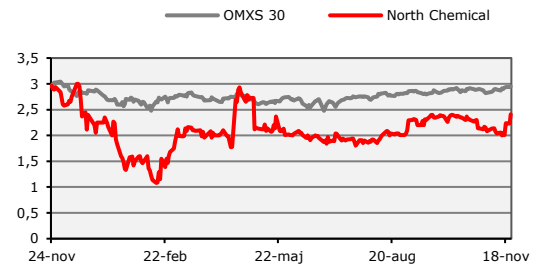


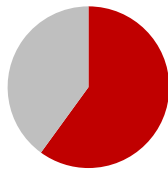
**Sammanfattning**
**NC Lahega (NOCH)**
**Uppe på banan igen**

- Q3-rapporten vittnar om att den största delen av integrationsarbetet nu har genomförts och kostnader om 21 MSEK belastar kvartalet. Exklusive dessa var EBITDA 6 MSEK, vilket är aningen bättre än vi hade räknat med.
- Efter en lång period präglad av rationaliseringsarbete och svaga resultat är nu bolaget åter på banan. Åtminstone ur perspektivet att de har lönsamhet i sin underliggande verksamhet. Synergieffekterna kommer bli tydliga och slå igenom successivt under nästa år.
- Våra prognosförändringar är relativt små bortsett från att omstruktureringskostnaderna som belastar detta år blir högre än tidigare uppskattning. Vår värdering indikerar ett motiverat värde omkring 3,0 kronor per aktie.

Lista: First North  
 Börsvärde: 132 MSEK  
 Bransch: Basic Material  
 VD: Erik Hantoft  
 Styrelseordf: Torbjörn Lindgren

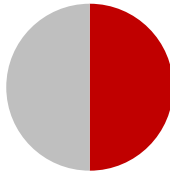

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



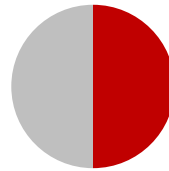
6,0 poäng

Ägarskap



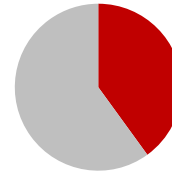
5,0 poäng

Vinstutsikter



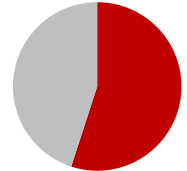
5,0 poäng

Lönsamhet



4,0 poäng

Finansiell styrka



5,5 poäng

**Nyckeltal**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	132	128	229	351	368	Aktiekurs (SEK)	2,6
Tillväxt	3%	-3%	79%	53%	5%	Antal aktier (milj)	51,0
EBITDA	4	-9	-9	36	46	Börsvärde (MSEK)	132
EBITDA-marginal	3%	Neg	Neg	10%	12%	Nettoskuld (MSEK)	115
EBIT	-4	-14	-23	22	32	Free float (%)	45 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	6%	9%	Dagl oms. ('000)	40
Resultat före skatt	-5	-16	-27	16	27		
Nettoresultat	-5	-13	-24	14	21		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	4%	6%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,10	-0,86	-0,46	0,29	0,44	Henrik Alveskog	
P/E	Neg	Neg	Neg	9,6	6,2	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,6	0,5	1,1	0,6	0,5		
EV/EBITDA	23,9	Neg	Neg	5,9	4,1		

**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.

## Uppe på banan igen

Utfallet i det tredje kvartalet var försäljningsmässigt under vår prognos medan resultatet blev ungefär som väntat. Lahega ingår nu under hela perioden men vi känner inte till deras historiska säsongsmönster vilket gör det svårt att jämföra och bedöma utfallet. Troligtvis har koncernen totalt sett tappat lite försäljning vilket ofta är ofrånkomligt vid denna typ av samgåenden. Justerad EBITDA (exkl. omstruktureringskostnader) blev ändå något högre än vi räknat med och indikerar att det finns en bra underliggande lönsamhet i verksamheten även nu innan kostnadssynergierna har slagit igenom.

*E.o. kostnader: 21 MSEK*

*Kostnadssynergierna  
skall ge full effekt 2017*

Engångskostnader belastade resultatet i Q3 med 21 MSEK. Ännu har bolaget inte kvantifierat kostnadssynergierna men de upprepar att full effekt kommer under 2017.

*Lägre försäljning men  
bättre justerad EBITDA*

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q3'15	Q3'16E	Utfall	Diff
Försäljning	28,3	80,0	73,5	-8%
EBITDA *	-1,4	4,2	5,9	39%
EBITDA	-2,4	-7,0	-12,1	
EBIT *	-2,7	2,0	1,3	
EBIT	-3,7	-19,0	-19,7	-4%
Försäljningstillväxt	-5%	183%	160%	
Bruttomarginal	40%		40%	
EBITDA * marginal	neg	5,3%	8,0%	

\* Exkl. omstruktureringskostnader.

Källa: North Chemical, Redeye Research

Tabellen nedan återger försäljning och bruttomarginaler i affärsområdena NCL Brands respektive Private Label & Logistik. NCL Brands har nu blivit den klart största och viktigaste delen i koncernen. Nedskrivningar och omvärderingar av varulagren i samband med samgåendet har tyngt båda enheternas bruttomarginal under Q3. Dock oklart med hur mycket.

Affärsområden							
MSEK	2015				2016		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>NCL Brands</b>							
Intäkter	18,1	16,3	14,8	15,9	16,2	21,3	50,9
Bruttoresultat	10,4	8,4	7,3	6,7	6,6	9,8	24,1
Tillväxt	-10%	0%	2%	-4%	-10%	30%	244%
Bruttomarginal	57%	52%	49%	42%	41%	46%	47%
<b>Private Label &amp; Logistik</b>							
Intäkter	16,6	16,6	13,6	15,6	18,0	24,5	25,8
Bruttoresultat	5,2	5,6	3,9	4,3	5,7	9,2	5,9
Tillväxt	9%	-5%	-9%	-4%	9%	48%	89%
Bruttomarginal	31%	34%	29%	27%	32%	38%	23%

Källa: NC Lahega, Redeye Research

## Integrationen går snabbare än plan

Tidigare under hösten meddelade bolaget att integrationen hittills har gått över förväntan och kommer bli mer omfattande än man först hade planerat. De kostnader och reserveringar om sammanlagt 21 MSEK som togs i Q3 skall dock täcka alla planerade åtgärder. Besparingseffekten bör synas något i form av lägre personalkostnader under årets fjärde kvartal. Full effekt kommer under 2017, gissningsvis inte förrän mot slutet av året.

En ny och separat del som kanske inte direkt har med samgåendet att göra är beslutet om att lägga ned pulververksamheten i Rörvik. Det bedöms inte längre vara lönsamt att ha egen pulvertillverkning utan produkterna kommer köpas från andra leverantörer.

*Omfattande flytt till Helsingborg*

Produktionen i North Chemicals dotterbolag ACP flyttades till Helsingborg under sommaren och hösten. ACP är gamla North Chemicals del som tillverkar under egna varumärken och som bekant nyligen flyttades från Alingsås till Rörvik. Fabriken i Rörvik var dock mindre lämpad och det blev en ganska tillfällig lösning. I Lahegas anläggning i Helsingborg fanns däremot expansionsmöjligheter och flytt nummer två uppges ha gått ganska smärtfritt. NCL Brands har nu hela sin produktion i Helsingborg medan Private Label & Logistik har tillverkningen i Rörvik och Helsingborg.

*Justerad EBITDA-marginal: 8%*

Med alla strukturkostnader som belastar det tredje kvartalet och utan jämförbara siffror är det svårt att tolka och utvärdera Q3-rapporten. På den positiva sidan kan vi ändå notera att EBITDA-marginalen, exklusive integrations- och omstrukturingskostnader, steg till 8 procent. Det indikerar en bra underliggande lönsamhet. I synnerhet med tanke på att det sannolikt är en säsongsmässigt svag period. Och dessutom syns ingenting av synergieffekterna ännu.

NC Lahega, resultaträkning							
MSEK	2015				2016		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>Intäkter</b>	<b>35,0</b>	<b>33,1</b>	<b>28,3</b>	<b>31,5</b>	<b>30,2</b>	<b>40,5</b>	<b>73,5</b>
Kostnad sålda varor	-19,1	-18,7	-17,0	-19,4	-17,7	-19,9	-44,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,9</b>	<b>14,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>	<b>20,6</b>	<b>29,3</b>
Personalkostnader	-10,2	-10,0	-8,6	-10,5	-9,0	-12,3	-20,1
Övriga rörelsekostnader	-4,9	-4,8	-5,2	-8,8	-6,4	-9,5	-21,3
<b>EBITDA</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-12,1</b>
AV- och nedskrivningar	-1,4	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7	-0,9	-7,7
<b>EBIT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-19,8</b>
Resultat före skatt	-1,0	-2,3	-4,5	-8,5	-4,1	-2,7	-21,4
Nettoresultat	-1,0	-2,3	-4,5	-5,8	-3,3	-2,1	-17,4
Tillväxt	0,7%	-4,5%	-5,0%	-3,3%	-13,6%	22,5%	159,7%
Bruttomarginal	45,4%	43,3%	40,1%	38,4%	41,5%	50,9%	39,9%
EBITDA-marginal	2,3%	-1,5%	-8,6%	-22,8%	-9,6%	-3,0%	-16,4%
Ca: EBITDA-marginal, exkl e.o. poster	3,7%	3,1%	-5,4%	-8,8%	4,6%	2,7%	8,0%

Källa: North Chemical, Redeye Research

## Prognos & Värdering

Utfallet i Q3-rapporten har inte förändrat våra prognoser och antaganden i någon större utsträckning. Omstruktureringskostnaderna blir förvisso klart högre, men det kommunicerades redan i oktober. 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 har haft en kraftig förbättring av lönsamheten de senaste åren.

*Lahega har lyft marginalerna rejält de senaste åren*

<b>Lahega Kemi</b>					
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. Men vi tror att bolaget har goda förutsättningar att nå båda målen med de synergieffekter som kommer realiseras det närmaste året.

### Redeyes prognoser

MSEK	North Chemical		Lahega Proforma	NC Lahega Proforma	NC Lahega		
	2014	2015	2015	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Intäkter</b>	<b>131,7</b>	<b>127,8</b>	<b>233,9</b>	<b>361,5</b>	<b>229,2</b>	<b>350,9</b>	<b>368,5</b>
Kostnad sålda varor	-71,6	-74,2			-128,5	-189,5	-195,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>60,1</b>	<b>53,6</b>	<b>109,7</b>	<b>163,3</b>	<b>100,7</b>	<b>161,4</b>	<b>173,2</b>
Personalkostnader	-36,9	-39,3			-58,4	-69,3	-72,3
Övriga rörelsekostnader	-19,7	-23,7			-51,2	-56,1	-55,3
<b>EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>-9,3</b>	<b>28,4</b>	<b>19,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>36,0</b>	<b>45,6</b>
AV- och nedskrivningar	-7,3	-5,1	-6,3		-13,8	-13,8	-13,8
<b>EBIT exkl e.o. poster</b>		<b>-8,0</b>	<b>22,1</b>	<b>14,1</b>	<b>4,9</b>		
<b>EBIT</b>	<b>-3,8</b>	<b>-14,4</b>	<b>22,1</b>	<b>7,7</b>	<b>-22,7</b>	<b>22,1</b>	<b>31,8</b>
Finansnetto	-1,5	-1,8			-4,7	-6,1	-4,3
Resultat före skatt	-5,3	-16,2			-27,4	16,1	27,5
<b>Tillväxt och marginaler</b>							
Försäljningstillväxt	2,9%	-3,0%			79,3%	53,1%	5,0%
Bruttomarginal	45,7%	42,0%	46,9%	45,2%	43,9%	46,0%	47,0%
EBITDA-marginal	2,7%	-7,3%	12,1%	5,3%	-3,9%	10,3%	12,4%
EBIT-marginal, ex e.o.	-2,9%	-11,2%	9,4%	3,9%	2,1%	6,3%	8,6%

Källa: NC Lahega emissionsprospekt 2016, Redeye Research.

## Värdering

Motiverat värde:  
~3,0 kronor per aktie

Vår DCF-modell värderar hela rörelsen till drygt 250 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld blir motiverat börsvärde strax över 150 MSEK, motsvarande **3,0 kronor per aktie**.

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

Värderingen skiljer sig inte nämnvärt mot tidigare då prognosförändringarna är relativt små. Våra långsiktiga antaganden är också oförändrade vilket har ännu större inverkan på värderingen. För åren 2020-24 antar vi 4 procent organisk tillväxt samt 8 procent EBIT-marginal. Det är en något lägre marginal än vi tror att de kan nå på kort sikt (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 omkring 7 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%
<b>WACC</b>					
<b>13,0%</b>	2,5	2,9	3,3	3,9	4,3
<b>14,0%</b>	2,2	2,5	<b>3,0</b>	3,3	3,7
<b>15,0%</b>	1,8	2,2	2,5	2,8	3,2

Källa: Redeye Research

Nyckeltalen är svåra att dra några enkla slutsatser av. Årets resultat tyngs av engångskostnader och intjäningen normaliseras först framåt 2017-18. EV/EBITDA-multipeln blir nu mest relevant då den återspeglar både skuldsidan och de höga avskrivningarna. Om våra prognoser infrias framstår värderingen som klart attraktiv.

Värderingsmultiplar					
Kurs: 2,7 SEK	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>P/E</b>	neg	neg	10,1	6,5	5,7
<b>EV/EBIT</b>	neg	neg	11,4	8,0	7,4
<b>EV/EBITDA</b>	neg	>100	<b>7,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>

Källa: Redeye Research

## Ordförande ökar upp sitt ägande

Ordförande köpte nyligen mer aktier

Helt nyligen, 24 november, kom ett flaggningsmeddelande om att Torbjörn Lindgren ökar upp sitt ägande. Han äger nu 10,1 procent, mot 8,9 procent innan. En klart positiv signal även om det kanske inte har någon större betydelse att han passerat just 10 procent.

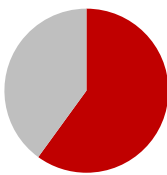
## Sammanfattning Redeye Rating

---

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 förändringar.

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 5,0p



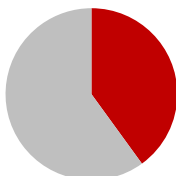
Lahegas tidigare ägare och NC Lahegas ordförande sedan sommaren 2016, Torbjörn Lindgren, ökade sin ägarandel under hösten 2016. Det var givetvis klart glädjande och borgar för hans långsiktiga engagemang. LMK och Staffan Persson verkar också ha ett långsiktigt perspektiv då de successivt har ökat sitt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

Vinstutsikter 5,0p



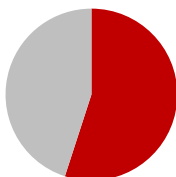
NC Lahega får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mer än i takt med BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga konkurrensfördelar.

Lönsamhet 4,0p



Lönsamheten har de senaste två åren varit klen, men har nu goda förutsättningar att återställas efter förvärvet och 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 5,5p



Bolaget har en hög skuldsättning, men som väl är ger LMK krediter tills 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.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	132	128	229	351	368
Summa rörelsekostnader	-128	-137	-238	-315	-323
<b>EBITDA</b>	<b>4</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>36</b>	<b>46</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-1	-7	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-6	-8	-8
Goodwill nedskrivningar	-4	-3	-1	-1	-1
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-23</b>	<b>22</b>	<b>32</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-5	-6	-4
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>-27</b>	<b>16</b>	<b>27</b>
Skatt	0	3	3	-2	-6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>-24</b>	<b>14</b>	<b>21</b>
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	2	3	5	5
Kundfordringar	21	22	44	42	44
Lager	20	17	41	39	37
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>44</b>	<b>41</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>86</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	4	8	31	31	37
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	10	9	8	7	6
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	4	1	82	74	66
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>121</b>	<b>112</b>	<b>108</b>
Uppsk. skatteford.	0	1	1	1	1
<b>Summa tillgångar</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>209</b>	<b>198</b>	<b>195</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	9	11	41	49	52
Kortfristiga skulder	24	24	68	49	34
Övriga kortfristiga skulder	12	12	20	20	20
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>129</b>	<b>118</b>	<b>106</b>
Räntebr. skulder	4	18	51	37	25
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>180</b>	<b>155</b>	<b>131</b>
Uppskj. skatteskuld	2	0	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	10	-4	27	41	62
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>10</b>	<b>-4</b>	<b>27</b>	<b>41</b>	<b>62</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>209</b>	<b>198</b>	<b>195</b>
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	132	128	229	351	368
Sum rörelsekost.	-128	-137	-238	-315	-323
Avskrivningar	-7	-5	-14	-14	-14
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-23</b>	<b>22</b>	<b>32</b>
Skatt på EBIT	0	3	3	-3	-7
<b>NOPLAT</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>-20</b>	<b>19</b>	<b>25</b>
Avskrivningar	7	5	14	14	14
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>4</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>33</b>	<b>38</b>
Föränd. i rörelsekap	-3	3	-7	12	2
Investeringar	-2	-5	-117	-5	-10
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-130</b>	<b>40</b>	<b>30</b>
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	16%	-6%	13%	21%	32%
Skuldsättningsgrad	287%	-1 114%	439%	211%	96%
Nettoskuld	26	39	116	81	54
Sysselsatt kapital	36	36	143	122	116
Kapit. oms. hastighet	2.2	2.1	1.1	1.8	1.9
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	3%	-3%	79%	53%	5%
VPA-tillväxt (just)	-548%	151%	-56%	-156%	56%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,0%	NPV FCF (2016-2018)	-14
		NPV FCF (2019-2025)	127
		NPV FCF (2026-)	78
		Rörelsefrämjade tillgångar	2
		Räntebärande skulder	-41
		Motiverat värde MSEK	152
Antaganden 2020-2024			
Genomsn. förs. tillv.	4%	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>3,0</b>
FRIT-marginal	8%	Rörskurs, SEK	7,6

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-43%	0%	0%	40%	41%
ROCE	-9%	-38%	-25%	16%	26%
ROIC	-10%	-34%	-57%	13%	20%
EBITDA-marginal	3%	-7%	-4%	10%	12%
EBIT-marginal	-3%	-11%	-10%	6%	9%
Netto-marginal	-4%	-11%	-10%	4%	6%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,43	-1,08	-0,48	0,27	0,42
VPA just	-0,10	-0,86	-0,46	0,29	0,44
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	2,09	3,16	2,27	1,59	1,06
Antal aktier	12,44	12,44	51,02	51,02	51,02

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	83,8	66,6	247,3	212,8	185,9
P/E	-10,8	-2,0	-5,4	9,6	6,2
P/S	0,4	0,2	0,6	0,4	0,4
EV/S	0,6	0,5	1,1	0,6	0,5
EV/EBITDA	23,9	-7,2	-28,3	5,9	4,1
EV/EBIT	-22,1	-4,6	-10,9	9,6	5,9
P/BV	5,9	-7,4	4,9	3,2	2,1

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e
1 mån	13,7 %	Omsättning	31,9 %
3 mån	26,5 %	Rörelseresultat, just	145,00 %
12 mån	-12,8 %	V/A, just	112,1 %
Årets Början	14,7 %	EK	65,5 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Staffan Persson med bolag	26,7 %	26,7 %
Peter Ragnarsson med bolag	21,8 %	21,8 %
Hasselgården Holding AB	10,1 %	10,1 %
Avanza Pension	3,7 %	3,7 %
Michael Karlsson	2,9 %	2,9 %
Ingo Invest AB	2,5 %	2,5 %
Fredrik Grevelius	2,1 %	2,1 %
Mikael Hägg	1,7 %	1,7 %
Roland Schylit	1,7 %	1,7 %

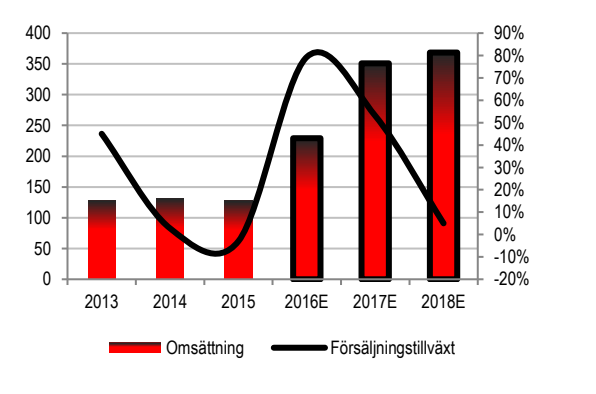
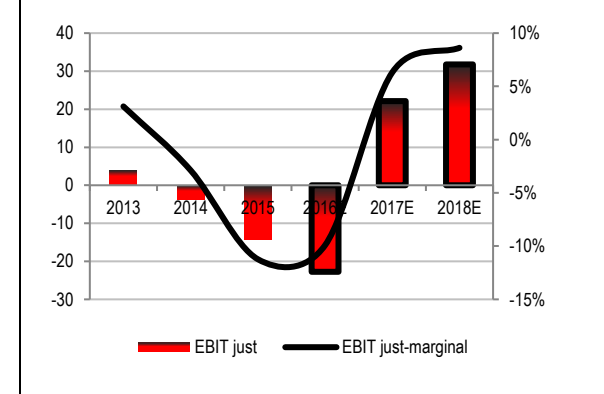
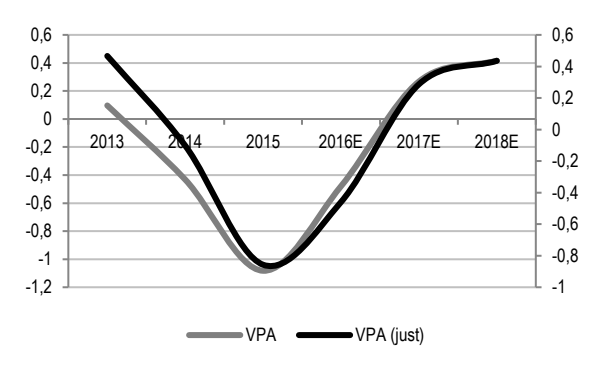
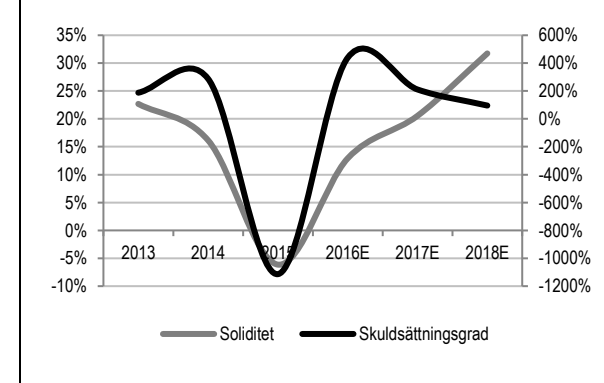
Aktien	
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	2,6
Antal aktier, milj	51,0
Börsvärde, MSEK	131,6

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

Nästkommande rapportdatum	
FY 2016 Results	February 24, 2017
Q1 report	May 12, 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 &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>125</td> <td>45%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>130</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>135</td> <td>-5%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>230</td> <td>80%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>350</td> <td>45%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>370</td> <td>10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2013	125	45%	2014	130	10%	2015	135	-5%	2016E	230	80%	2017E	350	45%	2018E	370	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>2013</td> <td>5</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>-5</td> <td>-5%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-10</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>-20</td> <td>-15%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>20</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>30</td> <td>5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2013	5	5%	2014	-5	-5%	2015	-10	-10%	2016E	-20	-15%	2017E	20	5%	2018E	30	5%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2013	125	45%																																									
2014	130	10%																																									
2015	135	-5%																																									
2016E	230	80%																																									
2017E	350	45%																																									
2018E	370	10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2013	5	5%																																									
2014	-5	-5%																																									
2015	-10	-10%																																									
2016E	-20	-15%																																									
2017E	20	5%																																									
2018E	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>2013</td> <td>0.1</td> <td>0.45</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>-0.4</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-0.9</td> <td>-0.9</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>-0.2</td> <td>-0.2</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0.3</td> <td>0.3</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>0.4</td> <td>0.4</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2013	0.1	0.45	2014	-0.4	0.0	2015	-0.9	-0.9	2016E	-0.2	-0.2	2017E	0.3	0.3	2018E	0.4	0.4	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>25%</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>18%</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-8%</td> <td>-1000%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>15%</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>20%</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>30%</td> <td>20%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2013	25%	25%	2014	18%	35%	2015	-8%	-1000%	2016E	15%	35%	2017E	20%	25%	2018E	30%	20%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2013	0.1	0.45																																									
2014	-0.4	0.0																																									
2015	-0.9	-0.9																																									
2016E	-0.2	-0.2																																									
2017E	0.3	0.3																																									
2018E	0.4	0.4																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2013	25%	25%																																									
2014	18%	35%																																									
2015	-8%	-1000%																																									
2016E	15%	35%																																									
2017E	20%	25%																																									
2018E	30%	20%																																									
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>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 investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

**Ansvarsbegränsning**

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

**Potentiella intressekonflikter**

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

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

**Angående Redeys analysbevakning**

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

**Rating/Rekommendationsstruktur**

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

**Redeye Rating (2016-11-24)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	40	42	20	8	19
3,5p - 7,0p	71	61	92	34	44
0,0p - 3,0p	9	17	8	78	57
Antal bolag	120	120	120	120	120

\*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.