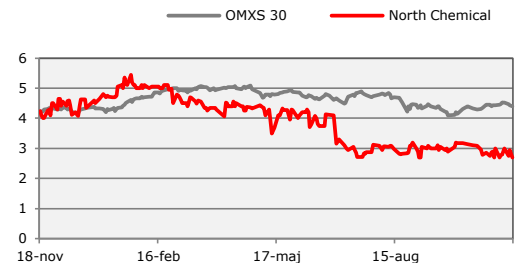


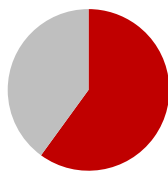
Sammanfattning
North Chemical (NOCH)
Nystädat inför VD-byte

- Försäljningen minskade något även under årets tredje kvartal och resultatet tyngdes också av vissa tillfälliga kostnader. EBITDA sjönk från 1 till minus 2 MSEK, medan vi hade räknat med ett nollresultat.
- Anders Svensson tillträder som ny VD i februari. Efter ett år med stora rationaliseringar och en strategisk översyn av produktportföljen finns goda möjligheter att vända från röda till svarta siffror.
- 2015 blir ett resultatmässigt bottenapp men från och med nästa år finns goda förutsättningar att återigen visa lönsamhet. En EBIT-marginal runt 8% borde på lite sikt ligga inom räckhåll. Värderingen tyngs dock av ett högt avkastningskrav och dagens kursnivåer runt 3 kronor per aktie är i nivå med vårt motiverade värde.

Lista: First North
 Börsvärde: 36 MSEK
 Bransch: Basic Material
 VD: Sophie Persson (tf)
 Styrelseordf: Sten Norinder (tf)

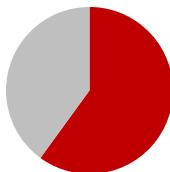

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



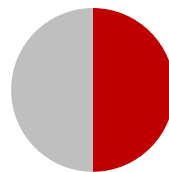
6,0 poäng

Ägarskap



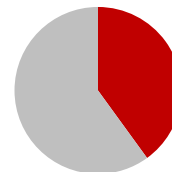
6,0 poäng

Vinstutsikter



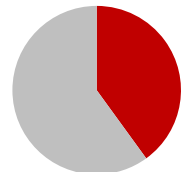
5,0 poäng

Lönsamhet



4,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	128	132	127	131	139	Aktiekurs (SEK)	2,9
Tillväxt	45%	3%	-3%	3%	6%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	12	4	-5	9	12	Börsvärde (MSEK)	36
EBITDA-marginal	10%	3%	Neg	7%	9%	Nettoskuld (MSEK)	35
EBIT	4	-4	-10	5	11	Free float (%)	19%
EBIT-marginal	3%	Neg	Neg	4%	8%	Dagl oms. ('000)	10
Resultat före skatt	2	-5	-12	3	9		
Nettoreultat	1	-5	-12	2	7		
Nettomarginal	1%	Neg	Neg	2%	5%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	0,47	-0,10	-0,77	0,25	0,54	Henrik Alveskog	
P/E	54,4	Neg	Neg	16,2	5,0	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4		
EV/EBITDA	7,2	23,9	Neg	7,1	4,7		

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 vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (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.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. 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 Vinstutsikter är; 1 – 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.

Storstädning inför VD-skiftet

Q3-rapporten var genomgående lite svagare än vi hade räknat med. Det handlar inte om några stora avvikelser i absoluta tal. Men med en negativ försäljningstrend och vissa kostnader av engångskaraktär försämrades utfallet hela vägen ner i resultaträkningen. En stor del av förklaringen är sannolikt att bolaget tappat lite tempo på marknadssidan till följd av VD-byte, omorganisation samt den strategiska översynen som nu har slutförts.

Årets fjärde kvartal kommer också tyngas av bland annat flyttkostnader i samband med att tillverkningen koncentreras till Rörvik. Totalt sett har rationaliseringsåtgärderna blivit lite mer omfattande och kommer kosta ett par miljoner kronor mer än bolaget först hade beräknat. Å andra sidan uppger de att den årliga besparingseffekten nu uppskattas till 10 MSEK jämfört med 5 MSEK tidigare.

Utökad rationaliseringsprogram

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q3'14	Q3'15E	Utfall	Diff
Försäljning	29,8	30,0	28,3	-6%
Bruttoresultat	12,5	13,0	11,4	-13%
EBITDA	0,9	0,0	-2,4	n.m.
EBIT	-1,1	-1,4	-3,7	n.m.
PTP	-1,4	-1,8	-4,5	n.m.
Försäljningstillväxt	3,5%	0,7%	-5,0%	
Bruttomarginal	41,9%	43,3%	40,1%	
EBITDA marginal	3,0%	0,0%	neg	

Svagare över hela linjen, även denna gång

Källa: North Chemical, Redeye Research

Anders Svensson - ny VD

Anders Svensson tillträder som VD den första februari. Han har under senare tid varit ansvarig för Loomis verksamhet i Malmö. Sophie Persson som nu är tillförordnad VD kommer då återgå som styrelseordförande i bolaget. Efter ett år präglad av osäkerhet kring både verksamhet och ledarfrågor, ser läget åtminstone i detta avseende ut att klarna. Med en ny koncernchef och strategisk översyn av verksamheten och affären kan organisationen fokusera framåt.

Ny VD kan skapa arbetsro i bolaget

På lite sikt är vi fortfarande osäkra på vem, eller vilka av ägarna som kommer ta på sig ledartröjan. LMK, Staffan Persson och Stig Norberg är enligt ägarstatistiken fortfarande ungefär jämnstora ägare, med sammanlagt 70% av aktierna i bolaget. Ingen av dem sitter dock i styrelsen. På den positiva sidan konstaterar vi att Sophie Persson i september ökade upp sitt ägande rejält genom att köpa 300 000 aktier. Även styrelseledamöterna Michael Engström och Sten Norinder har köpt aktier under hösten.

Utveckling per affärsområde

Koncernen har en relativt jämn fördelning mellan försäljning under eget varumärke och Private Label. En klart större del av bruttoresultatet genereras dock via de egna varumärkena. Nu i det tredje kvartalet skedde både omsättnings- och resultat tappet inom Private Label. North Chemical uppger att några av de nya affärer som har tagits det senaste året inom detta område varit fokuserade på volym snarare än lönsamhet. Bolaget har nu börjat omförhandla några av kundavtalen.

Private Label tappade i Q3

Högre bruttomarginaler från egna varumärken

Affärsområden										
MSEK	2013		2014			2015				
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Forдон & Industri inkl. Marin & export										
Intäkter	16,3	17,8	20,0	18,3	14,5	16,5	18,1	16,3	14,8	
Bruttoresultat	7,8	10,1	10,6	10,2	7,8	9,3	10,4	8,4	7,3	
Tillväxt	u.s.	u.s.	u.s.	u.s.	-11%	-7%	-10%	-11%	2%	
Bruttomarginal	48%	57%	53%	55%	54%	57%	57%	52%	49%	
Private Label										
Intäkter	14,9	14,7	15,2	17,4	15,0	16,2	16,6	16,6	13,6	
Bruttoresultat	5,2	5,7	5,9	6,6	5,3	6,3	5,2	5,6	3,9	
Tillväxt	u.s.	u.s.	u.s.	u.s.	1%	10%	9%	-5%	-9%	
Bruttomarginal	35%	39%	39%	38%	35%	39%	31%	34%	29%	

Justeringar i redovisningen gör att åren 2013-14 inte är helt jämförbara med 2015

Källa: North Chemical, Redeye Research

Det är alldeles uppenbart att det är en ny affärskultur som håller på att införas i koncernen. Kraven på att nya affärer skall vara lönsamma kommer säkert att höjas. Sannolikt har de nu också en bättre uppfattning om vilka segment som är lönsamma efter att ha kartlagt produkter och kunder.

Högre krav på lönsamhet i nya affärer

Utvecklingen sedan bolaget noterades för två år sedan har varit en trist historia med svag tillväxt och försämrad lönsamhet. Tyvärr får vi konstatera att emissionslikviden vid noteringen har gått åt till att få bolaget på rätt köl.

North Chemical, resultaträkning

MSEK	2013		2014			2015				
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Intäkter	28,8	31,6	34,8	34,6	29,8	32,6	35,0	33,1	28,3	
Kostnad sålda varor	-16,5	-13,4	-18,0	-19,6	-17,3	-16,7	-19,1	-18,7	-17,0	
Bruttoresultat	12,3	18,2	16,8	15,0	12,5	15,9	15,9	14,3	11,3	
Personalkostnader	-6,5	-7,4	-8,8	-9,3	-7,7	-11,1	-10,2	-10,0	-8,6	
Övriga rörelsekostnader	-2,5	-7,9	-6,0	-3,4	-3,9	-6,4	-4,9	-4,8	-5,2	
EBITDA	3,3	3,0	2,0	2,2	0,9	-1,6	0,8	-0,5	-2,4	
AV- och nedskrivningar	-2,1	-1,9	-1,8	-1,8	-2,0	-1,7	-1,4	-1,5	-1,3	
EBIT	1,1	1,1	0,3	0,4	-1,1	-3,3	-0,7	-1,9	-3,7	
Resultat före skatt	0,5	0,8	-0,1	-0,1	-1,4	-3,7	-1,0	-2,3	-4,5	
Nettoresultat	0,0	1,0	-0,4	-0,3	-1,4	-3,3	-1,0	-2,3	-4,5	
Tillväxt och marginaler										
Organisk tillväxt	u.s.	u.s.	0,0%	6,1%	3,5%	2,9%	0,7%	-4,5%	-5,0%	
Bruttomarginal	42,8%	57,5%	48,4%	43,4%	41,8%	48,7%	45,4%	43,3%	40,1%	
EBITDA-marginal	11,4%	9,4%	5,8%	6,4%	2,9%	-4,9%	2,3%	-1,5%	-8,6%	
EBIT-marginal	3,9%	3,5%	0,7%	1,2%	-3,7%	-10%	-2%	-6%	-13%	

Källa: North Chemical, Redeye Research.

Prognoser & Värdering

Nedjusterade prognoser

*Men goda utsikter för
turn-around 2016*

Vi tvingas återigen att justera ned våra prognoser, främst för innevarande år där försäljningen ser ut att bli svagare och kostnaderna högre än vi tidigare hade räknat med. Året 2015 kommer summera till en rejäl förlust. I första hand till följd av en svacka i bruttomarginalen och en hel del extrakostnader relaterat till omorganisation och produktionsflytt. Utsikterna inför 2016 ser betydligt bättre ut då bolaget uppskattar att kostnadsläget har sänkts med cirka 10 MSEK på årsbasis. Denna effekt kommer främst från samlokaliseringen av all produktion till Rörvik och borde därför vara förutsägbar.

Den strategiska översyn som nu har genomförts innebär bland annat att olönsamma produkter fasas ut och ökat fokus mot lönsamma segment. North Chemical har över 500 produkter i sortimentet och gissningsvis är ganska många olönsamma. Vi kan dock inte uppskatta hur stor andel av deras affärer som kan komma att påverkas av denna utfasning. Gissningsvis är det ganska lite, men kommer ändå påverka försäljningen det närmaste året. Vi har därför antagit en blygsam tillväxttakt trots att bolaget har tagit några stora betydelsefulla affärer som kommer addera volymer de kommande åren.

Oroväckande tunn balansräkning

*Negativt eget kapital vid
årsskiftet*

Rent operativt ser det därmed ut att ljusna betydligt framöver. Vad som nu ser lite mer oroväckande ut är bolagets finansiella ställning. Nettoskulden ökade till 35 MSEK under Q3 och soliditeten sjönk till 3%. Eget kapital i koncernen ser ut att blir negativt vid kommande årsskifte. Det är givetvis inget sundhetstecken men heller inte helt unikt eller akut. Det avgörande är eget kapital i moderbolaget, som fortfarande är på en betryggande nivå.

Redeyes prognoser						
MSEK	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Intäkter	88,4	128,0	131,7	127,4	131,2	139,0
Kostnad sålda varor	-49,7	-66,9	-71,6	-72,0	-70,8	-73,7
Bruttoresultat	38,6	61,1	60,1	55,4	60,3	65,4
Personalkostnader	-18,3	-29,2	-36,9	-39,0	-34,7	-35,3
Övriga rörelsekostnader	-13,9	-19,6	-19,7	-21,1	-17,1	-17,8
EBITDA	6,5	12,3	3,5	-4,7	8,6	12,3
AV- och nedskrivningar	-3,1	-8,3	-7,3	-5,5	-4,2	-1,6
EBIT	3,4	4,0	-3,8	-10,2	4,3	10,6
Finansnetto	-0,8	-1,6	-1,5	-2,2	-2,4	-2,0
Resultat före skatt	2,6	2,3	-5,3	-12,4	1,9	8,6
Bolagsskatt	-1,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,9	-2,1
Nettoresultat	1,4	1,2	-5,4	-12,4	1,1	6,5
Tillväxt och marginaler						
Försäljningstillväxt	u.s.	44,8%	2,9%	-3,3%	3,0%	6,0%
Bruttomarginal	43,7%	47,7%	45,7%	43,5%	46,0%	47,0%
EBITDA-marginal	7,4%	9,6%	2,7%	-3,7%	6,5%	8,8%
EBIT-marginal	3,8%	3,1%	-2,9%	-8,0%	3,3%	7,6%

Källa: North Chemical, Redeye Research.

Värdering

Motiverat värde:
~3 kronor per aktie

Vår DCF-modell värderar verksamheten till strax över 70 MSEK, vilket är i stort sett oförändrat mot innan. Den ökade nettolåneskulden äter dock upp en del av värdet och motiverat börsvärde blir nu omkring 37 MSEK, **eller 3 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 27 augusti 2015, var motsvarande värde 3,7 kronor per aktie.

Svag balansräkning, men krediterna är säkrade av huvudägare

Vi har räknat med att North Chemical klarar sig utan nytt kapitaltillskott från ägarna. Men det är ingen självklarhet mot bakgrund av deras finansiella ställning. Rent objektivt är bolaget i dagsläget knappast kreditvärdigt gentemot en extern långgivare. Lyckligtvis har en av de större ägarna (antagligen LMK) givit dem kreditlöften. I rapporten uppges att: "Vi har tillgång till fullgod finansiering genom bolagets huvudägares försorg, för att överbrygga den fas vi nu går igenom när vi vänder utvecklingen i bolaget.

Rejäl finansiell hävstång

Nettolåneskuld: 35 MSEK,
lika stor som börsvärdet

Med en nettolåneskuld på 35 MSEK, lika mycket som nuvarande börsvärde, blir utväxlingen i värderingen kraftig vid olika marginalantaganden. 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.

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
WACC					
12,5%	2,7	3,5	4,4	5,2	6,0
13,5%	2,2	2,9	3,6	4,3	5,1
14,5%	1,8	2,4	3,0	3,7	4,3
15,5%	1,4	2,0	2,5	3,1	3,7

Källa: Redeye Research

Bolagets egna finansiella mål:
10% årlig tillväxt, varav hälften organiskt
Minst 10% EBITDA-marginal

North Chemicals egna finansiella målsättningar är 10% årlig tillväxt varav hälften organiskt samt en EBITDA-marginal om minst 10%. Detta skulle ge en skaplig potential i värderingen, även med ett avkastningskrav på 14,5%. När bolaget väl börjar leverera på sina finansiella mål innebär det dock att risken och därmed avkastningskravet har sjunkit rejält.

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Tillväxt år 2017-23					
2%	1,4	2,0	2,5	2,9	3,5
6%	1,8	2,4	3,0	3,7	4,3
10%	2,3	3,0	3,8	4,6	5,4

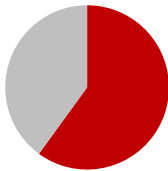
Källa: Redeye Research, värdena beräknade på 14,5% WACC.

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.

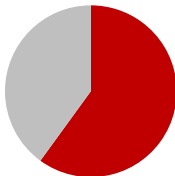
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 6,0p



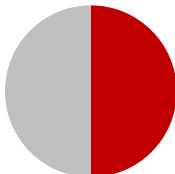
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Det oväntade VD-avhoppet och osäkerheten kring efterträdarens förmåga drar ned betyget. Styrelsen har däremot kompletterats med personer som förefaller ha relevant bakgrund.

Ägarskap 6,0p



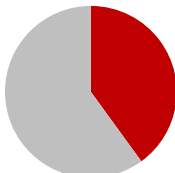
Grundaren Stig Norberg har nu minskat sitt ägande medan LMK och Staffan Persson har ökat. Vi tror dock att ägarbilden kommer förändras ytterligare och det är oklart vem som tar över stafettpippen efter Stig Norberg. Engagemanget i form av aktieäggande bland övriga styrelsemedlemmar har successivt ökat under sommaren och hösten 2015, vilket givetvis är positivt.

Vinstutsikter 5,0p



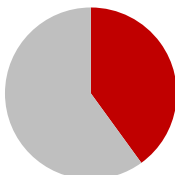
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga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

Lönsamhet 4,0p



Lönsamheten förefaller vara stabil men på en allför låg nivå. Med lite bättre volymer och en lägre kostnadsbas finns förutsättningar att vända till vinst. Med en förbättrad intjäning skulle bolagets handlingsfrihet öka och skapa möjligheter att göra offensiva förvärvsaffärer.

Finansiell styrka 4,0p



Bolagets räntetäckningsgrad och skuldsättning har försämrats. Skulderna är huvudsakligen kortfristiga, men lyckligtvis har de ett kreditlöfte från huvudägaren. Storleksmässigt är bolaget inte heller på en nivå som drar upp betyget och sammantaget landar Finansiell styrka därmed strax under genomsnittet.

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	128	132	127	131	139
Summa rörelsekostnader	-116	-128	-132	-123	-127
EBITDA	12	4	-5	9	12
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-1	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-2	-1	-1
Goodwill nedskrivningar	-5	-4	-3	-1	0
EBIT	4	-4	-10	5	11
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-1	-2	-2	-2
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	2	-5	-12	3	9
Skatt	-1	0	0	-1	-2
Nettoreultat	1	-5	-12	2	7
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	2	4	4	4
Kundfordringar	18	21	20	20	21
Lager	21	20	19	20	21
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	45	44	43	43	46
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	3	4	6	7	10
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	14	10	7	6	6
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
Summa anlägg.	23	18	16	14	16
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	68	61	59	57	62
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	7	8	10	11
Kortfristiga skulder	26	24	33	27	24
Övriga kortfristiga skulder	14	14	14	14	14
Summa kort. skuld	47	45	54	51	49
Räntebr. skulder	3	4	6	5	4
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	50	49	60	56	54
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	15	10	-3	0	6
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	15	10	-3	0	6
Summa skulder och E. Kap.	68	61	59	57	62
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	128	132	127	131	139
Sum rörelsekost.	-116	-128	-132	-123	-127
Avskrivningar	-8	-7	-6	-3	-2
EBIT	4	-4	-10	5	11
Skatt på EBIT	-1	0	0	-1	-2
NOPLAT	3	-4	-10	4	8
Avskrivningar	8	7	6	3	2
Bruttokassaflöde	11	4	-5	7	10
Föränd. i rörelsekap	-1	-3	3	3	-2
Investeringar	-5	-2	-4	-1	-4
Fritt kassaflöde	6	-1	-6	9	5
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	23%	16%	-4%	-1%	10%
Skuldsättningsgrad	188%	287%	-1 517%	-6 952%	456%
Nettoskuld	23	26	34	27	24
Sysselsatt kapital	38	36	32	27	31
Kapit. oms. hastighet	1,9	2,2	2,1	2,3	2,2
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	45%	3%	-3%	3%	6%
VPA-tillväxt (just)	-31%	-548%	131%	-117%	223%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,5 %	NPV FCF (2015-2017)	5
		NPV FCF (2018-2024)	28
		NPV FCF (2025-)	30
		Rörelsefrämjade tillgångar	2
		Räntebärande skulder	-28
		Motiverat värde MSEK	37
Antaganden 2017-2023		Motiverat värde per aktie, SEK	3,0
Genomsn. förs. tillv.	6,0 %	Börskurs. SEK	2,9
EBIT-marginal	8,0 %		

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	9%	-43%	0%	0%	0%
ROCE	9%	-9%	-27%	16%	33%
ROIC	6%	-10%	-28%	12%	31%
EBITDA-marginal	10%	3%	-4%	7%	9%
EBIT-marginal	3%	-3%	-8%	4%	8%
Netto-marginal	1%	-4%	-10%	2%	5%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,10	-0,43	-1,00	0,17	0,54
VPA just	0,47	-0,10	-0,77	0,25	0,54
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	1,84	2,09	2,77	2,20	1,95
Antal aktier	12,44	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	88,1	83,8	68,1	61,0	57,9
P/E	54,4	-10,8	-2,7	16,2	5,0
P/S	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	7,2	23,9	-14,5	7,1	4,7
EV/EBIT	22,0	-22,1	-6,7	11,4	5,4
P/BV	4,3	5,9	-13,3	-74,5	5,4

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	13/15e
1 mån	-12,3 %	Omsättning	-0,3 %
3 mån	-4,3 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	-36,3 %	V/A, just	n.m.
Årets Början	-40,0 %	EK	n.m.

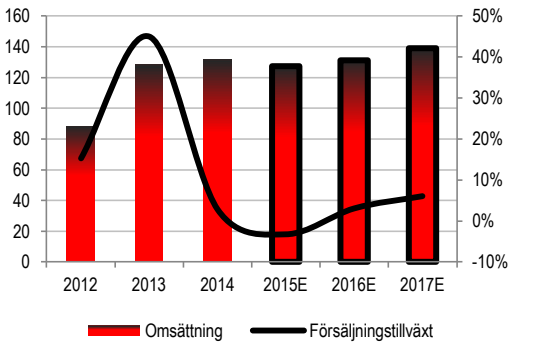
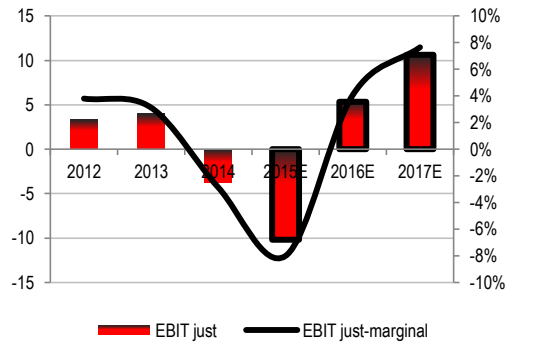
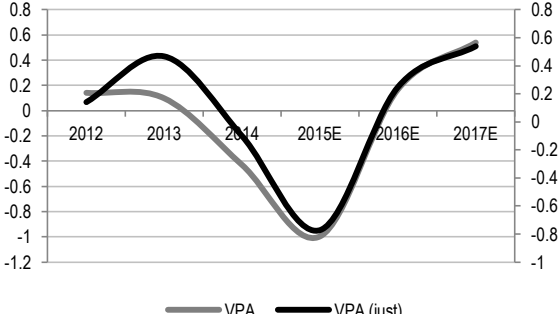
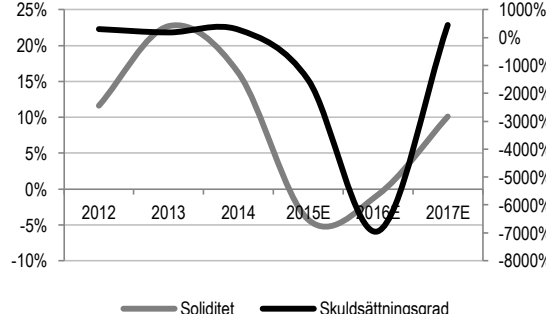
Aktistruktur %	Röster	Kapital
Peter Ragnarsson med bolag	23,7 %	23,7 %
Stig Norberg med bolag	23,5 %	23,5 %
Staffan Persson med bolag	23,2 %	23,2 %
Bernt Plotek	3,0 %	3,0 %
Roland Schyllit	2,0 %	2,0 %
Mikael Hägg	2,0 %	2,0 %
Gerulf Naglitsch	0,5 %	0,5 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	First North
Kurs, SEK	2,9
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	35,6

Bolagsledning & styrelse	
VD	Sophie Persson (tf)
CFO	Tomas Jönsson
IR	
Ordf	Sten Norinder (tf)

Nästkommande rapportdatum	
FY 2015 Results	February 26, 2016
Q1 report	May 19, 2016

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 (Mio SEK)</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>~15%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~130</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~135</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~140</td> <td>~20%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (Mio SEK)	Försäljningstillväxt (%)	2012	~85	~15%	2013	~130	~45%	2014	~135	~15%	2015E	~130	~10%	2016E	~135	~15%	2017E	~140	~20%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (Mio SEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~3</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-1</td> <td>~-5%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~-10</td> <td>~-10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~5</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~10</td> <td>~8%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (Mio SEK)	EBIT just-marginal (%)	2012	~3	~5%	2013	~4	~5%	2014	~-1	~-5%	2015E	~-10	~-10%	2016E	~5	~5%	2017E	~10	~8%
År	Omsättning (Mio SEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2012	~85	~15%																																									
2013	~130	~45%																																									
2014	~135	~15%																																									
2015E	~130	~10%																																									
2016E	~135	~15%																																									
2017E	~140	~20%																																									
År	EBIT just (Mio SEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2012	~3	~5%																																									
2013	~4	~5%																																									
2014	~-1	~-5%																																									
2015E	~-10	~-10%																																									
2016E	~5	~5%																																									
2017E	~10	~8%																																									
 <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>~0.1</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.4</td> <td>~0.4</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.4</td> <td>~-0.4</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~-0.9</td> <td>~-0.9</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~0.2</td> <td>~0.2</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2012	~0.1	~0.1	2013	~0.4	~0.4	2014	~-0.4	~-0.4	2015E	~-0.9	~-0.9	2016E	~0.2	~0.2	2017E	~0.5	~0.5	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~12%</td> <td>~22%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~22%</td> <td>~22%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~22%</td> <td>~22%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~-5%</td> <td>~-5%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~-5%</td> <td>~-5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~10%</td> <td>~22%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2012	~12%	~22%	2013	~22%	~22%	2014	~22%	~22%	2015E	~-5%	~-5%	2016E	~-5%	~-5%	2017E	~10%	~22%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2012	~0.1	~0.1																																									
2013	~0.4	~0.4																																									
2014	~-0.4	~-0.4																																									
2015E	~-0.9	~-0.9																																									
2016E	~0.2	~0.2																																									
2017E	~0.5	~0.5																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2012	~12%	~22%																																									
2013	~22%	~22%																																									
2014	~22%	~22%																																									
2015E	~-5%	~-5%																																									
2016E	~-5%	~-5%																																									
2017E	~10%	~22%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: 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 investerarrelationer.. 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 (2015-11-19)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	35	42	16	7	18
3,5p - 7,0p	63	48	82	33	37
0,0p - 3,0p	4	12	4	62	47
Antal bolag	102	102	102	102	102

*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.