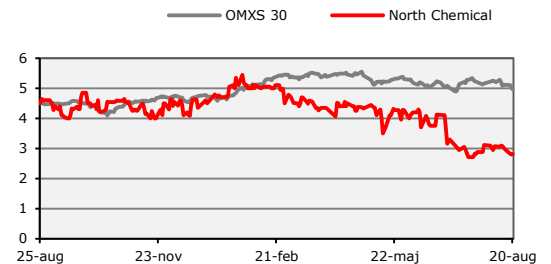


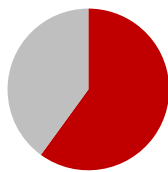
**Sammanfattning**
**North Chemical (NOCH)**
**Vem tar över taktpinnen?**

- Q2-rapporten visar tyvärr inget trendbrott utan följer det senaste årets utveckling med stagnerad och nu till och med något negativ tillväxt. Rörelseresultatet sjönk till minus 2 MSEK, medan vi hade räknat med ett nollresultat.
- På styrelse och ägarnivå sitter North Chemical i en oangenäm situation då bolaget har polisanmält sin tidigare VD, som alltjämt är styrelsemedlem och storägare. Här finns betydande osäkerhet om vem som tar över stafettpippen som drivande ägare.
- Vi har sett över vår rating på flera punkter där Ägarskap har förändrats mest och påverkat vårt avkastningskrav. Prognoserna har också trimmats något och tillsammans med ett högre avkastningskrav minskar vårt motiverade värde till strax under 4 kronor per aktie.

Lista: First North  
 Börsvärde: 37 MSEK  
 Bransch: Basic Material  
 VD: Sophie Persson (tf)  
 Styrelseordf: Sten Norinder (tf)

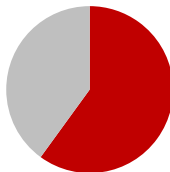

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



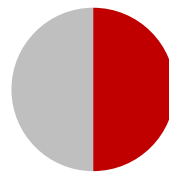
6,0 poäng

Ägarskap



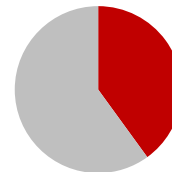
6,0 poäng

Tillväxtutsikter



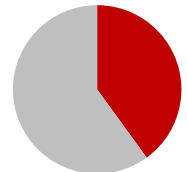
5,0 poäng

Lönsamhet



4,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

**Nyckeltal**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	128	132	132	138	146	Aktiekurs (SEK)	3,0
Tillväxt	45%	3%	0%	5%	6%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	12	4	2	11	14	Börsvärde (MSEK)	37
EBITDA-marginal	10%	3%	1%	8%	10%	Nettoskuld (MSEK)	26
EBIT	4	-4	-4	7	12	Free float (%)	19%
EBIT-marginal	3%	Neg	Neg	5%	8%	Dagl oms. ('000)	13
Resultat före skatt	2	-5	-5	5	10		
Nettoreultat	1	-5	-5	4	8		
Nettomarginal	1%	Neg	Neg	3%	5%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	Analytiker:	
VPA	0,47	-0,10	-0,16	0,45	0,71	Henrik Alveskog	
P/E	54,4	Neg	Neg	9,9	4,5	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3		
EV/EBITDA	7,2	23,9	34,3	5,1	3,5		

**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.

## Oklart läge i toppen

Årets andra kvartal följer dessvärre trenden för det senaste årets utveckling med lite klen försäljning och ett resultat som pendlar runt nollstrecket. Vi hade inga höga förväntningar på utfallet i Q2-rapporten men trodde att det skulle ligga på ungefär samma nivå som motsvarande period ifjol. Det blev nu istället lite sämre. Ingen stor dramatik, men försäljningen backade och resultatet likaså, se tabell nedan.

Bolaget sätter nu ökat fokus på lönsam tillväxt och har initierat en översyn av kostnader och en genomlysning av kund- och produktstruktur. Ledningen räknar fortfarande med att samlokaliseringen av produktionen till Rörvik kommer ge en årlig besparingseffekt om cirka 5 MSEK. Allt annat lika borde det innebära att verksamheten återigen blir lönsam. North Chemical upprepar även sin långsiktiga målsättning att visa tvåsiffrig rörelsemarginal, men uppger inte när de siktar på att nå dit.

*Lite svagare över hela linjen*

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q2'14	Q2'15E	Utfall	Diff
Försäljning	34,6	35,0	33,1	-6%
Bruttoresultat	15,0	15,0	14,3	-5%
EBITDA	2,2	1,5	-0,5	n.m.
EBIT	0,4	0,3	-1,9	n.m.
PTP	-0,1	-0,2	-2,3	n.m.
Försäljningstillväxt	6,1%	1,2%	-4,5%	
Bruttomarginal	43,4%	42,9%	43,3%	
EBITDA marginal *	6,4%	4,3%	neg	

Källa: North Chemical, Redeye Research

### Stökigt i styrelsen

North Chemical meddelade tidigare i somras att de polisanmäler bolagets förre VD, Stig Norberg, och initierar en extra revision. Situationen är klart uppseendeväckande och kompliceras ytterligare av att Stig Norberg är grundare, stor aktieägare och sannolikt legat bakom rekryteringarna till styrelsen. Vad själva brottsmisstanken handlar om har inte uppgivits, men den härrör från en fastighetsaffär i Rörvik där bolaget bedriver sin verksamhet. Häromdagen sålde Stig Norberg 2 miljoner aktier till Staffan Persson och LMK. Dessa tre äger nu ungefär 23% av aktierna vardera.

*Vem tar över taktpinnen?*

Den nuvarande situationen är mycket olycklig för bolaget som riskerar att hamna i något av ett vacuum på ledningsnivå innan läget klarnar. De letar efter en permanent VD, vilket knappast kan vara enkelt med dagens osäkerhet kring framtida ägarbild och styrelsesammansättning. Stig Norberg är grundaren som har hållit i taktpinnen, men frågan är nu om den kommer lämnas över. Och i så fall till vem.

### Försäljningsmix och bruttomarginaler

Som framgår av tabellen nedan skiljer sig bruttomarginalerna högst väsentligt mellan affärsområdena. Inom Fordon & Industri säljer man under egna varumärken och kan hålla klart högre priser. Med sjunkande försäljning inom detta segment har bruttoresultatet pressats under senare tid. Private Label, som tidigare har visat god tillväxt, tappade lite volym nu i Q2. En av orsakerna är säkerligen högst tillfällig och beror på problem med logistik av nya etiketter mm relaterade till ändrad EU-lagstiftning. Ledningen uppskattar tappet till drygt 1 MSEK under juni månad. Även om problemet kvarstår under delar av Q3 så bör det snart vara löst.

*Högre bruttomarginaler från egna varumärken*

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

Källa: North Chemical, Redeye Research

EBITDA-marginalen har sedan 2013 halkat ned till följd av att bolaget ännu inte fått utväxling i de marknadssatsningar som genomförts. Bolaget siktar på åtminstone 5% organisk tillväxt, vilket inte alls framstår som orealistiskt med tanke på de insatser som gjorts och nya affärer som genomförts.

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

Källa: North Chemical, Redeye Research.

## Prognoser & Värdering

### Nedjusterade prognoser

Vi har återigen trimmat prognoserna något. Både för innevarande år och nästa. North Chemical har som bekant tagit ett antal nya affärer med stor potential men samtidigt har de också tappat en del. Den senaste affären av dignitet som har annonserats är ett utökat samarbete med Ikaros Cleantech som förväntas ge en affärsvolym om cirka 15 miljoner kronor över en 3-årsperiod. Denna startar under hösten och borde bidra till att vända den negativa tillväxttrenden.

### Rationaliseringar, skalfördelar och lägre avskrivningsnivå väntas höja resultaten

Bruttomarginalen har under senare tid pressats av ökade råvarukostnader och prispress från stora kunder. Bolagets ökade fokus på lönsamma kunder och produkter borde bromsa denna utveckling. Om de lyckas väl med sin målsättning att öka försäljningen via egna varumärken kan bruttomarginalerna mycket väl lyfta ett rejält snäpp från dagens nivå.

Nedstängningen av fabriken i Alingsås och andra besparingar väntas som bekant förbättra kostnadsläget från slutet av 2015. Avskrivningsnivån sjunker rejält 2015-16, vilket gör att redovisat resultat har förutsättningar att förbättras avsevärt från och med nästa år.

### Förvärv är knappast aktuellt i dagsläget

North Chemical har visserligen sagt att de tittar på lämpliga förvärvskandidater. Med nuvarande balansräkning och oklara läge kring ägar- och ledningsfrågor tror vi däremot inte att det är aktuellt. Vi ser logiken i att vara med och konsolidera marknaden, men det ligger gissningsvis ett par år framåt i tiden.

Redeyes prognoser						
MSEK	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Intäkter</b>	<b>88,4</b>	<b>128,0</b>	<b>131,7</b>	<b>131,6</b>	<b>138,1</b>	<b>146,4</b>
Kostnad sålda varor	-49,7	-66,9	-71,6	-72,4	-74,6	-78,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>38,6</b>	<b>61,1</b>	<b>60,1</b>	<b>59,2</b>	<b>63,5</b>	<b>68,1</b>
Personalkostnader	-18,3	-29,2	-36,9	-38,4	-34,7	-35,9
Övriga rörelsekostnader	-13,9	-19,6	-19,7	-19,1	-18,0	-18,7
<b>EBITDA</b>	<b>6,5</b>	<b>12,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>10,9</b>	<b>13,4</b>
AV- och nedskrivningar	-3,1	-8,3	-7,3	-5,5	-3,9	-1,6
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>7,0</b>	<b>11,8</b>
Finansnetto	-0,8	-1,6	-1,5	-1,4	-1,8	-1,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>10,4</b>
Bolagsskatt	-1,2	-1,2	-0,1	0,0	-1,6	-2,5
<b>Nettoresultat</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>3,6</b>	<b>7,9</b>
<b>Tillväxt och marginaler</b>						
Försäljningstillväxt	u.s.	44,8%	2,9%	-0,1%	5,0%	6,0%
Bruttomarginal	43,7%	47,7%	45,7%	45,0%	46,0%	46,5%
EBITDA-marginal	7,4%	9,6%	2,7%	1,3%	7,9%	9,2%
EBIT-marginal	3,8%	3,1%	-2,9%	-2,8%	5,0%	8,1%

Källa: North Chemical, Redeye Research.

## Värdering

Motiverat värde:  
3,7 kronor per aktie

Vår DCF-modell värderar nu verksamheten till strax över 70 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden per årsskiftet som uppgick till 26 MSEK, blir motiverat börsvärde cirka 46 MSEK, **eller 3,7 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 15 maj 2015, var motsvarande värde 5,3 kronor per aktie.

Den lägre värderingen beror framför allt på att vi nu har ett klart högre avkastningskrav (WACC). Denna har höjts från 12,5% till 14,5%. Orsakerna är ökad osäkerhet kring ledning och ägarskap och i viss mån svag lönsamhet och balansräkning. Se vidare kommentarer kring vår rating på nästa sida.

Långsiktiga antaganden:  
8% EBIT-marginal  
6% årlig tillväxt till år 2023

Våra långsiktiga antaganden är oförändrade med en tillväxttakt på 6% och EBIT-marginal om 8% i genomsnitt under perioden 2018-23. Tabellen nedan är en känslighetsanalys med avseende på marginaler och avkastningskrav som är de två mest avgörande faktorerna för värderingen. Rutan markerar antagandet för vårt huvudscenario.

För att motivera dagens kursnivå krävs marginaler om minst 6%. Med en nettolåneskuld på 27 MSEK, nästan lika mycket som nuvarande börsvärde, blir utväxlingen i värderingen kraftig vid olika marginalantaganden.

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

Källa: Redeye Research

## Låga multiplar om våra prognoser infrias

EV/EBITDA mest relevant

Bolaget har stora avskrivningarna på immateriella tillgångar som belastar resultatet och en relativt hög nettoskuld. Därför är EV/EBITDA det mest relevanta nyckeltalet. Om våra prognoser infrias justeras även P/E-talet ned rejält för åren 2016-17.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 2,9 SEK	2013	2014	2015P	2016P	2017P
P/E	54,4	neg	neg	10,1	4,9
EV/EBIT	22,0	neg	neg	9,1	5,7
EV/EBITDA	7,2	23,9	35,5	5,8	4,6

Källa: Redeye Research

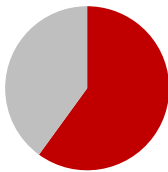
## Sammanfattning Redeye Rating

---

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.

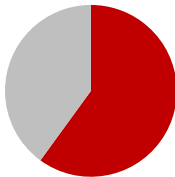
**Ratingförändringar i denna rapport:** Den största förändringen avser Ägarskapet som sänkts från 9p till 6p. Även Ledning, Lönsamhet och Finansiell styrka har justerats ned en aning.

Ledning 6,0p



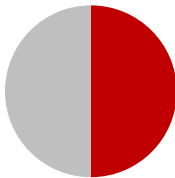
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Det oväntade VD-avhoppet och osäkerheten om vem som kommer ta över kan skapa lite vacuum i organisationen. Styrelsen har successivt kompletterats med personer med relevant bakgrund.

Ägarskap 6,0p



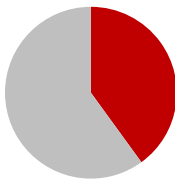
Grundaren Stig Norberg har nu minskat sitt ägande medan LMK och Staffan Persson har ökat. Vi tror dock att ägarbilden kommer förändras ytterligare och det är oklart vem som eventuellt tar över stafettpipen efter Stig Norberg. Därutöver är det generellt i styrelsen och ledningen, vid sidan av Stig Norberg, ett ganska lågt engagemang i form av aktieäggande.

Tillväxtutsikter 5,0p



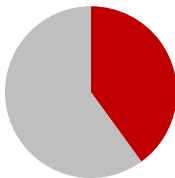
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga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

Lönsamhet 4,0p



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

Finansiell styrka 4,0p



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 strax under genomsnittet.

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	128	132	132	138	146
Summa rörelsekostnader	-116	-128	-130	-127	-132
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>14</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-1	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-2	-1	-1
Goodwill nedskrivningar	-5	-4	-3	-2	-1
<b>EBIT</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-1	-1	-2	-1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>2</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
Skatt	-1	0	0	-2	-3
<b>Nettoreultat</b>	<b>1</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>4</b>	<b>8</b>
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	2	4	4	4
Kundfordringar	18	21	20	21	22
Lager	21	20	21	21	22
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>48</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	3	4	5	7	10
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	14	10	7	5	4
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	6	4	3	1	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>68</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>62</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	7	9	11	12
Kortfristiga skulder	26	24	25	21	16
Övriga kortfristiga skulder	14	14	14	14	14
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>42</b>
Räntebr. skulder	3	4	4	3	3
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>53</b>	<b>49</b>	<b>45</b>
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	15	10	5	8	16
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>16</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>68</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>62</b>
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	128	132	132	138	146
Sum rörelsekost.	-116	-128	-130	-127	-132
Avskrivningar	-8	-7	-6	-4	-3
<b>EBIT</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>
Skatt på EBIT	-1	0	0	-2	-3
<b>NOPLAT</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>9</b>
Avskrivningar	8	7	6	4	3
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
Föränd. i rörelsekap	-1	-3	3	0	-1
Investeringar	-5	-2	-3	-2	-4
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	23%	16%	8%	14%	25%
Skuldsättningsgrad	188%	287%	622%	290%	120%
Nettoskuld	23	26	26	20	15
Sysselsatt kapital	38	36	30	28	30
Kapit. oms. hastighet	1.9	2.2	2.2	2.3	2.3
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	45%	3%	0%	5%	6%
VPA-tillväxt (just)	-31%	-548%	-5%	-169%	121%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,5 %	NPV FCF (2015-2017)	13
		NPV FCF (2018-2024)	29
		NPV FCF (2025-)	31
		Rörelsefrämjade tillgångar	2
		Räntebärande skulder	-28
		Motiverat värde MSEK	46

Antaganden 2018-2022		Motiverat värde per aktie, SEK	
Genomsn. förs. tillv.	6,0 %		3,7
FRIT-marginal	8,0 %	Börskurs: SEK	3,0

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	9%	-43%	-70%	55%	65%
ROCE	9%	-9%	-10%	21%	35%
ROIC	6%	-10%	-10%	16%	32%
EBITDA-marginal	10%	3%	1%	8%	10%
EBIT-marginal	3%	-3%	-3%	5%	8%
Netto-marginal	1%	-4%	-4%	3%	5%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,10	-0,43	-0,41	0,29	0,63
VPA just	0,47	-0,10	-0,16	0,45	0,71
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Nettoskuld	1,84	2,09	2,06	1,60	1,17
Antal aktier	12,44	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	88,1	83,8	60,9	55,3	49,9
P/E	54,4	-10,8	-6,9	9,9	4,5
P/S	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	7,2	23,9	34,3	5,1	3,5
EV/EBIT	22,0	-22,1	-16,4	7,9	4,2
P/BV	4,3	5,9	7,4	4,2	2,2

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	13/15e
1 mån	-1,4 %	Omsättning	1,3 %
3 mån	-33,6 %	Rörelseresultat, just	◆
12 mån	-36,9 %	V/A, just	◆
Årets Början	-36,9 %	EK	-44,4 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Peter Ragnarsson med bolag	23,7 %	23,7 %
Stig Norberg med bolag	23,5 %	23,5 %
Staffan Persson med bolag	23,2 %	23,2 %
Roland Schyllit	2,0 %	2,0 %
Mikael Hägg	2,0 %	2,0 %
Bernt Plotek	1,7 %	1,7 %
Gerulf Naglitsch	0,5 %	0,5 %

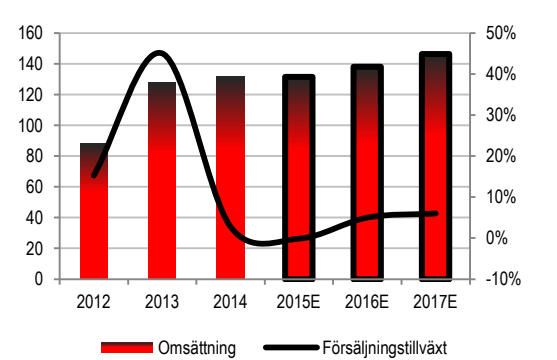
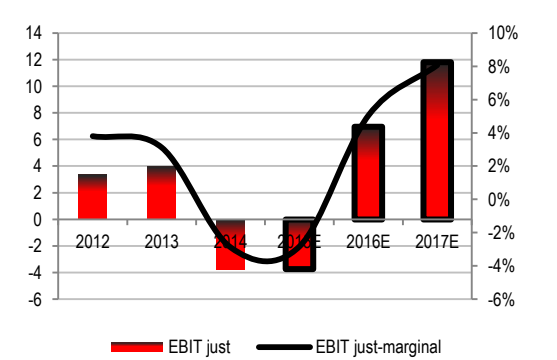
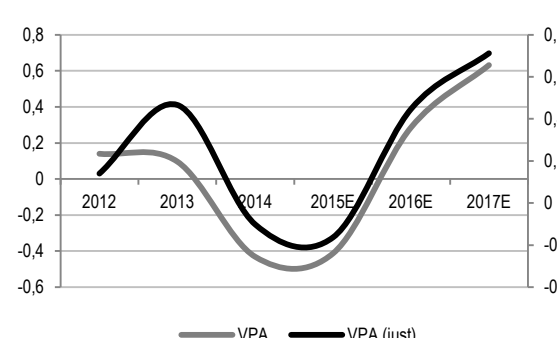
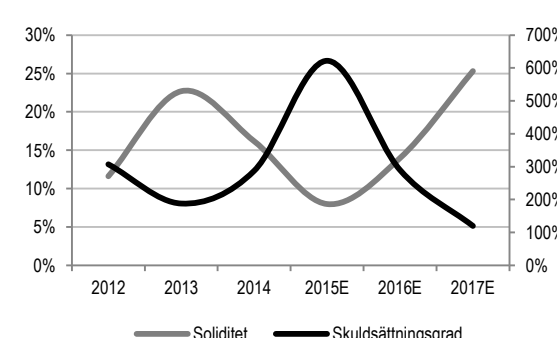
Aktien	
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	3,0
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	37,2

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

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 16, 2015
FY 2015 Results	February 26, 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>2012</td> <td>~85</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~135</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~135</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~140</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~145</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2012	~85	~15%	2013	~130	~45%	2014	~135	~10%	2015E	~135	~10%	2016E	~140	~10%	2017E	~145	~10%	 <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>2012</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-2</td> <td>~-2%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~-1</td> <td>~-2%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~7</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~12</td> <td>~8%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2012	~3	~4%	2013	~4	~4%	2014	~-2	~-2%	2015E	~-1	~-2%	2016E	~7	~8%	2017E	~12	~8%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2012	~85	~15%																																									
2013	~130	~45%																																									
2014	~135	~10%																																									
2015E	~135	~10%																																									
2016E	~140	~10%																																									
2017E	~145	~10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2012	~3	~4%																																									
2013	~4	~4%																																									
2014	~-2	~-2%																																									
2015E	~-1	~-2%																																									
2016E	~7	~8%																																									
2017E	~12	~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>2012</td> <td>~0.1</td> <td>~0.05</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.15</td> <td>~0.4</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.1</td> <td>~-0.1</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~-0.2</td> <td>~-0.2</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~0.4</td> <td>~0.4</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.6</td> <td>~0.7</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2012	~0.1	~0.05	2013	~0.15	~0.4	2014	~-0.1	~-0.1	2015E	~-0.2	~-0.2	2016E	~0.4	~0.4	2017E	~0.6	~0.7	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~12%</td> <td>~250%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~22%</td> <td>~150%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~15%</td> <td>~250%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~8%</td> <td>~150%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~15%</td> <td>~100%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~25%</td> <td>~100%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2012	~12%	~250%	2013	~22%	~150%	2014	~15%	~250%	2015E	~8%	~150%	2016E	~15%	~100%	2017E	~25%	~100%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2012	~0.1	~0.05																																									
2013	~0.15	~0.4																																									
2014	~-0.1	~-0.1																																									
2015E	~-0.2	~-0.2																																									
2016E	~0.4	~0.4																																									
2017E	~0.6	~0.7																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2012	~12%	~250%																																									
2013	~22%	~150%																																									
2014	~15%	~250%																																									
2015E	~8%	~150%																																									
2016E	~15%	~100%																																									
2017E	~25%	~100%																																									
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 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 (2015-08-27)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	30	33	16	7	17
3,5p - 7,0p	58	48	72	33	36
0,0p - 3,0p	2	9	2	50	37
Antal bolag	90	90	90	90	90

\*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.