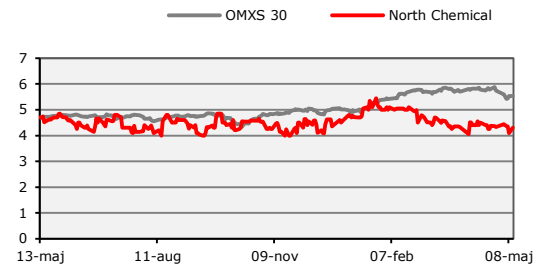


Sammanfattning
North Chemical (NOCH)

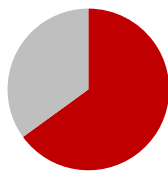
Ännu inget lyft

- Utfallet i Q1-rapporten påminner om fjolårets Q4 i så motto att försäljningen var lite svagare än väntat. Resultatet tyngdes också av omstruktureringskostnader, vilket medförde att EBIT halkade ned till strax under noll.
- Försäljningen lyfter inte och det är uppenbart att bolaget själva inte är nöjda med utfallet. Private Label går fortsatt riktigt bra medan försäljningen under eget varumärke backar. Försäljningsmixen tynger lönsamheten då Private Label har klart lägre bruttomarginaler.
- Vi har dragit ned årets prognoser men tror att både tillväxt och lönsamhet kommer förbättras därefter. Värderingen har också påverkats något och aktien har nu en skaplig potential till vårt motiverade värde strax över 5 kronor.

Lista: First North
 Börsvärde: 43 MSEK
 Bransch: Basic Material
 VD: Stig Norberg
 Styrelseordf: Sophie Persson

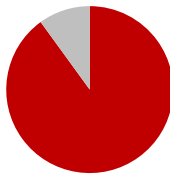

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



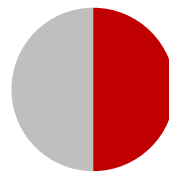
6,5 poäng

Ägarskap



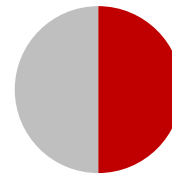
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



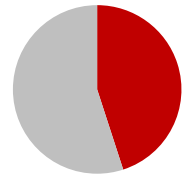
5,0 poäng

Lönsamhet



5,0 poäng

Finansiell styrka



4,5 poäng

Nyckeltal

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | Fakta | |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|---------------------------|------|
| Omsättning, MSEK | 128 | 132 | 136 | 144 | 154 | Aktiekurs (SEK) | 3,5 |
| Tillväxt | 45% | 3% | 3% | 6% | 7% | Antal aktier (milj) | 12,4 |
| EBITDA | 12 | 4 | 5 | 14 | 15 | Börsvärde (MSEK) | 43 |
| EBITDA-marginal | 10% | 3% | 4% | 10% | 10% | Nettoskuld (MSEK) | 28 |
| EBIT | 4 | -4 | 1 | 10 | 14 | Free float (%) | 19% |
| EBIT-marginal | 3% | Neg | 1% | 7% | 9% | Dagl oms. ('000) | 13 |
| Resultat före skatt | 2 | -5 | -1 | 9 | 13 | | |
| Nettoreultat | 1 | -5 | -1 | 7 | 10 | | |
| Nettomarginal | 1% | Neg | Neg | 5% | 7% | | |
| Utdelning/Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,05 | 0,16 | Analytiker: | |
| VPA | 0,47 | -0,10 | 0,16 | 0,68 | 0,81 | Henrik Alveskog | |
| P/E | 54,4 | Neg | Neg | 7,6 | 4,9 | henrik.alveskog@redeye.se | |
| EV/S | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | | |
| EV/EBITDA | 7,2 | 23,9 | 13,2 | 4,7 | 3,7 | | |

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

Redeye Rating: Bakgrund och definition

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

Company Qualities

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

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Stabilt, men på alltför låg nivå

Q1-rapporten blev ingen återställare utan vittnar om att bolaget haft svårt att få igång försäljningstillväxten. Ingen dramatik, utan snarare en stabil utveckling men på för låg nivå. Försäljningen var under första kvartalet oförändrad, 35 MSEK, mot året innan. Vi hade räknat med ett par miljoner kronor bättre, i synnerhet mot bakgrund av att fjolåret inte var särskilt starkt. Intäktsmixen var också negativ i så måtto att försäljningen under egna varumärken minskade med 10% medan Private Label växte. Det är visserligen glädjande att bolaget stärker positionen inom Private Label, men där har de också klart lägre bruttomarginaler än för de egna varumärkena.

Resultatet belastades dessutom av vissa kostnader av engångskaraktär. Dessa var dels relaterade till produktionsflytten till Rörvik men även bytet av CFO. Sammantaget 0,6 MSEK, vilket gjorde att rörelseresultatet landade strax under noll. Vi hade räknat med 1 MSEK i rörelseresultat och avvikelserna är således inte så stora.

Lite lägre försäljning samt e.o. kostnader stod för avvikelserna

| Förväntat vs. utfall | | | | |
|----------------------|-------|--------|--------|------|
| MSEK | Q1'14 | Q1'15E | Utfall | Diff |
| Försäljning | 34,8 | 37,0 | 35,0 | -5% |
| Bruttoresultat | 16,8 | 17,5 | 15,9 | -9% |
| EBITDA * | 2,1 | 2,2 | 1,4 | -38% |
| EBITDA | 2,1 | 2,2 | 0,8 | -65% |
| EBIT | 0,2 | 1,0 | -0,7 | n.m. |
| PTP | 0,0 | 0,5 | -1,0 | n.m. |
| Försäljningstillväxt | 0% | 6% | 1% | |
| Bruttomarginal | 48,3% | 47,3% | 45,4% | |
| EBITDA marginal * | 5,9% | 5,9% | 3,9% | |

* Exkl. omstruktureringkostnader om 0,6 MSEK i Q1-15.

Källa: North Chemical, Redeye Research

Ny bemanning

Ett par förändringar i styrelse och ledning är värda att notera. Sophie Persson som nu har suttit i styrelsen sedan ett år tillbaka tar över ordförandeklubban efter Thorbjörn Wennerholm, som har avböjt omval. Vi har inte utvärderat deras tidigare insatser i detalj. Men vi tror ändå att Sophie Perssons erfarenhet från näringslivet är mer lämpat för bolaget än en jurist och advokat som ordförande, vilket är Thorbjörn Wennerholms bakgrund. Ny i styrelsen är Roland Schylit som har arbetat i en rad internationella bolag inklusive ett par inom kemisektor. I vintras anställdes Tomas Jönsson som ny CFO samt en ny affärsområdeschef för Private Label, Björn Vackmyr.

Ny ordförande

Försäljningsmix och bruttomarginaler

North Chemical är i huvudsak uppdelad i två enheter: Private Label respektive Fordon & Industri där även Marin & Export ingår. Som framgår av tabellen nedan skiljer sig bruttomarginalerna högst väsentligt mellan dessa båda grupper. Inom Fordon & Industri säljer man under egna varumärken och kan hålla klart högre priser.

Av tabellen framgår också att det är denna grupp som har tappat volymer sedan förra hösten. Private Label visade 10% tillväxt i Q4 och 5% på helåret 2014. Sammantaget medförde en högre andel Private Label att bruttomarginalen för koncernen minskade.

*Högre bruttomarginaler
från egna varumärken*

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

Källa: North Chemical, Redeye Research

EBITDA-marginalen har sedan 2014 halkat ned till följd av att bolaget ännu inte fått utväxling i de marknadssatsningar som genomförts. Bolaget siktar på åtminstone 5% organisk tillväxt, vilket inte alls framstår som orealistiskt med tanke på de insatser som gjorts och nya affärer som genomförts.

| North Chemical, resultaträkning | | | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| MSEK | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| Intäkter | 34,8 | 32,6 | 28,8 | 31,6 | 34,8 | 34,6 | 29,8 | 32,6 | 35,0 |
| Kostnad sålda varor | -18,0 | -19,1 | -16,5 | -13,4 | -18,0 | -19,6 | -17,3 | -16,7 | -19,1 |
| Bruttoresultat | 16,8 | 13,6 | 12,3 | 18,2 | 16,8 | 15,0 | 12,5 | 15,9 | 15,9 |
| Personalkostnader | -7,4 | -8,0 | -6,5 | -7,4 | -8,8 | -9,3 | -7,7 | -11,1 | -10,2 |
| Övriga rörelsekostnader | -6,0 | -3,1 | -2,5 | -7,9 | -6,0 | -3,4 | -3,9 | -6,4 | -4,9 |
| EBITDA | 3,4 | 2,4 | 3,3 | 3,0 | 2,0 | 2,2 | 0,9 | -1,6 | 0,8 |
| AV- och nedskrivningar | -2,2 | -2,2 | -2,1 | -1,9 | -1,8 | -1,8 | -2,0 | -1,7 | -1,4 |
| EBIT | 1,2 | 0,3 | 1,1 | 1,1 | 0,3 | 0,4 | -1,1 | -3,3 | -0,7 |
| Resultat före skatt | 1,0 | -0,1 | 0,5 | 0,8 | -0,1 | -0,1 | -1,4 | -3,7 | -1,0 |
| Nettoresultat | 0,4 | -0,4 | 0,0 | 1,0 | -0,4 | -0,3 | -1,4 | -3,3 | -1,0 |
| Tillväxt och marginaler | | | | | | | | | |
| Organisk tillväxt | u.s. | u.s. | u.s. | u.s. | 0,0% | 6,1% | 3,5% | 2,9% | 0,7% |
| Bruttomarginal | 48,4% | 41,6% | 42,8% | 57,5% | 48,4% | 43,4% | 41,8% | 48,7% | 45,4% |
| EBITDA-marginal | 9,8% | 7,5% | 11,4% | 9,4% | 5,8% | 6,4% | 2,9% | -4,9% | 2,3% |
| EBIT-marginal | 3,6% | 0,9% | 3,9% | 3,5% | 0,7% | 1,2% | -3,7% | -10% | -2% |

Källa: North Chemical, Redeye Research.

Prognoser & Värdering

*Lite försiktigare
tillväxtprognoser*

Vi sänker tillväxtprognosen något för innevarande år och gör i övrigt bara små justeringar. De tre senaste kvartalen har varit svagare än förväntat och vi kan inte bedöma om det enbart beror på tillfälligheter. North Chemical har som bekant tagit ett antal nya affärer med stor potential men de verkar ännu inte ha givit större avtryck i volymerna. Försäljningstappet inom Fordon & Industri är väl definierat till ett antal mindre kunder och ledningen sätter in riktade åtgärder för att återta dessa affärer.

Bruttomarginalen har under senare tid pressats av ökade råvarukostnader och prispress från stora kunder. Vi tror inte att det är någon stor dramatik men utgår ifrån att denna trend inte kommer att förbättras de närmaste åren. Samtidigt tror vi att bolaget kan försvara dagens nivåer genom att vända trenden och öka andelen av försäljningen som går via de egna varumärkena där marginalerna är väsentligt högre.

Vi räknar med att North Chemical kommer att göra något eller kanske flera förvärv under de kommande åren. Dessa är dock inte inkluderade i våra prognoser. Delvis på grund av att balansräkningen ser lite tunn ut för att genomföra större förvärv och dessa då troligen kommer finansieras med någon form av kapitalanskaffning.

*Skalfördelar och lägre
avskrivningsnivå väntas
höja resultaten*

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

| Redeyes prognoser | | | | | | |
|--------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| MSEK | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| Intäkter | 88,4 | 128,0 | 131,7 | 135,7 | 143,8 | 153,9 |
| Kostnad sålda varor | -49,7 | -66,9 | -71,6 | -73,3 | -77,7 | -83,1 |
| Bruttoresultat | 38,6 | 61,1 | 60,1 | 62,4 | 66,2 | 70,8 |
| Personalkostnader | -18,3 | -29,2 | -36,9 | -36,6 | -33,6 | -35,4 |
| Övriga rörelsekostnader | -13,9 | -19,6 | -19,7 | -20,4 | -18,7 | -20,0 |
| EBITDA | 6,5 | 12,3 | 3,5 | 5,5 | 13,9 | 15,4 |
| AV- och nedskrivningar | -3,1 | -8,3 | -7,3 | -4,7 | -3,4 | -1,4 |
| EBIT | 3,4 | 4,0 | -3,8 | 0,8 | 10,5 | 14,0 |
| Finansnetto | -0,8 | -1,6 | -1,5 | -1,6 | -1,6 | -1,1 |
| Resultat före skatt | 2,6 | 2,3 | -5,3 | -0,8 | 8,9 | 12,9 |
| Bolagsskatt | -1,2 | -1,2 | -0,1 | -0,3 | -2,4 | -2,8 |
| Nettoresultat | 1,4 | 1,2 | -5,4 | -1,1 | 6,5 | 10,1 |
| Tillväxt och marginaler | | | | | | |
| Försäljningstillväxt | u.s. | 44,8% | 2,9% | 3,0% | 6,0% | 7,0% |
| Bruttomarginal | 43,7% | 47,7% | 45,7% | 46,0% | 46,0% | 46,0% |
| EBITDA-marginal | 7,4% | 9,6% | 2,7% | 4,0% | 9,6% | 10,0% |
| EBIT-marginal | 3,8% | 3,1% | -2,9% | 0,6% | 7,3% | 9,1% |

Källa: North Chemical, Redeye Research.

Värdering

Motiverat värde:
drygt 5 kronor per aktie

Vår DCF-modell värderar verksamheten till drygt 90 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden per årsskiftet som uppgick till 26 MSEK, blir motiverat börsvärde cirka 66 MSEK, **eller 5,3 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 5 mars 2015, var motsvarande värde 5,5 kronor per aktie.

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

Våra långsiktiga antaganden är oförändrade med en tillväxttakt på 6% och EBIT-marginal om 8% i genomsnitt under perioden 2018-23. Tabellen nedan är en känslighetsanalys med avseende på marginaler och avkastningskrav som är de två mest avgörande faktorerna för värderingen. Rutan markerar antagandet för vårt huvudscenario. Avkastningskravet (WACC: 12,5%) skulle kunna vara lägre med tanke på att bolagets marknader är förhållandevis stabila. Med en längre historik som börsnoterat bolag och förbättrad lönsamhet kan vi sannolikt sänka avkastningskravet framöver.

Med uthålliga marginaler
runt 10% finns nu en rejäl
uppsida i aktien

| Känslighetsanalys, SEK per aktie | | | | | |
|----------------------------------|------|------|------------|------|-------|
| Uthållig EBIT-marginal | 6,0% | 7,0% | 8,0% | 9,0% | 10,0% |
| WACC | | | | | |
| 11,0% | 4,7 | 5,7 | 6,8 | 7,9 | 9,0 |
| 12,5% | 3,6 | 4,4 | 5,3 | 6,1 | 7,0 |
| 14,0% | 2,8 | 3,5 | 4,2 | 4,9 | 5,6 |

Källa: Redeye Research

EV/EBITDA nu på riktigt attraktiva nivåer

EV/EBITDA mest relevant

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

| Värderingsmultiplar | | | | | |
|---------------------|------|------|-------------|------------|------------|
| Kurs: 3,5 SEK | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P |
| P/E | 54,4 | neg | neg | 6,7 | 4,3 |
| EV/EBIT | 22,0 | neg | 88,3 | 6,6 | 5,0 |
| EV/EBITDA | 7,2 | 23,9 | 12,7 | 5,0 | 4,5 |

Källa: Redeye Research

Ägarförändringar

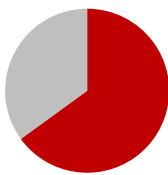
Staffan Persson, som är tredje största ägare minskade sitt innehav något under mars i år. Han äger fortfarande drygt 10% av aktierna i bolaget. Några andra väsentliga förändringar har vi inte noterat. Vad vi däremot gärna skulle vilja se är att fler i styrelse och övrig bolagsledning blir aktieägare. Några personer är det redan, vid sidan av huvudägaren Stig Norberg, men det är väldigt blygsamma poster.

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.

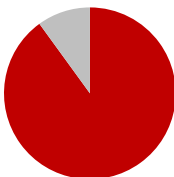
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 6,5p



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 branschfarenhet samtidigt som vi gärna hade sett mer av detta i styrelsen.

Ägarskap 9,0p



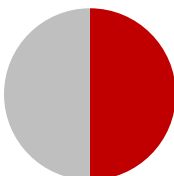
Bolaget får i stort sett full pott i alla avseenden då ägarbilden är väldigt tydlig. Framför allt genom att grundaren Stig Norberg också är dominerande ägare och aktiv i bolaget. Dessutom har de ytterligare kapitalstarka ägare som kan skjuta till medel vid behov. Bland övriga i styrelsen och ledningen,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

Tillväxtutsikter 5,0p



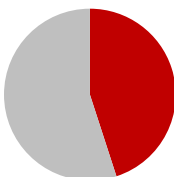
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga 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 4,5p



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 omkring genomsnittet.

| Resultaträkning | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Omsättning | 128 | 132 | 136 | 144 | 154 |
| Summa rörelsekostnader | -116 | -128 | -130 | -130 | -139 |
| EBITDA | 12 | 4 | 5 | 14 | 15 |
| Avskrivningar materiella tillg. | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| Avskrivningar immateriella tillg. | -2 | -2 | -1 | -1 | 0 |
| Goodwill nedskrivningar | -5 | -4 | -3 | -2 | 0 |
| EBIT | 4 | -4 | 1 | 10 | 14 |
| Resultatandelar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansnetto | -2 | -1 | -2 | -2 | -1 |
| Valutakursdifferenser | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | 2 | -5 | -1 | 9 | 13 |
| Skatt | -1 | 0 | 0 | -2 | -3 |
| Nettoreultat | 1 | -5 | -1 | 7 | 10 |
| Balansräkning | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| Tillgångar | | | | | |
| <i>Omsättningstillgångar</i> | | | | | |
| Kassa och bank | 6 | 2 | 4 | 4 | 5 |
| Kundfordringar | 18 | 21 | 20 | 22 | 23 |
| Lager | 21 | 20 | 22 | 23 | 25 |
| Andra fordringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa omsättn. | 45 | 44 | 46 | 49 | 52 |
| <i>Anläggningstillgångar</i> | | | | | |
| Materiella anl.tillg. | 3 | 4 | 5 | 7 | 8 |
| Finansiella anl.tillg. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga finansiella tillg. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Goodwill | 14 | 10 | 7 | 5 | 5 |
| Imm. tillg. vid förväv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övr. immater. tillg. | 6 | 4 | 3 | 1 | 0 |
| Övr. anlägg. tillg. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa anlägg. | 23 | 18 | 15 | 14 | 13 |
| Uppsk. skatteford. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa tillgångar | 68 | 61 | 61 | 62 | 65 |
| Skulder | | | | | |
| <i>Kortfristiga skulder</i> | | | | | |
| Leverantörsskulder | 7 | 7 | 10 | 12 | 12 |
| Kortfristiga skulder | 26 | 24 | 23 | 17 | 10 |
| Övriga kortfristiga skulder | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Summa kort. skuld | 47 | 45 | 47 | 42 | 36 |
| Räntebr. skulder | 3 | 4 | 4 | 3 | 2 |
| L. icke räntebr.skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Konvertibler | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa skulder | 50 | 49 | 50 | 45 | 38 |
| Uppskj. skatteskuld | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Avsättningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Eget kapital | 15 | 10 | 9 | 15 | 25 |
| Minoritet | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minoritet & E. Kap. | 15 | 10 | 9 | 15 | 25 |
| Summa skulder och E. Kap. | 68 | 61 | 61 | 62 | 65 |
| Fritt kassaflöde | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| Omsättning | 128 | 132 | 136 | 144 | 154 |
| Sum rörelsekost. | -116 | -128 | -130 | -130 | -139 |
| Avskrivningar | -8 | -7 | -5 | -3 | -1 |
| EBIT | 4 | -4 | 1 | 10 | 14 |
| Skatt på EBIT | -1 | 0 | 0 | -2 | -3 |
| NOPLAT | 3 | -4 | 0 | 8 | 11 |
| Avskrivningar | 8 | 7 | 5 | 3 | 1 |
| Bruttokassaflöde | 11 | 4 | 5 | 11 | 12 |
| Föränd. i rörelsekap | -1 | -3 | 2 | -1 | -2 |
| Investeringar | -5 | -2 | -2 | -2 | 0 |
| Fritt kassaflöde | 6 | -1 | 5 | 9 | 10 |
| Kapitalstruktur | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| Soliditet | 23% | 16% | 14% | 24% | 38% |
| Skuldsättningsgrad | 188% | 287% | 307% | 129% | 48% |
| Nettoskuld | 23 | 26 | 23 | 15 | 7 |
| Sysselsatt kapital | 38 | 36 | 32 | 31 | 32 |
| Kapit. oms. hastighet | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.4 |
| Tillväxt | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| Försäljningstillväxt | 45% | 3% | 3% | 6% | 7% |
| VPA-tillväxt (just) | -31% | -548% | -79% | -685% | 55% |

| DCF värdering | | Kassaflöden, MSEK | |
|---------------|--------|----------------------------|-----|
| WACC | 12,5 % | NPV FCF (2015-2017) | 18 |
| | | NPV FCF (2018-2024) | 29 |
| | | NPV FCF (2025-) | 44 |
| | | Rörelsefrämjade tillgångar | 2 |
| | | Räntebärande skulder | -28 |
| | | Motiverat värde MSEK | 65 |

| Antaganden 2015-2021 | | Motiverat värde per aktie, SEK | |
|-----------------------|-------|--------------------------------|-----|
| Genomsn. förs. tillv. | 5,6 % | | 5,3 |
| FRIT-marginal | 8,0 % | Börskurs, SEK | 3,5 |

| Lönsamhet | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE | 9% | -43% | -12% | 54% | 51% |
| ROCE | 9% | -9% | 2% | 30% | 39% |
| ROIC | 6% | -10% | 1% | 24% | 36% |
| EBITDA-marginal | 10% | 3% | 4% | 10% | 10% |
| EBIT-marginal | 3% | -3% | 1% | 7% | 9% |
| Netto-marginal | 1% | -4% | -1% | 5% | 7% |

| Data per aktie | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VPA | 0,10 | -0,43 | -0,09 | 0,52 | 0,81 |
| VPA just | 0,47 | -0,10 | 0,16 | 0,68 | 0,81 |
| Utdelning | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,05 | 0,16 |
| Nettoskuld | 1,84 | 2,09 | 1,84 | 1,23 | 0,59 |
| Antal aktier | 12,44 | 12,44 | 12,44 | 12,44 | 12,44 |

| Värdering | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Enterprise Value | 88,1 | 83,8 | 72,4 | 65,0 | 56,9 |
| P/E | 54,4 | -10,8 | -44,7 | 7,6 | 4,9 |
| P/S | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| EV/S | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 7,2 | 23,9 | 13,2 | 4,7 | 3,7 |
| EV/EBIT | 22,0 | -22,1 | 92,0 | 6,2 | 4,1 |
| P/BV | 4,3 | 5,9 | 5,7 | 3,3 | 2,0 |

| Aktiens utveckling | | Tillväxt/år | 13/15e |
|--------------------|---------|-----------------------|----------|
| 1 mån | -9,3 % | Omsättning | 2,9 % |
| 3 mån | -21,0 % | Rörelseresultat, just | -55,62 % |
| 12 mån | -15,1 % | V/A, just | -41,4 % |
| Årets Början | -11,3 % | EK | -24,4 % |

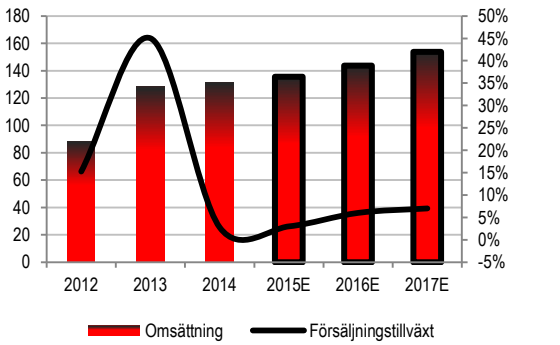
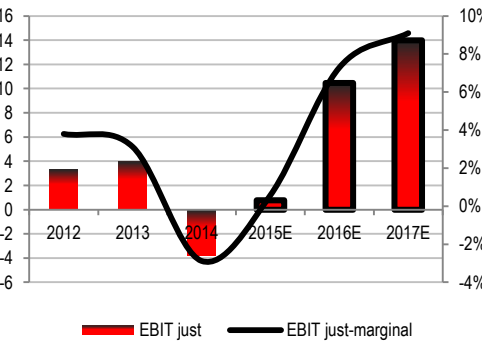
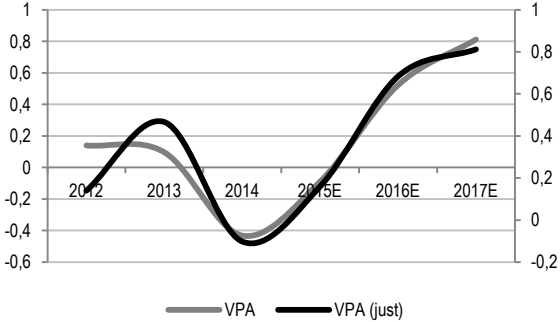
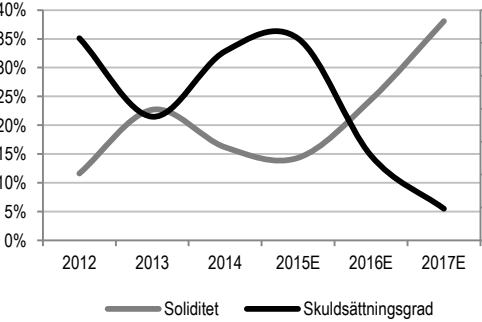
| Aktiestructur % | Röster | Kapital |
|----------------------------|--------|---------|
| Stig Norberg med bolag | 49,5 % | 49,5 % |
| Peter Ragnarsson med bolag | 18,9 % | 18,9 % |
| Staffan Persson med bolag | 10,7 % | 10,7 % |
| Bernt Plotek | 1,6 % | 1,6 % |
| Sellaronda Förvaltnings AB | 0,4 % | 0,4 % |
| Gerult Gaglitsch | 0,4 % | 0,4 % |
| Vong Tran AB | 0,4 % | 0,4 % |
| Bergalo Consulting AB | 0,3 % | 0,3 % |

| Aktien | |
|--------------------|-------------|
| Reuterskod | |
| Lista | First North |
| Kurs, SEK | 4,0 |
| Antal aktier, milj | 12,4 |
| Börsvärde, MSEK | 49,6 |

| Bolagsledning & styrelse | |
|--------------------------|----------------|
| VD | Stig Norberg |
| CFO | Tomas Jönsson |
| IR | Stig Norberg |
| Ordf | Sophie Persson |

| Nästkommande rapportdatum | |
|---------------------------|-------------------|
| Q2 report | August 21, 2015 |
| Q3 report | November 16, 2015 |

| 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>2012</td> <td>~90</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~130</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~140</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~145</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~155</td> <td>~15%</td> </tr> </tbody> </table> | År | Omsättning (MSEK) | Försäljningstillväxt (%) | 2012 | ~90 | ~15% | 2013 | ~130 | ~45% | 2014 | ~130 | ~10% | 2015E | ~140 | ~15% | 2016E | ~145 | ~15% | 2017E | ~155 | ~15% |  <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>2012</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-1</td> <td>~-4%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~1</td> <td>~1%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~10</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~14</td> <td>~9%</td> </tr> </tbody> </table> | År | EBIT just (MSEK) | EBIT just-marginal (%) | 2012 | ~3 | ~4% | 2013 | ~4 | ~4% | 2014 | ~-1 | ~-4% | 2015E | ~1 | ~1% | 2016E | ~10 | ~8% | 2017E | ~14 | ~9% |
| År | Omsättning (MSEK) | Försäljningstillväxt (%) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | ~90 | ~15% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | ~130 | ~45% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | ~130 | ~10% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015E | ~140 | ~15% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016E | ~145 | ~15% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017E | ~155 | ~15% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| År | EBIT just (MSEK) | EBIT just-marginal (%) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | ~3 | ~4% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | ~4 | ~4% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | ~-1 | ~-4% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015E | ~1 | ~1% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016E | ~10 | ~8% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017E | ~14 | ~9% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|  <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~0.15</td> <td>~0.15</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.3</td> <td>~0.3</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.4</td> <td>~-0.4</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~0.1</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~0.6</td> <td>~0.6</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.8</td> <td>~0.8</td> </tr> </tbody> </table> | År | VPA (SEK) | VPA (just) (SEK) | 2012 | ~0.15 | ~0.15 | 2013 | ~0.3 | ~0.3 | 2014 | ~-0.4 | ~-0.4 | 2015E | ~0.1 | ~0.1 | 2016E | ~0.6 | ~0.6 | 2017E | ~0.8 | ~0.8 |  <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~12%</td> <td>~320%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~22%</td> <td>~200%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~15%</td> <td>~150%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~15%</td> <td>~320%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~25%</td> <td>~100%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~38%</td> <td>~50%</td> </tr> </tbody> </table> | År | Soliditet (%) | Skuldsättningsgrad (%) | 2012 | ~12% | ~320% | 2013 | ~22% | ~200% | 2014 | ~15% | ~150% | 2015E | ~15% | ~320% | 2016E | ~25% | ~100% | 2017E | ~38% | ~50% |
| År | VPA (SEK) | VPA (just) (SEK) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | ~0.15 | ~0.15 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | ~0.3 | ~0.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | ~-0.4 | ~-0.4 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015E | ~0.1 | ~0.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016E | ~0.6 | ~0.6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017E | ~0.8 | ~0.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| År | Soliditet (%) | Skuldsättningsgrad (%) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2012 | ~12% | ~320% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2013 | ~22% | ~200% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | ~15% | ~150% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015E | ~15% | ~320% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016E | ~25% | ~100% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017E | ~38% | ~50% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Produktområden | Geografiska områden | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Intressekonflikter Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: 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 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 investerarrelationer.. 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 (2015-05-13)

| Rating | Ledning | Ägarskap | Tillväxt- utsikter | Lönsamhet | Finansiell styrka |
|--------------|---------|----------|-----------------------|-----------|----------------------|
| 7,5p - 10,0p | 28 | 27 | 14 | 7 | 16 |
| 3,5p - 7,0p | 52 | 47 | 66 | 31 | 32 |
| 0,0p - 3,0p | 3 | 9 | 3 | 45 | 35 |
| Antal bolag | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 |

*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.