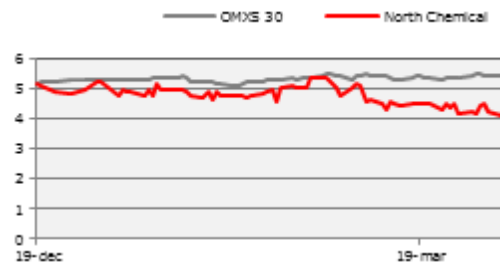


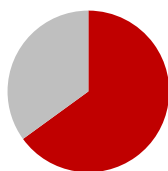
Sammanfattning
North Chemical (NOCH)
Välstädd doldis lockar

- North Chemical är en kemteknisk koncern med inriktning mot rengöringsmedel och underhållsprodukter. Tillverkningen sker i egna fabriker i Sverige och kunderna är främst stora distributörer och detaljhandelskedjor i Norden.
- Marknaden präglas av allt högre miljökrav som sätter press på tillverkarna vilket väntas leda till en konsolidering av branschen. North Chemical siktar på att ta ledning i denna konsolidering och gjorde börsentré i höstas med syfte att använda noteringen som en plattform för kommande expansion.
- Aktien har halkat ned till klart intressanta nivåer. I nuvarande struktur ser vi en potential upp emot 6 kronor per aktie. Framgångsrika förvärv kan ge ytterligare betydande uppsida i värderingen.

Lista: First North
 Börsvärde: 53 MSEK
 Bransch: Chemicals
 VD: Stig Norberg
 Styrelseordf: Thorbjörn Wennerholm

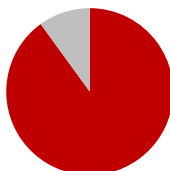

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



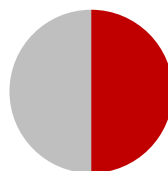
6,5 poäng

Ägarskap



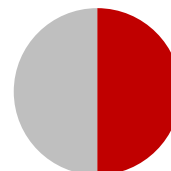
9,0 poäng

Tillväxtutsikter



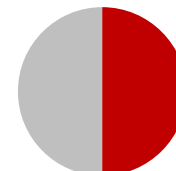
5,0 poäng

Lönsamhet



5,0 poäng

Finansiell styrka



5,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	88	128	135	147	160	Aktiekurs (SEK)	4,3
Tillväxt	15%	45%	5%	9%	9%	Antal aktier (milj)	12,4
EBITDA	6	12	13	16	19	Börsvärde (MSEK)	53
EBITDA-marginal	7%	10%	10%	11%	12%	Nettoskuld (MSEK)	23
EBIT	3	5	7	9	17	Free float (%)	19%
EBIT-marginal	4%	4%	5%	6%	11%	Dagl oms. ('000)	25
Resultat före skatt	3	3	5	8	16		
Nettoreultat	1	2	3	5	12		
Nettomarginal	2%	1%	2%	3%	8%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	Analytiker:	
VPA	0,14	0,15	0,25	0,41	0,99	Henrik Alveskog	
P/E	0,00	34,36	16,89	10,21	4,26	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,33	0,69	0,52	0,46	0,36		
EV/EBITDA	4,57	7,17	5,39	4,32	3,06		

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.

Innehållsförteckning

Investerings­sammanfattning	sid 4
North Chemical	
Bakgrund och verksamhet	sid 5
Ledning, styrelse och ägare	sid 9
Marknad och konkurrens	sid 12
Grunden lagd för lönsam tillväxt	sid 14
SWOT	sid 16
Prognoser & Värdering	sid 17
Redeye Rating	sid 24
Bolaget i siffror	sid 25

Investeringssammanfattning

- North Chemical är en kemteknisk koncern med inriktning mot rengöringsmedel och underhållsprodukter. I december 2013 listades aktien på First North och i samband med detta genomfördes en spridningsemission. Kapitaltillskottet behövdes för att stärka upp balansräkningen och bygga ut marknadsorganisationen. Börsplattformen skall också användas för en fortsatt expansion där bolaget ser goda möjligheter till kompletterande företagsförvärv.
- North Chemical har idag en lönsam rörelse, ett brett utbud av attraktiva miljömärkta produkter och en bra kundbas. Ambitionen är att bli en dominerande aktör på den nordiska marknaden som är fragmenterad och bedöms stå inför en konsolidering. Flera av de mindre aktörerna kommer få det allt svårare att vara konkurrenskraftiga då ökade miljökrav från myndigheterna medför högre kostnader som blir svåra att bära för de mindre spelarna.
- Även utan några nya förvärv kommer North Chemical kunna växa betydligt och av allt att döma med en förbättrad lönsamhet. Tillväxten har de senaste åren hämmats av att fokus helt har legat på att skapa lönsamhet och generera positiva kassaflöden. Nu styrs resurserna om till att prioritera marknadssidan och med stigande volymer bör de få en god utväxling i resultatet.
- Vid höstens emission siktade bolaget på att ta in 30 MSEK, medan utfallet dessvärre bara blev knappt hälften. Pengarna har använts till att stärka upp balansräkningen som var ganska tunn efter ett par magra år och ett större förvärv som genomfördes år 2012. Bolaget kan nu finansiera sin egen expansion, men ett eventuellt förvärv av dignitet skulle troligen kräva ett nytt kapitaltillskott. Med dagens ägarstruktur ser det inte ut att innebära något problem. Vid sidan av grundaren och huvudägaren, Stig Norberg, finns två kapitalstarka ägare i form av LMK och Staffan Persson, som båda har betydande ägarandelar i bolaget.
- Aktiens kräftgång sedan noteringen i höstas gör att den i dagsläget handlas på klart attraktiva nivåer. Vårt huvudscenario indikerar ett värde strax över 6 kronor per aktie och ger en uppsida på nära 50%. Det är förvisso ett positivt scenario i så motto att vi räknar med en god organisk tillväxt och förbättrad lönsamhet. Vi in-tecknar däremot inte kommande förvärv ännu, utan utvärderar dessa om, eller snarare när, de annonseras.
- Aktien handlas omkring 5x EV/EBITDA om våra prognoser för åren 2014-15 infrias. Det är klart attraktivt för ett stabilt bolag med skapliga tillväxtmöjligheter. EBITDA är det mest relevanta resultatmättet då bolaget har höga avskrivningar på immateriella tillgångar som belastar resultatet till och med år 2015.

Grunden lagd för expansion

Bolaget i ett nötskal

North Chemical är en kemteknisk företagsgrupp med inriktning mot rengöringsmedel, hygien- och underhållsprodukter. Sortimentet är brett med över 500 olika produkter, allt ifrån tvätt- och diskmedel till spolarvätska och bilvax. Utveckling och tillverkning sker vid två anläggningar i Sverige och försäljningen är inriktad mot de nordiska marknaderna. Merparten av försäljningen sker i Sverige, men Norge, Finland och även Polen bearbetas av den egna marknadsorganisationen. North Chemical har ett brett produktprogram och kan betraktas som en fullsortimentsleverantör till kunder i Norden. Till ett flertal andra länder exporteras ett smalare nischat produktutbud.

Ambition och målsättningar

Ambitionen är att bli en dominerande leverantör till de ledande distributörerna i Norden. Dels genom att växa den befintliga verksamheten, men därtill krävs också förvärv. Marknaden är klart fragmenterad och flertalet branschkollegor har visat svag lönsamhet. Många saknar kritisk massa för att vara konkurrenskraftiga på sikt vilket talar för en konsolidering. Även om tillväxt står på agendan så lägger bolaget än mer vikt vid att generera positiva kassaflöden och att förbättra lönsamheten.

Siktar på att bli en dominerande aktör på den nordiska marknaden

Tabellen nedan resumerar utvecklingen de senaste två åren. Hösten 2012 skedde ett stort förvärv som förklarar de ökade intäkterna mellan åren. I befintlig struktur har försäljningen minskat under senare år då säljarbetet varit nedprioriterat. Detta är nu på god väg att åtgärdas. Lönsamheten har däremot varit stabil och borde kunna förbättras i takt med stigande volymer. Bolagets målsättning är att EBITDA-marginalen skall överstiga 10%. Beträffande tillväxten är målet att växa organiskt med åtminstone 5% per år. Därtill kommer med all sannolikhet även kompletterande förvärv.

North Chemical, resultaträkning				
MSEK	Q4'12	Q4'13	Helår 2012	Helår 2013
Intäkter	37,6	31,9	88,4	128,2
Kostnad sålda varor	-18,8	-13,1	-49,7	-64,6
Bruttoresultat	18,9	18,8	38,6	62,7
Personalkostnader	-8,7	-7,4	-18,3	-29,2
Övriga rörelsekostnader	-6,6	-8,4	-13,9	-22,2
EBITDA	3,6	3,0	6,5	12,3
EBITDA-marginal	9,6%	9,4%	7,4%	9,6%
AV- och nedskrivningar	-2,1	-1,7	-3,1	-7,6
EBIT	1,5	1,3	3,4	4,7
Nettoresultat	0,4	1,2	1,4	1,9

Källa: North Chemical

Kort historik

Startpunkten för North Chemical var år 2009 då Stig Norberg köpte Aktiv Kemi i Småland. Stig Norberg är alltjämt huvudägare och tillika koncernchef i North Chemical. Han har sin bakgrund i bankvärlden där han arbetade i ett flertal ledande befattningar inom SEB under 90-talet. Därefter har han drivit egna eller delägda bolag inom ett flertal olika verksamhetsområden som bilhandel, fastighetsbolag, finans och försäkring.

Miljön i fokus för både tillverkningen och slutprodukterna

Aktiv Kemi grundades 1992 och hade tidigt ett fokus på miljöfrågor relaterade både till slutprodukten och dess varumärke samt den egna tillverkningen. Aktiv Kemi är en renodlad legotillverkare som utvecklar och tillverkar produkter tillsammans med sina kunder under så kallad private label. Under år 2012 gavs möjligheten att förvärva de två andra dotterbolagen som nu ingår i koncernen: A Clean Partner (ACP) samt Maritech. Tanken var att skapa skalfördelar i produktionen och intäktssynergier genom korsförsäljning. De två nya bolagen hade egna produkter med inarbetade varumärken och en annan kundstruktur som kompletterade Aktiv Kemi väl. ACP och Maritech riktar sig mot företagskunder medan Aktiv Kemis slutkunder främst finns på konsumentmarknaden. Koncernen har sedan förvärvet hösten 2012 haft omkring 55 anställda.

Tabellen ger en historisk överblick över utvecklingen i de rörelsedrivande dotterbolagen. Notera dock att siffrorna i flera fall avser brutna räkenskapsår. Koncernens operativa organisation ser nu annorlunda ut, men siffrorna återger hur de olika enheterna har utvecklats historiskt. Koncernens legala struktur består av ytterligare ett antal dotterbolag. Men dessa har ingen väsentlig praktisk betydelse för själva verksamheten.

North Chemicals dotterbolag						
MSEK						
Aktiv Kemi	2008/09	2009	2010	2011	2012	2013
	12 mån	8 mån	Helår	Helår	Helår	Helår
Omsättning	58,2	50,6	76,6	68,4	64,9	61,2
Rörelseresultat	0,7	5,5	8,8	6,3	2,4	4,2
EBIT-marginal	1,2%	10,8%	11,5%	9,2%	3,7%	6,9%
A Clean Partner (ACP)	2008	2009	10/11	11/12	2012	2013
	12 mån	12 mån	16 mån	12 mån	8 mån	Helår
Omsättning	85,1	80,6	94,9	67,9	36,3	59,3
Rörelseresultat	-6,8	-2,4	0,7	1,0	2,6	7,3
EBIT-marginal	-8,0%	-3,0%	0,7%	1,5%	7,2%	12,3%
Maritech	2008/09	09/10	10/11	11/12	2012	2013
	12 mån	12 mån	12 mån	12 mån	8 mån	Helår
Omsättning	11,7	12,7	12,8	12,6	7,2	9,7
Rörelseresultat	0,4	0,1	0,8	1,1	0,5	0,52
EBIT-marginal	3,6%	1,2%	6,0%	8,8%	6,6%	5,4%

Källa: North Chemical samt dotterbolagens årsredovisningar

Tabellen ovan återger de tre rörelsedrivande dotterbolagens utveckling under de senaste åren. Informationen finns tillgänglig via gamla årsredovisningar på North Chemicals hemsida. Den kvartalsvisa rapporteringen som sker efter börsnoteringen är dock inte så detaljerad utan ligger enbart på koncernnivå. Orsaken är att de olika enheterna trots allt är relativt små och att de i viss mån blivit alltmer integrerade. Dessutom är det uppenbart att detaljerad information skulle kunna ge en del konkurrenter onödigt god inblick i verksamheten.

Tillverkning och försäljning främst under egna varumärken som Snowclean, Strovvels, Trutest och HIAB

ACP har tappat volym men stärkt lönsamheten

ACP säljer sina produkter främst via stora distributörer där några av de mer namnkunniga är: Ahlsell, Toolskedjan, Statoil, Volvo samt Remitek AS för den norska marknaden. De brutna räkenskapsåren gör det något svårare att avgöra den underliggande trenden i omsättningen. Vad som ändå framgår är att intäkterna successivt har minskat under de senaste åren. ACP hade en klart högre omsättning 2008 och 2009 än idag. Enligt ledningen följde sedan en period då man prioriterade ned försäljningsinsatserna till förmån för lönsamheten. Som framgår av tabellen ovan visade ACP förluster under åren 2008-09 trots de högre volymerna. Efter ett antal interna effektiviseringsåtgärder stärktes resultatnivån åren därefter. Fjolåret var riktigt starkt med en rörelsemarginal på 12%.

Utvecklar och legotillverkar för s.k. private label till stora dagligvarukedjor i Sverige, Norge och Finland

Aktiv Kemi – lönsamma och stabila

Aktiv Kemi har också tappat omsättning under de senaste åren. Förklaringen är i huvudsak densamma som för ACP, det vill säga alltför låg marknadsbearbetning. Verksamheten som är inriktad mot legotillverkning är dock mindre känslig för insatserna på marknadssidan. Aktiv Kemi har nära och långsiktiga kundrelationer med stora detaljhandelskedjor. Utveckling och produktion sker i bolagets anläggning i Rörvik men under kundens eget varumärke. Om kunderna är framgångsrika och expanderar kan Aktiv Kemi också växa, utan några stora satsningar på nyförsäljning. Lönsamheten i bolaget har varierat, men de har alltid visat positivt resultat. Även då vi tittar tillbaka ett antal år innan 2008/09.

Produkter till den marina sektorn under varumärket Marisol.

Filial i Norge och internationella återförsäljare

Maritech – liten men lönsam

Maritech är nischade mot den kommersiella fartygssidan. Detta är ett segment som är mindre konkurrensutsatt än övriga delar av koncernen. Som framgår av tabellen ovan har bolagets intäkter och lönsamhet också varit stabila under åren. Bland kunderna återfinns stora rederier som Stena Line, Viking Line, Finnlines, Wallenius Rederierna, Grimaldi, TT Line. I deras senaste pressmeddelande, från februari 2014 annonserades ett par nya affärer. Dels ett 2-årskontrakt med Viking Line som beräknas ge intäkter på 1 MSEK per år. Och dels 2 nya distributörsavtal för Portugal respektive Grekland och Turkiet.

Emission och listning

Hösten 2013 genomfördes en nyemission och i samband med denna listades aktien på OMX First North. Ambitionen på sikt är, åtminstone från Stig Norbergs sida, att så småningom flytta bolaget till OMX huvudlista. Emissionslikviden har delvis använts för att betala tidigare skulder och är delvis avsedda för kommande expansion. I januari 2014 reglerades den säljarrevers om 6 MSEK som skrevs ut i samband med förvärvet av dotterbolaget A Clean Partner (ACP) år 2012. Resterande medel kommer användas för att finansiera rörelsekapital och egna anläggningsinvesteringar samt eventuellt något kommande förvärv.

*Begränsat förvärvs-
utrymme då emissionen
inte fulltecknades*

Handlingsfriheten är dock lite begränsad eftersom utfallet i höstens emission inte blev som planerat. Bolaget siktade på att ta in 30 MSEK, före emissionskostnader. Dessvärre lyckades man bara få in knappt hälften av detta belopp. Netto, efter emissionskostnader tillfördes 11,3 MSEK.

Miljö, miljö, miljö

Miljöaspekten är central för hela branschen och sedan länge bolagets viktigaste ledord. Kraven kommer både ifrån myndigheter och kunder och Aktiv Kemi var tidigt framme med miljömärkta produkter som Svanen och Bra Miljöval. Den produktutveckling och FoU som bedrivs handlar till stor del om att minska miljöpåverkan och för vissa produktgrupper, att minska risken för allergier. Det är en kontinuerlig process där vissa kemikalier ersätts med andra, eller man tar fram helt nya recepturer. Allt för att minimera riskerna utan att de önskade egenskaperna går förlorade.

*Ständigt ökade miljökrav
drar resurser*

North Chemical ser en tydlig trend mot allt striktare krav från myndigheternas sida. Det innebär att tillverkarna måste avsätta resurser för att både utveckla och dokumentera nya produkter. Inom EU sker nu en harmonisering av kraven med avseende på dokumentering och innehållsdeklarationer. Detta sker under den så kallade CLP-förordningen (Classification, Labelling and Packaging). Bland annat skall dokumentationen finnas på ett antal olika språk även hos tillverkare som enbart har sin försäljning i ett enda land.

*Branschen förväntas gå
mot en konsolidering*

Detta kommer innebära ökade kostnader för hela branschen. För de mindre lokala aktörerna blir det givetvis mer påtagligt och en större utmaning. Detta är det främsta skälet till att North Chemical räknar med en konsolidering i branschen där de själva tänker var drivande. Gentemot utomeuropeiska aktörer blir det sannolikt också en effektiv inträdesbarriär. Det finns globala producenter som gör sporadiska exportaffärer till Europa när de har överskottsvolymer, men detta blir alltså betydligt svårare i framtiden.

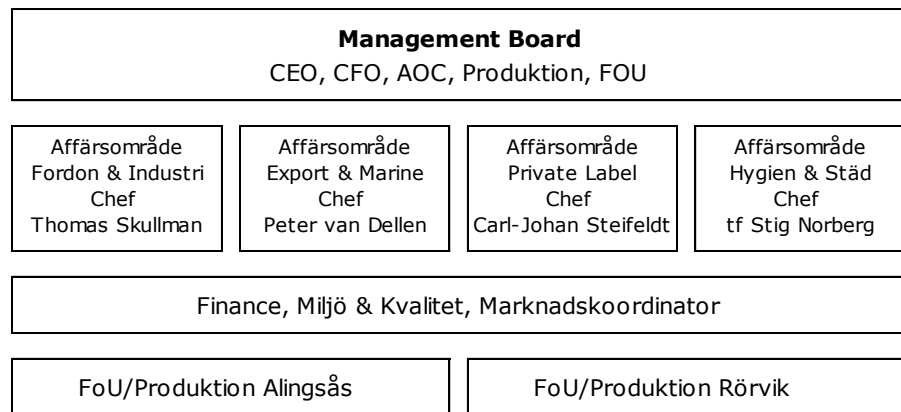
Ledning och organisation

North Chemical har nu organiserats utifrån 4 affärsområden, 2 producerande enheter samt koncerngemensamma funktioner för finans, miljö & kvalitet samt marknadskoordinering. De olika enheterna återges i bilden nedan.

Uppdelningen är helt logisk utifrån verksamheten i de olika dotterbolagen. Affärsområde Fordon & Industri motsvaras av ACP. Chef över detta affärsområde är Thomas Skullman som rekryterades i slutet av fjolåret. Han har en gedigen bakgrund som säljchef inom olika branscher både i Sverige och internationellt. Bland annat av kemtekniska produkter hos en av branschkollegorna. Export & Marine är Maritech samt dotterbolaget i Polen. Ansvarig för detta område är Peter van Dellen som arbetat i Maritech sedan år 2001 och varit VD sedan 2010. Dessa två affärsområden har sin FoU och produktion i Alingsås.

Dotterbolaget Aktiv Kemi är som bekant verksam inom Private Label och därtill finns en ganska blygsam verksamhet inom Hygien & Städ. I denna sistnämnda är koncernchefen Stig Norberg tillförordnad chef. För Private Label ansvarar Carl-Johan Steinfeldt som varit VD i Aktiv Kemi sedan 2010. Men han är även CFO för koncernen och en ny affärsområdeschef kommer rekryteras. Utveckling och produktion ligger i Rörvik.

Operativ struktur



Källa: North Chemical

Ägare

Ägarbildens efter höstens emission framgår av tabellen nedan. Hela gruppen Övriga aktieägare tillkom i samband med emissionen. Dessa är väl spridda på cirka 1 000 ägare. De tre stora ägarna, Stig Norberg, LMK-gruppen och Staffan Persson via Norttal Investments AB, gjorde då inga förändringar i sina innehav. Staffan Persson har dock ökat upp sitt innehav något nu under våren. LMK och Staffan Persson blev delägare under 2013, strax innan den publika emissionen.

Koncentrerad ägarbild med två kapitalstarka ägare vid sidan av Stig Norberg

Ägandet är därmed klart koncentrerat vilket borde underlätta beslutsfattandet och styrningen på ägarnivå. Detta förhållande hamnar definitivt på pluskontot. Bolaget har engagerade och så vitt vi kan bedöma kompetenta huvudägare. Sannolikt också kapitalstarka och villiga att skjuta till medel för att bolaget skall kunna realisera sin affärsplan.

LMK och Staffan Persson finns däremot inte representerade i styrelsen. I styrelsen äger förvisso alla ledamöter aktier. Men i praktiken är det enbart Stig Norberg som företräder aktieägarna. Å andra sidan äger han nästan halva bolaget. De övriga tre styrelseledamöterna har bara symboliska innehav. Då bolaget i sin nuvarande form har en kort historik och dessutom helt nyligen listades på First North har vi förståelse för att ägarrepresentationen i styrelsen ser ut som den gör. På sikt skulle vi dock gärna se att styrelsen representerar mer än bara en aktieägare.

På sikt vill vi se ett större ägande både i styrelsen och bland ledande befattningshavare

Bland de ledande befattningshavarna finns bara en, vid sidan av Stig Norberg, som äger aktier. Det är Thomas Skullman, affärsområdeschef för Fordon & Industri. Vi skulle se klart positiv på om fler personer i nyckelbefattningar också blir aktieägare i bolaget.

Ägare mars 2014		
	Antal aktier	Andel
Stig Norberg via bolag	6 150 000	49,6%
<u>LMK-gruppen *</u>		
Nocroc Ventures AB	1 500 000	
LMK Forward AB	500 000	
LMK Stiftelsen	500 000	
LMK-gruppen totalt	2 500 000	20,2%
Nortal Investments AB **	1 410 000	11,4%
Övriga	2 342 000	18,9%
Summa:	12 402 000	100,0%

* Företräds av Peter Ragnarsson.

** Ägs och företräds av Staffan Persson.

Källa: SIS Ägarservice AB, North Chemicals hemsida

I dagsläget finns inga utestående optionsprogram till personalen. Huvudägaren Stig Norberg säger sig dock vara positivt inställd till ett sådant. Vi skulle visserligen föredra att ledande befattningshavare har ett direkt aktieäggande framför optioner. Men ett optionsprogram som är vettigt utformat bidrar säkerligen också till engagemang och långsiktighet.

Styrelse

Thorbjörn Wennerholm, ordförande sedan 2013.

Thorbjörn Wennerholm är jurist och arbetar (i styrelsen) främst med frågor relaterade till bolagsrätt och kommersiell avtalsrätt. Har erfarenhet av företagsöverlåtelser och företagsförvärv. Han arbetar idag som advokat och är delägare i Advokatfirman Lindahl. Dessförinnan bland annat bolagsjurist på Boliden samt advokat på Vinge i Stockholm.

Sten Norinder, styrelseledamot sedan 2012.

VD och flygplatschef för Jönköping Airport sedan år 2011. Tidigare anställningar: controller och exportchef Paroc, VD Jönköpingsposten, bankdirektör Nordea, näringslivschef Jönköpings kommun. Sten Norinder tillför styrelsen övergripande strategisk ekonomisk kompetens.

Thomas Landin, styrelseledamot sedan 2013.

Tidigare styrelsearbete: styrelseordförande i Biltema Sverige och Danmark, Gullbergs kontorscenter AB, Teknikföretagen, Ire Möbler AB, Svenska Handelsbanken. Thomas Landin bidrar till styrelsearbetet med detaljhandels- och produktionskompetens.

Stig Norberg, styrelseledamot sedan 2009.

Ett flertal tidigare befattningar inom SEB: SEB Car Finance, SEB Bolån, SEB Retail Skåne Blekinge. Han är VD och ägare i Norberg Bil Invest AB och tidigare som VD för Bilcentrumgruppen Sverige AB. Stig Norberg har också varit styrelseordförande i Sedermera Fondkommission mellan 2007-2010 samt i Fragus Group som var noterat på Aktietorget.

Svårt att utvärdera styrelsen, ännu

North Chemical bildades förvisso 2009 i samband med att Stig Norberg köpte Aktiv Kemi. Det var dock först vid nästa förvärvsaffär hösten 2012 som bolaget fick någon reell funktion annat än som ägarbolag. Vi får därför konstatera att det är en ung eller nybildad styrelse som vi inte kan utvärdera utifrån vad de åstadkommit i North Chemical. Då vi även har svårt att bedöma vad de gjort i tidigare sammanhang kan vi heller inte uttala oss om deras meritlista eller kvalifikationer. Stig Norberg förefaller vara den som står för den branschmässiga kompetensen. Ambitionen är dock att utöka styrelsen med någon person med branscherfarenhet.

Nybildad styrelse

Ytterligare branschkompetens till styrelsen

Marknad och konkurrenter

I tabellen nedan återges ett antal av koncernens främsta konkurrenter. Listan är långt ifrån fullständig då vi har hållit oss till de mest tongivande och fokuserade aktörerna. Sammantaget finns över 400 svenska företag som i någon form har kemteknisk verksamhet. Flertalet av dessa är dock relativt små och även om delar av deras sortiment tangerar North Chemicals så tillhör de inte deras huvudkonkurrenter.

Bilden komplicerar ytterligare något av att vissa bolag kan vara kunder till Aktiv Kemi inom private label samtidigt som de konkurrerar med ACP. Då Aktiv Kemi inte namnger sina kunder vet vi inte vilka det rör sig om, men vi vet att det förekommer.

Konkurrenter			
Belopp i MSEK	2011	2012	Kommentar
Cleano Production AB			
Omsättning	73	83	Tillverkare av rengöringsmedel för private label. Ingår i Cleano Group-koncernen med ca 300 MSEK i omsättning.
EBIT-marginal	-1%	1%	
Lahega			
Omsättning	229	216	Kundgrupper och produktsortiment som i stora drag liknar North Chemicals.
EBIT-marginal	4%	3%	
Macserien			
Omsättning	41	43	Startade år 1989 och har verksamhet i Sverige, Norge och Baltikum. Har egna varumärken och private label.
EBIT-marginal	-6%	1%	
Rekal			
Omsättning	130	137	Har diverse tillbehör och service vid sidan av rengöringsmedlen. Fokuserar särskilt på disk- och kökssidan.
EBIT-marginal	2%	2%	
Ecolab			
Omsättning	247	240	Riktat sig främst till livsmedelsindustrier, hotell och restaurang. Ingår i USA baserade Ecolab Inc. noterat på NYSE.
EBIT-marginal	1%	0%	
PLS Produkter			
Omsättning	36	40	Nischade mot Städ & Hygien och tillhandahåller bl a städmaskiner. Men även legotillverkning av rengöringsmedel.
EBIT-marginal	3%	6%	
Diversey Sverige AB			
Omsättning	379	385	Ingår i kanadensiska Sealed Air noterat på NYSE. Har ingen egen tillverkning i Sverige.
EBIT-marginal	12%	5%	
Kemetyl AB			
Omsättning	388	342	Ingår i en paneuropeisk företagsgrupp med brett utbud av kemtekniska produkter både under egna varumärken och private label.
EBIT-marginal	-2%	-6%	
Ikaros Cleantech			
Omsättning	144	137	Fokus på system för rengöring av industrimiljöer. Köptes nyligen upp av franska Manutan, ett konglomerat noterat på Parisbörsen.
EBIT-marginal	7%	5%	
Kempartner			
Omsättning	33	29	Både legotillverkning och egna varumärken som Ocean och RENT Kundgrupper och produktutbud som liknar North Chemicals.
EBIT-marginal	2%	9%	
Wilhelmsen Ship Service			
Omsättning	12	13	Avser svenska dotterbolaget till den norska koncernen med samma namn. Konkurrerar med Maritech på den marina sidan.
EBIT-marginal	7%	7%	
North Chemical			
Omsättning	77	88	
EBIT-marginal	10%	4%	
EBIT-marginal, snitt	3,7%	1,2%	
d.o. exkl. Kemetyl	5,4%	3,1%	

Källa: PRV samt respektive bolags hemsida

Några av bolagen är delar av multinationella koncerner. Bland de allra största är Diversey som ingår i Sealed Air och Ecolab som ägs av amerikanska Ecolab Inc. båda noterade på NYSE. Ikaros Cleantech köptes under fjolåret upp av franska Manutan som är börsnoterat i Paris. Kemetyl ingår i en europeisk koncern med samma namn och ägs av private equity bolaget Segulah.

Cleano Produktion, Rekal och Lahega liknar North Chemical

Macserien, PLS Produkter och Kempartner är också konkurrenter men klart mindre bolag

Därefter följer ett antal bolag som mer liknar North Chemical, rent storleksmässigt och geografiskt: Cleano Produktion, Lahega och Rekal. De två förstnämnda har också likartade produkter och erbjudande. De lite mindre företagen i vår sammanställning har också ett snarligt kunderbjudande. Troligtvis lite smalare produktutbud, men North Chemical tar själva upp dem bland konkurrenterna. Macserien, PLS Produkter och Kempartner har alla en omsättning mellan 30-40 MSEK. De är således klart mindre än både Aktiv Kemi och ACP var för sig.

Branschens tillväxt och lönsamhet

Utvecklas i linje med BNP

Branschen som helhet utvecklas uppskattningsvis i linje med BNP-tillväxten. Någon helt tillförlitlig data kring detta finns dock ej tillgänglig då branschen är extremt fragmenterad. Delvis är det även en definitionsfråga där gränserna för bolagets aktuella marknader inte är helt knivskarpa.

Efterfrågan uppvisar någon form av konjunkturkänslighet även om trenderna inte är alldeles tydliga. Det underliggande behovet av produkterna varierar något med aktiviteten i ekonomin. Men sannolikt påverkas tillverkarnas försäljning också av att antalet butiker ökar i goda tider och vice versa. Effekterna av lagerjustering ute i detaljistleden är gissningsvis relativt stor under vissa perioder. Dessutom påverkar råvarukostnaderna intäktsnivån även om den underliggande efterfrågan på produkterna är oförändrad. Insatsvarorna utgör en så pass stor andel av priset på slutprodukterna, cirka 50%, att variationer i råvarukostnaderna kan få betydande genomslag i tillväxttalen.

Tunna marginaler i branschen och North Chemical något över genomsnittet

Då vi summerar ihop intäkter och resultat för bolagen kan vi konstatera att rörelsemarginalen har minskat från 3,7% år 2011 till endast 1,2% år 2012. Exkluderas Kemetyl, som uppenbarligen har interna problem och på grund av sin storlek får stort genomslag i siffrorna, var marginalerna 5,4 respektive 3,1%. North Chemicals lönsamhet är i denna jämförelse trots allt klart anständig. Men då urvalet av bolag och tidsperioden 2011-12 är något begränsad drar vi inte alltför långtgående slutsatser från denna jämförelse.

Då man betraktar de olika aktörernas resultatutveckling i relation till bolagens intäkter är stordriftsfördelarna inte alls uppenbara. Både stora och små bolag har visat svarta respektive röda siffror. Men det finns givetvis fler faktorer än skalfördelar som i slutändan avgör lönsamheten.

Grunden lagd för lönsam tillväxt

De senaste åren har North Chemical till stora delar ägnat åt en översyn av produktionen och ett antal åtgärder som ökat effektivitet och flexibiliteten. Det är dels några kompletterande investeringar. Men även trimmade kostnader inom administration och inköp efter förvärvet av ACP och Maritech. Bland annat centraliseras ekonomistyrningen till Rörvik. En lite större rationaliseringsåtgärd som kan nämnas är att produktionsenheten i Kristianstad stängdes i slutet av 2013 och tillverkningen flyttades över till fabriken i Alingsås. Enheten i Kristianstad tillhörde Maritech och var i sammanhanget liten. Flytten till Alingsås innebär en klar besparing och bättre möjlighet att öka produktionen i takt med att Maritech expanderar.

*Maritech har flyttat
produktionen till Alingsås*

I en mogen bransch som denna krävs givetvis att man kontinuerligt ser över sina kostnader. Vi förväntar oss ingen revolution i detta avseende under kommande år. Däremot tror vi att bolaget kommer kunna visa upp en resultat- och lönsamhetsförbättring genom ökad försäljningstillväxt. Målsättningen är att växa organiskt med minst 5% per år och nå ett resultat före avskrivningar, EBITDA, på minst 10%. Det förefaller i allra högsta grad vara en realistisk målsättning.

*Rimliga mål för tillväxt
och lönsamhet*

Har börjat trycka på gasen

För att växa mer än 5% krävs att man tar marknadsandelar. Branschen som helhet utvecklas ungefär i linje med BNP-tillväxten. Bolaget har, som tidigare nämntes haft marknads- och försäljningsarbetet på sparlåga. Nu ökar de successivt insatserna på flera fronter. Den nya matrisorganisation som sattes i januari är ett steg att bättre utnyttja möjligheterna till korsförsäljning mellan bolagen. Till affärsområdet Fordon & Industri rekryterades nyligen Thomas Skullman som ny chef. Han har lång erfarenhet som säljare bland annat hos en av branschkollegorna. Fler säljare har också anställts för att täcka in de viktigaste geografiska områdena där man tidigare har haft luckor. Ytterligare rekryteringar är på gång, bland annat en central marknadskoordinator till enheten i Alingsås. Till Aktiv Kemi söker de också key account managers. Denna roll har hittills innehaft av dotterbolagschefen och tillika koncernens CFO, Carl- Johan Steinfeldt. Det har säkerligen inte varit optimalt ur ett kundbearbetningsperspektiv.

*Ökar insatserna på
marknadssidan*

Dessa åtgärder borde utan tvekan ge resultat i form av stigande försäljning de kommande åren. I synnerhet mot bakgrund av att marknadsinsatserna varit så sparsamma på senare tid. Koncernchefen Stig Norbergs optimism i bokslutsrapporten går heller inte att ta miste på: ”Ett så gott självförtroende har nog inte vare sig jag själv eller managementgruppen haft på nästan fyra år”. Hittills i år har de också tagit några stora affärer som indikerar att bolaget är på rätt spår. Den enskilt viktigaste är ett avtal med Hansen Racing AB som kommer sälja ACP's produkter i sina Gulfprofilerade bensinstationer i Sverige. Avtalet väntas enligt bolaget ge en försäljning överstigande 35 MSEK över en 3-årsperiod.

*Nytt avtal väntas ge rejält
försäljningstillskott*

Ledande i Norden

North Chemicals långsiktiga målsättning är: "Att bli den marknadsledande leverantören till nordens största återförsäljare av svensktillverkade och miljöcertifierade rengörings- och underhållsprodukter för såväl professionella som privata användare".

Lönsamheten alltjämt i fokus

Vad som krävs storleksmässigt för att bli dominerande i Norden är inte klart uttalat. Storleken i sig är heller inte vad ledningen sätter i fokus. Det är snarare ett medel för att lyfta resultat och lönsamhet genom skalfördelar. Säkerligen vill de också bredda kundbasen för att minska sårbarheten. Men vi är övertygade om att de enbart är intresserade av att tillväxten skall ske under lönsamhet.

Förvärv på agendan

Ambitionen att köpa någon av branschkollegorna är klart uttalad. Kriterierna är enligt börsprospektet att det skall ge "väsentliga synergier till den befintliga verksamheten alternativt då förvärv innefattar marknadspositioner som annars är orimligt kostsamma att bygga upp inom nuvarande organisation". Det första kriteriet, att få väsentliga synergier, får de sannolikt om de köper någon av de mindre eller medelstora aktörerna som listades i tabellen på sida 12. Eller något liknande företag med tillverkning i Sverige, bra varumärken och kompletterande kundrelationer.

Troligtvis ett lönsamt bolag inom nuvarande kärnverksamhet

Vad som skulle kunna vara aktuellt beträffande det andra kriteriet "marknadspositioner som annars är orimligt kostsamma att bygga upp inom nuvarande organisation", är vi däremot osäkra på. Vi tror knappast att de ger sig in i något nytt verksamhetsområde. Vårt intryck är att de är fullt fokuserade på nuvarande kärnverksamhet där de också har sin kompetens. Dessutom verkar de vara försiktiga med pengarna vilket gör det mindre sannolikt att de ger sig på ett större problembolag. Vi tror därför att North Chemical främst letar efter lönsamma förvärvsobjekt. Alternativt sådana där problemen är väl definierade och därför relativt enkelt och snabbt kan vändas till lönsamhet.

SWOT

Produkternas egenskaper är i huvudsak jämförbara

Vi har svårt att identifiera några faktorer som på ett avgörande sätt särskiljer vissa aktörer från övriga i branschen. Bredden och inriktningen på erbjudandet varierar förvisso. Men produkterna är i huvudsak jämförbara avseende egenskaper och prestanda. Det sker en kontinuerlig utveckling hos flera av bolagen. Men innovationerna verkar sällan vara av sådan art att de leder till avgörande och bestående konkurrensfördelar. Däremot är de nödvändiga för att möta ständigt högre miljökrav.

Komplett erbjudande, långa kundrelationer och välinvesterade fabriker

North Chemical ligger överlag bra till med ett komplett sortiment av produkter i flytande, pulver och tablettform. De har i flera fall nära samarbeten med kunderna vilket har skapat långa relationer och lojala kunder. Tillverkning i två fabriker som är relativt välinvesterade och har flexibilitet att möta ökade volymer.

Större förvärv kan komma att finansieras med nyemission

Listningen på First North syftar till att få tillgång till kapitalmarknaden. Ett större förvärv kan därför sannolikt innebära att bolaget tar in mer pengar från marknaden. Alternativt betalar med nyemitterade aktier. En sådan nyemission ser vi dock inte som ett hot utan snarast som en av de mest värdedrivande faktorerna i bolaget.

Potentiella hot är om konkurrenter pressar priserna för att vinna affärer. Bolag som går dåligt tenderar tyvärr att göra det för att kortsiktigt få volymer. Stigande råvarukostnader är sannolikt svåra att på kort sikt föra vidare till kund och skulle därför tynga lönsamheten. Allra värst vore någon form av miljöskandal som skulle kunna vara totalt förödande för bolaget. Men det framstår som högst osannolikt.

<p>Styrka</p> <ul style="list-style-type: none"> Lönsamma och välinvesterade tillverkningsenheter Brett sortiment av rengöringsprodukter inom flytande, pulver och tablett Miljömärkta produkter 	<p>Svaghet</p> <ul style="list-style-type: none"> Svårt att differentiera produktutbudet Några av konkurrenterna är globala företag med väsentligt större resurser
<p>Möjlighet</p> <ul style="list-style-type: none"> Kan med små medel skruva upp produktionen väsentligt Billiga uppköpsobjekt och möjligheter att ta marknadsandelar av svagare konkurrenter 	<p>Hot</p> <ul style="list-style-type: none"> Aggressiva konkurrenter kan använda priset som vapen Svårigheter att föra ökade kostnader vidare till kund Någon form av "miljöskandal" skulle erodera varumärket

Prognoser & Värdering

De prognoser som ligger till grund för vår värdering framgår av tabellen nedan och senare under rubriken Base Case för scenarier. Här utgår vi ifrån hur koncernen ser ut idag och inkluderar inga framtida förvärv. Även om vi är övertygade om att North Chemical kommer genomföra förvärv så kan vi inte förutse när det kan bli av eller vilka effekter det kommer ge. Vi får istället utvärdera dem i takt med att de sker. Vi har dock skissat på ett tänkbart positivt scenario som inkluderar ett större förvärv. Detta återges under rubriken Bull Case.

Vi räknar med 5-10% årlig tillväxt

Resultatlyft 2016 då avskrivningarna minskar

Som vi tidigare har beskrivit bör det finnas goda möjligheter för koncernen att öka försäljningen och att därigenom också förbättra resultat och lönsamhet under de närmaste åren. Hur väl de kommer att lyckas är däremot svårt att förutse, främst då marknaden är väldigt konkurrensutsatt. Vi har antagit en årlig försäljningstillväxt på 5-10% under de nästkommande åren, vilket ligger i nivå med bolagets uttalade målsättning. På kostnadssidan utgår vi ifrån att råvaror och personalkostnader i huvudsak stiger i takt med volymökningen. Den stora förändringen i det redovisade resultatet år 2016 beror på att avskrivningarna då minskar rejält.

De kommande kontrollstationerna för våra prognoser, vid sidan av bolagets egna delårsrapporter, är främst: nya affärer som pressreleasas, eventuella förvärv samt andra strukturaffärer i branschen.

North Chemical, resultaträkning					
MSEK	2012	2013	2014E	2015P	2016P
Intäkter	88	128	135	147	160
Kostnad sålda varor	-50	-65	-67	-73	-80
Bruttoresultat	39	63	67	73	80
Personalkostnader	-18	-29	-31	-33	-36
Övriga rörelsekostnader	-14	-22	-23	-24	-26
EBITDA	7	12	13	16	19
AV- och nedskrivningar	-3	-8	-6	-6	-2
EBIT	3	5	7	9	17
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-1
Resultat före skatt	3	3	5	8	16
Bolagsskatt	-1	-1	-2	-3	-3
Nettoresultat	1	2	3	5	12
Tillväxt och marginaler					
Försäljningstillväxt	u.s.	45,1%	5,0%	9,0%	9,0%
Bruttomarginal	43,7%	48,9%	50,0%	50,0%	50,0%
EBITDA-marginal	7,4%	9,6%	9,7%	10,7%	11,7%
EBIT-marginal	3,8%	3,7%	5,2%	6,4%	10,5%

Källa: North Chemical, Redeye Research

Kommentarer till prognoserna

Kostnad för sålda varor, exklusive personalkostnader, uppgår till drygt 50% av intäkterna. Jämfört med de flesta andra tillverkande industrier är det en hög andel. Förädlingsvärdet per intäktskrona blir således relativt lågt och ger inte utrymme för särskilt höga vinstmarginaler. Det är delvis mot den bakgrunden man skall se bolagets målsättning att nå en EBITDA-marginal på minst 10%. Visst finns det en hävstång i resultatet om volymerna stiger. Kapacitetsutnyttjandet kan öka väsentligt, med relativt små extrakostnader. Men insatsvarorna motsvarar ändå omkring halva försäljningsintäkten, vilket begränsar marginalexpansionen. Bolaget skriver i prospektet också att de räknar med ökad konkurrens med pressade priser som följd. Det talar för att det blir svårt att förbättra lönsamheten genom prishöjningar.

Avskrivningarna minskar med 4,6 MSEK år 2016

För närvarande är avskrivningsnivån hög då bolaget skriver av immateriella tillgångar från förvärvet av ACP. Dessa avskrivningar uppgår till cirka 4,6 MSEK per år och kommer upphöra efter år 2015. Därefter blir avskrivningarna blygsamma 2 MSEK vilket gör att skillnaden mellan EBIT och EBITDA-marginal krymper ihop.

Säsongsmönstret för koncernen totalt sett är inte direkt utpräglat. Det skiljer sig något mellan de olika dotterbolagen vilken jämnar ut variationerna till viss del. ACP har en starkare period under Q1 och Q4. För Aktiv Kemi och Maritech är det jämnare över året, dock med svackor i juli och december till följd av semestrar. Sammantaget bör därför Q1 vara det intäktsmässigt starkaste kvartalet medan Q3 är årets svagaste.

Balansräkning och investeringsbehov

Soliditet 30%

Innan emissionen, per 30 september, var soliditeten endast 11%. Nu i senaste bokslutet hade den stigit till 30%, främst genom kapitaltillskottet i emissionen. Skillnaden beror också på att balansräkningen krympte som en följd av den förändrade ägarbilden som skedde genom börsnoteringen. Tidigare fanns interna skulder och fordringar mellan koncernföretag som svällde upp balansräkningen. Eftersom dessa nu är eliminerade minskade den totala balansräkningen med 12 MSEK per senaste årsskifte, jämfört situationen 2013-09-30.

Nettolåneskuld 23 MSEK

Nettolåneskulden vid årsskiftet uppgick till cirka 23 MSEK. Skulderna är i huvudsak kortfristiga och bestod främst av en checkräkningskredit på 12 MSEK samt factoringkrediter om 10 MSEK. Både Aktiv Kemi och ACP har under en längre tid använt sig av factoringkrediter för att finansiera sitt rörelsekapital. Fakturorna säljs alltså inte utan belånas till viss del. Vanligtvis omkring 70%. Förutom själva krediten får bolaget också hjälp med hanteringen av betalningspåminnelser. Då de flesta av kunderna har hög kreditvärdighet är kostnaderna för dessa tjänster, enligt ledningen, relativt låga. De ser i dagsläget ingen anledning till att gå över från factoringkrediter till annan finansieringsform, även om de kanske har den möjligheten.

*Investeringsbehov:
4-5 MSEK*

Investeringsbehovet i egna anläggningar uppgår till 4-5 MSEK, vilket skulle medföra större flexibilitet och sänkta produktionskostnader. Dessa genomförs i så fall i Aktiv Kemi i Rörvik. ACP's fabrik i Alingsås är välinvesterad. Enligt vår bedömning är balansräkningen fullt tillräckligt stark för att bolaget skall kunna genomföra den planerade expansionen av sin befintliga verksamhet. Möjligen också något mindre kompletteringsförvärv. Om ett större förvärv skulle bli aktuellt räknar vi med att det kommer medföra någon form av aktieemission, alternativt en konvertibel.

*Vi räknar inte med
utdelning de närmaste åren*

Utdelning kommer sannolikt inte vara aktuellt de närmaste åren. Emissionen i höstas syftade ju till att stärka balansräkningen och då den inte fulltecknades bör det heller inte finnas utrymme för utdelning. På sikt kan North Chemical säkerligen lämna goda utdelningar, då verksamheten är förhållandevis stabil och investeringsbehoven begränsade. Men skulle de föreslå utdelning innan en stor del av affärsplanen har realiserats vore det snarast ett tecken på att de inte längre tror på sina expansionsmöjligheter.

Långsiktiga antaganden

*6% årlig tillväxt och 8%
uthållig EBIT-marginal*

De närmaste åren blir givetvis viktiga för att bedöma vilken riktning bolaget är på väg åt. Däremot är det mer avgörande för värderingen vilka antaganden vi gör för utvecklingen på lite längre sikt. För perioden 2017-22 räknar vi med en årlig tillväxt på 6%. Efter år 2022 antar vi att intäkterna växer endast med 2% per år (i linje med BNP). Lönsamhetsmässigt räknar vi med att bolaget uthålligt och i genomsnitt kan hålla en rörelsemarginal på 8%, vilket ungefär motsvaras av 9-10% EBITDA-marginal. Bolagets egna målsättning är att nå minst 10% EBITDA-marginal. Det räknar vi med att de kan nå under goda år, men inte som ett genomsnitt över lång tid.

Värdering

I vårt huvudscenario, Base Case, värderar kassaflödesmodellen verksamheten till 100 MSEK. Med avdrag för nettolåneskulden per årsskiftet som uppgick till 23 MSEK, blir motiverat börsvärde 77 MSEK, **motsvarande 6,20 kronor per aktie.**

Motiverat värde:
6,20 kronor per aktie

Avkastningskrav - WACC

Avkastningskravet som har använts i vårt Base Case är 12,0%. Detta räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer vår beräkning av WACC från de flesta andra.

12% WACC

Känslighetsanalys

I tabellerna nedan har vi varierat några av de mest avgörande antagandena för värderingen. Rutan markerar vårt Base Case där EBIT-marginalen långsiktigt förväntas ligga omkring 8%. Försäljningstillväxten antas bli 6% i genomsnitt fram till år 2022 och därefter 2%. Uthållig lönsamhet och avkastningskrav är de mest avgörande variablerna, vilket är helt naturligt och logiskt. Tillväxttakten skulle givetvis också kunna vara det om man tog ut svängarna mer. Men på den stabila marknad som North Chemical befinner sig är 2-10% organiskt tillväxt sannolikt mest rimligt.

Avgörande antaganden är uthållig lönsamhet och avkastningskrav

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
WACC					
11,0%	5,1	6,0	7,0	7,9	9,0
12,0%	4,4	5,3	6,2	7,1	8,0
13,0%	3,6	4,3	5,2	6,0	6,9

Källa: Redeye Research

Om North Chemical kan lyckas höja sin uthålliga lönsamhet till 10% EBIT-marginal kan ett värde omkring 8 kronor per aktie motiveras, allt annat lika. Dagens kursnivåer omkring 4-4,50 kronor verkar inte förutsätta någon lönsamhetsförbättring. Det är snarast så att dagens värdering kan motiveras av en uthållig EBIT-marginal som inte är högre än 6% vilket framstår som lite väl pessimistiskt.

Dagens värdering framstår som väl försiktig

Känslighetsanalys, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Tillväxt år 2014-22					
2%	4,0	4,7	5,5	6,2	6,9
6%	4,4	5,3	6,2	7,1	8,0
10%	4,5	5,6	6,7	7,8	8,9

Källa: Redeye Research

Scenarios

Vårt huvudscenario, som i tabellen nedan återges under rubriken Base Case, är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **omkring 6,20 SEK per aktie**. Vi har även skissat på ett par andra möjliga utfall. Dessa kan betraktas som klart positivt respektive negativt. Även om båda är något osannolika så faller båda inom rimlighetens gräns.

Bull Case

I detta scenario inkluderar vi ett stort förvärv som adderar 100 MSEK i omsättning. Organisk tillväxt väntas vara högre, 8% per år, till och med år 2022. EBITDA-marginalen antas bli 11%. Här använder vi också en lägre WACC då själva utgångspunkten är att bolaget klarar av att hantera de riskfaktorer som finns i marknaden. Vi har dock antagit att förvärvet delvis måste finansieras med en aktieemission, vilket innebär fler aktier och utspädning. Förvärvet antas kosta 30 MSEK varav hälften finansieras genom en nyemission om 3 miljoner aktier. Trots utspädningen blir det motiverade värdet i detta scenario väsentligt mycket högre, **omkring 10 kronor per aktie**.

Bear Case

I detta fall räknar vi med att bolaget inte lyckas ta marknadsandelar eller göra några förvärv. Tillväxten väntas vara i nivå med BNP. Här antas också att lönsamheten försämras jämfört med dagens nivåer och att EBITDA-marginalen bara är 7%. Motiverat värde i detta scenario blir **drygt 3 kronor per aktie**.

Bull Case					
MSEK	År 2015P	Antaganden år:	2014-22	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	249	Årlig organisk tillväxt	8,0%	EV	12,3
EBITDA	27	EBITDA-marginal	11,0%	Nettoskuld	-2,5
Nettoresultat	15	EBIT-marginal	9,5%	DCF-värde	9,9
Nettolåneskuld	27	Tillväxt år 2023 =>	2,0%	Diskonteringsränta	
		EBIT-marginal 2023=>	9,5%	WACC	11,0%
Base Case					
MSEK	År 2015P	Antaganden år:	2014-22	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	147	Årlig organisk tillväxt	6,0%	EV	8,0
EBITDA	16	EBITDA-marginal	9,5%	Nettoskuld	-1,9
Nettoresultat	5	EBIT-marginal	8,0%	DCF-värde	6,2
Nettolåneskuld	15	Tillväxt år 2023 =>	2,0%	Diskonteringsränta	
		EBIT-marginal 2023=>	8,0%	WACC	12,0%
Bear Case					
MSEK	År 2015P	Antaganden år:	2014-22	DCF-värde, SEK per aktie	
Intäkter	133	Årlig organisk tillväxt	2,0%	EV	5,0
EBITDA	9	EBITDA-marginal	7,0%	Nettoskuld	-1,9
Nettoresultat	1	EBIT-marginal	5,5%	DCF-värde	3,1
Nettolåneskuld	18	Tillväxt år 2023 =>	2,0%	Diskonteringsränta	
		EBIT-marginal 2023=>	5,5%	WACC	13,0%

Källa: Redeye Research

Relativvärdering

Bolaget har som bekant höga avskrivningarna på immateriella tillgångar som belastar resultatet till och med år 2015. Om våra prognoser infrias justeras P/E-talet ned rejält år 2016, som framgår av tabellen nedan. Av detta skäl är EV/EBITDA det mest relevanta nyckeltalet att titta på avseende år 2014 och 2015.

EV/EBITDA mest relevanta nyckeltalet

Värderingsmultiplar				
Kurs: 4,30 SEK	2013	2014P	2015P	2016P
P/E	34,4	17,3	10,5	4,4
EV/EBIT	18,8	10,3	7,7	4,3
EV/EBITDA	7,2	5,5	4,6	3,8

Källa: Redeye Research

Attraktiva EV/EBITDA-multiplar men inte unikt låga

Aktien handlas omkring 5x EV/EBITDA vilket framstår som relativt lågt, men är inte helt unikt bland de mindre börsbolagen. I tabellen nedan har vi listat ett antal bolag som har en liknande eller till och med ännu lägre värdering. Flertalet av dessa är stabila bolag med rejäl teknikhöjd och i många fall är väsentligt större än North Chemical. Stockholmsbörsens OMX-index handlas omkring 10x EV/EBITDA alltså dubbla nivån jämfört med denna grupp.

	Relativvärdering			
	2014E EV/EBITDA	2015E EV/EBITDA	2014E EV/EBIT	2015E EV/EBIT
Readsoft	4,1	3,4	9,6	7,0
Formpipe Software	5,0	3,8	10,9	7,6
Cybercom	5,0	3,7	6,9	4,2
Semcon	5,1	5,0	5,2	5,1
Online Group	5,5	3,9	6,1	4,2
Phonera	5,6	5,7	9,2	9,8
AllTele	5,6	5,4	9,2	9,2
Enea	6,4	5,1	7,6	6,1
Caperio Holding	6,8	3,4	21,5	5,7
Mr Green	6,9	4,1	11,3	5,4

Källa: Redeye Research

Bland konkurrenter finns förvisso några som är börsnoterade, men vi har inte funnit några där en relativvärdering skulle vara relevant. På sida 12 omnämndes Sealed Air, Ecolab och Manutan. Dessa har alla en väsentligt mycket högre värdering än North Chemical. Men de är också jämförelsevis gigantiska företag med flera internationella etableringar och lång historik.

Kursutveckling och ägarförändringar

Teckningskursen i höstens nyemission var 6 kronor, men alltsedan aktien varit noterad har den handlats lägre. Den föll snabbt till omkring 5 kronor och har sedan någon månad tillbaka halkat ned ytterligare något. Handeln i aktien är klart begränsad vilket sannolikt beror på att free float inte är mer än knappt 20%.

Staffan Persson har ökat upp sitt innehav

Insynspersoner har köpt

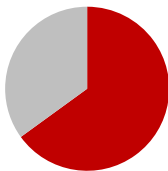
Inga väsentliga ägarförändringar har skett sedan börsnoteringen, men ett par transaktioner är värda att notera. Det är dels Staffan Perssons Nortall Investments som nyligen har ökat sitt innehav från 1,35 till 1,41 miljoner aktier. Dessutom har flera insynsregistrerade personer köpt aktier. Det är samtliga i styrelsen, vid sidan av Stig Norberg, samt affärsområdeschefen för Fordon & Industri, Thomas Skullman. Det handlar inte om några stora aktieposter men åtminstone symboliska innehav och ett steg i rätt riktning.

Sammanfattning Redeye Rating

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

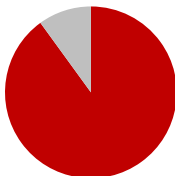
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar, detta är den inledande analysen.

Ledning 6,5p



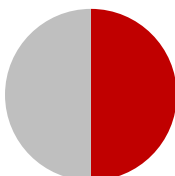
Möjligheterna att bedöma ledningen begränsas av den korta historiken. Bolaget noterades hösten 2013 och transparensen i rapporteringen är något låg. I ett par avseenden anser vi dock att de utmärker sig åt det positiva hållet. God kontinuitet på flera nyckelbefattningar och en företagskultur som vi uppfattar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

Ägarskap 9,0p



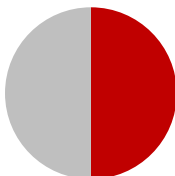
Bolaget får i stort sett full pott i alla avseenden då ägarbilden är väldigt tydlig. Framför allt genom att grundaren Stig Norberg också är dominerande ägare och aktiv i bolaget. Dessutom har de ytterligare kapitalstarka ägare som kan skjuta till medel vid behov. Bland övriga i styrelsen och ledningen,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

Tillväxtutsikter 5,0p



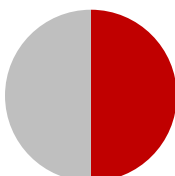
North Chemical får genomgående medelbetyg i detta avseende. Förvisso har de goda tillväxtutsikter inom sin bransch, men marknaden totalt sett förväntas inte växa mycket mer än BNP. Det är en mogen bransch där det förefaller vara svårt att skapa unika produkter eller erbjudanden som kan ge långvariga 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 5,0p



Bolaget har en godkänd räntetäckningsgrad och rimlig skuldsättning. Däremot är skulderna huvudsakligen kortfristiga vilket gör att måtten för kassa- respektive balanslikviditet båda blir svaga. Storleksmässigt är bolaget inte heller på en nivå som drar upp betyget och sammantaget landar Finansiell styrka därmed i nivå med genomsnittet.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	135	147	160
Summa rörelsekostnader	-82	-116	-122	-131	-141
EBITDA	6	12	13	16	19
Avskrivningar materiella tillg.	-2	-1	0	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-2	-2	-1	-1	-1
Goodwill nedskrivningar	0	-5	-5	-5	0
EBIT	3	5	7	9	17
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-2	-2	-2	-1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	3	3	5	8	16

Skatt	-1	-1	-2	-3	-3
Net earnings	1	2	3	5	12

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	2	6	7	7	8
Kundfordringar	26	18	22	23	24
Lager	22	21	23	26	27
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	50	45	51	57	59
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	3	3	5	7	10
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	19	14	9	5	5
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	14	13	11	12	11
Övr. anlägg. tillg.	3	0	0	0	0
Summa anlägg.	39	30	26	24	26
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	89	75	77	81	85

Skulder	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	8	7	11	12	13
Kortfristiga skulder	28	26	22	20	12
Övriga kortfristiga skulder	19	14	14	14	14
Summa kort. skuld	55	47	47	46	38
<i>Långfristiga skulder</i>					
Räntebr. skulder	4	3	3	3	1
L. icke ränteb.skulder	18	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	77	50	50	48	40
Uppskj. skatteskuld	2	2	2	2	2
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	10	22	25	30	43
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	10	22	25	30	43
Summa skulder och E. Kap.	89	75	77	81	85

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	88	128	135	147	160
Sum rörelsekost.	-82	-116	-122	-131	-141
Avskrivningar	-3	-8	-6	-6	-2
EBIT	3	5	7	9	17
Skatt på EBIT	-1	-1	-2	-2	-4
NOPLAT	3	3	4	6	13
Avskrivningar	3	8	6	6	2
Bruttokassaflöde	6	11	11	13	15
Föränd. i rörelsekap	3	-1	-2	-5	0
Investeringar	-29	-5	-3	-4	-4
Fritt kassaflöde	-21	6	6	4	11

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	12%	30%	33%	38%	50%
Skuldsättningsgrad	307%	130%	99%	75%	31%
Nettoskuld	30	23	18	15	5
Sysselsatt kapital	40	45	44	46	48
Kapit. oms. hastighet	1.0	1.7	1.7	1.8	1.9

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	15%	45%	5%	9%	9%
VPA-tillväxt (just)	-74%	9%	63%	65%	140%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	8,8 %	NPV FCF (2013-2015)	17
		NPV FCF (2016-2022)	37
Risikfri ränta	3,5 %	NPV FCF (2023-)	46
Räntepremie	7,0 %	Rörelsefrämjade tillgångar	6
WACC	12,0 %	Räntebärande skulder	-29
		Motiverat värde MSEK	77
Antaganden 2015-2021		Motiverat värde per aktie, SEK	6,2
Genomsn. förs. tillv.	7,1 %	Börskurs, SEK	4,2
EBIT-marginal	8,3 %		

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	13%	12%	13%	18%	34%
ROCE	11%	10%	14%	18%	31%
ROIC	13%	8%	10%	14%	29%
EBITDA-marginal	7%	10%	10%	11%	12%
EBIT-marginal	4%	4%	5%	6%	11%
Netto-marginal	2%	1%	2%	3%	8%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	0,14	0,15	0,25	0,41	0,99
VPA just	0,14	0,52	0,62	0,78	0,99
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Nettoskuld	2,95	1,84	1,48	1,24	0,41
Antal aktier	10,00	12,44	12,44	12,44	12,44

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	29,5	88,1	70,6	67,6	57,3
P/E	0,0	34,4	16,9	10,2	4,3
P/S	0,0	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/S	0,3	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,6	7,2	5,4	4,3	3,1
EV/EBIT	8,8	18,8	10,2	7,2	3,4
P/BV	0,0	2,9	2,1	1,7	1,2

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-12,0 %	Omsättning	23,4 %
3 mån	-16,0 %	Rörelseresultat, just	43,81 %
12 mån	n.a.	V/A, just	110,2 %
Årets Början	-18,0 %	EK	56,5 %

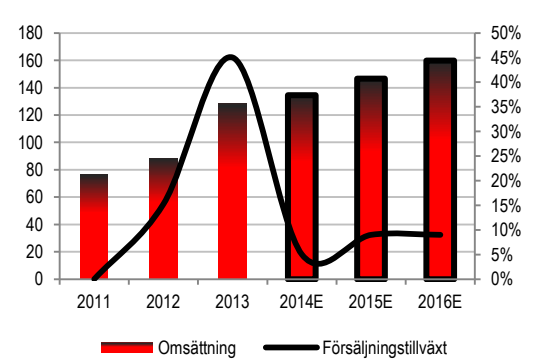
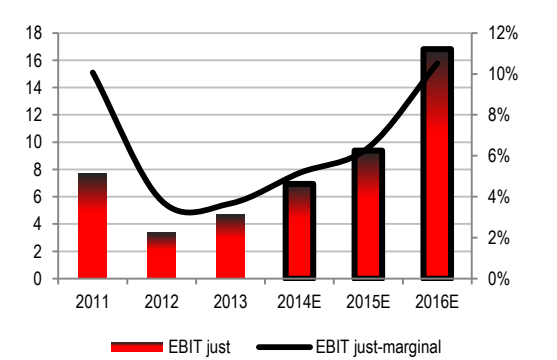
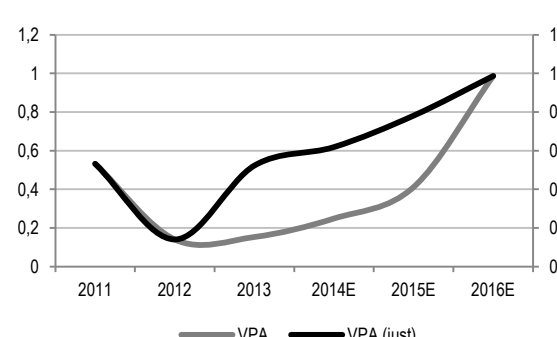
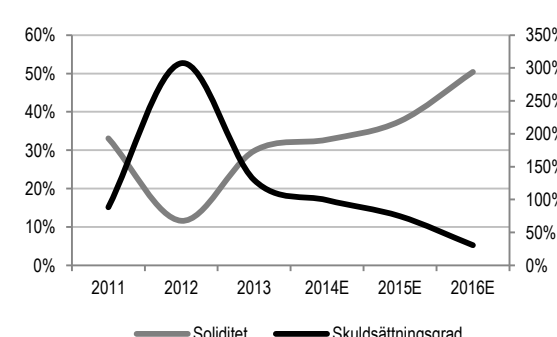
Aktiestructur %	Röster/Kapital
Stig Norberg med bolag	49,5 %
Peter Ragnarsson med bolag	20,1 %
Staffan Persson med bolag	11,3 %
MBG International AB	0,2 %
Tobias Ekelin	0,2 %
Birger Nilsson	0,2 %

Aktien	
Reuterskod	NOCH.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	4,3
Antal aktier, milj	12,4
Börsvärde, MSEK	53,2

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

Nästkommande rapportdatum	
Q1 report	May 09, 2014
Q2 report	August 08, 2014

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>2011</td> <td>~75</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~90</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~130</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~135</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~145</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~160</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2011	~75	~10%	2012	~90	~15%	2013	~130	~45%	2014E	~135	~10%	2015E	~145	~10%	2016E	~160	~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>2011</td> <td>~7.5</td> <td>~10.5%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~3.5</td> <td>~3.5%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~4.5</td> <td>~4.5%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~7.0</td> <td>~6.5%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~9.5</td> <td>~8.5%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~17.0</td> <td>~11.5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2011	~7.5	~10.5%	2012	~3.5	~3.5%	2013	~4.5	~4.5%	2014E	~7.0	~6.5%	2015E	~9.5	~8.5%	2016E	~17.0	~11.5%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2011	~75	~10%																																									
2012	~90	~15%																																									
2013	~130	~45%																																									
2014E	~135	~10%																																									
2015E	~145	~10%																																									
2016E	~160	~10%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2011	~7.5	~10.5%																																									
2012	~3.5	~3.5%																																									
2013	~4.5	~4.5%																																									
2014E	~7.0	~6.5%																																									
2015E	~9.5	~8.5%																																									
2016E	~17.0	~11.5%																																									
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>2011</td> <td>~0.55</td> <td>~0.55</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~0.15</td> <td>~0.15</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~0.55</td> <td>~0.55</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~0.60</td> <td>~0.60</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~0.80</td> <td>~0.80</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~1.00</td> <td>~1.00</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2011	~0.55	~0.55	2012	~0.15	~0.15	2013	~0.55	~0.55	2014E	~0.60	~0.60	2015E	~0.80	~0.80	2016E	~1.00	~1.00	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2011</td> <td>~35%</td> <td>~100%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>~15%</td> <td>~300%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~30%</td> <td>~150%</td> </tr> <tr> <td>2014E</td> <td>~35%</td> <td>~100%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~40%</td> <td>~80%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~50%</td> <td>~50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2011	~35%	~100%	2012	~15%	~300%	2013	~30%	~150%	2014E	~35%	~100%	2015E	~40%	~80%	2016E	~50%	~50%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2011	~0.55	~0.55																																									
2012	~0.15	~0.15																																									
2013	~0.55	~0.55																																									
2014E	~0.60	~0.60																																									
2015E	~0.80	~0.80																																									
2016E	~1.00	~1.00																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2011	~35%	~100%																																									
2012	~15%	~300%																																									
2013	~30%	~150%																																									
2014E	~35%	~100%																																									
2015E	~40%	~80%																																									
2016E	~50%	~50%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Henrik Alveskog äger aktier i North Chemical: Nej</p> <p>Redeye utför/ har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/ har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>North Chemical är en kemteknisk företagsgrupp med inriktning mot rengöringsmedel, hygien- och underhållsprodukter. Utveckling och tillverkning sker vid två anläggningar i Sverige och försäljningen är främst inriktad mot de Nordiska marknaderna.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, 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, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye 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 och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte 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. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2014-03-24)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	20	23	10	3	10
3,5p - 7,0p	37	29	47	24	27
0,0p - 3,0p	3	8	3	33	23
Antal bolag	60	60	60	60	60

*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.