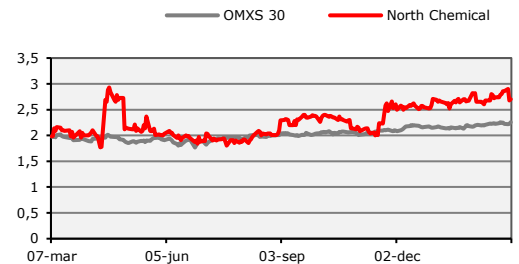


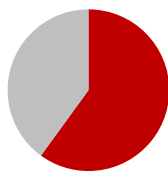
Sammanfattning
NC Lahega (NOCH)
Eventuellt färdigstadat

- Bokslutet blev i stort sett en repris på Q3-rapporten då ytterligare stora omstrukturingskostnader, 16 MSEK i Q4, tynger resultatet. Exklusive dessa var EBITDA 7 MSEK, precis som väntat.
- Den underliggande verksamheten utvecklas stabilt och bra och under 2017 räknar vi med att se synergieffekterna av integrationen än tydligare. Tyvärr har bolaget flera gånger missbedömt vilka åtgärder och kostnader som krävs och vi är osäkra på om det kommer ännu fler överraskningar.
- Vi har höjt försäljningsprognoserna något men tar samtidigt höjd för lite högre kostnader den närmaste tiden. Värderingen i vårt Base case indikerar ett motiverat värde omkring 2,8 kronor per aktie (tidigare 3,0 kronor per aktie).

Lista: First North
 Börsvärde: 141 MSEK
 Bransch: Basic Material
 VD: Erik Hantoft
 Styrelseordf: Torbjörn Lindgren

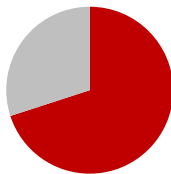

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



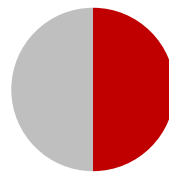
6,0 poäng

Ägarskap



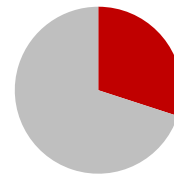
7,0 poäng

Vinstutsikter



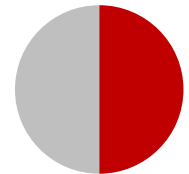
5,0 poäng

Lönsamhet



3,0 poäng

Finansiell styrka



5,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	128	235	361	379	398	Aktiekurs (SEK)	2,8
Tillväxt	-3%	84%	54%	5%	5%	Antal aktier (milj)	51,0
EBITDA	-9	-25	27	42	45	Börsvärde (MSEK)	141
EBITDA-marginal	Neg	Neg	8%	11%	11%	Nettoskuld (MSEK)	113
EBIT	-14	-38	13	28	32	Free float (%)	40 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	4%	7%	8%	Dagl oms. ('000)	50
Resultat före skatt	-16	-43	7	23	28		
Nettoreultat	-13	-36	5	21	25		
Nettomarginal	Neg	Neg	1%	5%	6%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	-0,86	-0,68	0,11	0,42	0,52	Analytiker:	
P/E	Neg	Neg	30,6	6,9	5,6	Henrik Alveskog	
EV/S	0,5	1,1	0,7	0,5	0,4	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/EBITDA	Neg	Neg	8,7	4,9	3,9		

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.

Färdigstadat?

Om vi bortser från de nya engångskostnader som belastade resultatet var utfallet i Q4 riktigt skapligt. Försäljning och bruttoresultat var högre än vi hade räknat med. Resultatet i övrigt hamnade nära våra prognoser. Då vi saknar Lahegas historik på kvartalsbasis är det svårt att jämföra utfallet. Eftersom fordonsidan är en dominerande kundgrupp kan det tänkas att Q4 är en säsongsmässigt stark period. Fordon tvättas som bekant oftare på vintern än sommaren. Av rapporten framgår också att detta kundsegment haft en positiv utveckling under fjolåret.

Den stora överraskningen var att bolaget än en gång gör stora avsättningar för omstruktureringskostnader. Totala "engångskostnader" som belastar Q4 är 15,9 MSEK, varav 12,1 MSEK är avsättningar, se vidare nästa sida.

E.o. kostnader: 16 MSEK

Bra försäljning och underliggande resultat

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q4'15	Q4'16E	Utfall	Diff
Försäljning	31,5	85,0	90,8	7%
Bruttoresultat	12,0	38,2	42,9	12%
EBITDA *	-2,8	6,9	7,0	1%
EBITDA	-7,2	6,9	-8,9	n.n.
EBIT *	-3,7	2,7	2,9	7%
EBIT	-8,1	2,7	-13,0	n.m.
Försäljningstillväxt	-3%	170%	188%	
Bruttomarginal	38%	45%	47%	
EBITDA * marginal	neg	8,1%	7,7%	

* Exkl. omstruktureringskostnader.

Källa: North Chemical, Redeye Research

Det klart dominerande affärsområdet är NCL Brands där produkterna säljs under eget varumärke. Här visar de nu riktigt god lönsamhet och kanske även organiskt tillväxt. Det är dock svårt att avgöra eftersom bolagen slogs ihop i början av sommaren 2016.

Starka bruttomarginaler i Brands

Affärsområden					
MSEK	2015 Q4	2016 Q1	Q2	Q3	Q4
NCL Brands					
Intäkter	15,9	16,2	21,3	50,9	62,9
Bruttoresultat	6,7	6,6	9,8	24,1	32,9
Tillväxt	-4%	-10%	30%	>100%	>100%
Bruttomarginal	42%	41%	46%	47%	52%
Private Label & Logistik					
Intäkter	15,6	18,0	24,5	25,8	27,3
Bruttoresultat	4,3	5,7	9,2	5,9	7,1
Tillväxt	-4%	9%	48%	89%	75%
Bruttomarginal	27%	32%	38%	23%	26%

Källa: NC Lahega, Redeye Research

Återkommande engångskostnader

Integrationsarbetet uppges gå enligt plan. Men planen har förändrats åtminstone ett par gånger sedan de båda bolagen gick samman förra sommaren. Totala "engångskostnader" summerar nu till nästan 40 MSEK. Bolagets uppskattning var ursprungligen att integrationskostnaderna skulle bli cirka 10 MSEK. Men den nya ledningen har identifierat och åtminstone gjort avsättningar för andra och mer långtgående förändringar i koncernen. Vad detta kommer ge i form av lägre kostnader eller effektiviseringar har bolaget inte kvantifierat, men full effekt väntas komma under 2017. Koncernen har kontinuerligt redovisat röda siffror de senaste åren. Sedan Lahega ingår i siffrorna, från Q3-16 beror det dock på integrations- och omstruktureringskostnader. Exkluderat dessa kostnader ligger EBITDA-marginalen nu omkring 8 procent, se markering i tabell nedan.

Mer omfattande omstruktureringar

Rörvik basen för Private Label

I Q4 gjordes avsättningar om 12 MSEK för ytterligare omstrukturering i Rörvik, där behovet av lokalytor har minskat. I rapporten poängteras att Rörvik även fortsättningsvis kommer utgöra basen för Private Label. Ambitionen är att öka volymerna och uppenbarligen finns det möjlighet att samtidigt krympa kostymen vilket borde höja effektivitet och lönsamhet.

Inom Brands genomfördes de stora förändringarna under sommaren och hösten då produktionen i dotterbolag ACP flyttades till Helsingborg. Brands verkar ha fått ut det mesta av synergierna även om de bör kunna få ytterligare effekt när hela organisationen har trimmats in.

NC Lahega blir Tellus

Koncernen kommer ändra bolagsnamn till Tellus. Formellt tas beslutet på stämman i maj, men i viss utsträckning har det redan skett. Tellus är ett gammalt varumärke för tvätt- och rengöringsmedel som legat inom North Chemical. Tellus kommer arbeta under tre varumärken: **Lahega** för fordonssidan, **Strovels** för kunder inom industrin och **Liv** med produkter till hälsosektorn och lokalvård.

NC Lahega, resultaträkning								
MSEK	2015				2016			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Intäkter	35,0	33,1	28,3	31,5	30,2	40,5	73,5	90,8
Bruttoresultat	15,9	14,3	11,3	12,1	12,5	20,6	29,3	42,9
Personalkostnader	-10,2	-10,0	-8,6	-10,5	-9,0	-12,3	-20,1	-21,5
Övriga rörelsekostnader	-4,9	-4,8	-5,2	-8,8	-6,4	-9,5	-21,3	-30,3
EBITDA	0,8	-0,5	-2,4	-7,2	-2,9	-1,2	-12,1	-8,9
AV- och nedskrivningar	-1,4	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7	-0,9	-7,7	-4,1
EBIT	-0,7	-1,9	-3,7	-8,1	-3,6	-2,1	-19,8	-13,0
Nettoresultat	-1,0	-2,3	-4,5	-5,8	-3,3	-2,1	-17,4	-12,9
Tillväxt	0,7%	-4,5%	-5,0%	-3,3%	-13,6%	22,5%	159,7%	188,5%
Bruttomarginal	45,4%	43,3%	40,1%	38,4%	41,5%	50,9%	39,9%	47,2%
EBITDA-marginal	2,3%	-1,5%	-8,6%	-22,8%	-9,6%	-3,0%	-16,4%	-9,8%
Ca: EBITDA-marginal, exkl e.o. poster	3,7%	3,1%	-5,4%	-8,8%	4,6%	2,7%	8,0%	7,7%

Källa: North Chemical, Redeye Research

Prognos & Värdering

Utfallet i Q4-rapporten förändrar inte våra prognoser i någon större utsträckning. Vi har höjt försäljningsprognoserna en aning, men tar samtidigt lite höjd för högre kostnader den närmaste tiden. Vi är inte säkra på att ledningen ännu har identifierat alla nödvändiga strukturåtgärder.

Det var förvisso North Chemical som rent formellt köpte Lahega. Men i praktiken är det Lahega som tar över delar av North Chemicals verksamhet. Det blir därför mer relevant att utgå ifrån Lahega för att göra en bedömning om framtiden. Bolagets historik återges i tabellen nedan där det framgår att de hade en kraftig förbättring av lönsamheten från 2013-2015.

Lahega har lyft marginalerna rejält de senaste åren

Lahega Kemi					
MSEK	2011/12	12/13	13/14	14/15	2015 Proforma
Nettoomsättning	229,5	215,6	219,6	231,2	233,9
EBITDA	13,1	3,2	13,2	17,8	28,4
EBITDA-marginal	5,7%	1,5%	6,0%	7,7%	12,1%
EBIT	8,7	-1,2	9,3	14,3	22,1
Resultat före skatt	5,7	-2,8	7,9	13,3	20,8
Avkastning på totalt kapital	10,6%	neg	12,2%	18,5%	u.s.
Antal anställda	69	66	71	71	ca 65

Källa: Årsredovisningar samt emissionsprospekt

Vi tror att bolagets finansiella mål ligger inom räckhåll

Bolagets egen målsättning är att nå 5 procent organisk tillväxt och 10 procent EBITDA-marginal över en konjunkturcykel. Det är ganska utmanande mål då marknaden totalt sett växer ungefär som BNP och branschen över lag har klart sämre lönsamhet. Marginalmålet ser de ut att vara på god väg att kunna nå när alla rationaliseringar får full effekt. Tillväxtmålet är än så länge svårt att utvärdera men förefaller ändå rimligt.

Redeyes prognoser							
MSEK	North Chemical	Lahega Proforma	NC Lahega Proforma	NC Lahega			
	2015	2015	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Intäkter	###	233,9	361,5	235,0	360,9	379,0	397,9
Bruttoresultat	53,6	109,7	163,3	105,4	166,0	181,9	191,0
Personalkostnader	-39,3			-62,9	-77,3	-81,0	-84,0
Övriga rörelsekostnader	-23,7			-67,5	-61,4	-58,7	-61,7
EBITDA	-9,3	28,4	19,1	-25,0	27,4	42,2	45,3
AV- och nedskrivningar	-5,1	-6,3		-13,4	-14,0	-13,9	-13,3
EBIT exkl e.o. poster	-8,0	22,1	14,1	5,1			
EBIT	###	22,1	7,7	-38,4	13,5	28,3	32,0
Finansnetto	-4,5			-4,5	-6,8	-5,4	-3,8
Resultat före skatt	-42,9			-42,9	6,6	22,9	28,2
Tillväxt och marginaler							
Försäljningstillväxt	####			83,9%	53,6%	5,0%	5,0%
Bruttomarginal	####	46,9%	45,2%	44,8%	46,0%	48,0%	48,0%
EBITDA-marginal	####	12,1%	5,3%	-10,6%	7,6%	11,1%	11,4%
EBIT-marginal, ex e.o.	####	9,4%	3,9%	2,2%	3,7%	7,5%	8,0%

Källa: NC Lahega emissionsprospekt 2016, Redeye Research.

Värdering

Motiverat värde:
~2,8 kronor per aktie

Vår DCF-modell värderar hela rörelsen till drygt 250 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld, 113 MSEK, blir motiverat börsvärde cirka 140 MSEK, eller **2,8 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 24 november 2016, var motsvarande värde 3,0 SEK.

Långsiktiga antaganden:
4% årlig tillväxt
8% EBIT-marginal

Värderingen skiljer sig inte nämnvärt mot tidigare då våra långsiktiga antaganden är oförändrade. För åren 2020-24 antar vi 4 procent organisk tillväxt per år samt 8 procent EBIT-marginal. Det är en något lägre marginal än vi tror att de kan nå de närmaste åren (justerat för förvärvsrelaterade avskrivningar). Men vårt långsiktiga antagande skall också ta höjd för lågkonjunkturer och andra motgångar i företaget.

Baserat på våra prognoser och allt annat lika krävs en uthållig EBIT-marginal om 7-8 procent för att motivera dagens börskurs. Om de däremot når uppåt 10 procent finns en riktigt god potential i aktien.

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

Källa: Redeye Research

Ansträngd likviditet, men LMK ställer upp med krediter

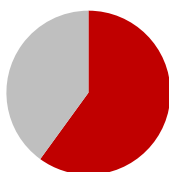
På nyårsafton var det i princip tomt i kassakistan och de räntebärande skulderna uppgick till 113 MSEK. Hade det inte varit för att storägaren LMK ställer upp med krediter så hade det sett klart värre ut. Nu är vi egentligen inte oroliga i det här avseendet. Däremot så tror vi att det kommer ta tid innan bolaget är redo för nästa förvärv med tanke på skuldsättningen.

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.

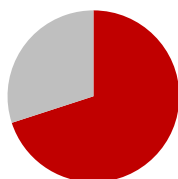
Ratingförändringar i denna rapport: Ägarskap har ökat 2p efter att både VD och ordförande har köpt aktier. Lönsamhet och Finansiell styrka har minskat något.

Ledning 6,0p



Den nya koncernchefen, Erik Hantoft, tillträdde så sent som sommaren 2016. Med sin bakgrund som framgångsrik VD för Lahega under de senaste åren verkar han onekligen väl lämpad. Däremot kan vi ännu inte bedöma honom i den nya publika rollen där kommunikation och transparens är viktiga faktorer. Styrelsen har kompletterats med personer som förefaller ha relevant bakgrund. I synnerhet då Torbjörn Lindgren som varit huvudägare och drivit Lahega under lång tid.

Ägarskap 7,0p



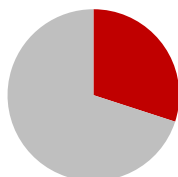
Lahegas tidigare ägare och NC Lahegas ordförande sedan sommaren 2016, Torbjörn Lindgren, ökade sin ägarandel under hösten 2016. Det var givetvis klart glädjande och borgar för hans långsiktiga engagemang. LMK och Staffan Persson verkar också ha ett långsiktigt perspektiv då de successivt har ökat sitt ägande. LMK har dessutom lämnat krediter till bolaget vilket tveklöst har varit av nytta.

Vinstutsikter 5,0p



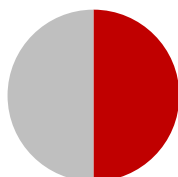
NC Lahega får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mer än i takt med BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga konkurrensfördelar.

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. Lahega bidrar också med en stabil intjäning och möjligheter att få nytta av bättre skalfördelar.

Finansiell styrka 5,0p



Bolaget har en hög skuldsättning, men som väl är ger LMK krediter till dess att bolaget visar positivt kassaflöde. Förvärvet av Lahega ökar visserligen upp skulderna ytterligare, men den nya verksamheten har av allt att döma en stabil och god intjäning vilket förbättrar räntetäckningsgraden. Efter nyemissionen hamnar soliditeten strax över 20 procent.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	128	235	361	379	398
Summa rörelsekostnader	-137	-260	-334	-337	-353
EBITDA	-9	-25	27	42	45
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-6	-5	-5	-4
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-6	-8	-8	-8
Goodwill nedskrivningar	-3	-1	-1	-1	-1
EBIT	-14	-38	13	28	32
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-5	-7	-5	-4
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-16	-43	7	23	28
Skatt	3	7	-2	-2	-3
Nettoreultat	-13	-36	5	21	25
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	0	4	4	4
Kundfordringar	22	52	58	61	64
Lager	17	41	43	42	44
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	41	93	105	106	111
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	8	20	19	18	20
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	9	8	7	6	5
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	1	92	84	76	67
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	18	120	110	100	92
Uppsk. skatteford.	1	4	4	4	4
Summa tillgångar	60	216	218	209	207
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	11	22	32	34	36
Kortfristiga skulder	24	59	52	36	21
Övriga kortfristiga skulder	12	25	25	25	25
Summa kort. skuld	46	106	109	95	82
Räntebr. skulder	18	55	49	34	20
L. icke ränteb.skulder	0	5	5	5	5
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	64	166	163	134	107
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	16	16	16	16
Eget kapital	-4	33	38	59	84
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	-4	33	38	59	84
Summa skulder och E. Kap.	60	216	218	209	207
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	128	235	361	379	398
Sum rörelsekost.	-137	-260	-334	-337	-353
Avskrivningar	-5	-13	-14	-14	-13
EBIT	-14	-38	13	28	32
Skatt på EBIT	3	7	-4	-3	-3
NOPLAT	-12	-32	10	25	29
Avskrivningar	5	13	14	14	13
Bruttokassaflöde	-7	-19	24	39	42
Föränd. i rörelsekap	3	-28	2	0	-3
Investeringar	-5	-115	-4	-4	-6
Fritt kassaflöde	-9	-162	22	36	33
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	-6%	15%	17%	28%	41%
Skuldsättningsgrad	-1 114%	339%	264%	120%	48%
Nettoskuld	39	114	97	66	37
Sysselsatt kapital	36	147	135	125	121
Kapit. oms. hastighet	2.1	1.1	1.7	1.8	1.9
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	-3%	84%	54%	5%	5%
VPA-tillväxt (just)	151%	-35%	-113%	345%	23%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,0 %	NPV FCF (2017-2019)	70
		NPV FCF (2020-2026)	100
		NPV FCF (2027-)	85
		Rörelsefrämjade tillgångar	0
		Räntebärande skulder	-114
		Motiverat värde MSEK	141
Antaganden 2020-2024		Motiverat värde per aktie, SEK	2,8
Genomsn. förs. tillv.	4 %	Rörskurs SEK	2,8
FRIT-marginal	8 %		

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	0%	0%	13%	43%	36%
ROCE	-38%	-42%	9%	21%	25%
ROIC	-34%	-90%	7%	19%	23%
EBITDA-marginal	-7%	-11%	8%	11%	11%
EBIT-marginal	-11%	-16%	4%	7%	8%
Netto-marginal	-11%	-15%	1%	5%	6%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	-1,08	-0,70	0,09	0,40	0,50
VPA just	-0,86	-0,68	0,11	0,42	0,52
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	3,16	2,22	1,90	1,30	0,72
Antal aktier	12,44	51,02	51,02	51,02	51,02

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	66,6	251,3	238,3	207,6	178,0
P/E	-2,0	-3,9	30,6	6,9	5,6
P/S	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
EV/S	0,5	1,1	0,7	0,5	0,4
EV/EBITDA	-7,2	-10,1	8,7	4,9	3,9
EV/EBIT	-4,6	-6,5	17,7	7,3	5,6
P/BV	-7,4	4,1	3,7	2,4	1,7

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	4,5 %	Omsättning	68,0 %
3 mån	8,2 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	39,2 %	V/A, just	n.m.
Årets Början	2,2 %	EK	n.m.

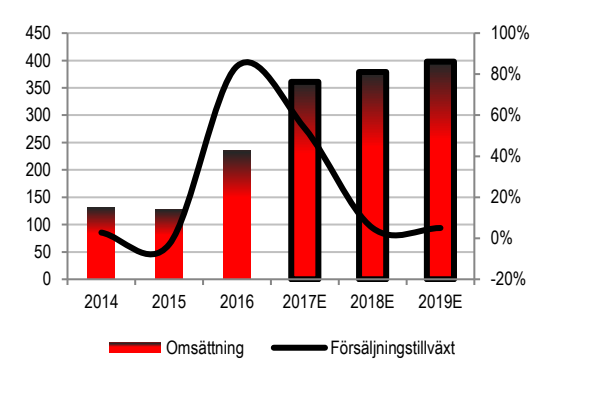
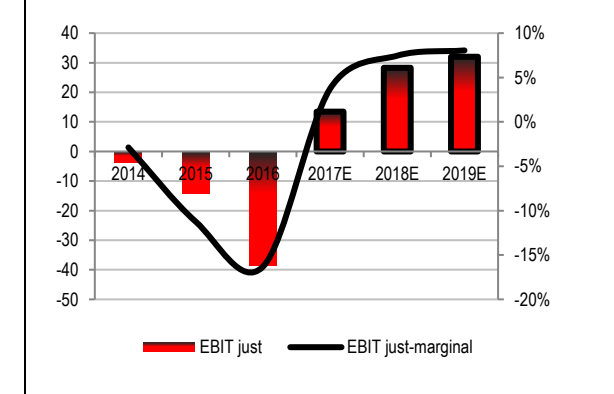
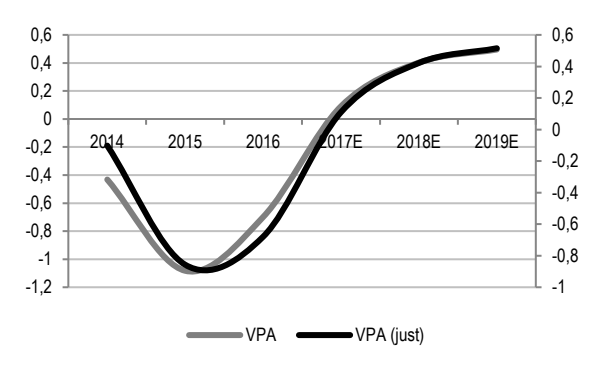
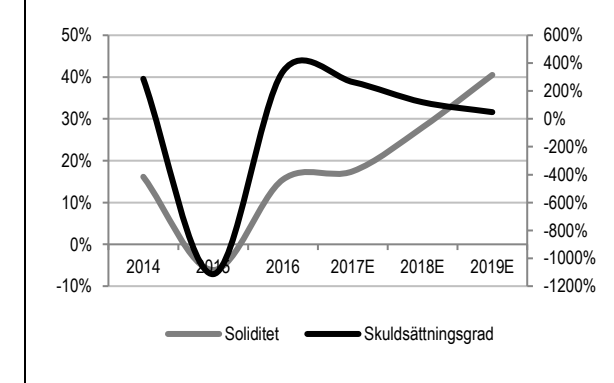
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Staffan Persson med bolag	26,7 %	26,7 %
Peter Ragnarsson med bolag	22,1 %	22,1 %
Torbjörn Lindgren via bolag	10,1 %	10,1 %
Avanza Pension	4,0 %	4,0 %
Johan Strömberg	3,4 %	3,4 %
Michael Karlsson	2,9 %	2,9 %
Erik Åfors	2,5 %	2,5 %
Fredrik Grevelius	2,1 %	2,1 %
Mikael Hägg	1,7 %	1,7 %
Roland Schylit	1,7 %	1,7 %

Aktien	
Reuterskod	NOCH
Lista	First North
Kurs, SEK	2,8
Antal aktier, milj	51,0
Börsvärde, MSEK	141,3

Bolagsledning & styrelse	
VD	Erik Hantoft
CFO	Hans Östebo
IR	
Ordf	Torbjörn Lindgren

Nästkommende rapportdatum	
Q1 report	May 12, 2017
Q2 report	August 25, 2017
Q3 report	November 17, 2017

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>130</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>130</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>230</td> <td>40%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>360</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>380</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>400</td> <td>10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	130	0%	2015	130	-10%	2016	230	40%	2017E	360	10%	2018E	380	10%	2019E	400	10%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>-5</td> <td>-5%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-10</td> <td>-15%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>-35</td> <td>-18%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>10</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>25</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>30</td> <td>5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	-5	-5%	2015	-10	-15%	2016	-35	-18%	2017E	10	5%	2018E	25	5%	2019E	30	5%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	130	0%																																									
2015	130	-10%																																									
2016	230	40%																																									
2017E	360	10%																																									
2018E	380	10%																																									
2019E	400	10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	-5	-5%																																									
2015	-10	-15%																																									
2016	-35	-18%																																									
2017E	10	5%																																									
2018E	25	5%																																									
2019E	30	5%																																									
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>2014</td> <td>-0.5</td> <td>-0.5</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-1.0</td> <td>-1.0</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>-0.8</td> <td>-0.8</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0.0</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>0.4</td> <td>0.4</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>0.5</td> <td>0.5</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2014	-0.5	-0.5	2015	-1.0	-1.0	2016	-0.8	-0.8	2017E	0.0	0.0	2018E	0.4	0.4	2019E	0.5	0.5	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>15%</td> <td>40%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-5%</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>15%</td> <td>45%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>15%</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>25%</td> <td>30%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>40%</td> <td>30%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	15%	40%	2015	-5%	-10%	2016	15%	45%	2017E	15%	35%	2018E	25%	30%	2019E	40%	30%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2014	-0.5	-0.5																																									
2015	-1.0	-1.0																																									
2016	-0.8	-0.8																																									
2017E	0.0	0.0																																									
2018E	0.4	0.4																																									
2019E	0.5	0.5																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	15%	40%																																									
2015	-5%	-10%																																									
2016	15%	45%																																									
2017E	15%	35%																																									
2018E	25%	30%																																									
2019E	40%	30%																																									
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>NC Lahega 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 investerarrationer.. 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

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 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 Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-03-06)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	40	41	18	10	21
3,5p - 7,0p	75	66	98	34	44
0,0p - 3,0p	8	16	7	79	58
Antal bolag	123	123	123	123	123

*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.