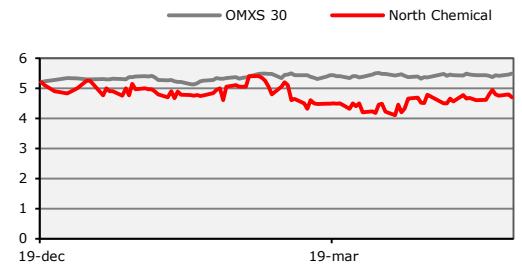


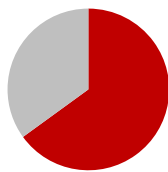
Sammanfattning
North Chemical (NOCH)
Tempot på väg uppåt

- Årets första kvartal var snarlikt samma period ifjol rent siffermässigt. Rekryteringar på marknadssidan medförde dock lite högre personalkostnader, vilket var väntat. EBITDA i Q1 minskade därför till 2,1 MSEK (3,4 MSEK Q1-13).
- North Chemical har nu brutit sin negativa försäljningstrend och ser ut att successivt öka tillväxttakten det närmaste året. Det bör i sin tur ge utrymme för stigande lönsamhet och resultatlyft.
- Våra prognoser lämnas i stort sett oförändrade. Värderingen indikerar fortfarande ett motiverat värde strax norr om 6 kronor per aktie. Nya stora kundkontrakt eller förvävsaffärer kan ge ytterligare potential.

Lista: First North
 Börsvärde: 58 MSEK
 Bransch: Chemicals
 VD: Stig Norberg
 Styrelseordf: Thorbjörn Wennerholm

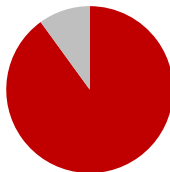

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



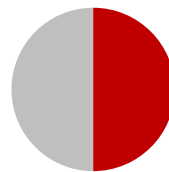
6,5 poäng

Ägarskap



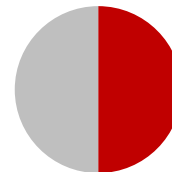
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



5,0 poäng

Lönsamhet



5,0 poäng

Finansiell styrka



5,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	88	128	136	148	161	Aktiekurs (SEK)	4,7
Tillväxt	15%	45%	6%	9%	9%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	6	12	12	15	19	Börsvärde (MSEK)	58
EBITDA-marginal	7%	10%	9%	10%	12%	Nettoskuld (MSEK)	26
EBIT	3	4	6	9	18	Free float (%)	19%
EBIT-marginal	4%	3%	5%	6%	11%	Dagl oms. ('000)	20
Resultat före skatt	3	2	5	8	17		
Nettoreultat	1	1	3	5	13		
Nettomarginal	2%	1%	2%	3%	8%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26	Analytiker:	
VPA	0,14	0,10	0,21	0,41	1,06	Henrik Alveskog	
P/E	0,00	54,40	21,99	11,49	4,45	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,33	0,69	0,58	0,51	0,40		
EV/EBITDA	4,57	7,17	6,30	5,09	3,35		

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

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

Company Qualities

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

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

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

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

Ledning

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

Ägarskap

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

Tillväxtutsikter

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

Lönsamhet

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

Finansiell styrka

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

Takten ökar framåt hösten

Delårsrapporten för årets första kvartal innehöll inga stora överraskningar. Intäkter och bruttoresultat blev identiska med utfallet under Q1-13. Den enda större skillnaden mot fjolåret var att personalkostnaderna har ökat. Men detta var redan känt eftersom bolaget har annonserat flera rekryteringar på marknadsidan i höstas och tidigare i år. Tabellen nedan återger utfall och våra förväntningar under kvartalet. I absoluta tal är skillnaderna som sagt ytterst små.

Mild vinter hämmade försäljningen

Vi är fortfarande obekanta med säsongsmönstret eftersom North Chemical bara funnits på börsen sedan december ifjol och de historiska kvartalssiffrorna inte har publicerats. Enligt ledningen har den milda vintern haft en klart negativ inverkan på försäljningen. Det är främst vinterrelaterade produkter samt fordonstvätt som haft lägre efterfrågan än normalt för säsongen.

Räknar med bättre fart andra halvåret

Ledningen räknar nu med att försäljningstillväxten kommer synas tydligt under andra halvåret. Möjligen redan under innevarande kvartal. Ett flertal större viktiga affärer togs under det första kvartalet, men givetvis finns det ledtider på några månader innan leveranserna kommer igång.

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q1'13	Q1'14E	Utfall	Diff
Försäljning	34,8	33,0	34,8	5%
Bruttoresultat	16,8	16,5	16,8	2%
EBITDA	3,4	2,5	2,1	-18%
EBIT	1,2	1,0	0,2	-80%
PTP	1,0	0,6	-0,1	n.m.
Försäljningstillväxt	n.a.	-5%	0%	
Bruttomarginal	48,3%	50,0%	48,3%	
EBITDA marginal	9,8%	7,6%	5,9%	

Källa: North Chemical, Redeye Research

Förändringar i styrelsen

Stärkt kompetens kring varumärke och marknad

I samband med årets bolagsstämma valdes två nya personer in i styrelsen medan en, Thomas Landin, gick ur. De två nytillskotten är Sophie Persson och Michael Engström. Båda med omfattande erfarenhet kring varumärkesbyggande och marknadsstrategier. Sammantaget ser styrelsen därmed ut att ha stärkts upp väsentligt i detta avseende. Sophie Persson har tidigare bland annat varit VD för BTJ Group, en leverantör av medietjänster i Sverige och Finland. För närvarande sitter hon i ett antal bolagsstyrelser bland annat Munkeby Systems, Scan Filter och Aspekta. Michael Engström är VD och delägare i konsult- och utbildningsföretaget Ahrens Rapid Growth. Dessförinnan arbetade han i ett flertal olika befattningar inom Axis och därefter Audiodev både i Europa och Nordamerika.

Prognoser & Värdering

Stort kontrakt med Hansen Racing

Q1-rapporten föranleder enbart ytterst marginella prognosjusteringar. Vi hade redan räknat med att tillväxten huvudsakligen skulle komma under andra halvåret. Åtgärder för att stärka upp marknadssidan genomfördes i vintras och ett par större affärer som kommer ge volymtillskott hade redan tidigare annonserats. Den enskilt största av dessa är kontraktet med Hansen Racing AB avseende försäljning av ett brett produktsortiment via Gulf-mackarna i Sverige. North Chemical räknar med att denna affär kommer ge över 35 MSEK i försäljning kommande treårsperiod. Övriga affärer som har annonserats avsåg dels Maritech som har tecknat avtal med Viking Line och skaffat nya distributörer i Portugal och Grekland samt ett treårsavtal mellan Buss i Väst AB och North Chemicals dotterbolag ACP.

Oförändrade prognoser

Våra prognoser är i princip helt förändrade. Den största skillnaden mot innan återfinns bland avskrivningarna, då bolaget har gjort en förändring avseende avskrivningstiden på immateriella tillgångar. Därför har även en justering gjorts retroaktivt för resultatet 2013 och ingående eget kapital. Detta har ingen betydelse för kassaflödena eller vår värdering. Redovisat resultat kommer dock förbättras då effekten blir att avskrivningarna minskar med 1,5 MSEK från och med år 2015.

Bruttomarginalen i Q1 var helt oförändrad mot samma period ifjol: 48,3%. Jämfört med vad som redovisades i Q4-13 är skillnaden däremot mycket stor (59% bruttomarginal). Orsaken är dock enbart att fraktkostnader inkluderades i posten "Övriga rörelsekostnader". Justerat för detta var bruttomarginalen oförändrad mellan kvartalen.

North Chemical, resultaträkning						
MSEK	2012	2013	2014	2014E	2015P	2016P
	Q1					
Intäkter	88	128	35	136	148	161
Kostnad sålda varor	-50	-65	-18	-68	-74	-81
Bruttoresultat	39	63	17	68	74	81
Personalkostnader	-18	-29	-8,8	-33	-35	-36
Övriga rörelsekostnader	-14	-22	-6,0	-22	-24	-26
EBITDA	7	12	2,0	12	15	19
AV- och nedskrivningar	-3	-8	-1,8	-6	-5	-1
EBIT	3	4	0,3	6	9	18
Finansnetto	-1	-2	-0,3	-2	-2	-1
Resultat före skatt	3	2	-0,1	5	8	17
Bolagsskatt	-1	-1	-0,3	-2	-3	-4
Nettoresultat	1	1	-0,4	3	5	13
Tillväxt och marginaler						
Försäljningstillväxt	u.s.	45,1%	0,0%	6,0%	9,0%	9,0%
Bruttomarginal	43,7%	48,9%	48,4%	50,0%	50,0%	50,0%
EBITDA-marginal	7,4%	9,6%	5,8%	9,2%	10,1%	11,9%
EBIT-marginal	3,8%	3,1%	0,7%	4,7%	6,4%	11,2%

Källa: North Chemical, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
~6,30 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell värderar verksamheten till strax över 100 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden per årsskiftet som uppgick till 23 MSEK, blir motiverat börsvärde cirka 78 MSEK, **eller 6,30 kronor per aktie**.

WACC: 12%

Våra prognoser och antaganden för värderingen är oförändrade mot tidigare. Avkastningskravet som har använts är 12,0%. Detta räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer vår beräkning av WACC från de flesta andra.

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

Tabellen nedan är en känslighetsanalys med avseende på marginaler och avkastningskrav. Rutan markerar antagandet för vårt huvudscenario (Base Case) där EBIT-marginalen långsiktigt förväntas ligga omkring 8%. Försäljningstillväxten antas bli 6% i genomsnitt fram till år 2022 och därefter 2%. Uthållig lönsamhet och avkastningskrav är de mest avgörande variablerna, vilket är helt naturligt och logiskt. Tillväxttakten skulle givetvis också kunna vara det om man tog ut svängarna mer. Men på den stabila marknad som North Chemical befinner sig är 2-10% organiskt tillväxt sannolikt mest rimligt.

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
WACC					
11,0%	5,2	6,1	7,1	8,1	9,2
12,0%	4,5	5,4	6,3	7,2	8,2
13,0%	3,6	4,3	5,3	6,1	7,0

Källa: Redeye Research

Attraktiva multiplar

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

Bolaget har förhållandevis stora avskrivningarna på immateriella tillgångar som belastar resultatet till och med år 2015. Därför är EV/EBITDA det mest relevanta nyckeltalet avseende år 2014 och 2015, där aktien handlas till klart attraktiva multiplar om 5-6x. Om våra prognoser infrias justeras P/E-talet ned rejält år 2016, som framgår av tabellen nedan.

Värderingsmultiplar				
Kurs: 4,80 SEK	2013	2014P	2015P	2016P
P/E	54,4	23,1	10,7	4,5
EV/EBIT	22,0	12,7	7,9	4,4
EV/EBITDA	7,2	6,5	5,1	4,1

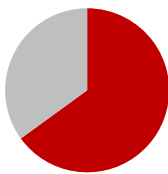
Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

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

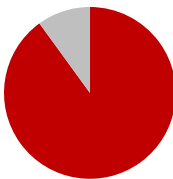
Ratingförändringar i denna rapport: Inga ratingförändringar

Ledning 6,5p



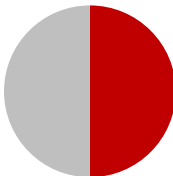
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Bolaget noterades hösten 2013 och transparensen i rapporteringen är något låg. I ett par avseenden anser vi dock att de utmärker sig åt det positiva hållet. God kontinuitet på flera nyckelbefattningar och en företagskultur som vi uppfattar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

Ägarskap 9,0p



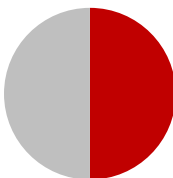
Bolaget får i stort sett full pott i alla avseenden då ägarbilden är väldigt tydlig. Framför allt genom att grundaren Stig Norberg också är dominerande ägare och aktiv i bolaget. Dessutom har de ytterligare kapitalstarka ägare som kan skjuta till medel vid behov. Bland övriga i styrelsen och ledningen,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

Tillväxtutsikter 5,0p



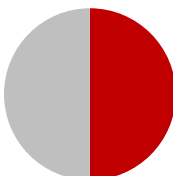
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga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

Lönsamhet 5,0p



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

Finansiell styrka 5,0p



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

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	136	148	161
Summa rörelsekostnader	-82	-116	-123	-133	-142
EBITDA	6	12	12	15	19
Avskrivningar materiella tillg.	-2	-1	0	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-1	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	-5	-5	-5	0
EBIT	3	4	6	9	18
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	3	2	5	8	17

Skatt	-1	-1	-2	-3	-4
Net earnings	1	1	3	5	13

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	6	7	7	8
Kundfordringar	26	18	22	24	24
Lager	22	21	23	27	27
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	50	45	52	58	60
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	3	3	5	9	11
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	19	14	9	5	5
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	14	6	5	4	3
Övr. anlägg. tillg.	3	0	0	0	0
Summa anlägg.	39	23	20	18	19
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	89	68	72	76	79

Skulder	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	8	7	11	12	13
Kortfristiga skulder	28	26	24	22	12
Övriga kortfristiga skulder	19	14	14	14	14
Summa kort. skuld	55	47	49	48	39
Räntebr. skulder	4	3	3	3	2
L. icke räntebr.skulder	18	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	77	50	52	51	41
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	10	15	18	23	36
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	10	15	18	23	36
Summa skulder och E. Kap.	89	68	72	76	79

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	136	148	161
Sum rörelsekost.	-82	-116	-123	-133	-142
Avskrivningar	-3	-8	-6	-5	-1
EBIT	3	4	6	9	18
Skatt på EBIT	-1	-1	-1	-2	-4
NOPLAT	3	3	4	6	14
Avskrivningar	3	8	6	5	1
Bruttokassaflöde	6	11	10	12	15
Föränd. i rörelsekap	3	-1	-2	-5	0
Investeringar	-29	-5	-4	-3	-2
Fritt kassaflöde	-21	6	4	4	13

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	12%	23%	25%	30%	46%
Skuldsättningsgrad	307%	188%	149%	107%	38%
Nettoskuld	30	23	20	17	6
Sysselsatt kapital	40	38	38	40	42
Kapit. oms. hastighet	1.0	1.9	1.9	2.0	2.0

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	15%	45%	6%	9%	9%
VPA-tillväxt (just)	-74%	-31%	122%	91%	158%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	8,8 %	NPV FCF (2013-2015)	17
		NPV FCF (2016-2022)	36
Riskfri ränta	3,5 %	NPV FCF (2023-)	48
Räntepremie	7,0 %	Rörelsefrämjade tillgångar	6
WACC	12,0 %	Räntebärande skulder	-29
		Motiverat värde MSEK	78

Antaganden 2015-2021		Motiverat värde per aktie, SEK	6,3
Genomsn. förs. tillv.	7,1 %	Börskurs, SEK	4,7
EBIT-marginal	8,3 %		

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	13%	9%	16%	25%	44%
ROCE	11%	9%	15%	21%	37%
ROIC	13%	6%	10%	17%	35%
EBITDA-marginal	7%	10%	9%	10%	12%
EBIT-marginal	4%	3%	5%	6%	11%
Netto-marginal	2%	1%	2%	3%	8%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	0,14	0,10	0,21	0,41	1,06
VPA just	0,14	0,47	0,58	0,78	1,06
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26
Nettoskuld	2,95	1,84	1,61	1,40	0,46
Antal aktier	10,00	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	29,5	88,1	78,5	75,8	64,1
P/E	0,0	54,4	22,0	11,5	4,5
P/S	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/S	0,3	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,6	7,2	6,3	5,1	3,4
EV/EBIT	8,8	22,0	12,3	8,0	3,6
P/BV	0,0	4,3	3,2	2,5	1,6

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	4,0 %	Omsättning	24,0 %
3 mån	-6,9 %	Rörelseresultat, just	37,95 %
12 mån	n.a.	V/A, just	104,2 %
Årets Början	-6,0 %	EK	31,9 %

Aktiestructur %	Röster/Kapital
Stig Norberg med bolag	49,5 %
Peter Ragnarsson med bolag	20,1 %
Staffan Persson med bolag	11,3 %
MBG International AB	0,3 %
Strömbron AB	0,2 %
Nils Ström	0,2 %
Birger Nilsson	0,2 %
Lars Hermelin	0,2 %
Cleas Lindvall	0,2 %

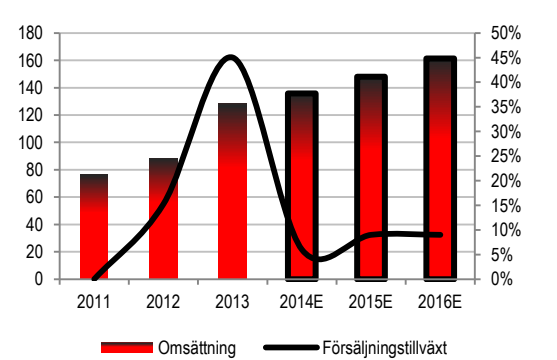
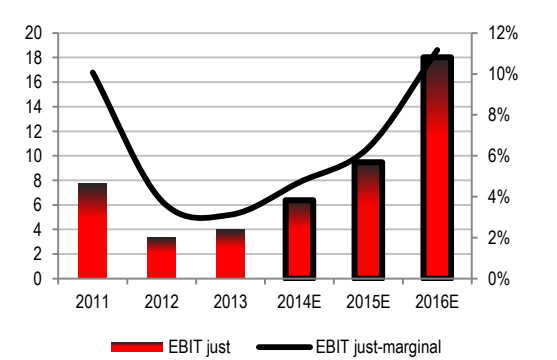
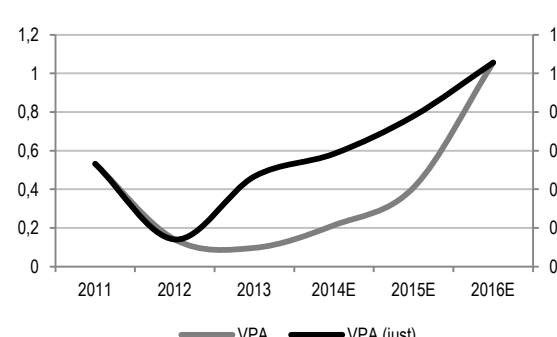
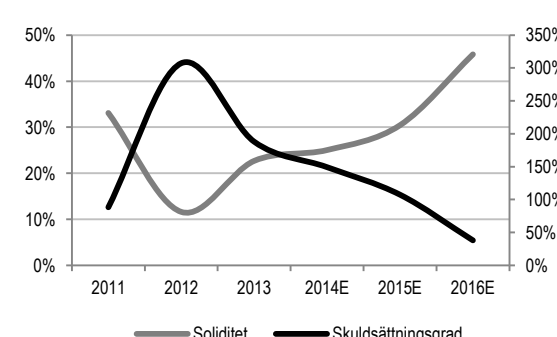
Aktien	
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	4,7
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	58,4

Bolagsledning & styrelse	
VD	Stig Norberg
CFO	Carl-Johan Steinfeldt

Ordf	Thorbjörn Wennerholm
------	----------------------

Nästkommande rapportdatum	
Q2 report	August 29, 2014
Q3 report	November 07, 2014

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~75</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~90</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~140</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~150</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~165</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2011	~75	~5%	2012	~90	~15%	2013	~130	~45%	2014E	~140	~10%	2015E	~150	~10%	2016E	~165	~10%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~7</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~3</td> <td>~3%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~6</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~9</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~18</td> <td>~11%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2011	~7	~10%	2012	~3	~3%	2013	~4	~4%	2014E	~6	~6%	2015E	~9	~8%	2016E	~18	~11%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2011	~75	~5%																																									
2012	~90	~15%																																									
2013	~130	~45%																																									
2014E	~140	~10%																																									
2015E	~150	~10%																																									
2016E	~165	~10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2011	~7	~10%																																									
2012	~3	~3%																																									
2013	~4	~4%																																									
2014E	~6	~6%																																									
2015E	~9	~8%																																									
2016E	~18	~11%																																									
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>2011</td> <td>~0.55</td> <td>~0.55</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~0.15</td> <td>~0.15</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.45</td> <td>~0.45</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~0.55</td> <td>~0.55</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~0.75</td> <td>~0.75</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~1.05</td> <td>~1.05</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2011	~0.55	~0.55	2012	~0.15	~0.15	2013	~0.45	~0.45	2014E	~0.55	~0.55	2015E	~0.75	~0.75	2016E	~1.05	~1.05	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~35%</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~15%</td> <td>~30%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~25%</td> <td>~25%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~25%</td> <td>~20%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~30%</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~45%</td> <td>~5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2011	~35%	~10%	2012	~15%	~30%	2013	~25%	~25%	2014E	~25%	~20%	2015E	~30%	~15%	2016E	~45%	~5%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2011	~0.55	~0.55																																									
2012	~0.15	~0.15																																									
2013	~0.45	~0.45																																									
2014E	~0.55	~0.55																																									
2015E	~0.75	~0.75																																									
2016E	~1.05	~1.05																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2011	~35%	~10%																																									
2012	~15%	~30%																																									
2013	~25%	~25%																																									
2014E	~25%	~20%																																									
2015E	~30%	~15%																																									
2016E	~45%	~5%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Henrik Alveskog äger aktier i North Chemical: Nej</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 investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. 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 kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- 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. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-12-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
Antal bolag	66	66	66	66	66

*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.