Sammanfattning

North Chemical (NOCH)

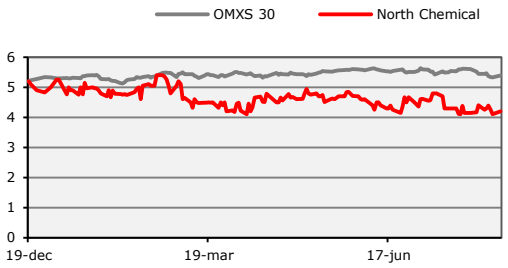
Skruvar upp tillväxttakten

- Under årets andra kvartal har bolaget återigen börjat växa försäljningsmässigt, +6% jämfört med samma period ifjol. Utfallet i rapporten innehöll inga överraskningar utan vittnar om en stabil verksamhet som är på väg åt rätt håll. EBITDA: 2,2 MSEK är i princip oförändrat mot såväl Q1 som Q2 ifjol.

- Ett flertal nya och betydelsefulla affärer initierades under första halvåret. Dessa kommer ge goda förutsättningar att växa under kommande år vilket ger utrymme för stigande lönsamhet och resultatlyft.

- Vi stärks i uppfattningen att bolaget kommer kunna visa en klart anständig tillväxt med klart förbättrad lönsamhet de närmaste åren. Aktien har en god potential upp till vårt motiverade värde strax över 6 kronor per aktie.

Lista:	First North
Börsvärde:	56 MSEK
Bransch:	Chemicals
VD:	Stig Norberg
Styrelseordf:	Thorbjörn Wennerholm



Redeye Rating (0 – 10 poäng)



Ledning	Ägarskap	Tillväxtutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
6,5 poäng	9,0 poäng	5,0 poäng	5,0 poäng	5,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning, MSEK	88	128	136	151	167
Tillväxt	*15%*	*45%*	*6%*	*11%*	*11%*
EBITDA	6	12	12	15	19
EBITDA-marginal	*7%*	*10%*	*9%*	*10%*	*12%*
EBIT	3	4	5	10	17
EBIT-marginal	*4%*	*3%*	*3%*	*6%*	*10%*
Resultat före skatt	3	2	3	8	16
Nettoresultat	1	1	1	5	12
Nettomarginal	*2%*	*1%*	*1%*	*3%*	*7%*
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
VPA	0,14	0,47	0,47	0,77	1,00
P/E	0,0	54,4	41,0	10,1	4,0
EV/S	0,3	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,6	7,2	6,2	4,6	3,1

Fakta	
Aktiekurs (SEK)	4,5
Antal aktier (milj)	12,4
Börsvärde (MSEK)	56
Nettoskuld (MSEK)	27
Free float (%)	19%
Dagl oms. (’000)	12

Analytiker:
Henrik Alveskog
henrik.alveskog@redeye.se

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

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

Company Qualities

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

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 vinsttillväxt. 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.

Nya affärer banar väg för tillväxt

Rapport utan överraskningar

Halvårsrapporten innehöll egentligen inga överraskningar. Under andra kvartalet redovisade North Chemical intäkter på 34,6 MSEK och EBITDA om 2,2 MSEK. Jämfört med samma period ifjol är försäljningstillväxten 6 procent. Ökade personalkostnader medförde att EBITDA-marginalen minskade en aning. Detta är dock helt enligt plan då bolaget har rekryterat och stärkt upp marknadssidan för fortsatt tillväxt. Med tanke på de större affärer som annonserats tidigare i år kommer denna tillväxt med all sannolikhet också synas allt tydligare senare under hösten. Ledningen är också klart optimistiska kring affärsläget och förutser fler strategiska affärer inom kort.

Utfallet under Q2 är helt i linje med vad vi hade räknat med och vittnar om stabilitet och förutsägbarhet. Vi kände förvisso inte till jämförelsesiffrorna för fjolåret på kvartalsbasis. Det finns vissa säsongsvariationer som påverkar både totala volymer och produktmixen, men sammantaget förefaller dessa effekter vara relativt måttliga.

Förväntat vs. utfall

MSEK	Q2'13	Q2'14E	Utfall	Diff
Försäljning	32,6	35,0	34,6	-1%
Bruttoresultat	13,6	15,7	15,0	-4%
EBITDA	2,4	2,0	2,2	10%
EBIT	0,3	0,3	0,4	33%
PTP	-0,1	-0,1	-0,1	0%
Försäljningstillväxt	n.a.	n.a.	6,1%	
Bruttomarginal	41,7%	44,9%	43,4%	
EBITDA marginal	7,4%	5,7%	6,4%	

Källa: North Chemical, Redeye Research

Nya affärer banar väg för god tillväxt

I delårsrapporten framkom ingenting nytt kring affärsläget. Däremot bekräftades den positiva syn som bolaget haft sedan tidigare. Denna grundar sig främst på egna åtgärder och aktiviteter, snarare än förändringar på marknaden totalt sett, då denna är relativt stabil. Highlights på affärsfronten under det andra kvartalet var:

Air1 – AdBlue

Ny potentiell jättemarknad

Ett nytt avtal med Yara ger North Chemical betydande tillväxtmöjlighet under kommande år. Den totala marknaden för denna nya produkt väntas växa från noll idag till flera hundra miljoner kronor inom 5 år. Den nya produkten heter Air1 – AdBlue och används för att minska utsläppen av kväveoxider i dieselbilar utrustade med så kallad SCR teknik. Flera nya

dieselbilar har redan denna teknik och sannolikt blir det ett lagkrav för nya bilar som säljs inom EU under 2015. Yara, som är en norsk kemteknisk koncern, levererar idag Air1 – AdBlue till nyttofordon, men har avtalat med North Chemical om att täcka in privatbilsmarknaden. North Chemical kommer sköta all försäljning och marknadsföring genom egna distributionskanaler i Sverige.

Totalmarknad om dryga 300 MSEK per år

Tillsatsen, Air1 – AdBlue, minskar utsläpp och bränsleförbrukning och är samtidigt nödvändig för att bilar med SCR teknik skall rulla. Åtgången uppskattas till omkring 20 liter per år för en normalanvändare. Det säljs 160-170 000 dieselbilar per år i Sverige. Om 5 år kommer således den totala årliga förbrukningen uppgå till cirka 16-17 miljoner liter. Priset på privatmarknaden i andra länder uppges vara drygt 20 kronor per liter. Med ovanstående siffror ger det ett värde på totalmarknaden om styvt 300 MSEK per år. Hur stor den tillgängliga delen av denna kaka blir är i dagsläget svårt att avgöra. Serviceverkstäderna kommer givetvis tillgodose en del av behovet vid den årliga servicen. Bensinmackar kommer antagligen också ge möjlighet att fylla på vid pumpstationerna. Men det tar tid och kräver investeringar för att bygga om stationerna. En stor del av behovet kommer därför troligen tillgodoses via de distributörer som North Chemical levererar till. I dagsläget är volymerna försumbara, men inom ett par år bör försäljningen synas tydligt i bolagets tillväxtsiffror.

KG Knutsson

Ett nytt leveransavtal tecknades med KG Knutsson AB (KGK) som ger distribution på nya geografiska marknader och på sikt en betydande potential. Avtalet omfattar rengörings- och underhållsprodukter inom fordons- och marinsegmenten. KGK omsätter cirka 3 mdr SEK i Sverige, Finland och Baltikum, vilket öppnar upp nya marknader för North Chemical som idag inte har någon försäljning i de Baltiska länderna. I pressreleasen uppgavs att ordervärdet bedöms långsiktigt överstiga 5 MSEK per år. Det motsvarar 3-4 procent av årstakten i dagsläget.

Väntas överstiga 5 MSEK per år

Prognoser & Värdering

Något höjda tillväxtprognoser

Q2-rapporten som sådan föranleder bara ytterst små prognosjusteringar. Däremot har vi skruvat upp tillväxtantagandet något med anledning av de affärer som tidigare annonserats och beskrevs ovan. Vi räknar nu med att bolaget kan nå strax över 10% tillväxt åren 2015-16, medan tidigare antagande var något under 10%. Affären kring Air 1 – AdBlue ger en avsevärd potential, men vi är fortfarande lite försiktiga med att ta ut svängarna. Ett så pass intressant tillväxtområde brukar vanligtvis attrahera konkurrenter och vi vet ännu inte hur de kommer agera när efterfrågan börjar ta fart.

Eftersom flera nya större affärer annonserades tidigare i våras hade vi redan förväntningar om förbättrad tillväxt från och med andra halvåret i år. Den enskilt största av dessa affärer 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.

Skalfördelar och lägre avskrivningsnivå väntas höja resultaten

I halvårsrapporten uppges att samtliga affärsområden är lönsamma, men ingen djupare information än så ges för de olika segmenten. Marginalerna har utvecklats ungefär som under motsvarande period ifjol. Lite högre kostnader, främst på marknadssidan, tynger årets resultat. I takt med stigande volymer ser vi dock att lönsamheten kommer passera de historiska nivåerna på något års sikt. Avskrivningarna minskar 2015-16 vilket gör att redovisat resultat har förutsättningar att förbättras avsevärt till år 2016.

North Chemical, resultaträkning

MSEK	Q1'13	Q2'13	2013 Helår	Q1'14	Q2'14	2014E Helår	2015E Helår	2016E Helår
Intäkter	**34,8**	**32,6**	**128,2**	**34,8**	**34,6**	**135,9**	**150,8**	**167,4**
Kostnad sålda varor	-18,0	-19,1	-64,6	-18,0	-19,6	-73,4	-81,5	-90,4
Bruttoresultat	**16,8**	**13,6**	**63,6**	**16,8**	**15,0**	**62,5**	**69,4**	**77,0**
Personalkostnader	-7,4	-8,0	-29,2	-8,8	-9,3	-34,8	-36,6	-38,4
Övriga rörelsekostnader	-6,0	-3,1	-22,2	-6,0	-3,4	-16,0	-17,3	-19,3
EBITDA	**3,4**	**2,4**	**12,3**	**2,0**	**2,2**	**11,7**	**15,5**	**19,4**
AV- och nedskrivningar	-2,2	-2,2	-8,3	-1,8	-1,8	-7,1	-5,9	-2,0
EBIT	1,2	0,3	4,0	0,3	0,4	4,5	9,5	17,4
Resultat före skatt	1,0	-0,1	2,3	-0,5	-0,6	2,9	7,6	15,9
Nettoresultat	0,4	-0,4	1,2	-0,4	-0,3	1,2	4,9	12,4
Tillväxt och marginaler								
Försäljningstillväxt *	u.s.	u.s.	45,0%	0,0%	6,1%	6,0%	11,0%	11,0%
Bruttomarginal **	48,4%	41,6%	49,0%	48,4%	43,4%	46,0%	46,0%	46,0%
EBITDA-marginal	9,8%	7,5%	9,6%	5,8%	6,4%	8,6%	10,2%	11,6%
EBIT-marginal	3,6%	0,9%	3,1%	0,7%	1,2%	3,3%	6,3%	10,4%

* Tillväxten år 2013 till följd av förvärv, därefter organiskt.
** Helåret 2013 exkluderades fraktkostnader vilket innebar högre bruttomarginal.

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%

Värderingen är i princip oförändrad mot innan då våra prognosjusteringar är ytterst små. Övriga antaganden är också oförändrade där vårt avkastningskrav för DCF-värderingen är 12,0%.

Långsiktiga antaganden: 8% EBIT-marginal 6-7% årlig tillväxt till år 2022

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 (Base Case) där EBIT-marginalen långsiktigt förväntas ligga omkring 8%. Försäljningstillväxten antas bli 6-7% i genomsnitt fram till år 2022 och därefter 2%. Avkastningskravet skulle kunna vara lägre med tanke på att bolagets marknader är förhållandevis stabila. Med en längre historik som börsnoterat bolag kommer vi sannolikt kunna sänka avkastningskravet framöver.

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 attraktiva multiplar om 7x respektive 5x. Om våra prognoser infrias justeras P/E-talet ned rejält år 2016, som framgår av tabellen nedan.

Värderingsmultiplar

Kurs: 4,50 SEK	2013	2014P	2015P	2016P
P/E	54,4	46,2	11,4	4,5
EV/EBIT	22,0	17,4	8,3	4,5
EV/EBITDA	7,2	6,8	5,1	4,1

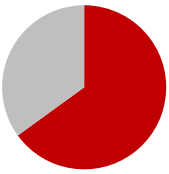
Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

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

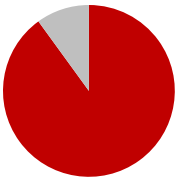
Ratingförändringar i denna rapport: Inga ratingförändringar.

Ledning 6,5p



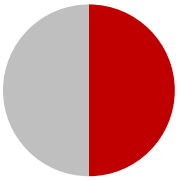
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Bolaget noterades hösten 2013 och transparensen i rapporteringen är något låg. I ett par avseenden anser vi dock att de utmärker sig åt det positiva hållet. God kontinuitet på flera nyckelbefattningar och en företagskultur som vi uppfattar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

Ägarskap 9,0p



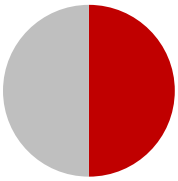
Bolaget får i stort sett full pott i alla avseenden då ägarbilden är väldigt tydlig. Framför allt genom att grundaren Stig Norberg också är dominerande ägare och aktiv i bolaget. Dessutom har de ytterligare kapitalstarka ägare som kan skjuta till medel vid behov. Bland övriga i styrelsen och ledningen,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

Tillväxtutsikter 5,0p



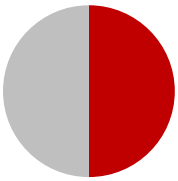
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga 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	151	167
Summa rörelsekostnader	-82	-116	-124	-135	-148
EBITDA	**6**	**12**	**12**	**15**	**19**
Avskrivningar materiella tillg	-2	-1	-1	-1	-2
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-2	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	-5	-5	-5	0
EBIT	**3**	**4**	**5**	**10**	**17**
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-2
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	**3**	**2**	**3**	**8**	**16**
Skatt	-1	-1	-2	-3	-4
Net earnings	**1**	**1**	**1**	**5**	**12**

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångr					
Kassa och bank	2	6	7	8	8
Kundfordringar	26	18	22	24	25
Lager	22	21	23	27	28
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	**50**	**45**	**52**	**59**	**62**
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	3	3	5	9	12
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	5	3
Övr. anlägg. tillg.	3	0	0	0	0
Summa anlägg.	**39**	**23**	**20**	**18**	**20**
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	**89**	**68**	**72**	**77**	**82**
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	8	7	10	11	13
Kortfristiga skulder	28	26	26	26	16
Övriga kortfristiga skulder	19	14	14	14	14
Summa kort. skuld	**55**	**47**	**50**	**50**	**44**
Räntebr. skulder	4	3	3	3	2
L. icke ränteb.skulder	18	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	**77**	**50**	**53**	**54**	**46**
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	**10**	**15**	**17**	**21**	**34**
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	**10**	**15**	**17**	**21**	**34**
Summa skulder och E. Kap.	**89**	**68**	**72**	**77**	**82**

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	136	151	167
Sum rörelsekost.	-82	-116	-124	-135	-148
Avskrivningar	-3	-8	-7	-6	-2
EBIT	**3**	**4**	**5**	**10**	**17**
Skatt på EBIT	-1	-1	-1	-2	-4
NOPLAT	**3**	**3**	**3**	**6**	**14**
Avskrivningar	3	8	7	6	2
Bruttokassaflöde	**6**	**11**	**10**	**12**	**16**
Föränd. i rörelsekap	3	-1	-4	-5	1
Investeringar	-29	-5	-5	-4	-4
Fritt kassaflöde	**-21**	**6**	**1**	**3**	**13**

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	12%	23%	23%	28%	41%
Skuldsättningsgrad	307%	188%	179%	135%	54%
Nettoskuld	30	23	23	21	10
Sysselsatt kapital	40	38	39	43	44
Kapit. oms. hastighet	1.0	1.9	1.9	2.0	2.0

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	15%	45%	6%	11%	11%
VPA-tillväxt (just)	-74%	-31%	1%	305%	152%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	8,8 %	NPV FCF (2013-2015)	13
		NPV FCF (2016-2022)	37
Riskfri ränta	3,5 %	NPV FCF (2023-)	51
Räntepremie	7,0 %	Rörelsefrämmade tillgångar	6
WACC	12,0 %	Räntebärande skulder	-29
		Motiverat värde MSEK	78
Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	7,4 %	**Motiverat värde per aktie, SEK**	**6,3**
EBIT-marginal	8,3 %	Börskurs, SEK	4,5

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	13%	9%	8%	26%	45%
ROCE	11%	9%	10%	20%	34%
ROIC	13%	6%	7%	16%	32%
EBITDA-marginal	7%	10%	9%	10%	12%
EBIT-marginal	4%	3%	3%	6%	10%
Netto-marginal	2%	1%	1%	3%	7%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	0,14	0,10	0,10	0,40	1,00
VPA just	0,14	0,47	0,47	0,77	1,00
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Nettoskuld	2,95	1,84	1,84	1,73	0,81
Antal aktier	10,00	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	29,5	88,1	72,6	71,2	59,8
P/E	0,0	54,4	41,0	10,1	4,0
P/S	0,0	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/S	0,3	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,6	7,2	6,2	4,6	3,1
EV/EBIT	8,8	22,0	16,0	7,5	3,4
P/BV	0,0	4,3	3,0	2,3	1,5

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-7,0 %	Omsättning	24,0 %
3 mån	-15,6 %	Rörelseresultat, just	16,24 %
12 mån	-99 999 999 9	V/A, just	82,7 %
Årets Början	-20,0 %	EK	26,5 %

Aktiestruktur %	Röster/Kapital
Stig Norberg med bolag	49,5 %
Peter Ragnarsson med bolag	20,1 %
Staffan Persson med bolag	11,3 %
Mikael Östman	0,3 %
Bergalo Consulting	0,2 %
Peter Lundberg	0,2 %
Birger Nilsson	0,2 %
Lars Hermelin	0,2 %
Cleas Lindvall	0,2 %

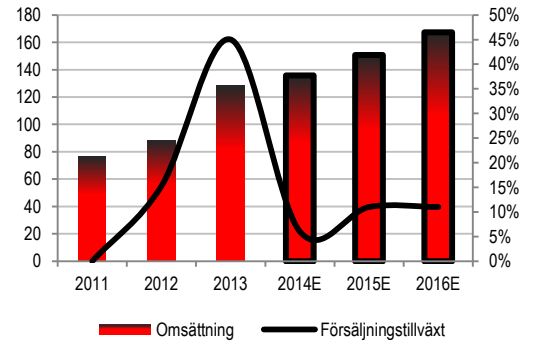
Aktien	
Reuterskod	
Lista	First North
Kurs, SEK	4,5
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	56,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Stig Norberg
CFO	Carl-Johan Steifeldt
Ordf	Thorbjörn Wennerholm

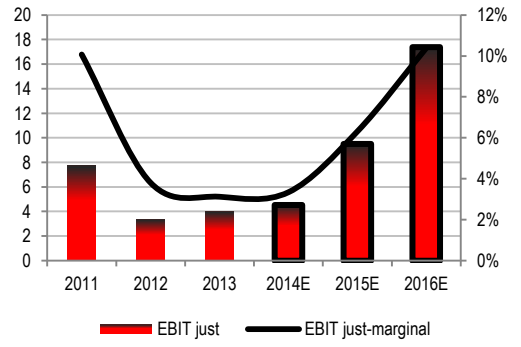
Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 07, 2014
FY 2014 Results	February 27, 2015

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

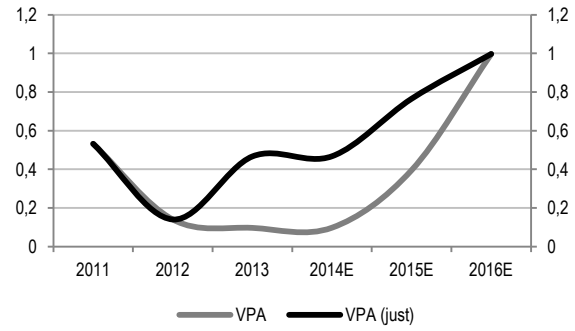
Omsättning & Tillväxt (%)



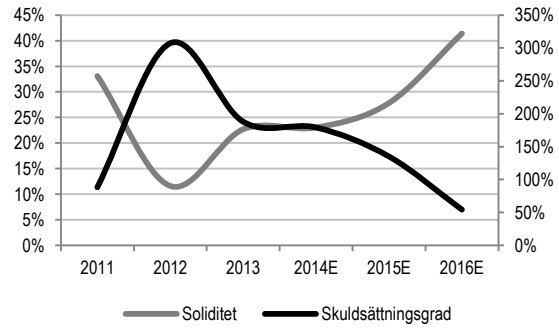
EBIT (justerad) & Marginal (%)



Vinst Per Aktie



Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)



Produktområden

Geografiska områden

Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget North Chemical:Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

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.

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, utarbeta, 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 frånsäger 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 uttryckningen 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. 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 (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt-utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
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.