



## North Chemical AB

### Aktiedata

Aktiekurs	4,10 kr
Marknadsvärde	51 MSEK
Antal aktier	12,44 milj
Sektor	Kemi
Lista	First North
Risk	Medel
Potential	Hög
Rek.	Köp
Nästa rapport	Februari 2015



## OUPPTÄCKT SMÅLÄNNING REDO ATT LYFTA

- Tydligt fokus framåt
- Goda förvärvsmöjligheter
- Tillväxt nära storkunder
- Lönsamhetspotential i egna varumärken
- Stordrift sänker kostnaderna
- Minskande skuldsättning
- Säsongsberoende verksamhet

### Det här är North Chemical

North Chemical är en kemteknisk koncern med inriktning mot rengöringsmedel och underhållsprodukter. Bolaget är verksamt i en stabil bransch som för rätt bolag bjuder på stora möjligheter. North Chemical har en stark kundportfölj och produktportföljen består delvis av egna varumärken och delvis av private label. Bolaget är väl positionerat för branschkonsolideringen.



*North Chemical är en stabil nykomling där potentialen döljs bakom avskrivningar och investeringar för framtiden. Kursen speglar inte potentialen.*

## North Chemical

North Chemical är en kemteknisk koncern med inriktning mot rengöringsmedel och underhållsprodukter. Aktien listades på First North i slutet av 2013.

Sedan noteringen för ett år sedan har aktiekursen dalat. Detta trots att bolaget visat upp en positiv utveckling. Bolaget har inte varit någon tillväxtmaskin utan utvecklats som ett stabilt industribolag. Möjligen kunde bolaget ha levererat lite mer hittills under 2014 vilket förklarar marknadens kalla inställning. Rapporten för Q3 var en besvikelse, visserligen delvis på grund av det ovanligt varma sommarvädet. Nyhetsflödet indikerar dock att bolaget lägger grunden för en betydande lönsamhetsökning framöver. Det har inte synts i kursen.

Problemet för North Chemicals aktie är också att bolaget är noterat på en plats där investerarna ofta letar efter spännande kryddor istället för stabila långsiktiga investeringar. Därför har inte bolaget fått den uppmärksamhet som det förtjänar.

Dessutom är det svårt att se vad som döljer sig bakom siffrorna vid första anblicken. Bolaget gör stora avskrivningar som sänker vinsten per aktie mer än vad de hade behövt göra. Den ekonomiska redovisningen hanteras inte med aktiekursen som främsta intresse. Istället skriver bolaget ned investeringarna i en snabb takt för att få bort dem från balansräkningen och minimera skatten.

Till kursen 4,10 speglar inte marknadens värdering de möjligheter som finns i bolaget på lång sikt.

Till kursen 4,10 speglar inte marknadens värdering de möjligheter som finns i bolaget på lång sikt.

## Stabilt bolag

North Chemical verkar i en mogen bransch med få förändringar. Efterfrågan är stabil och växer med ekonomin i stort.

Styrelsens uttalade mål är att växa med en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Bolaget har inte genomfört något förvärv efter noteringen. Inför noteringen växte bolaget organiskt men framför allt genom två förvärv. Grunden till North Chemical var Aktiv Kemi AB som år 2009 köptes av Stig Norberg, varpå två kompletterande bolag förvärvades och lade grunden till den kemtekniska koncern som North Chemical har utvecklats till.

---

Det finns en långsiktighet i verksamheten och man vill inte göra förvärv såvida man inte hittar helt rätt målbolag. Dessutom har arbetet varit koncentrerat till att effektivisera de befintliga verksamheterna. Från och med 2016 borde det dock vara öppet för förvärv och det går inte att utesluta att förvärvsfasen inleds redan under nästa år.

Bolaget arbetar med långa kontrakt och kundkretsen är imponerande. Bland kunderna finns Yara (tidigare Norsk Hydro), KG Knutsson, Hall Miba och varumärket Gulf som nu övertar Shellmackar i Sverige. Under året har bolaget kommunicerat ett flertal nya strategiska kunder och förlängning av tidigare avtal. Allt tyder på att kunderna är nöjda med det som bolaget levererar. North Chemical säljer under både egna varumärken och private label lösningar. Idag har bolaget åtta egna varumärken och resterande del är private label.

Bruttomarginalen fördelar sig ungefär enligt 55 procent för egna varumärken och 35 procent för private label tillverkningen.

## Ekonomi

Omsättningen har under 2014 gått i rätt riktning. Under perioden januari-september (Q1-Q3), ökade omsättningen med 2,9%. Lönsamheten har emellertid inte hängt med. Bruttovinstmarginalen minskade från 43,2% till 41,9%. Det innebär att resultatet efter skatt vände till negativt (-1,4 MSEK) för årets nio första månader. Resultatet för helåret kan förväntas komma in något under noll.

Q3-rapporten var därmed en besvikelse, delvis på grund av det varma vädret i juli som påverkade försäljningen negativt inom fordon & industri, automattvättar och högtryckstvätt.

Kostnaderna har under 2014 ökat och kostnadsökningen är framför allt hänförlig till personalkostnader men även ökade kostnader som är kopplade till noteringen på First North. För årets första tre kvartal är kostnaden för noteringen 0,9 MSEK och den fanns inte under 2013.

Den ökade personalkostnaden beror på att bolaget har förstärkt säljstyrkan under året och det finns alltid en eftersläpningseffekt innan dessa förstärkningar ger full effekt på intäktssidan. Detta gör att rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) faller jämfört med 2013. Dessutom har bolaget under hösten genomfört åtgärder för att spara lednings och administrationskostnader från 2015 och framåt.

Allt tyder på att kunderna är nöjda med det som bolaget levererar.

---

Under 2015 väntar ett resultatlyft men det är inte förrän 2016 som resultatet efter skatt kan förväntas få det stora lyftet.

Då är det ett flertal faktorer som sammanfaller och som kommer att ha en positiv inverkan på resultatet.

En viktig faktor är avskrivningar på immateriella tillgångar som bolaget gör. Avskrivningarna kommer minska med nära 5 MSEK per år efter 2015 vilket kommer att höja rörelseresultatet efter avskrivningar rejält från 2016 och framåt.

Ett annat viktigt steg för kommande resultatförbättringar är rationalisering i produktionen där man nu beslutat att flytta produktionen från fabriken i Alingsås, som kommer att stängas, till fabriken i Rörvik. Besparingseffekten av rationaliseringen beräknas till 5 MSEK per år från 2016 och framåt baserat på skalfördelar då produktionen idag är lite för låg för var och en av dagens produktionsenheter. Flyttkostnaden beräknas kosta 1 MSEK och belastar 2015. Dessutom kommer man genom sammanslagningen kunna effektivisera fler funktioner inom produktion och forskning och utveckling.

Under 2016 bör resultatet efter skatt landa på minst 16 MSEK före skatt, vilket ger minst en krona i vinst per aktie, antaget att antalet aktier inte ökar genom ett förvärv. Om rationaliseringarna ger full förväntad effekt kan resultatet landa på närmare 20 MSEK, vilket i så fall ger cirka 1,20 kronor per aktie i vinst.

Vi bedömer dock att bolaget kommer att göra minst ett förvärv av betydande storlek under perioden vars bidrag till resultatet i dagsläget är lite svårare att förutspå, beroende på lönsamheten i det förvärvade bolaget.

Redan under 2015 väntar ett resultatlyft och vår prognos är ett resultat efter avskrivningar på 6 MSEK, vilket ger en vinst på knappt 40 öre per aktie.

### Långsiktighet i fokus

Bolaget drivs med långsiktighet i fokus vilket är möjligt genom att VD även är huvudägare med nära 50 % av aktier och röster i bolaget. Bolagsstyrningen är klassiskt småländsk. Kostnadssänkningar ligger högt upp på agendan, effektiviseringar i produktionen sker löpande och avskrivningsplanen indikerar att långsiktiga intressen prioriteras framför kortsiktig sifferfrisering. Tillväxtplanen är att följa med stora kunder till samtliga av deras nordiska marknader och öka produktfloran som levereras till dessa kunder. Produkter med tillväxtpotential är en annan viktigt

Det är inte förrän 2016 som resultatet efter skatt kan förväntas få det stora lyftet.

---

Ett bra exempel på produkter med potential är Air1 - AdBlue som var årets stora produktnyhet. För ett halvår sedan kommunicerade bolaget ett 5-årigt tillverknings- och försäljningsavtal med norska jätten Yara.

Yara kommer att leverera produkten Air1 - AdBlue till North Chemicals fabrik i Rörvik som i sin tur tillverkar och distribuerar färdiga produkter till fordons- och detaljhandelsmarknaden under det egna varumärket Snowclean approved by Yara. Air1 - AdBlue tillsätts i moderna dieselmotorer för att minska utsläppen av skadliga kväveoxider. North Chemical räknar med att marknaden för produkten väntas växa från noll idag till över 400 MSEK inom 5-7 år, baserat på att antalet registrerade dieselbilar uppgår till 170.000 st/år.

Marknaden för produkten väntas växa från noll idag till över 400 MSEK inom 5-7 år.

I september meddelade bolaget att de har tecknat ett första distributörsavtal kring produkten Air1 - AdBlue med Hall Miba, är ett framgångsrikt grossistföretag inom fordonstillbehör som omsätter ca. 250 MSEK per år.

Möjlighet finns även att erbjuda Air1 - AdBlue som private label till stora aktörer som bensinstationer, verkstäder och andra återförsäljare av underhållsprodukter till fordonsmarknaden, t.ex. Mekonomen. Då kan man utnyttja deras styrka och ta del av deras distributionskanaler.

### Ständiga effektiviseringar

Arbetet med ständiga effektiviseringar är en viktig nyckelfaktor i arbetet med att ligga före konkurrenter och kunna hålla ett starkt erbjudande och leverera god avkastning. Siffrorna i dotterbolagen har sakta men säkert förbättrats men det återstår mer arbete.

En stor åtgärd för 2015 har nyligen kommunicerats. Bolaget avser under året att slå samman två produktionsenheter på två orter till en på en ort. Fabriken i Alingsås stängs och flyttas till Rörvik där produktionen kommer att koncentreras. I dagsläget är fabrikerna för små och saknar kritisk massa för att nå tillräckliga skalfördelar. Efter sammanslagningen av produktionen kommer bolaget kunna nå skalfördelar och flera funktioner inom produktion, forskning och utveckling kan effektiviseras.

Avsikten är att under året slå samman två produktionsenheter på två orter till en.

Bolaget räknar med en kostnadsminskning på 5 MSEK på årsbasis vilket innebär en marginalförbättring på 3-4%. Det är en väsentlig marginalförbättring för bolaget som ensam motsvarar ett ökat motiverat värde på bolaget med 30-40%.

---

Under 2015 beräknas resultaträkningen att belastas med 1 MSEK i kostnader för kostnader i samband med flytten. Den fulla effekten av produktionssammanslagningen bör synas i resultaträkningen under 2016.

Tydliga affärsområden/resultatenheter har inrättats och ersätter dotterbolagsstrukturen för att minska de overheadkostnaderna som uppstår i en dotterbolagsstruktur med egna avdelningar. Tydliga roller och processer ger förutsättningar för ett mer sammansvetsat team under ett tak. Effekten av reducerade lednings och administrationskostnader beräknas ge en årlig kostnadsbesparing om 2 MSEK med full effekt under 2015.

Parallellt arbetar bolaget med att hitta nya kundkategorier för att minska säsongsberoendet. Behovet av det synliggörs i Q3-rapporten där det fina julivädret slog mot resultatet.

## Ökad igenkänningsfaktor

I koncernen har under de senaste åren samlats en rad varumärken genom företagsaffärer. Ledningen har arbetat med integration av dotterbolagen under de senaste åren men har i år även inlett en samordning av koncernens varumärken.

Den typen av åtgärder är inte helt lätta att kvantifiera utifrån ett aktieägarperspektiv men på lång sikt bör utfallet vara positivt. Eftersom bolaget har som ambition att bli den ledande leverantören av rengörings- och underhållsprodukter i Norden, är varumärkespositionering ett viktigt steg i den processen.

Dessutom finns en stor potentiell lönsamhetsförbättring i att sälja mer under egna varumärken istället för private label. Idag står private label för 48% av bolagets totala omsättning. Marginalerna skiljer sig samtidigt åt kraftigt, 55 procent för egna varumärken jämfört med 35 procent för private label. En ökad igenkänningsfaktor ökar möjligheten att sälja mer under egna varumärken vilket skulle ge en ordentlig skjuts uppåt för lönsamheten. Att bolaget redan är på gång med omvandlingen av produktportföljen indikeras av att samtliga nya affärsavtal i år ligger inom den egna varumärkesfloran. Bolaget ser fortsatt bra tillväxtmöjligheter när det gäller egna varumärken, både i egen regi och genom förvärv.

Utmaningen i satsningen på egna varumärken är att samtidigt behålla private label kundernas förtroende för att deras produkter inte senare återkommer i North Chemical egna varumärken. Det är något som North Chemical ser ut att hantera väl.

Dessutom finns en stor potentiell lönsamhetsförbättring i att sälja mer under egna varumärken.



---

Samtidigt som det finns möjligheter på uppsidan genom egna varumärken med högre marginal så finns det dock en viss risk för negativa effekter på private label sidan. Det skulle kunna slå mot omsättning och resultat för enstaka kvartal vid eventuella tapp av private label kunder. Med tanke på att bolaget av allt att döma hanterar intressekonflikter väl och ser ut att åtnjuta sina kunders fulla förtroende, är det rimligt att anta att möjligheten med egna varumärken klart överträffar risken.

## Välstädd koncern inför förvärv

Sedan noteringen har koncernen blivit betydligt mer robust. Inför noteringen var koncernen kraftigt skuldsatt eftersom den på kort tid hade byggts upp genom förvärv. Noteringsemissionen inbringade kapital som kraftigt ökade soliditeten. Enligt senaste kvartalsrapporten ligger soliditeten på 21%. Det är fortfarande en lite för låg nivå för att göra stora förvärv men koncernen var betydligt mer skuldsatt tidigare när förvärv gjordes.

Det som har skett under det senaste året är att en grund för en betydligt högre lönsamhet har lagts i de befintliga dotterbolagen / verksamhetsområden. Utan förvärv skulle kassaflöden från verksamheten kunna användas till att öka soliditeten väsentligt under de närmaste åren.

Branschen befinner sig dock inte i en snabb tillväxtfas utan det rör sig om en mogen bransch. Utrymmet till organisk tillväxt sträcker sig framför allt till kampen om marknadsandelar och lönsamhet genom skalfördelar. För bolag med tillräcklig storlek är den resan lättare och för mindre bolag innebär den stora utmaningar. I synnerhet med tanke på ökade regulatoriska krav som ökar de mindre kemtekniska bolagens kostnader. Det kommer att driva på konsolideringen inom branschen där större aktörer med finansiella muskler står välpositionerade. Med tanke på den låga tillväxten i branschen och de stigande kostnaderna är prisnivån på förvärvskandidater i regel låg. Det utgör en affärsmöjlighet för North Chemical.

För att North Chemical ska bli en tillväxtaktie krävs det att bolaget arbetar aktivt med förvärv. Den organiska tillväxten kommer inte ensam att räcka till för mer än i bästa fall en stabil och respektabel avkastning. Därför är det i aktieägarnas intresse att North Chemical deltar aktivt i branschkonsolideringen. North Chemical har tillräcklig storlek för det. Med ordning i den befintliga verksamheten blir det dessutom allt lättare att fokusera på att integrera nya bolag i koncernen och uppnå skalfördelar. Ett bra exempel på skalfördelar mellan två verksamheter är sammanslagningen av fabriker i Alingsås och Rörvik som bolaget nyligen har aviserat. North Chemical behöver inte heller göra förvärv av hela bolag utan enstaka produkter eller delar av bolag (inkräftsaffär) kan också vara ett alternativ.

I dagsläget fokuserar marknaden på de negativa resultat som är naturliga i den fasen som bolaget befinner sig i just nu.

Med tanke på den låga tillväxten i branschen och de stigande kostnaderna är prisnivån på förvärvskandidater i regel låg.



---

De finansiella musklerna är vid första anblick inte de allra bästa för större förvärv men om man tar i beaktande starka ägare, koncernens kommande lönsamhet och aktien som potentiellt betalningsmedel ser man snabbt att det finns betydande muskler utöver de som balansräkningen indikerar.

För ett par miljoner kronor från den egna kassan skulle North Chemical utan problem kunna addera 50 miljoner kronor i lönsam omsättning via förvärv.

Förvärv kan antas kosta runt ett par årsvinster, tre-fyra är ett rimligt antagande. Finansieringen kan ske genom en kombination av kassa, banklån och aktier. Det behövs således inte mycket egna medel för att addera ett tiotal miljoner i omsättning. För ett par miljoner kronor från den egna kassan skulle North Chemical utan problem kunna addera 50 miljoner kronor i lönsam omsättning via förvärv.

En förutsättning för att lyckas, förutom att hitta rätt förvärvsobjekt, är lönsamhet som ger bolaget möjlighet att klara av tillfälligt ökad belåning och en rätt värderad aktie som kan användas som betalningsmedel till bra villkor för de befintliga aktieägarna. Där är inte North Chemical fullt ut ännu men kan antas nå dit på två års sikt genom ett rejält resultatlyft och en aktie som vid det laget borde ha uppmärksammats och uppvärderats ordentligt.

### Risk under det vanliga i klassen

Bland noterade företag på smålistorna med en värdering på 50 MSEK döljer sig i huvudsak förhoppningsbolag. Ofta även med återkommande kapitalbehov. North Chemical har under den senaste niomånadersperioden omsatt respektabla 99,2 MSEK. För helåret räknar vi med en omsättning i storleksordningen 135 MSEK.

Soliditeten var låg inför noteringen men med kapitaltillskott i samband med noteringsemissionen och kassaflöden från den löpande verksamheten har bolaget amorterat ned banklånen rejält. Risknivån har också sänkts genom lönsamhetsförbättringar.

North Chemical är i dagsläget ett lågriskbolag och risken kommer att minska ännu mer under 2015 och 2016 då fabrikssammanslagningen ger effekt.

I och med att bolaget förr eller senare kommer att göra förvärv innebär det förstås ett visst osäkerhetsmoment. Vad blir det för bolag, vilken storlek, hur det ska finansieras och hur väl det integreras i koncernen? Förvärv innebär alltid en risk. I det här fallet är det framför allt om en positiv osäkerhet med tanke på de låga prisnivåerna som det vanligtvis rör sig om bland mindre onoterade kemibolag. North Chemical har byggts upp genom förvärv av kompletterande bolag inom branschen och bolagen har integrerats väl i koncernen.

Risken kommer att minska ännu mer under 2015 och 2016 då fabrikssammanslagningen ger effekt.

Under 2015 bör kursen drivas av ytterligare lönsamhetsförbättringar.

---

## REKOMMENDATION

### Köp - för den långsiktiga investeraren

Aktien är ett bra val för den långsiktiga investeraren. En investerare som söker en avkastning utöver vad storbolagen kan erbjuda utan att nödvändigtvis vilja gå upp i sedvanlig risknivå som råder på mindre listor bör ta en närmare titt på North Chemical.

Kursfallet från introduktionskursen på 6 kronor kan till viss del tillskrivas en inte fullt lyckad nyemission inför noteringen. Samt till viss del att bolagets profil som avviker ifrån profilen på de bolag som finns på de mindre listorna.

Det finns emellertid förutsättningar för att bolaget ska bli spännande. Med tanke på de affärsmöjligheter som finns inom marknadssegmentet kan North Chemical komma att bli en tillväxtmaskin. 2014 blev ett konsolideringsår för koncernen. Vi kan räkna med att affärstempot skruvas upp under 2015 och 2016.

Under 2015 bör kursen drivas av ytterligare lönsamhetsförbättringar och att marknaden börjar positionera sig för resultat med kraftigt minskade nedskrivningar. Vinsten per aktie har goda förutsättningar att stiga kraftigt under 2016. Skulle dessutom ett väl valt förvärv annonseras till ett bra pris som tydliggör bolagets tillväxtpotential kan aktien överraska positivt.

Riktkursen för 2015 är 6 kronor per aktie. Med rätt förvärv kan kursen bli ännu högre under 2015. Det är möjligt att aktien närmar sig 7 kronor under slutet av 2015 om bolaget överraskar positivt resultatmässigt och ett positivt nyhetsflöde bygger upp förväntningarna inför framtiden.

Förutsättningarna är dessutom goda för en stabil kurstillväxt bortom 2015. Utifrån vad vi kan se idag i koncernen kan resultatet under 2016 landa på närmare 20 MSEK före skatt. Med kompletterande förvärv och en fortsatt tillväxt av egna varumärken, skulle vinsten kunna fördubblas från den nivån fram till 2019. Det skulle visserligen ske till priset av en viss utspädning men om alla bitar faller på plats är en kurs på 15-20 kronor per aktie fullt möjlig inom loppet av fem år.

Aktien är klart köpvärd på nuvarande kursnivå. En uppvärdering borde ligga nära i tiden. Under 2015 lyfter resultatet och accelererar under 2016. När det uppmärksammas kommer uppvärderingen. Marknaden kommer inte att vänta till 2016 för att uppvärdera aktien eftersom marknaden nästan alltid ligger lite före. På två års sikt är aktien en potentiell kursdubblare med möjlighet att överraska ännu mer positivt.

---

Trader Invest Europe AB  
www.traderinvest.se | www.aktiebladet.se  
Analytiker: Goran Rubil