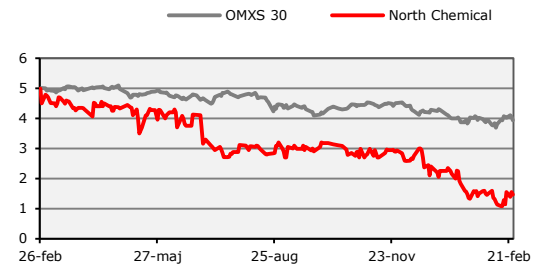


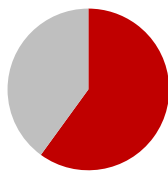
Sammanfattning
North Chemical (NOCH)
Turn-around i sikte

- Utfallet i Q4-rapporten var som väntat svagt. Försäljningen minskade 3% till 31,5 MSEK medan förlusten ökade. EBIT minus 8 MSEK innehåller dock omstrukturingskostnader om 4,4 MSEK.
- Efter ett år präglad av rationaliseringar och uppstädning finns nu goda möjligheter att återställa lönsamheten. Rapporten gav också besked om att huvudägaren, LMK, säkerställer lånebehovet till dess att North Chemical når positivt kassaflöde.
- Våra prognosförändringar är relativt små då ett resultatmässigt svagt Q4 redan låg i korten. Ratingen har justerats ned på ett par punkter vilket medför ett högre avkastningskrav. Vår värdering indikerar nu ett motiverat värde omkring 2,40 kronor per aktie (tidigare 3 kronor per aktie).

Lista: First North
 Börsvärde: 20 MSEK
 Bransch: Basic Material
 VD: Anders Svensson
 Styrelseordf: Sophie Persson

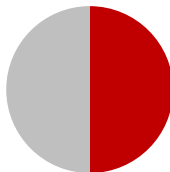

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



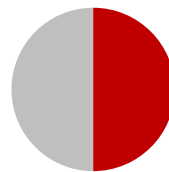
6,0 poäng

Ägarskap



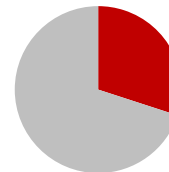
5,0 poäng

Vinstutsikter



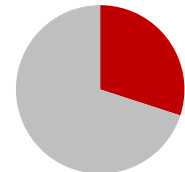
5,0 poäng

Lönsamhet



3,0 poäng

Finansiell styrka



3,0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	132	128	128	133	141	Aktiekurs (SEK)	1,6
Tillväxt	3%	-3%	0%	4%	6%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	4	-9	7	10	13	Börsvärde (MSEK)	20
EBITDA-marginal	3%	Neg	6%	7%	10%	Nettoskuld (MSEK)	39
EBIT	-4	-14	4	8	12	Free float (%)	50%
EBIT-marginal	Neg	Neg	3%	6%	9%	Dagl oms. ('000)	40
Resultat före skatt	-5	-16	1	6	10		
Nettoresultat	-5	-13	1	6	8		
Nettomarginal	Neg	Neg	1%	4%	6%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,10	-0,86	0,17	0,45	0,63	Henrik Alveskog	
P/E	Neg	Neg	17,3	3,6	2,5	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3		
EV/EBITDA	23,9	Neg	7,4	5,0	3,2		

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

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

Company Qualities

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

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

Turn-around i sikte

Bokslutskommunikén innehöll inga större överraskningar. Q4 tyngdes förvisso av lite högre kostnader än vi hade räknat med, men dessa var av allt att döma temporära. De relaterar till omstruktureringen av företaget och slutfasen av produktionsflytten från Alingsås till Rörvik som nu är genomförda.

Prishöjningar

Bolaget har genomfört prishöjningar med i genomsnitt 3,9% på merparten av affärerna som får effekt nu i början av året. Nyligen meddelades också att ett större kundavtal som var extremt olönsamt har sagts upp. Affären har en årsvolym på 8 MSEK och kommer enligt North Chemical att förbättra deras resultat med 1,55 MSEK när det löper ut i maj i år. Beskedet att LMK säkerställer kreditbehovet till dess att bolaget når positivt kassaflöde var klart positivt. I synnerhet mot bakgrund av den höga skuldsättningen och att koncernen nu har ett negativt eget kapital.

Sämre resultat än väntat men främst beroende på tillfälliga kostnader

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q4'14	Q4'15E	Utfall	Diff
Försäljning	32,6	30,5	31,5	3%
Bruttoresultat	15,9	13,8	12,1	-13%
EBITDA *	1,5	-	-2,8	
EBITDA	-1,6	-2,6	-7,2	n.m.
EBIT	-3,3	-3,9	-8,1	n.m.
PTP	-3,7	-4,7	-8,5	n.m.
Försäljningstillväxt	2,9%	-6,4%	-3,4%	
Bruttomarginal	48,8%	45,2%	38,3%	
EBITDA marginal	neg	neg	neg	

* Exkl. omstruktureringkostnader.

Källa: North Chemical, Redeye Research

Ägarförändringar

Bolagets grundare, Stig Norberg, har nu i princip sålt hela sitt innehav. Fram till våren 2015 hade han nära 50% av aktierna. Efter att ha blivit polisanmäld av bolaget och utträtt ur styrelsen, sommaren 2015, sålde Stig Norberg omkring 2 miljoner aktier till de två andra storägarna LMK och Staffan Persson. I slutet av fjolåret hade Stig Norberg fortfarande en ägarandel på cirka 23%. Han har därefter sålt nästan allt. En mycket trist sorti som också har pressat aktien de senaste månaderna.

Pressad aktie har nu större free float

De aktier som Stig Norberg har sålt verkar ha spritts på ett antal händer. Det kan möjligen bidra till att skapa bättre likviditet i aktien framöver eftersom andelen som inte sitter på fasta händer har ökat till cirka 50%, jämfört med bara 20% för ett år sedan.

Utveckling per affärsområde

Tabellen nedan återger försäljning och bruttomarginaler för de egna varumärkena (Fordon & Industri samt Marin & Export) respektive Private Label. Båda grupperna har haft vikande volymer och försämrad lönsamhet under det senaste året. Den förstnämnda gruppen tog särskilt stryk nu i Q4, men orsaken är av allt att döma högst tillfällig. Kostnaderna ökade i samband med produktionsflytten och avvecklingen av varulagret i Alingsås. Private Label har som nämnts tidigare affärer som startade runt årsskiftet 2014/15 och som har försämrat lönsamheten under 2015. Ett av dessa är uppsagt och övriga förmodligen omförhandlade.

Affärsområden								
MSEK	2014				2015			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Fordon & Industri inkl. Marin & export								
Intäkter	20,0	16,4	14,5	16,5	18,1	16,3	14,8	15,9
Bruttoresultat	10,6	10,2	8,3	9,3	10,4	8,4	7,3	6,7
Tillväxt	u.s.	u.s.	-11%	-7%	-10%	0%	2%	-4%
Bruttomarginal	53%	62%	57%	57%	57%	52%	49%	42%
Private Label								
Intäkter	15,2	17,4	15,0	16,2	16,6	16,6	13,6	15,6
Bruttoresultat	5,9	6,6	5,3	6,3	5,2	5,6	3,9	4,3
Tillväxt	u.s.	u.s.	1%	10%	9%	-5%	-9%	-4%
Bruttomarginal	39%	38%	35%	39%	31%	34%	29%	27%

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

Resultatmässigt blir Q4-15 förmodligen det absoluta lågvattenmärket för North Chemical. Perioden tyngdes av ett antal kostnadsposter av engångskaraktär. Redan nu i Q1 borde vi se en tydlig förbättring, men fullt genomslag från alla åtgärder kommer inte förrän senare under året.

North Chemical, resultaträkning								
MSEK	2014				2015			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Intäkter	34,8	34,6	29,8	32,6	35,0	33,1	28,3	31,5
Kostnad sålda varor	-18,0	-19,6	-17,3	-16,7	-19,1	-18,7	-17,0	-19,4
Bruttoresultat	16,8	15,0	12,5	15,9	15,9	14,3	11,3	12,1
Personalkostnader	-8,8	-9,3	-7,7	-11,1	-10,2	-10,0	-8,6	-10,5
Övriga rörelsekostnader	-6,0	-3,4	-3,9	-6,4	-4,9	-4,8	-5,2	-8,8
EBITDA	2,0	2,2	0,9	-1,6	0,8	-0,5	-2,4	-7,2
AV- och nedskrivningar	-1,8	-1,8	-2,0	-1,7	-1,4	-1,5	-1,3	-0,9
EBIT	0,3	0,4	-1,1	-3,3	-0,7	-1,9	-3,7	-8,1
Resultat före skatt	-0,1	-0,1	-1,4	-3,7	-1,0	-2,3	-4,5	-8,5
Nettoresultat	-0,4	-0,3	-1,4	-3,3	-1,0	-2,3	-4,5	0,0
Tillväxt	0,0%	6,1%	3,5%	2,9%	0,7%	-4,5%	-5,0%	-3,3%
Bruttomarginal	48,4%	43,4%	41,8%	48,7%	45,4%	43,3%	40,1%	38,4%
EBITDA-marginal	5,8%	6,4%	2,9%	-4,9%	2,3%	-1,5%	-8,6%	-22,8%

Källa: North Chemical, Redeye Research

Prognos & Värdering

Lägre produktionskostnader...

...prishöjningar...

...inga e.o. kostnader...

borgar för resultatlyft

Utvecklingen de närmaste åren kommer framförallt präglas av lägre produktionskostnader efter samlokaliseringen av produktionen i Rörvik. Här har bolaget uppgivit en besparingseffekt om cirka 10 MSEK. North Chemical har som bekant också gjort en strategisk översyn av produkter och kunder där vissa affärer har avslutats och prisjusteringar har gjorts på andra. 2015 tyngdes också av omstruktureringskostnader om 6,4 MSEK. Resultatet ser därmed ut att kunna lyfta markant från och med 2016, även om genomslaget inte kommer fullt ut förrän en bit in på året.

Vi är lite osäkra på om bolagets säljaktiviteter har påverkats av det senaste årets förändringsarbete och i vissa stycken turbulenta händelser i bolaget. Deras egen målsättning är att nå 10% tillväxt varav hälften organiskt. Det kommer kräva att man tar lite marknadsandelar eftersom totalmarknaden växer ungefär i linje med BNP. Marginalmålet är 10% över en konjunkturcykel på EBITDA-nivå. I rapporten uppgavs att man nu är positionerade för att nå denna marginal. Men vi tror att det kommer kräva högre volymer för att få den utväxling som krävs.

Krediterna säkrade, men svag balansräkning

Kreditlöftet från LMK är givetvis glädjande då det ger respit fram till man når positivt kassaflöde. Men det ser ändå ut att ta flera år innan balansräkningen har återställts till någorlunda anständigt skick. Om bolaget skall kunna ta en aktiv roll i konsolideringen av marknaden och genomföra något förvärv, vilket var den uttalade tanken med börsnoteringen så kommer det troligen behövas en nyemission längs vägen.

Redeyes prognoser						
MSEK	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Intäkter	128,0	131,7	127,8	127,8	132,9	140,9
Kostnad sålda varor	-66,9	-71,6	-74,2	-69,0	-70,5	-73,3
Bruttoresultat	61,1	60,1	53,6	58,8	62,5	67,6
Personalkostnader	-29,2	-36,9	-39,3	-33,5	-34,7	-35,9
Övriga rörelsekostnader	-19,6	-19,7	-23,7	-17,9	-17,9	-18,3
EBITDA	12,3	3,5	-9,3	7,4	9,8	13,4
AV- och nedskrivningar	-8,3	-7,3	-5,1	-3,3	-1,7	-1,2
EBIT	4,0	-3,8	-14,4	4,1	8,1	12,2
Finansnetto	-1,6	-1,5	-1,8	-3,0	-2,6	-2,1
Resultat före skatt	2,3	-5,3	-16,2	1,1	5,5	10,1
Bolagsskatt	-1,2	-0,1	2,7	0,0	0,0	-2,2
Nettoresultat	1,2	-5,4	-13,5	1,1	5,5	7,9
Tillväxt och marginaler						
Försäljningstillväxt	44,8%	2,9%	-3,0%	0,0%	4,0%	6,0%
Bruttomarginal	47,7%	45,7%	42,0%	46,0%	47,0%	48,0%
EBITDA-marginal	9,6%	2,7%	-7,3%	5,8%	7,4%	9,5%
EBIT-marginal	3,1%	-2,9%	-11,2%	3,2%	6,1%	8,7%

Källa: North Chemical, Redeye Research.

Värdering

Motiverat värde:
~2,40 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell ger nu ett indikerat värde på hela verksamheten strax under 70 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden, 39 MSEK, blir motiverat börsvärde 30 MSEK, **eller 2,40 kronor per aktie**.

I vår senaste analysuppdatering, per 19 november 2015, var motsvarande värde 3 kronor per aktie. Skillnaden förklaras av att vi har använt ett högre avkastningskrav (WACC) samt att nettolåneskulden har ökat. Våra prognosförändringar är relativt små och långsiktiga antaganden för tillväxt och lönsamhet är oförändrade: Årlig tillväxt 6% med en genomsnittlig rörelsemarginal om 8%.

WACC: 15,5%

Våra prognoser inkluderar varken förvärv eller nyemission. Förvärven får vi utvärdera om och när de sker. Risken för nyemission fångas delvis upp i det höga avkastningskrav som vi använder. 15,5% WACC är vanligt för utvecklingsbolag där det finns betydande osäkerhet kring efterfrågan på deras produkter eller tjänster. För North Chemical finns ingen större osäkerhet i detta avseende. De ratingförändringar vi nu har gjort omfattar: Ägarskap, Lönsamhet och Finansiell styrka som alla har försämrats något. Sammantaget gör det att vår WACC höjs från 14,5% till 15,5%. Känslighetsanalysen i tabellen nedan visar att det finns en god hävstång i värderingen om marginalerna långsiktigt kan förbättras, vilket med all sannolikhet även skulle medföra minskad osäkerhet och lägre avkastningskrav.

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
WACC					
13,5%	2,2	2,9	3,6	4,3	5,0
14,5%	1,8	2,4	3,2	3,6	4,2
15,5%	1,4	1,9	2,4	3,0	3,5
16,5%	1,1	1,5	2,0	2,5	2,9

Källa: Redeye Research

Om våra prognoser infrias handlas aktien nu till mycket beskedliga multiplar, i synnerhet från år 2017P. P/E-talet är ganska irrelevant med tanke på den extremt höga nettolåneskulden i relation till börsvärdet. EV/EBIT är därför ett bättre nyckeltal för bolaget.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 1,7 SEK	2014	2015	2016P	2017P	2018P
P/E	neg	neg	18,4	3,8	2,7
EV/EBIT	neg	neg	14,5	7,4	3,2
EV/EBITDA	23,9	neg	8,1	6,1	2,9

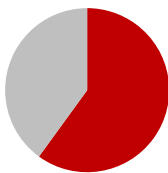
Källa: Redeye Research

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.

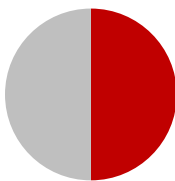
Ratingförändringar i denna rapport: Ägarskap, Lönsamhet och Finansiell styrka har alla justerats ned med 1p.

Ledning 6,0p



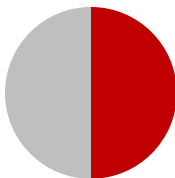
Den nya koncernchefen, Anders Svensson, tillträdde i början av 2016 och kan därför inte utvärderas ännu. Varken i denna roll eller på tidigare meriter där han var verksam inom en helt annan bransch. Styrelsen har däremot kompletterats med personer som förefaller ha relevant bakgrund.

Ägarskap 5,0p



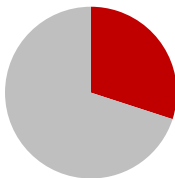
Grundaren Stig Norberg är nu helt ute ur ägarbilden, medan LMK och Staffan Persson ökade sina innehav under 2015. Vi tror dock att ägarbilden kommer förändras ytterligare och det är oklart vem som tar över stafettpippen efter Stig Norberg. Engagemanget i form av aktieäggande bland övriga styrelsemedlemmar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

Vinstutsikter 5,0p



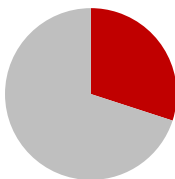
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mer än i takt med BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga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

Lönsamhet 3,0p



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. Med en förbättrad intjäning skulle bolagets handlingsfrihet förbättras och skapa möjligheter att göra offensiva förvärvsaffärer.

Finansiell styrka 3,0p



Bolaget har en hög skuldsättning, men som väl är ger LMK krediter till dess att bolaget visar positivt kassaflöde. Skulderna är också 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 under genomsnittet.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	132	128	128	133	141
Summa rörelsekostnader	-128	-137	-120	-123	-128
EBITDA	4	-9	7	10	13
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-1	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-1	-1	0
Goodwill nedskrivningar	-4	-3	-1	0	0
EBIT	-4	-14	4	8	12
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-3	-3	-2
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-16	1	6	10
Skatt	0	3	0	0	-2
Nettoreultat	-5	-13	1	6	8
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	2	2	2	2
Kundfordringar	21	22	22	21	23
Lager	20	17	18	20	21
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	44	41	41	43	46
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	4	8	8	8	8
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	1	1	1	1
Goodwill	10	7	6	6	6
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	4	3	1	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	18	19	16	15	15
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	61	60	57	58	61
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	9	9	11	11
Kortfristiga skulder	24	30	27	22	18
Övriga kortfristiga skulder	14	8	8	8	8
Summa kort. skuld	45	47	44	41	38
Räntebr. skulder	4	11	10	8	7
L. icke räntebr.skulder	0	4	4	4	4
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	49	62	58	53	48
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	10	-4	-3	3	11
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	10	-4	-3	3	11
Summa skulder och E. Kap.	61	60	57	58	61
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	132	128	128	133	141
Sum rörelsekost.	-128	-137	-120	-123	-128
Avskrivningar	-7	-5	-3	-2	-1
EBIT	-4	-14	4	8	12
Skatt på EBIT	0	3	0	0	-3
NOPLAT	-4	-12	4	8	10
Avskrivningar	7	5	3	2	1
Bruttokassaflöde	4	-7	7	10	11
Föränd. i rörelsekap	-3	-2	0	0	-2
Investeringar	-2	-6	-1	-1	-2
Fritt kassaflöde	-1	-15	7	9	7
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	16%	-6%	-4%	5%	18%
Skuldsättningsgrad	287%	-1 111%	-1 464%	1 017%	231%
Nettoskuld	26	39	35	29	23
Sysselsatt kapital	36	36	33	32	34
Kapit. oms. hastighet	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	3%	-3%	0%	4%	6%
VPA-tillväxt (just)	-548%	151%	-109%	382%	42%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	15,5 %	NPV FCF (2015-2017)	18
		NPV FCF (2018-2024)	27
		NPV FCF (2025-)	24
		Rörelsefrämjade tillgångar	2
		Räntebärande skulder	-41
		Motiverat värde MSEK	30
Antaganden 2018-2023		Motiverat värde per aktie, SEK	2,4
Genomsn. förs. tillv.	6,0 %	Börskurs, SEK	1,6
FRIT-marginal	8,0 %		

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-43%	0%	0%	0%	113%
ROCE	-9%	-38%	12%	24%	35%
ROIC	-10%	-34%	12%	25%	30%
EBITDA-marginal	3%	-7%	6%	7%	10%
EBIT-marginal	-3%	-11%	3%	6%	9%
Netto-marginal	-4%	-11%	1%	4%	6%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,43	-1,08	0,09	0,45	0,63
VPA just	-0,10	-0,86	0,17	0,45	0,63
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	2,09	3,15	2,84	2,31	1,87
Antal aktier	12,44	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	83,8	66,5	55,3	48,7	43,1
P/E	-10,8	-2,0	17,3	3,6	2,5
P/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	23,9	-7,2	7,4	5,0	3,2
EV/EBIT	-22,1	-4,6	13,3	6,0	3,5
P/BV	5,9	-7,4	-7,9	6,6	1,8

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	13/15
1 mån	3,2 %	Omsättning	-1,5 %
3 mån	-44,6 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	-67,9 %	V/A, just	n.m.
Årets Början	-28,9 %	EK	n.m.

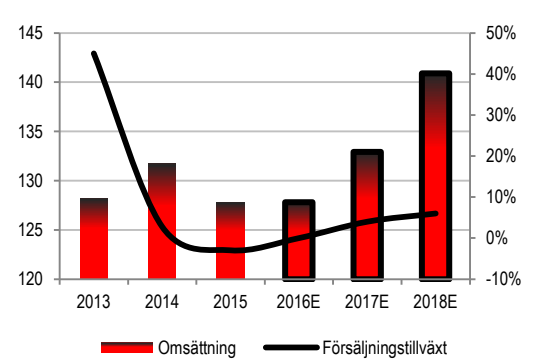
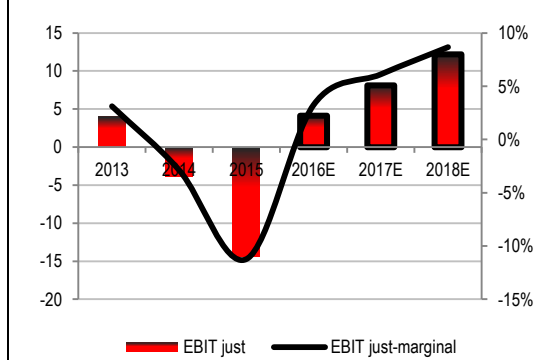
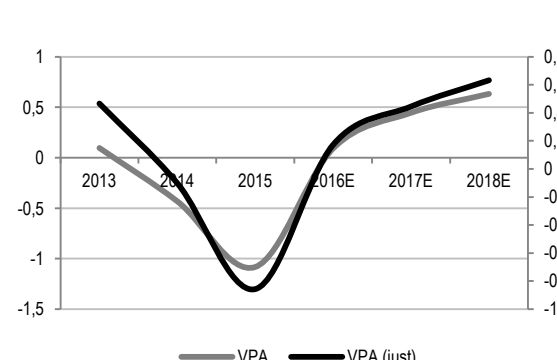
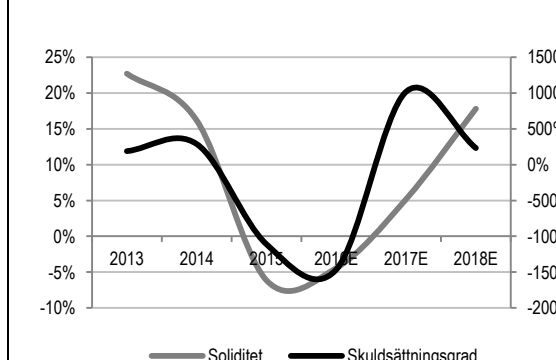
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Peter Ragnarsson med bolag	22,5 %	22,5 %
Staffan Persson med bolag	21,9 %	21,9 %
Stig Norberg med bolag	7,8 %	7,8 %
Bernt Plotek	3,2 %	3,2 %
Sophie Persson	2,4 %	2,4 %
Kopparberg Holding	2,1 %	2,1 %
Roland Schyllit	2,0 %	2,0 %
Mikael H□gg	2,0 %	2,0 %

Aktien	
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	1,6
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	19,9

Bolagsledning & styrelse	
VD	Anders Svensson
CFO	Tomas J□nsson
IR	
Ordf	Sophie Persson

Nästkommande rapportdatum	
FY 2015 Results	February 26, 2016
Q1 report	May 16, 2016
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 (%)
 <p>Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)</p>	 <p>Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p>	 <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p>
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: 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 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 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

Redeys 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 Redeys 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 Redeys analysbevakning

Redeys 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 Redeys 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 (2016-02-26)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	35	40	18	7	16
3,5p - 7,0p	66	53	83	31	36
0,0p - 3,0p	6	14	6	69	55
Antal bolag	107	107	107	107	107

*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.