,2%	41,8%	
EBITDA marginal	12,0%	6,5%	2,9%	

Källa: North Chemical, Redeye Research

Koncentrerar tillverkningen till Rörvik

North Chemical har idag sin tillverkning förlagd till två fabriker på två orter. Nyligen meddelades att man planerar stänga fabriken i Alingsås och flytta över produktionen till Rörvik. 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. Dessa åtgärder kommer enligt ledningen också kunna genomföras utan några nya investeringar eller andra större kostnader. Själva flytten, som är planerad att genomföras under 2015, beräknas kosta 1 MSEK. Därutöver uppgavs nu i Q3-rapporten även att lednings- och administrationskostnader motsvarande 2 MSEK på årsbasis har reducerats under hösten.

Rationalisering väntas spara 5 MSEK

Den beräknade kostnadsminskningen om minst 5 MSEK kan låta blygsam, men innebär trots allt att marginalerna förbättras med 3-4%. Eftersom EBITDA-marginalen de senaste åren har legat under 10% är det en betydande förbättring. North Chemicals båda fabriker har en klart högre kapacitet än vad som utnyttjas idag. Detsamma gäller för branschen i övrigt och ett lågt kapacitetsutnyttjande kan som bekant leda till ökad prispress. Förhoppningsvis finns det fler aktörer som väljer att stänga ned någon tillverkningsenhet. Det vore bra för lönsamheten i branschen med tanke på att marginalerna generellt är ganska tunna och marknaden inte växer snabbare än BNP.

Nya affärer banar väg för tillväxt

I delårsrapporten framkom ingenting nytt kring affärsläget. Däremot bekräftades den positiva syn som bolaget haft sedan tidigare. Denna grundar sig främst på egna åtgärder och aktiviteter, snarare än förändringar på marknaden totalt sett, då denna som sagt är relativt stabil.

Distributörsavtal med Hall Miba

I september meddelade bolaget att de har tecknat ett första distributörsavtal kring produkten Air1 – AdBlue. Den nya partnern Hall Miba, är ett grossistföretag inom fordonstillbehör. North Chemical har sedan i somras ett avtal med Yara för tillverkning och försäljning av Air1 – AdBlue. Det är en ny fordonsprodukt och förbrukningsvara som kommer att krävas för dieselmotorer med så kallad SCR-teknik. SCR-systemet minskar bränsleförbrukning och utsläpp av kväveoxider och introduceras nu successivt i Europa. I dagsläget är marknaden för tillsatsen Air1 – AdBlue i princip noll, men väntas växa till flera hundra miljoner kronor inom en femårsperiod.

*AdBlue- betydande
tillväxtmarknad de
kommande åren*

Genom sitt avtal med Yara finns möjligheter för North Chemical att ta en betydande del av denna nya marknad. Distributörsavtalet med Hall Miba är också ett steg i rätt riktning, även om North Chemical redan har ett flertal viktiga kanaler att nå ut på marknaden. Hall Miba är dock sannolikt en bra partner för att även sälja andra produkter ur North Chemicals sortiment som till stor del riktar sig mot fordonsmarknaden.

Prognoser & Värdering

~10% årlig tillväxt
kommande år

Utfallet i Q3 och den kommande rationaliseringen av produktionen innebär vissa prognosjusteringar för de närmaste åren. Men vår övergripande syn på bolagets tillväxtpotentialer och lönsamhetspotential har inte förändrats. Vi antar dock en lite lägre bruttomarginal men samtidigt lägre omkostnader. Vi räknar med att de kan nå omkring 10% årlig tillväxt 2015-16. Därtill kommer sannolikt också något förvärv. Men vi inkluderar inga förvärv förrän de annonseras och vi kan utvärdera dem.

Den organiska tillväxten väntas komma från ökad marknadsaktivitet där ett flertal nya distributörer och kontrakt redan har annonserats. Affären kring Air 1 – AdBlue innebär en avsevärd tillväxtpotential. Men det är svårt att förutsäga både hur stor och hur lönsam den tillgängliga marknaden kommer bli. Ett så pass intressant tillväxtområde brukar vanligtvis attrahera konkurrenter. Bland övriga affärer kan nämnas den med Hansen Racing AB avseende försäljning av ett brett produktsortiment via Gulfmackarna i Sverige. North Chemical räknar med att denna affär kommer ge över 35 MSEK i försäljning kommande treårsperiod. En annan ny viktig distributör är KG Knutsson där North Chemical uppgav att de på sikt räknar med en årsvolym överstigande 5 MSEK.

Skalfördelar och lägre
avskrivningsnivå väntas
höja resultat

Omkostnaderna har ökat, både på marknadssidan och i viss mån till följd av börsnoteringen 2013. Nedstängningen av fabriken i Alingsås väntas förbättra kostnadsläget från år 2016. I tabellen nedan markerar den översta rutan bolagets omkostnader som vi tror kan hållas oförändrade 2016 vs 2015, trots en fortsatt expansion. År 2016 sjunker avskrivningsnivån också dramatiskt, vilket gör att redovisat resultat har förutsättningar att förbättras avsevärt från och med år 2016.

North Chemical, resultaträkning											
MSEK	2013				2014				2014E	2015E	2016E
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E	Helår	Helår	Helår
Intäkter	34,8	32,6	29,0	31,9	34,8	34,6	29,8	34,8	134,0	148,7	165,1
Kostnad sålda varor	-18,0	-19,1	-16,5	u.s.	-18,0	-19,6	-17,3	-19,6	-74,5	-82,5	-91,6
Bruttoresultat	16,8	13,6	12,5	u.s.	16,8	15,0	12,5	15,2	59,5	66,2	73,5
Personalkostnader	-7,4	-8,0	-6,5	u.s.	-8,8	-9,3	-7,7	-9,1	-34,8	-36,0	-36,0
Övriga rörelsekostnader	-6,0	-3,1	-2,5	u.s.	-6,0	-3,4	-3,9	-4,1	-17,4	-17,8	-18,2
EBITDA	3,4	2,4	3,5	3,0	2,0	2,2	0,9	2,2	7,3	12,3	19,3
AV- och nedskrivningar	-2,2	-2,2	-2,1	-0,7	-1,8	-1,8	-2,0	-1,8	-7,3	-5,8	-1,4
EBIT	1,2	0,3	1,3	2,3	0,3	0,4	-1,1	0,4	-0,1	6,5	17,9
Resultat före skatt	1,0	-0,1	0,7	3,0	-0,5	-0,6	-1,4	-0,1	-1,6	4,6	16,4
Nettoresultat	0,4	-0,4	0,2	0,9	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	-2,5	2,6	12,8
Tillväxt och marginaler											
Försäljningstillväxt *	u.s.	u.s.	u.s.	45,0%	0,0%	6,1%	2,8%	9,3%	4,5%	11,0%	11,0%
Bruttomarginal	48,4%	41,6%	43,2%	u.s.	48,4%	43,4%	41,8%	43,7%	44,4%	44,5%	44,5%
EBITDA-marginal	9,8%	7,5%	12,0%	9,3%	5,8%	6,4%	2,9%	6,2%	5,4%	8,3%	11,7%
EBIT-marginal	3,6%	0,9%	4,6%	7,2%	0,7%	1,2%	-3,7%	1,1%	-0,1%	4,4%	10,8%

* Tillväxten år 2013 till följd av förvärv, därefter organiskt.

Källa: North Chemical, Redeye Research.

Värdering

Motiverat värde:
~6 kronor per aktie

Vår DCF-modell värderar verksamheten till strax under 100 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden per årsskiftet, som uppgick till 23 MSEK, blir motiverat börsvärde cirka 74 MSEK, **eller 5,95 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 15 augusti 2015, var motsvarande värde 6,30 kronor per aktie.

WACC: 12,5%

Det lite lägre värdet mot tidigare beror främst på att vi använt en något högre WACC: 12,5% (mot tidigare 12,0%). Avkastningskravet (WACC) räknas fram genom Redeyes ratingmodell, som återges på sid 8 nedan. Värderingsnyckeln Finansiell Styrka har minskat en aning, från 5,0 till 4,5 poäng. Skillnaden beror på en annorlunda bedömning, snarare än någon förändring i bolagets siffror eller förväntade utveckling.

Långsiktiga antaganden:
8% EBIT-marginal
6-7% årlig tillväxt till år
2022

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 (Base Case) där EBIT-marginalen långsiktigt förväntas ligga omkring 8%. Försäljningstillväxten antas bli 6-7% i genomsnitt fram till år 2022 och därefter 2%. Avkastningskravet 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.

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

Källa: Redeye Research

Attraktiva multiplar

EV/EBITDA mest relevant
p.g.a. höga avskrivningar

Bolaget har förhållandevis stora avskrivningarna på immateriella tillgångar som belastar resultatet till och med år 2015. För innevarande år bidrar de höga avskrivningarna till att både EBIT och nettoresultat ser ut att hamna under noll. Därför är EV/EBITDA det mest relevanta nyckeltalet avseende år 2014 och 2015. Om våra prognoser infrias justeras P/E-talet ned rejält år 2016, som framgår av tabellen nedan.

Värderingsmultiplar				
Kurs: 4,0 SEK	2013	2014P	2015P	2016P
P/E	54,4	neg	19,0	3,9
EV/EBIT	22,0	neg	11,3	4,1
EV/EBITDA	7,2	10,1	6,0	3,8

Källa: Redeye Research

Investment Case

North Chemical är i stort sett helt anonymt för aktiemarknaden och kursen har backat rejält sedan noteringen hösten 2013. Ett första steg i en omvärdering kommer därför sannolikt bara av att bolaget kan visa att de är på rätt spår. Vilket i deras fall handlar om något ökad försäljning och förbättrat resultat. Interna åtgärder omfattar både ökad marknadsaktivitet och rationaliseringar i produktionen. För närvarande belastas resultatet också av koncernmässiga avskrivningar på immateriella tillgångar. Efter 2015 upphör dessa vilket gör att redovisat resultat därefter kommer att stiga med uppskattningsvis omkring 50 procent på EBIT-nivå och ännu mer i vinst per aktie. Ökad kännedom om dessa faktorer tillsammans med dagens låga värdering bör räcka till en ordentlig återställare i aktiekursen.

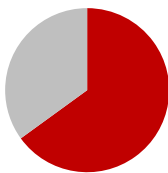
Ytterligare potential finns utan tvekan om bolaget lyckas i sin ambition att förvärva några av branschkollegorna. Myndigheter och kunder ställer allt striktare miljökrav både på produkter och tillverkningsprocesser. Det innebär att producenterna måste avsätta resurser för att utveckla och dokumentera nya produkter. För de mindre lokala aktörerna blir det en större utmaning och svårare att bära kostnaderna. North Chemical räknar därför med att branschen står inför en konsolidering och tänker själva vara ledande i denna process. Med egen kritisk massa och en stark ägarbild samt tillgång till kapitalmarknaden har de goda förutsättningar. Flera av de mindre aktörerna skulle komplettera dem väl och kan sannolikt förvärfvas till rimliga belopp. Kommande förvärv kan vi givetvis inte förutse varken i tiden eller vilka effekter de ger. Men förutsättningarna kommer att finnas där under överskådlig framtid.

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.

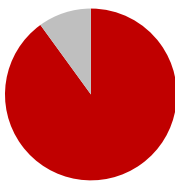
Ratingförändringar i denna rapport: Sammantagna bedömningen kring Finansiell styrka har justerats ned något, från 5,0p till 4,5p.

Ledning 6,5p



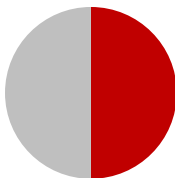
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Bolaget noterades hösten 2013 och transparensen i rapporteringen är något låg. I ett par avseenden anser vi dock att de utmärker sig åt det positiva hållet. God kontinuitet på flera nyckelbefattningar och en företagskultur som vi uppfattar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

Ägarskap 9,0p



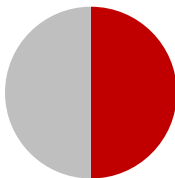
Bolaget får i stort sett full pott i alla avseenden då ägarbilden är väldigt tydlig. Framför allt genom att grundaren Stig Norberg också är dominerande ägare och aktiv i bolaget. Dessutom har de ytterligare kapitalstarka ägare som kan skjuta till medel vid behov. Bland övriga i styrelsen och ledningen,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

Tillväxtutsikter 5,0p



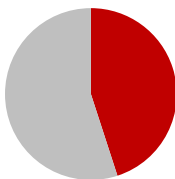
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga 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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	134	149	165
Summa rörelsekostnader	-82	-116	-127	-136	-146
EBITDA	6	12	7	12	19
Avskrivningar materiella tillg.	-2	-1	0	0	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-2	-1	-1
Goodwill nedskrivningar	0	-5	-5	-5	0
EBIT	3	4	0	7	18
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	3	2	-2	5	16
Skatt	-1	-1	-1	-2	-4
Nettoreultat	1	1	-2	3	13
Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	6	4	4	5
Kundfordringar	26	18	21	24	25
Lager	22	21	21	25	26
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	50	45	47	54	56
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	3	3	3	6	8
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	19	14	9	5	5
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	14	6	5	4	3
Övr. anlägg. tillg.	3	0	0	0	0
Summa anlägg.	39	23	18	15	16
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	89	68	65	69	72
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	8	7	8	9	12
Kortfristiga skulder	28	26	25	25	14
Övriga kortfristiga skulder	19	14	14	14	14
Summa kort. skuld	55	47	47	48	40
Räntebr. skulder	4	3	3	3	2
L. icke räntebr.skulder	18	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	77	50	50	51	42
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	10	15	13	16	28
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	10	15	13	16	28
Summa skulder och E. Kap.	89	68	65	69	72
Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	134	149	165
Sum rörelsekost.	-82	-116	-127	-136	-146
Avskrivningar	-3	-8	-7	-6	-1
EBIT	3	4	0	7	18
Skatt på EBIT	-1	-1	0	-1	-4
NOPLAT	3	3	-1	4	14
Avskrivningar	3	8	7	6	1
Bruttokassaflöde	6	11	6	10	15
Föränd. i rörelsekap	3	-1	-3	-4	1
Investeringar	-29	-5	-2	-2	-3
Fritt kassaflöde	-21	6	1	4	13
Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	12%	23%	20%	23%	39%
Skuldsättningsgrad	307%	188%	215%	180%	57%
Nettoskuld	30	23	24	24	11
Sysselsatt kapital	40	38	37	39	40
Kapit. oms. hastighet	1.0	1.9	2.1	2.2	2.3
Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	15%	45%	5%	11%	11%
VPA-tillväxt (just)	-74%	-31%	-304%	-206%	391%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	12,5 %	NPV FCF (2013-2015)	12
		NPV FCF (2016-2022)	36
		NPV FCF (2023-)	48
		Rörelsefrämjade tillgångar	6
		Räntebärande skulder	-29
		Motiverat värde MSEK	74

Antaganden 2015-2021		Motiverat värde per aktie, SEK	
Genomsn. förs. tillv.	7,2 %		5,9
FRIT-marginal	8,3 %	Börskurs SFK	4,0

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	13%	9%	-17%	18%	58%
ROCE	11%	9%	0%	16%	41%
ROIC	13%	6%	-3%	11%	36%
EBITDA-marginal	7%	10%	5%	8%	12%
EBIT-marginal	4%	3%	0%	4%	11%
Netto-marginal	2%	1%	-2%	2%	8%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	0,14	0,10	-0,20	0,21	1,03
VPA just	0,14	0,47	0,19	0,58	1,03
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26
Nettoskuld	2,95	1,84	1,91	1,89	0,91
Antal aktier	10,00	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	29,5	88,1	73,4	73,2	61,0
P/E	0,0	54,4	-20,3	19,0	3,9
P/S	0,0	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/S	0,3	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,6	7,2	10,1	5,9	3,2
EV/EBIT	8,8	22,0	-1 068,3	11,3	3,4
P/BV	0,0	4,3	3,9	3,2	1,8

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-12,9 %	Omsättning	23,1 %
3 mån	-11,1 %	Rörelseresultat, just	n.m.♦
12 mån	n.a.	V/A, just	16,1 %
Årets Början	-20,0 %	EK	11,6 %

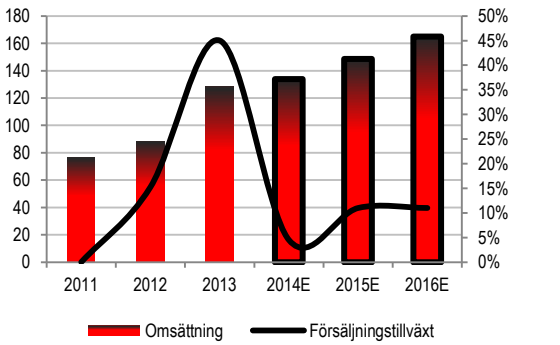
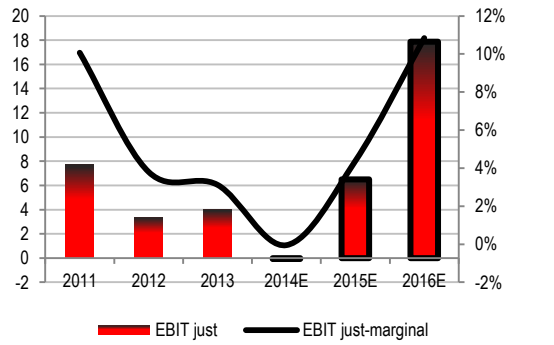
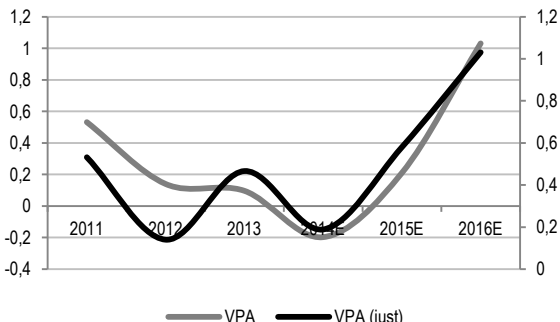
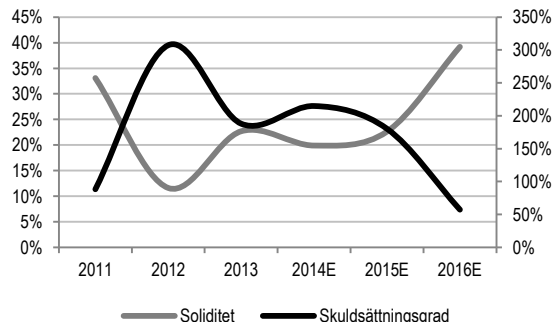
Aktiestructur %	Röster/Kapital
Stig Norberg med bolag	49,5 %
Peter Ragnarsson med bolag	20,1 %
Staffan Persson med bolag	11,3 %
Bedir Isa	0,3 %
Mikael Östman	0,3 %
Bergalo Consulting	0,2 %
Vong Kai Vinh	0,2 %
Vong tran AB	0,2 %
Birger Nilsson	0,2 %
Kerstin Jarl	0,2 %

Aktien	
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	4,0
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	49,7

Bolagsledning & styrelse	
VD	Stig Norberg
CFO	Carl-Johan Steinfeldt
Ordf	Thorbjörn Wennerholm

Nästkommande rapportdatum	
FY 2014 Results	February 27, 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 & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~75</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~90</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~135</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~150</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~170</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2011	~75	~10%	2012	~90	~15%	2013	~130	~45%	2014E	~135	~10%	2015E	~150	~10%	2016E	~170	~10%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~8</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~1</td> <td>~1%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~6</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~18</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2011	~8	~10%	2012	~3	~4%	2013	~4	~4%	2014E	~1	~1%	2015E	~6	~4%	2016E	~18	~10%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2011	~75	~10%																																									
2012	~90	~15%																																									
2013	~130	~45%																																									
2014E	~135	~10%																																									
2015E	~150	~10%																																									
2016E	~170	~10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2011	~8	~10%																																									
2012	~3	~4%																																									
2013	~4	~4%																																									
2014E	~1	~1%																																									
2015E	~6	~4%																																									
2016E	~18	~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>2011</td> <td>~0.5</td> <td>~0.3</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~0.1</td> <td>~-0.1</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.1</td> <td>~0.2</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~-0.1</td> <td>~-0.1</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~0.2</td> <td>~0.5</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~1.0</td> <td>~1.0</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2011	~0.5	~0.3	2012	~0.1	~-0.1	2013	~0.1	~0.2	2014E	~-0.1	~-0.1	2015E	~0.2	~0.5	2016E	~1.0	~1.0	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~35%</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~15%</td> <td>~30%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~25%</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~20%</td> <td>~20%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~25%</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~40%</td> <td>~5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2011	~35%	~10%	2012	~15%	~30%	2013	~25%	~15%	2014E	~20%	~20%	2015E	~25%	~15%	2016E	~40%	~5%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2011	~0.5	~0.3																																									
2012	~0.1	~-0.1																																									
2013	~0.1	~0.2																																									
2014E	~-0.1	~-0.1																																									
2015E	~0.2	~0.5																																									
2016E	~1.0	~1.0																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2011	~35%	~10%																																									
2012	~15%	~30%																																									
2013	~25%	~15%																																									
2014E	~20%	~20%																																									
2015E	~25%	~15%																																									
2016E	~40%	~5%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter Henrik Alveskog äger aktier i North Chemical: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	Verksamhetsbeskrivning 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 investerarrationer.. 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, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, 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 (2014-11-23)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	29	11	7	16
3,5p - 7,0p	49	38	60	30	30
0,0p - 3,0p	1	5	1	35	26
Antal bolag	72	72	72	72	72

*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.