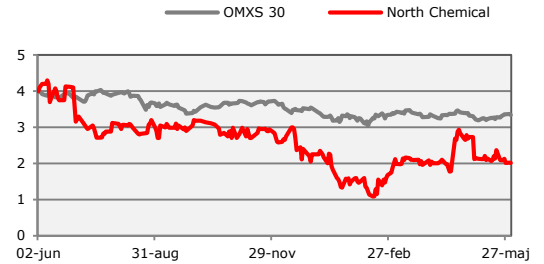


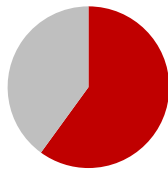
**Sammanfattning**
**North Chemical (NOCH)**
**Nytt bolag: NC Lahega**

- Förvärvet av Lahega Kemi skapar i ett slag ett bolag med storlek och stabilitet och en anständig lönsamhet. Med fjolårets rationaliseringar i North Chemical och kommande kostnadssynergier bör resultatet stärkas väsentligt de kommande två åren.
- Q1-rapporten från North Chemical kan i bästa fall beskrivas som halvljummen. Vissa negativa faktorer var dock tillfälliga och Lahega hade en bättre start på året, vilket är mer avgörande för den nya koncernen.
- Lahega förvärvas för 120 MSEK, vilket på helt egna meriter framstår som en acceptabel affär. Men då förvärvet ger både kostnads- och intäktssynergier och tar bort huvudkonkurrenten från marknaden ser vi flera faktorer som skapar ytterligare värde. I vårt Base case har motiverat värde ökat till 2,9 kronor per aktie (tidigare 2,4 SEK).

Lista: First North  
 Börsvärde: 103 MSEK  
 Bransch: Basic Material  
 VD: Anders Svensson  
 Styrelseordf: Sophie Persson

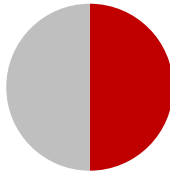

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



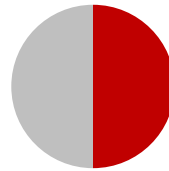
6,0 poäng

Ägarskap



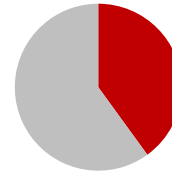
5,0 poäng

Vinstutsikter



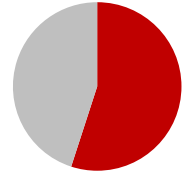
5,0 poäng

Lönsamhet



4,0 poäng

Finansiell styrka



5,5 poäng

**Nyckeltal**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	132	128	236	364	379	Aktiekurs (SEK)	2,0
Tillväxt	3%	-3%	85%	54%	4%	<b>Efter emission &amp; förvärv</b>	
EBITDA	4	-9	2	32	42	Antal aktier (milj)	51,0
EBITDA-marginal	3%	Neg	1%	9%	11%	Börsvärde (MSEK)	103
EBIT	-4	-14	-6	18	28	Nettoskuld (MSEK)	99
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	5%	7%	Free float (%)	45 %
Resultat före skatt	-5	-16	-9	13	23	Dagl oms. ('000)	40
Nettoresultat	-5	-13	-9	11	18		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	3%	5%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	-0,10	-0,86	-0,16	0,22	0,35		
P/E	Neg	Neg	Neg	9,0	5,7	Analytiker:	
EV/S	0,6	0,5	0,9	0,5	0,4	Henrik Alveskog	
EV/EBITDA	23,9	Neg	111,5	5,9	3,9	henrik.alveskog@redeye.se	

**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 – 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 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 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.

## Nytt bolag: NC Lahega

---

*Huvudägarna backar upp affären*

Vi blev en aning överaskade när North Chemical i april meddelade att de köper Lahega Kemi. Att förvärv funnits på den långsiktiga agendan och att Lahega stod högt på önskelistan har inte varit någon hemlighet. Men att de två huvudägarna, LMK och Staffan Persson, var redo att finansiera affären redan nu trodde vi inte. Den egna aktien är ju i dagsläget inte heller någon stark valuta att använda som betalning. Nu blir det bara en mindre del av köpeskillingen som betalas med egna aktier, motsvarande 15 MSEK av totalt 120 MSEK. Med de två huvudägarna som tecknar de egna andelarna och är med och garanterar resterande belopp, kan affären ändå genomföras.

Det nya bolagsnamnet blir NC Lahega och huvudkontoret kommer ligga i Helsingborg där Lahega har sin produktionsanläggning och administration. Torbjörn Lindgren, som idag äger 65% av Lahega Kemi tar plats i NC Lahegas styrelse. I övrigt har inga betydande förändringar annonserats ännu. Men bolaget uppger att de tar cirka 10 MSEK i integrations- och omstruktureringskostnader vid samgåendet, vilket avser ett antal rationaliseringsåtgärder som kommer meddelas senare i år.

*Lahega är väsentligt större och visar redan riktigt bra lönsamhet*

<b>Proforma kalenderår 2015</b>			
<b>MSEK</b>	<b>North Chemical</b>	<b>Lahega Kemi</b>	<b>NC Lahega Proforma</b>
Nettoomsättning	127,6	233,9	361,5
Bruttoresultat	53,6	109,7	163,3
Bruttomarginal	42,0%	46,9%	45,2%
EBITDA	-9,3	28,4	19,1
EBIT	-14,4	22,1	7,7
EBIT exkl. e.o. poster	-8,0	22,1	14,1

Källa: North Chemical emissionsprospekt

### Emission och finansiering

- Total köpeskillning om 120 MSEK finansieras med företrädesemission: ca 55 MSEK efter emissionskostnader, apportemission: 15 MSEK samt banklån: ca 50 MSEK.
- Företrädesemission där två befintliga aktier ger rätt att teckna 5 nya. Teckningskurs 2 SEK och 31,1 miljoner nya aktier = 62,2 MSEK före emissionskostnader.
- Emissionen är fullt ut garanterad av huvudägare och externa garantier. Sista teckningsdag är 13 juni.
- Apportemission om 7,5 miljoner aktier till säljarna av Lahega.
- Säljarna erhåller 90 MSEK kontant samt aktier motsvarande 15 MSEK (7,5 miljoner aktier á 2 SEK). Resterande 15 MSEK betalas ut 31 december 2016 respektive 30 juni 2017.

### Affär med positiva förtecken

Lahega redovisade ett rörelseresultat om 22 MSEK år 2015. Köpeskillingen 120 MSEK motsvarar därmed 5,5x EBIT. Även om det är en relativt låg multipel jämfört med hur många andra bolag värderas, är det inget uppenbart kap helt på egna meriter (att jämföra med North Chemical försvåras av att bolaget visat förluster). Men affären har ett antal positiva förtecken och kommer ge synergivinster både på kort och lång sikt.

#### Fördelar:

- **Kostnadssynergier och skalfördelar.** Ett antal funktioner inom administration, inköp, produktion med mera kommer kunna rationaliseras vilket ger utrymme för högre lönsamhet.
- **Mer komplett leverantör.** NC Lahega blir en av de största aktörerna i Sverige. Bolaget ser nu att de kan approacha även de allra största kunderna och bli mer aktiv på vissa utvalda exportmarknader.
- **En konkurrent mindre.** Det finns givetvis gott om konkurrenter kvar men North Chemical och Lahega har så pass likartade erbjudanden att de säkerligen har slagits om samma affärer vid flera tillfällen.
- **Huvudägarna ger full support.** Det faktum att de två dominerande ägarna, LMK och Staffan Persson med sammanlagt nästan 50% ägande, stödjer förvärvet och emissionen är både glädjande och lugnande. Vi har tidigare varit lite osäkra på hur långsiktigt engagerade de egentligen var.
- **Vitamininjektion i aktien.** Aktien har levt en tynande tillvaro sedan noteringen på First North hösten 2013. Efter emissionerna ökar börsvärdet med 4-5 ggr och sannolikt vitaliseras också handeln i aktien genom att det har kommit in nya ägare.

#### Risker:

- **Kan tappa affärer.** I vissa fall är överlappningen på kundsidan sannolikt så stor att det finns risk att man tappar en del volym. Stora kunder som genomför nya upphandlingar nöjer sig knappast med offerter från två systerbolag utan bjuder då in någon annan leverantör.
- **Oro i leden.** Vid sammanslagningar av organisationer finns alltid en viss risk för problem. Kanske i synnerhet när en liten aktör köper en större.
- **Aktien handlas nära teckningskursen.** Emissionen äventyras inte, då den är fullt ut garanterad. Men de aktier som eventuellt kommer att tecknas av garanter kommer antagligen snart ut till försäljning. Det kan i så fall givetvis skapa kurspress, men också bra köptillfällen.

## Lahega Kemi

*Likartade produkter och kunder*

Lahega liknar i flera avseenden North Chemical, då de huvudsakligen riktar sig till samma kundgrupper. Fordon & Industri är det klart dominerande segmentet, men det omfattar givetvis en mängd olika kundgrupper i sig. Lahega har också en blandning av egna välkända varumärken och tillverkning under så kallad private label till stora detaljhandelskedjor. De båda bolagen är ungefär jämnstora inom detta område, men av Lahegas totala intäkter utgör private label således bara en mindre andel, knappt 10%. Hos North Chemical är denna andel nära 50%. Lahega har därmed mer försäljning under egna varumärken vilket ger möjlighet till högre bruttomarginaler. Det kan delvis förklara varför de haft bättre lönsamhet än North Chemical.

*Klart högre intäkter per anställd*

Den mest uppenbara skillnaden mellan bolagen är emellertid antal anställda i förhållande till respektive bolags omsättning. Lahega har i dagsläget omkring 65 anställda, vilket bara är aningen mer än North Chemical trots att de har nästan dubbelt så hög försäljning. Vad denna stora skillnad beror på vet vi inte. Men det säger en del om vilka skalfördelar man kan uppnå och att det finns en klar förbättringspotential i den sammanslagna koncernen.

*Stark resultatförbättring de senaste åren*

Lahegas lönsamhet har förbättrats stadigt under de senaste åren efter vad som beskrivs som ett gediget strukturarbete. Under kalenderåret 2015, som redovisas proforma, nådde bolaget över 10% EBITDA-marginal. Med andra ord den nivå som North Chemical har haft som målsättning. Värt att notera är också att resultatet för kalenderåret 2015 var avsevärt mycket bättre än under det brutna räkenskapsåret 2014/15 som tog slut 30 juni. Andra halvåret 2015 var således resultatmässigt mycket starkt. Inledningen på 2016 har inte redovisats, men enligt bolagsledningen har de haft en fortsatt bra och stabil utveckling.

<b>Lahega Kemi</b>					
<b>MSEK</b>	<b>2011/12</b>	<b>12/13</b>	<b>13/14</b>	<b>14/15</b>	<b>2015 Proforma</b>
Nettoomsättning	229,5	215,6	219,6	231,2	233,9
EBITDA	13,1	3,2	13,2	17,8	28,4
EBITDA-marginal	5,7%	1,5%	6,0%	7,7%	12,1%
EBIT	8,7	-1,2	9,3	14,3	22,1
Resultat före skatt	5,7	-2,8	7,9	13,3	20,8
Avkastning på totalt kapital	10,6%	neg	12,2%	18,5%	u.s.
Antal anställda	69	66	71	71	ca 65

Källa: Årsredovisningar samt emissionsprospekt

**Samgåendet**

Enligt koncernchefen Anders Svensson har de båda bolagen likartade arbetsätt och företagskulturer och han räknar därför med att sammanslagningen kommer gå smidigt. Det finns ett antal centrala funktioner som kommer kunna rationaliseras och ge kostnadsbesparingar. När förvärvet först annonserades tryckte North Chemical på att detta var en offensiv affär som stärker upp marknadspositionen. Och det stämmer säkerligen. I synnerhet i det långa perspektivet där man riskerar att försvinna om man inte deltar aktivt i den konsolidering som av allt att döma kommer fortgå inom denna bransch. Men det nya bolaget får också en del nya affärsmöjligheter. Ledningen menar att de nu exempelvis kan approacha nya riktigt stora kunder som hittills har vänt sig till internationella leverantörer som exempelvis Diversey, Ecolab och Istobal.

*Storleken har betydelse*

Lahega uppges också ha kommit betydligt längre vad gäller digitaliseringen av hela försäljnings- och orderhanteringssystemet. Detta kan säkert vara till stor nytta för de enheter inom North Chemical som står inför dessa nödvändiga förändringar.

**Besparingseffekter slår igenom 2017**

De synergieffekter som är enklast och snabbast att räkna hem finns trots allt på kostnadssidan. Bolaget uppger att synergivinster i form av sänkta kostnader för försäljning, inköp och produktion kommer med full effekt huvudsakligen 2017". Storleksordningen på dessa besparingar har däremot inte kvantifierats ännu. Det är givetvis också en känslig fråga då det berör personalen. Vi räknar med att läget klarnar framåt hösten.

Lahega har all sin produktion förlagd till en anläggning i Helsingborg. De har produktionstillstånd för 30 miljoner liter per år, medan de i dagsläget producerar drygt 10 miljoner liter. North Chemical har som bekant flyttat all sin verksamhet till Rörvik där man har ett nytt logistikcenter och en ny produktionsanläggning. Även North Chemical har tillstånd och kapacitet för en betydande volymökning. De båda tillverkningsenheterna kommer samordna produktionen men vi har ännu ingen uppfattning om vad detta kommer ge i form av produktivetsförbättringar.

*Har kapacitet för högre volymer*

**Slipper en jobbig konkurrent**

Lahega och North Chemical har som sagt varit konkurrenter, både inom sina egna produkter och gentemot stora uppdragsgivare för Private Label. I flera fall har de säkerligen använt priset för att få nya affärer. North Chemical har som bekant kommunicerat att de under de senaste 1-2 åren tog ett antal nya kontrakt med dålig lönsamhet. De har nu omförhandlats och ett av dem har till och med sagts upp. Men Lahega har gissningsvis dragits med i prispressen och denna borde kunna lätta en aning nu när dessa två går samman. Men givetvis finns det fortfarande gott om konkurrenter och någon dramatisk effekt räknar vi inte med.

## Halvljumen Q1-rapport

North Chemical inledde året svagare än vi hade räknat med. Försäljningen minskade med 14% och rörelseresultatet exklusive engångskostnader hamnade strax över nollstrecket. Vi hade visserligen räknat med en viss nedgång i försäljningen då Q1 i fjol var relativt starkt. Slutfasen i produktionsflytten uppges också ha påverkat försäljningen negativt under januari. Däremot blev vi förvånade över att bolaget hade ytterligare 4 MSEK i kostnader av engångskaraktär för flytt, omstrukturering och starten av det nya lager- och logistikcentret. Om de själva hade vetat om detta borde det ha framgått tidigare, men sannolikt blev ledningen också överraskade.

Ytterligare 4 MSEK i flyttkostnader

### Prishöjningar och successivt förbättrat kostnadsläge

Bolaget har som bekant gjort en översyn av sitt produktsortiment och sina kundavtal. Det har bland annat resulterat i att man inför detta år har höjt priserna med i genomsnitt 3,9% vilket sannolikt är klart mer än vad bolaget har gjort vid något tidigare tillfälle.

Ett stort avtal som löpte till slutet av maj månad har sagts upp, vilket också har kommunicerats tidigare. Bara detta kontrakt har belastat resultatet med 1,6 MSEK på årsbasis. Vid utgången av Q1 var personalstyrkan fortfarande 59 personer, men har därefter reducerats något. Nu har enheten i Alingsås stängts ned och vi kommer därmed kunna se besparingseffekten fullt ut.

### North Chemical, resultaträkning

MSEK	2014				2015				2016
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>Intäkter</b>	<b>34,8</b>	<b>34,6</b>	<b>29,8</b>	<b>32,6</b>	<b>35,0</b>	<b>33,1</b>	<b>28,3</b>	<b>31,5</b>	<b>30,2</b>
Kostnad sålda varor	-18,0	-19,6	-17,3	-16,7	-19,1	-18,7	-17,0	-19,4	-17,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>16,8</b>	<b>15,0</b>	<b>12,5</b>	<b>15,9</b>	<b>15,9</b>	<b>14,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>
Personalkostnader	-8,8	-9,3	-7,7	-11,1	-10,2	-10,0	-8,6	-10,5	-9,0
Övriga rörelsekostnader	-6,0	-3,4	-3,9	-6,4	-4,9	-4,8	-5,2	-8,8	-6,4
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,9</b>
AV- och nedskrivningar	-1,8	-1,8	-2,0	-1,7	-1,4	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7
<b>EBIT</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>-3,6</b>
Resultat före skatt	-0,1	-0,1	-1,4	-3,7	-1,0	-2,3	-4,5	-8,5	-4,1
Nettoresultat	-0,4	-0,3	-1,4	-3,3	-1,0	-2,3	-4,5	-5,8	-3,3
Tillväxt	0,0%	6,1%	3,5%	2,9%	0,7%	-4,5%	-5,0%	-3,3%	-13,6%
Bruttomarginal	48,4%	43,4%	41,8%	48,7%	45,4%	43,3%	40,1%	38,4%	41,5%
EBITDA-marginal	5,8%	6,4%	2,9%	-4,9%	2,3%	-1,5%	-8,6%	-22,8%	-9,6%
Ca: EBITDA-marginal, exkl e.o. poster	5,8%	6,4%	2,9%	4,6%	3,7%	0,7%	-5,4%	-8,8%	4,6%

Källa: North Chemical, Redeye Research



## Prognos & Värdering

Vi har nu adderat Lahega till koncernens siffror per halvårsskiftet i år. Omsättningen kommer därmed öka kraftigt 2016-17. Årets resultat belastas med kostnader relaterade till samgåendet som har uppskattats till 10 MSEK. Vi har räknat med att dessa åtgärder kommer sänka de fasta kostnaderna med lite drygt 5 MSEK på årsbasis jämfört med innan.

*Stigande bruttomarginaler*

Lahega hade enligt proformasiffrorna för 2015 lite högre bruttomarginal än North Chemical. Vi räknar därför med att denna kommer stiga i den nya koncernen, men tar höjd för att man inte ser fullt genomslag förrän framåt 2018. Bolagen kommer troligtvis samordna och flytta delar av produktionen mellan fabriker vilket antagligen påverkar utfallet 2017.

*Kan initialt tappa tempo på marknadssidan*

Vi ser också en klar risk för att försäljningstillväxten inledningsvis kan bli svag. Sammanslagningar mellan bolag leder ofta till att man initialt tappar lite tempo på marknadssidan. Det finns troligtvis också överlappande produkter som man väljer att fasa ut. Inom 1-2 år tror vi däremot att denna trend har vänt och att man istället börjar få positiva intäktssynergier av att vara en större och mer komplett leverantör.

Avskrivningarna kommer öka rejält som följd av förvärvet. Det är i första hand avskrivningar på det så kallade övervärdet i förvärvskalkylen, vilket är en ren bokföringsmässig åtgärd. Även om EBITDA-marginalen hamnar strax över 10% blir EBIT-marginalen då omkring 8%.

Räntekostnaderna kommer också stiga markant eftersom räntebärande skulder ökar med cirka 60 MSEK.

### Redeyes prognoser

MSEK	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Intäkter</b>	<b>131,7</b>	<b>127,8</b>	<b>236,2</b>	<b>363,7</b>	<b>378,6</b>	<b>397,5</b>
Kostnad sålda varor	-71,6	-74,2	-129,0	-196,4	-196,9	-206,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>60,1</b>	<b>53,6</b>	<b>107,3</b>	<b>167,3</b>	<b>181,7</b>	<b>190,8</b>
Personalkostnader	-36,9	-39,3	-57,0	-86,4	-89,1	-91,8
Övriga rörelsekostnader	-19,7	-23,7	-38,4	-49,1	-51,1	-53,7
Integrationskostnader			-10,0			
<b>EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>-9,3</b>	<b>1,8</b>	<b>31,8</b>	<b>41,6</b>	<b>45,4</b>
AV- och nedskrivningar	-7,3	-5,1	-8,0	-13,6	-13,7	-13,1
<b>EBIT</b>	<b>-3,8</b>	<b>-14,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>18,2</b>	<b>27,9</b>	<b>32,3</b>
Finansnetto	-1,5	-1,8	-3,0	-4,8	-4,6	-3,9
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-5,3</b>	<b>-16,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>13,4</b>	<b>23,2</b>	<b>28,3</b>
Bolagsskatt	-0,1	2,7	0,0	-2,0	-5,1	-6,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-5,4</b>	<b>-13,5</b>	<b>-9,2</b>	<b>11,4</b>	<b>18,1</b>	<b>22,1</b>
<b>Tillväxt och marginaler</b>						
Försäljningstillväxt	2,9%	-3,0%	84,8%	53,9%	4,1%	5,0%
Bruttomarginal	45,7%	42,0%	45,4%	46,0%	48,0%	48,0%
EBITDA-marginal	2,7%	-7,3%	0,8%	8,7%	11,0%	11,4%
EBIT-marginal	-2,9%	-11,2%	-2,6%	5,0%	7,4%	8,1%

Källa: North Chemical, Redeye Research.



## Värdering

Motiverat värde:  
~2,9 SEK per aktie

Vår DCF-modell värderar hela rörelsen till cirka 250 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld blir motiverat börsvärde strax under 150 MSEK. Med det nya antalet aktier, 51 miljoner, motsvarar det **2,9 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 26 februari 2016 var motsvarande värde 2,4 SEK per aktie.

## Lägre WACC

Som en följd av förvärvet kommer vår rating förbättras i ett par avseenden. Både lönsamhet och finansiell styrka ökar efter nyemissionen och genom att Lahega bidrar med en stabil lönsamhet och positiva kassaflöden. Detta gör att avkastningskravet (WACC) minskar från 15,5% till 14,0%.

Våra långsiktiga antaganden (åren 2020-24) för tillväxt och lönsamhet är oförändrade. Vi har antagit 4% organisk tillväxt samt 8% EBIT-marginal. Det är en något lägre marginal än prognosåren 2018-19 (justerat för de förvärvsrelaterade avskrivningarna som enbart är bokföringsmässiga). Men vårt antagande skall också ta höjd för lågkonjunkturer och andra motgångar i företaget.

Allt annat lika krävs en uthållig EBIT-marginal över 6% för att motivera ett högre värde än dagens börskurs. Om de däremot når uppåt 10% är aktien en potentiell kursdubblare.

100% uppsida i aktien om bolaget når sitt eget marginalmål

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

Källa: Redeye Research

Nyckeltalen är svåra att dra några enkla slutsatser av. Årets resultat tyngs av engångskostnader och intjäningen normaliseras först framåt 2017-18. EV/EBITDA-multipeln blir nu mest relevant då den återspeglar både skuldsidan och de höga avskrivningarna. Om våra prognoser infrias framstår värderingen som klart attraktiv.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 2,0 SEK	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>P/E</b>	neg	neg	8,9	5,6	4,5
<b>EV/EBIT</b>	neg	neg	11,0	7,2	6,2
<b>EV/EBITDA</b>	neg	>100	<b>6,3</b>	4,8	4,4

Källa: Redeye Research

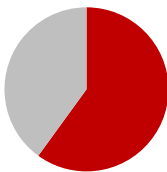
## Sammanfattning Redeye Rating

---

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:** Lönsamhet har ökat från 3 till 4p och Finansiell styrka från 3 till 5,5p.

Ledning 6,0p



Den nya koncernchefen, Anders Svensson, tillträdde i början av 2016 och kan därför inte utvärderas ännu. Varken i denna roll eller på tidigare meriter där han var verksam inom en helt annan bransch. Styrelsen har däremot kompletterats med personer som förefaller ha relevant bakgrund.

Ägarskap 5,0p



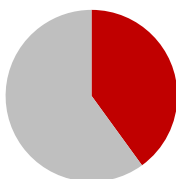
Grundaren Stig Norberg är nu helt ute ur ägarbilden, medan LMK och Staffan Persson ökade sina innehav under 2015. Genom att dessa båda ägare aktivt stödjer förvärvet av Lahega och den nyemission som genomförs får vi ett tydligt kvitto på att de är långsiktigt engagerade i bolaget. Bland övriga styrelsemedlemmar har ägandet också ökat successivt under senare tid, vilket givetvis är positivt.

Vinstutsikter 5,0p



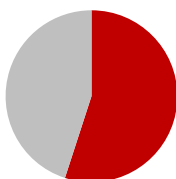
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mer än i takt med BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga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

Lönsamhet 4,0p



Lönsamheten har de senaste två åren varit klen, men har nu goda förutsättningar att återställas efter de rationaliseringar som har genomförts. Med stigande volymer ligger bolagets egna marginalmål (10% på EBITDA-nivå) inom räckhåll. Lahega bidrar också med en stabil intjäning och möjligheter att få nytta av bättre skalfördelar.

Finansiell styrka 5,5p



Bolaget har en hög skuldsättning, men som väl är ger LMK krediter till dess att bolaget visar positivt kassaflöde. Förvärvet av Lahega ökar visserligen upp skulderna ytterligare, men den nya verksamheten har av allt att döma en stabil och god intjäning vilket förbättrar räntetäckningsgraden. Efter nyemissionen ser soliditeten ut att hamna strax över 20 procent.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	132	128	236	364	379
Summa rörelsekostnader	-128	-137	-234	-332	-337
<b>EBITDA</b>	<b>4</b>	<b>-9</b>	<b>2</b>	<b>32</b>	<b>42</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-1	-3	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-4	-8	-9
Goodwill nedskrivningar	-4	-3	-1	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-6</b>	<b>18</b>	<b>28</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-3	-5	-5
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>13</b>	<b>23</b>

Skatt	0	3	0	-2	-5
<b>Nettoreultat</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>11</b>	<b>18</b>

Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	2	3	5	5
Kundfordringar	21	22	33	40	42
Lager	20	17	31	40	38
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>44</b>	<b>41</b>	<b>67</b>	<b>85</b>	<b>85</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	4	8	40	40	42
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	10	9	8	8	8
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	4	1	84	78	71
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>132</b>	<b>125</b>	<b>121</b>
Uppsk. skatteford.	0	1	1	1	1
<b>Summa tillgångar</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>200</b>	<b>211</b>	<b>206</b>

Skulder	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	9	11	33	44	45
Kortfristiga skulder	24	24	58	52	38
Övriga kortfristiga skulder	12	12	20	20	20
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>111</b>	<b>116</b>	<b>103</b>
Räntebr. skulder	4	18	43	39	28
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>132</b>
Uppskj. skatteskuld	2	0	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	10	-4	42	54	72
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>10</b>	<b>-4</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>72</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>200</b>	<b>211</b>	<b>206</b>

Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	132	128	236	364	379
Sum rörelsekost.	-128	-137	-234	-332	-337
Avskrivningar	-7	-5	-8	-14	-14
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-6</b>	<b>18</b>	<b>28</b>
Skatt på EBIT	0	3	0	-3	-6
<b>NOPLAT</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>15</b>	<b>22</b>
Avskrivningar	7	5	8	14	14
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>4</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>35</b>
Föränd. i rörelsekap	-3	3	6	-6	2
Investeringar	-2	-5	-122	-7	-9
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-114</b>	<b>16</b>	<b>29</b>

Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	16%	-6%	21%	25%	35%
Skuldsättningsgrad	287%	-1 114%	240%	169%	92%
Nettoskuld	26	39	99	86	61
Sysselsatt kapital	36	36	141	140	133
Kapit. oms. hastighet	2,2	2,1	1,2	1,7	1,8

Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	3%	-3%	85%	54%	4%
VPA-tillväxt (just)	-548%	151%	-83%	-224%	58%

DCF värdering	WACC	14,0%	Kassaflöden, MSEK	NPV FCF (2016-2018)	-18
				NPV FCF (2019-2025)	125
				NPV FCF (2026-)	79
				Rörelsefrämjade tillgångar	2
				Räntebärande skulder	-41
				Motiverat värde MSEK	146
Antaganden 2020-2024					
Genomsn. förs. tillv.	4%		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>		<b>2,9</b>
EBIT-marginal	8%		Börskurs, SEK		2,0

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-43%	0%	0%	24%	29%
ROCE	-9%	-38%	-7%	13%	20%
ROIC	-10%	-34%	-17%	11%	16%
EBITDA-marginal	3%	-7%	1%	9%	11%
EBIT-marginal	-3%	-11%	-3%	5%	7%
Netto-marginal	-4%	-11%	-4%	3%	5%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,43	-1,08	-0,18	0,22	0,35
VPA just	-0,10	-0,86	-0,16	0,22	0,35
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	2,09	3,16	1,93	1,69	1,20
Antal aktier	12,44	12,44	51,04	51,04	51,04

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	83,8	66,6	201,1	188,7	163,7
P/E	-10,8	-2,0	-11,2	9,0	5,7
P/S	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3
EV/S	0,6	0,5	0,9	0,5	0,4
EV/EBITDA	23,9	-7,2	111,5	5,9	3,9
EV/EBIT	-22,1	-4,6	-32,5	10,4	5,9
P/BV	5,9	-7,4	2,4	1,9	1,4

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	14/16e
1 mån	-26,4 %	Omsättning 33,9 %
3 mån	0,5 %	Rörelseresultat, just 27,86 %
12 mån	-49,8 %	V/A, just 25,4 %
Årets Början	-10,7 %	EK 107,0 %

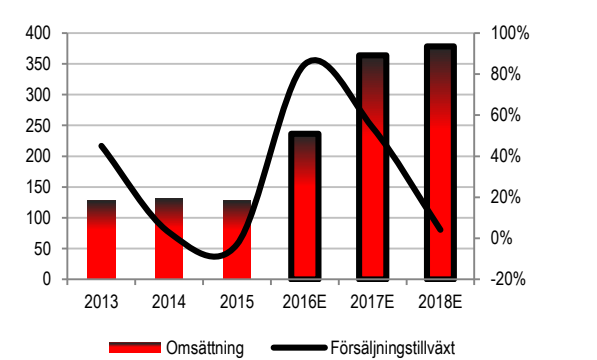
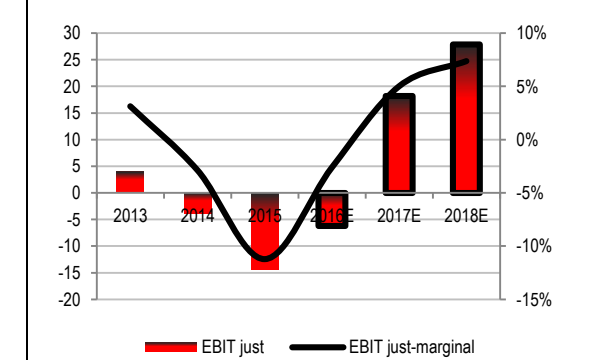
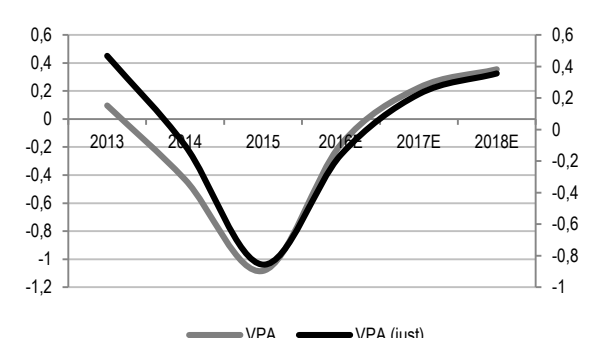
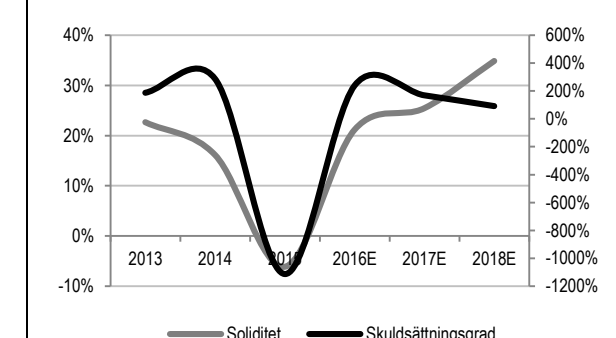
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Peter Ragnarsson med bolag	23,7 %	23,7 %
Staffan Persson med bolag	23,2 %	23,2 %
Avanza Pension	6,2 %	6,2 %
Bernt Plotek	3,9 %	3,9 %
Nordnet Pension	3,0 %	3,0 %
Mikael Hägg	2,0 %	2,0 %
Roland Schylit	2,0 %	2,0 %
Stefan Persson	2,0 %	2,0 %
Ola Oltäng	1,6 %	1,6 %

Aktien	NOCH.ST
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	2,0
Antal aktier, milj	51,0
Börsvärde, MSEK	102,6

Bolagsledning & styrelse	
VD	Anders Svensson
CFO	Johan Zackrisson
Ordf	Sophie Persson

Nästkommande rapportdatum	
Q2 report	August 19, 2016
Q3 report	November 18, 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 &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~130</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~130</td> <td>~-10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~240</td> <td>~85%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~370</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~380</td> <td>~15%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2013	~130	~45%	2014	~130	~10%	2015	~130	~-10%	2016E	~240	~85%	2017E	~370	~55%	2018E	~380	~15%	 <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>2013</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-2</td> <td>~1%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~-12</td> <td>~-10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~-2</td> <td>~2%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~18</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~28</td> <td>~8%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2013	~3	~4%	2014	~-2	~1%	2015	~-12	~-10%	2016E	~-2	~2%	2017E	~18	~6%	2018E	~28	~8%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2013	~130	~45%																																									
2014	~130	~10%																																									
2015	~130	~-10%																																									
2016E	~240	~85%																																									
2017E	~370	~55%																																									
2018E	~380	~15%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2013	~3	~4%																																									
2014	~-2	~1%																																									
2015	~-12	~-10%																																									
2016E	~-2	~2%																																									
2017E	~18	~6%																																									
2018E	~28	~8%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <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>2013</td> <td>~0.1</td> <td>~0.45</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.4</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~-0.9</td> <td>~-0.8</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~0.1</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.25</td> <td>~0.25</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.35</td> <td>~0.35</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2013	~0.1	~0.45	2014	~-0.4	~0.1	2015	~-0.9	~-0.8	2016E	~0.1	~0.1	2017E	~0.25	~0.25	2018E	~0.35	~0.35	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~25%</td> <td>~28%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~15%</td> <td>~35%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~-5%</td> <td>~-1000%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~25%</td> <td>~32%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~25%</td> <td>~28%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~35%</td> <td>~25%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2013	~25%	~28%	2014	~15%	~35%	2015	~-5%	~-1000%	2016E	~25%	~32%	2017E	~25%	~28%	2018E	~35%	~25%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2013	~0.1	~0.45																																									
2014	~-0.4	~0.1																																									
2015	~-0.9	~-0.8																																									
2016E	~0.1	~0.1																																									
2017E	~0.25	~0.25																																									
2018E	~0.35	~0.35																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2013	~25%	~28%																																									
2014	~15%	~35%																																									
2015	~-5%	~-1000%																																									
2016E	~25%	~32%																																									
2017E	~25%	~28%																																									
2018E	~35%	~25%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p><b>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>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.</p>																																										

**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 garantgivning 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 (2016-06-03)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	41	42	19	7	17
3,5p - 7,0p	69	60	90	34	42
0,0p - 3,0p	5	13	6	74	56
Antal bolag	115	115	115	115	115

\*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.