

# First Venture Sweden (FIRST B)



## Oförtjänt hög substansrabatt

First Venture Sweden ("First Venture" eller "Bolaget") är ett investmentbolag med fokus på snabbväxande innehav inom megatrender såsom digitalisering, hållbar konsumtion och produktion och hälsa. Innehaven består av både noterade och onoterade innehav med ett tydligt fokus på entreprenörsteam bakom, och verkar inom marknader med stark medvind och hög förväntad tillväxttakt framöver. Genom en *SOTP-värdering* i kombination med tillämpad substansrabatt, härleds ett värde per aktie om 4,6 SEK (4,8) i ett Base scenario.

### ▪ Nuvarande substansrabatt medför attraktiv Risk-Reward...

Vid utgången av Q3-23 värderades First Ventures noterade innehav till 77,6 MSEK<sup>1</sup>, vilket motsvarade ca 65 % av Bolagets Market Cap (120,1 MSEK) vid samma tidpunkt. Om de likvida tillgångarna (netto) därtill läggs in i ekvationen, blir motsvarande andel ca 77 %. Detta innebär att om First Venture skulle, hypotetiskt, köpas ut från börsen till den värderingen som gällde vid utgången av Q3-23 hade köparen, efter att ha sålt såväl de noterade som likvida tillgångarna, erhållit en portfölj av +11 onoterade bolag verksamma inom sektorerna teknologi, hållbarhet och hälsa för ca 30 MSEK. Dessa bolag var värderade till 130,4 MSEK vid utgången av Q3-23 givet senaste transaktion eller anskaffningsvärde, varför Analyst Group anser att nuvarande substansrabatt om ca 48 % bjuder in till en attraktiv Risk-Reward.

### ▪ ...men nuvarande kassa möjliggör inga större investeringar

First Venture har länge suttit på en större kassa, vilket Analyst Group har ansett vara både en risk och en möjlighet för Bolaget, detta då innehavandet av en stor kassa å ena sidan kan begränsa värdeutvecklingen, å andra sidan möjliggöra attraktiva köplägen vid tillfälliga marknadsnedgångar. Då First Venture under de senaste två åren har sysselsatt stora delar av kassan, i kombination med Bolagets löpande rörelsekapitalbehov, har kassan minskat väsentligt sedan börsnoteringen under Q2-21 och uppgick till ca 4,4 MSEK vid utgången av Q3-23. Analyst Group ser därför att nuvarande kassa inte längre öppnar upp för investeringar av större karaktär, och skulle First Venture ha för avsikt att genomföra en större investering (5-15 MSEK), anser Analyst Group att First Venture antingen kommer att behöva avyttra befintliga innehav eller rekapitalisera via externt kapital. Bolaget har däremot starka ägare varför en riktad emission eller lånestructur inte är otänkbart.

### ▪ Starkt management och erfarna storägare

Grundarna av First Venture och tidigare Första Entreprenörsfonden, Rune Nordlander och Peter Werme, har båda drygt 15 års erfarenhet. Rune tillträdde nyligen som t.f. VD, vilket adderar viktig kompetens för Bolagets tillväxtstrategi. First Ventures nya styrelseordförande, Alf Blomqvist, bidrar även med omfattande erfarenhet från investeringar och bolagsutveckling till Bolaget. Ägarlistan är vidare stark, där storägare som finansmannen Rutger Arnhult och techmiljardären Håkan Roos återfinns, som tillsammans äger aktier för cirka 30 MSEK, motsvarande cirka 30 % av aktierna i Bolaget.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
2,7 kr

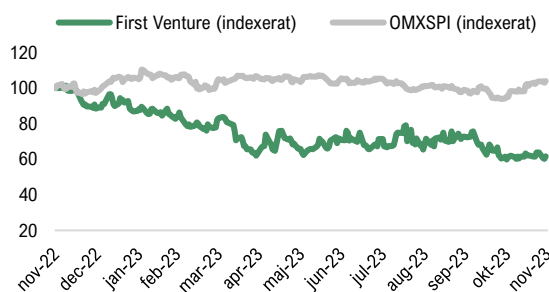
**Base**  
4,6 kr

**Bull**  
5,7 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-11-30)	2,8
Antal Aktier (st.)	37 524 206
Market Cap (MSEK)	103,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-14,4
Enterprise Value (MSEK)	89,5
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Bokslutskommuniké 2023	22 februari 2024

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2023-10-27)

Rutger Arnhult	21,1 %
Håkan Roos (RoosGruppen)	8,8 %
Buntel AB	7,6 %
Tham Special Investment AB	5,8 %
Movenio Fastigheter AB	4,4 %

### First Ventures substansvärde har ökat med 0,8 % YTD.

Förändring i First Ventures rapporterade substansvärde Y-Y



Dec 2022

Sep 2023

228 MSEK<sup>1</sup>

+0,8 %

230 MSEK

Rapporterat substansvärde

Rapporterat substansvärde

<sup>1</sup> I samband med årsredovisningen 2022 gjordes en nedskrivning av substansvärdet från 238 MSEK till 228 MSEK.

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-rapport	3-5
Investeringsidé	6
Portföljbolag	7-11
Marknadsanalys	12
Värdering	13-16
Ledning & Styrelse	17
Appendix	18-21
Disclaimer	22

### OM BOLAGET

First Venture Sweden är ett investmentbolag noterat sedan 2021 på First North med fokus på snabbväxande bolag inom megatrender såsom digitalisering, hållbar konsumtion och produktion och hälsa. Innehaven består av både noterade och onoterade innehav med ett tydligt fokus på entreprenörsteamet bakom, och verkar inom marknader med stark medvind och hög förväntad tillväxttakt framöver. First Ventures strategi är att investera i tillväxtbolag med ett marknadsvärde lägre än 500 MSEK med en långsiktig investeringshorisont samt genom ett nära samarbete med entreprenörsteamet i portföljbolagen.

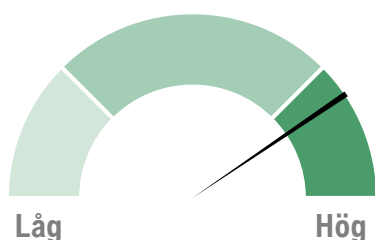
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Rune Nordlander
Styrelseordförande	Alf Blomqvist

### ANALYTIKER

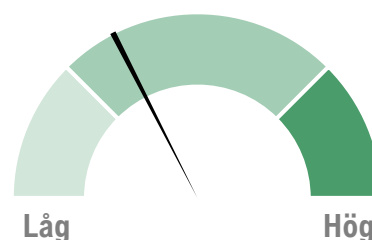
Namn	Christoffer Jennel
E-mail	christoffer.jennel@analystgroup.se

### Värde drivare



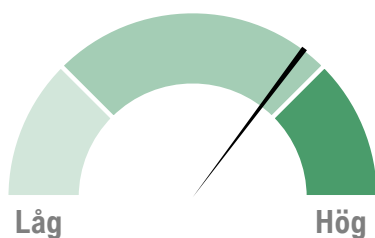
First Venture investerar i bolag som står inför kapitalintensiva faser och där Bolaget bistår med kapital och kunskap för att växa. Genom att fokusera på värde drivare kan First Venture hitta snabbväxande bolag till attraktiva värderingar och stötta bolagen i tillväxtresan. Bolag som infaller inom denna kategori inkluderar exempelvis Humble Group, Sprint Bioscience och Verduro.

### Lönsamhet



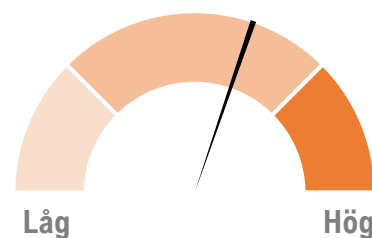
Genom att First Venture investerar i bolag som står inför kapitalintensiva faser resulterar detta i att majoriteten av både de noterade och onoterade innehaven ej erhåller positiva kassaflöden vilket försvagar lönsamheten. First Venture är ett tillsynes ungt bolag där värdeskapandet framgent erhålls vid lyckosamma avyttringar. Nuvarande betyg är främst baserat på historik, samtidigt som Analyst Group estimerar god lönsamhet på medellång sikt.

### Ledning & Styrelse



Bolagets ledning och styrelse bedöms vara väl kompetenta med tidigare erfarenhet av eget företagande, tillväxtarbete, samt investeringar i tidig bolagsfas med lyckosamt resultat. Vidare, bedöms även ägarbilden som stark med välkända och framgångsrika investerare i täten, exempelvis Rutger Arnhult och Roosgruppen.

### Risk



Givet investeringsstrategin är de flesta portföljbolag ännu inte lönsamma vilket utgör en risk på kort till medellång sikt avseende likviditetsrisk. Detta bör dock inte anses utgöra en alltför stor risk givet den starka ägarbilden och expertisen inom Bolaget. Omsättningslikviditeten i aktien är förhållandevis låg vilket även bör beaktas.



**229,6 MSEK**  
SUBSTANSVÄRDE  
Q3-23

### Substansvärdet uppgick till ca 230 MSEK vid utgången av Q3-23

First Venture redovisade ett substansvärde om 229,6 MSEK<sup>1</sup> vid utgången av Q3-23, motsvarande en minskning om ca -23 MSEK (-9,1 %) mot jämförbar period föregående år, men samtidigt en ökning om 22,7 MSEK (+11 %) mot föregående kvartal. Ökningen Q-Q kan primärt tillskrivas en stark aktiekursutveckling i såväl det största innehavet Humble Group (39 %) som Sprint Bioscience (255 %), en ökad värdering av Tribonex genom den senaste kapitalanskaffningen (15 %) samt i Zigrid (26 %). Vid jämförelse med Bolagets referensindex (First North All Share Index) har utvecklingen i substansvärdet varit relativt starkare på såväl kvartalsbasis (11 % vs -8 %) som från årets början (0,8 %<sup>2</sup> vs -8,7 %), samtidigt som utvecklingen i aktiekursen har presterat relativt starkare sett till kvartalsvis utveckling (2,9 % vs -8,3 %), men underpresterat sett till årets början (-17,5 % vs -8,7 %).

I ljuset av denna generellt positiva utveckling, har samtidigt ett av portföljbolagen – Alelion – försatts i konkurs efter kvartalets utgång. Detta kom efter att företaget den 17 oktober meddelat att de befann sig i en tvist med en, för Alelion, viktig kund som lagt en order om 150 MSEK avseende ett högspännings-system. Kundens ovilja att fullfölja den avtalade ordern medförde en omedelbar brist på likviditet, där Bolaget ej lyckades att hitta en lämplig finansieringslösning, varpå företaget skickade in en konkursansökan. I Q3-rapporten uppgick Alelions andel av substansvärdet till ca 2,5 % (5,6 MSEK), ett värde som nu uträderats. Analyst Group anser att situationen är olycklig men att det samtidigt belyser vilka små marginaler företaget hade, att en enda affär, om än en stor sådan, som inte realiseras innebär att Bolaget försatts i konkurs, indikerar en hög instabilitet. Större marginaler än så behövs infinns som ett noterat bolag. Så sent som i inledningen av 2023 hade Alelion en orderstock om ca 350 MSEK.

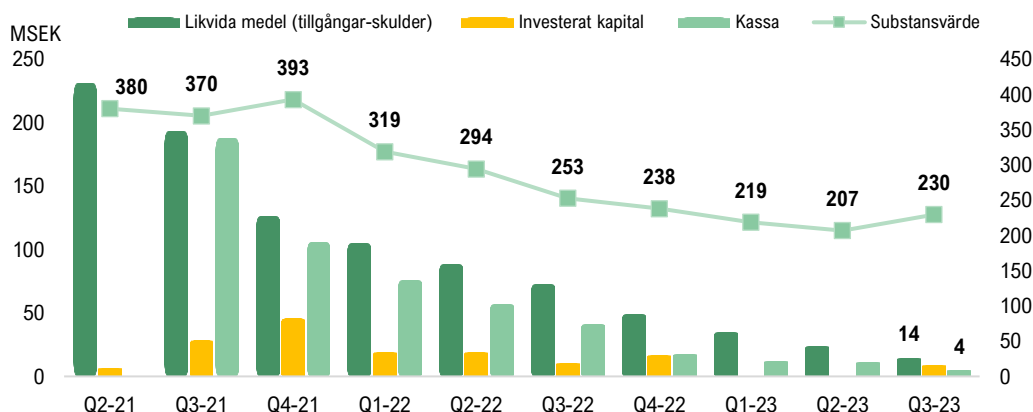
### Nuvarande kassa bjuder inte in till några större investeringar på sikt

Vid utgången av Q3-23 hade First Venture likvida tillgångar (tillgångar-skulder) om 14,3 MSEK, varav kassan utgjorde 4,4 MSEK. Mot jämförbart kvartal föregående år har de likvida tillgångarna minskat med -58,2 MSEK, varav kassan har minskat med -36,2 MSEK. Sedan utgången av Q3-22 till utgången av Q3-23 har First Venture investerat totalt 25,3 MSEK och avyttrat innehav till ett värde om ca 2,5-3 MSEK\*\*, varför resterande kassaminskning Y-Y är hänförlig till verksamhetens rörelsekapitalbehov (-13,4 MSEK).

Bolagets genomsnittliga operativa burn rate under perioden Q2-21 till Q3-23 uppgår till ca -3 MSEK/kvartal eller -1 MSEK/månad, vilket innebär att senast rapporterad kassa, allt annat lika, räcker fram till mitten av Q1-24. Räknet på posten "tillgångar-skulder" och under samma antaganden, skulle kassan räcka till slutet av Q4-24. Som ett investmentbolag av First Venture karaktär, kan kassan stärkas (exkl. skuldfinansiering) antingen genom att First Venture gör en Exit, erhåller utdelning från portföljbolagen eller reser kapital via aktiemarknad. Analyst Group bedömer att First Venture likviditet är relativt god, givet att Bolagets nettotillgångar om 14,3 MSEK är enkla är likvidera vid behov, men att nuvarande kassa inte längre möjliggör investeringar av större karaktär. Skulle First Venture därför ha för avsikt att göra en större investering (5-15 MSEK), i syfte att tillvarata på det utmanande marknadsklimatet, anser Analyst Group att First Venture antingen kommer att behöva avyttra något av befintliga innehav eller resa nytt kapital.

**Ett utmanande marknadsklimat för tillväxtbolag sedan slutet av 2021 har medfört ett successivt minskande substansvärde.**

Utveckling avseende likvida medel, investerat kapital, kassa och substansvärde (Q2-21 till Q3-23)



<sup>1</sup> Justerat för Alelion hade substansvärdet uppgått till 224,1 MSEK

<sup>2</sup> I samband med årsredovisningen 2022 gjordes en nedskrivning av substansvärdet från 238 MSEK till 228 MSEK.

Källa: First Venture

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten



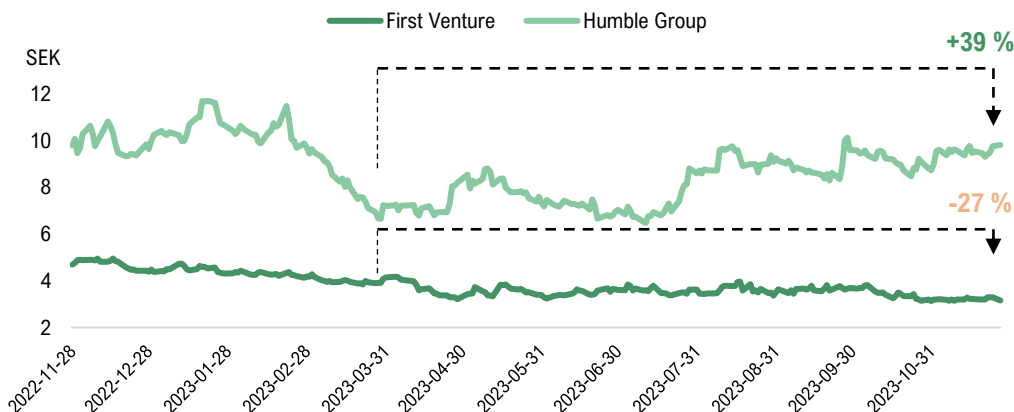
**STÄRKT  
KAPITALSTRUKTUR  
OCH FORTSATT HÖG  
ORGANISK TILLVÄXT  
BAKOM HUMBLES  
STARKA  
KURSUTVECKLING**

### Humble har uppvisat en stark utveckling i aktiekursen under Q3-23 – en förbättrad kapitalstruktur och fortsatt god organisk tillväxt bedöms vara drivande

Bland de noterade bolagen har som nämnt Humble visat en stark utveckling under det tredje kvartalet, med en aktieuppgång om 39 %, vilket Analyst Group anser kan tillskrivas företagets insatser med att stärka upp balansräkningen, dels genom en riktad emission om 875 MSEK under Q2-23, dels genom försäljning av fastigheter till ett värde om 300 MSEK. Detta har i sin tur möjliggjort för företaget att förbättra kapitalstrukturen med bas i banklån snarare än obligationer, vilket fundamentalt medför ökade möjligheter att växa organiskt och med väsentlig lägre räntekostnader. Just balansräkningen är något som Analyst Group bedömer att investerare tidigare har bekymrat sig över när det kommer till Humble, i synnerhet i takt med den stigande räntemiljön då det har medfört ökade räntekostnader för Humble på tidigare utestående obligationslån.

Vidare fortsatte Humble under det tredje kvartalet på inlagen väg med att leverera en stark organisk tillväxt, detta till trots en tuff konsumentmarknad, vilken uppgick till 12 % och 13 % avseende YTD. Samtidigt har Humble uppvisat en förhållandevis stabil EBITDA-marginal de senaste kvartalen, vilken uppgick till 8,9 % (9,0 %) under kvartalet och 10,3 % (11,4%) efter justering av jämförelsestörande poster. Bruttomarginalen, vilken har varit under press senaste kvartalet till följd av prisökningar, kom in i linje med föregående kvartal om 29 %, att jämföra med 31 % under motsvarande kvartal föregående år. Analyst Group anser att Humble Group under de senaste kvartalen har uppvisat en god resistens i en annars utmanande konsumentmarknad och därtill lagt en solidare grund för att fortsätta leverera tillväxt tillsammans med starkare kassaflöden genom den förbättrade kapitalstrukturen. Vid utgången av Q3-23 utgjorde Humble 18,4 % av First Ventures substansvärde.

### First Venture och Humbles aktiekurser har gått åt olika håll sedan Q1-23, trots att Humble utgör det största innehavet.



### Lyckegårds Q3-rapport gav tudelade besked

Jordbruksteknikbolaget redovisade företagets Q3-rapport den 20 november, vilken gav tudelade besked. Å ena sidan visade affärssegmentet Water en kraftig tillväxt om 384 % Y-Y, primärt drivet av genomförda förvärv, å andra sidan visade det andra affärssegmentet, Soil & Seed, på en vikande försäljning, där tillväxten summerades till -38 % mot jämförbart kvartal föregående år. Samtidigt förbättrades resultatet inom Soil & Seed jämfört med Q3-22, vilket påvisar att Bolagets kostnadsbesparing har burit frukt.

Vidare minskade kassan med ca 10 MSEK Q-Q och uppgick till 5,5 MSEK vid utgången av Q3-23. Givet kassans utveckling under kvartalet, att nettoskulden uppgår till 26,9 MSEK vid utgången av september, samt att två säsongsmässigt svagare kvartal väntar för Bolaget, blir det av stor vikt att företaget kan fortsätta att stärka lönsamheten inom de båda affärsområdena, för Soil & Seed genom en organisk tillväxt och för Water bl.a. genom att öka serviceintäkterna. Det ska därtill tilläggas att Bolaget innehar en outnyttjad checkräkningskredit om 3,8 MSEK vid utgången av september, varpå totala tillgängliga likvida medel uppgick till 9,3 MSEK.



**SÄSONGSMÄSSIGT  
SVAGARE KVARTAL  
VÄNTAS – VIKTIGT  
ATT FÅ UPP  
LÖNSAMHETEN  
FRAMGENT**

## Sammanfattande ord om rapporten och rådande substansrabatt

First Venture är för närvarande ett av de investmentbolag som handlas till högst substansrabatt (se graf nedan), vilka de även har gjort under en längre tid. Sedan noteringen i inledningen av det tredje kvartalet 2021 har First Ventures substansvärde successivt minskat och utvecklingen summeras till ca -40 % givet substansvärde vid utgången av Q3-23. Kombinationen av ett missgynnsamt börsklimat för mindre tillväxtbolag, stigande räntor, hög inflation, geopolitisk oro, m.fl., och att en större andel av det totala substansvärde utgörs av onoterade bolag, vilket medför till en minskad transparens, bedömer Analyst Group som drivande faktorer bakom utvecklingen.

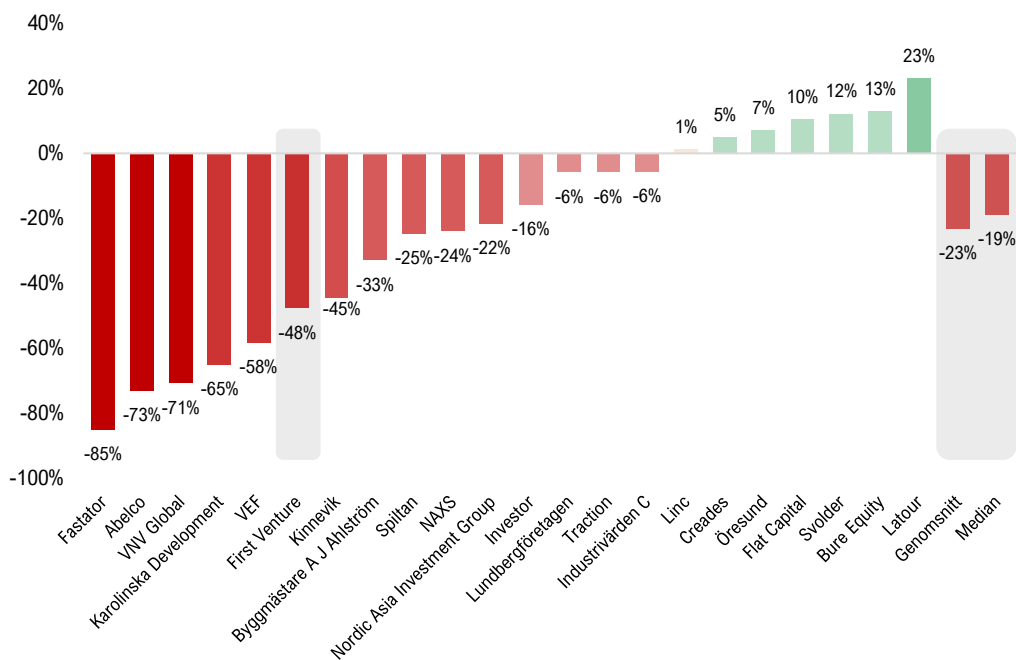
Medan First Ventures aktiekurs har underpresterat Bolagets jämförelseindex med ca 11 procentenheter (-62,4 % vs -51,2 %) sedan noteringen har samtidigt Bolagets substansvärde utvecklats relativt bättre, varför Analyst Group anser att First Venture har straffats något för hårt.

Värdet på Bolagets noterade innehav vid utgången av Q3-23 summeras till 77,6 MSEK (exkl. Alelion), eller ca 65 % av First Ventures Market Cap under samma period. Adderas därtill Bolagets likvida tillgångar i ekvationen blir motsvarande andel ca 77 %. För att sätta detta i perspektiv innebär det att om du köper ut First Venture från börsen givet Market Cap vid utgången av Q3-23, därefter säljer Bolagets noterade och likvida tillgångar, så erhåller du en portfölj av onoterade bolag verksamma inom sektorerna teknologi, hållbarhet och hälsa som First Venture, vid utgången av Q3-23, värderas till 130,4 MSEK givet senaste transaktion eller anskaffningsvärde, för ca 30 MSEK. *Risk-Reward* i First Venture anser Analyst Group därför är fortsatt attraktiv.

NUVARANDE  
SUBSTANSRABATT  
MEDFÖR  
ATTRAKTIV  
RISK-REWARD

### First Venture har under en längre tid handlats till, vad Analyst Group anser, en oförtjänt hög substansrabatt.

Substansvärde på noterade investmentbolag givet rapporterat substansvärde under Q3-23 och senast aktiekurs.



Källa: Ibindex

HÅKAN ROOS OCH  
RUTGER  
ARNHULT ÄGER  
AKTIER FÖR CA  
30 MSEK

## Starkt management och erfarna storägare ingjuter förtroende

Bolaget annonserade under juni 2023 att Rune Nordlander tillträder som t.f. verkställande direktör i First Venture. Rune, som är en av grundarna av Första Entreprenörfonden, företrädaren till First Venture, arbetar sedan tidigare som partner med investeringar inom organisationen, tillsammans med Peter Werme som även är medgrundaren till Första Entreprenörfonden och arbetar operativt inom Bolaget. Peter har mångårig erfarenhet inom kapitalförvaltning och har tidigare förvaltat hedgefonder åt SEB och Handelsbanken samt startat upp Länsförsäkringars fondverksamhet. Rune tar utöver sin omfattande erfarenhet från arbetet inom First Venture med sig erfarenheter från VD-roller i flera IT-konsultbolag till VD-rollen i First Venture. Bland storägarna återfinns bl.a. techmiljardären Håkan Roos och finansmannen Rutger Arnhult, som tillsammans äger aktier för ca 30 MSEK, motsvarande ca 30 % av aktierna i Bolaget.

Managements breda erfarenheter och kunskap är kärnan i Bolaget och styr hur utvecklingen kommer att se ut framöver med hänsyn till deras förmåga att hitta lämpliga investeringsobjekt, och Analyst Group bedömer att First Venture besitter bred kompetens och en beprövad strategi för att vidareutveckla nuvarande innehav samt finna potentiella investeringar. Utöver First Ventures anställda investeringsteam har man också tillgång till ett stort nätverk av bred kompetens som löpande assisterar Bolaget i att hitta och förvalta investeringar. Ett nätverk som byggts upp under arbetet med Första Entreprenörfonden och som vi bedömer besitter breda erfarenheter inom företagsutveckling och finansiering.

## Investeringsstrategi med beprövat resultat

First Ventures investeringsstrategi, med fokus på *Valley of Death*, möjliggör för Bolaget att finna potentiellt snabbväxande bolag till en attraktiv värdering vilka står inför kraftig tillväxt framgent. Fokusområdet innebär att Bolaget letar investeringar i företag som står inför en kapitalintensiv fas, som exempelvis en kommersialisering av produkt, vari First Venture bistår med både kapital och kunskap. Ett tydligt exempel på Bolagets framgångsrika strategi är Humble Group, där First Ventures medgrundare Peter Werme satt som styrelseledamot mellan åren 2010-2015 och som styrelseordförande från 2015 till Q2-23.

Humble Group har utvecklats från att vara en mindre aktör till att, tillsammans med First Venture och Peter Werme i spetsen, bli en heltäckande FMCG-koncern inom framtidens FMCG-produkter som närmar sig *unicorn*-värdering. Utifrån First Ventures breda kompetens och nätverk, samt accelererade investeringsstrategi, anser Analyst Group att ytterligare investeringar är att vänta även framgent, vilket förväntas generera god aktieägarvärde.

## Attraktiv värdering sett till substansvärde

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 232,4 MSEK och efter tillägg av en konservativ substansrabatt om 25 % för First Venture som helhet har ett justerat substansvärde om 174,3 MSEK kunnat härledas, vilket motsvarar ett värde om 4,6 kr (4,8) per aktie i ett Base scenario. Substansvärdet påverkas i samband med kursförändringar i de noterade bolagen och/eller om ny information avseende de onoterade bolagen tillkommer som kan utgöra grund för värdering.

## Risker relaterade till innehav

En av de främsta riskerna i First Venture är den framtida utvecklingen av portföljinnehaven i allmänhet och utvecklingen av Humble Group i synnerhet. Innehavet motsvarar ca 18,9 % av substansvärdet inkl. nettokassa, varför en nedgång i aktiekursen för Humble medför en stor påverkan på First Ventures substansvärde. Parallellt är de segment/marknader som First Venture investerar inom i regel konkurrensutsatta och präglas av snabba förändringar inom teknologi samt ständig utveckling. Därav är det av vikt att portföljbolagen kontinuerligt uppdaterar och utvecklar nya samt befintliga plattformar, investerar i R&D och andra kapitaltillgångar, för att såväl behålla som stärka respektives konkurrenskraft på marknaden. Då First Venture delvis investerar i bolag som befinner sig i en tidig fas och/eller är beroende av externt kapital för att kunna utveckla verksamheten, kan framtida kapitalanskaffningar medföra att First Ventures ägarandel späds ut, givet att First Venture inte kan eller avser att delta i vid en nyemission.

BEPRÖVAD  
INVESTERINGS-  
STRATEGI

4,6 KR  
PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO

SNABBT  
FÖRÄNDERLIGA  
MARKNADER  
STÄLLER KRAV PÅ  
PORTFÖLJBOLAGEN

Noterade innehav: 34,6 % av det totala substansvärdet<sup>1</sup>

## Humble Group



18,9 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

*Humble Group* är First Ventures största innehav och utgör cirka 19 % av det totala substansvärdet om 224,1 MSEK. Bolaget är en FMCG-aktör inom framtidens FMCG-produkter, vilka uppvisade en omsättning om 6,7 mdSEK rullande 12 månader. Bolagets fokus är på hållbar konsumtion, sockerfria alternativ och proteinrika produkter. Som ett resultat av en stark operationell utveckling i kombination med en aggressiv förvävsstrategi uppdaterade Humble bolagets finansiella mål under Q4-21, från att omsätta 8 mdSEK pro forma år 2025 till en målsättning om 16 mdSEK samma år.

Investeringen har varit viktig för First Venture, där Bolaget har varit ägare sedan år 2011. Den senaste tilläggsinvesteringen i Humble genomfördes under Q2-222, till ett belopp om 5 MSEK. First Ventures medgrundare Peter Werme agerade styrelseordförande i Humble Group från år 2015 till Q2-23, där Peter var starkt involverad i samband med att bolaget tog fram den framgångsrika tillväxtstrategin som Humble Group exekverat på sedan Q1-20. Humble har genom en nyemission under Q2-23 lagt grunden för en mer långsiktigt hållbar kapitalstruktur, vilken möjliggör för bolaget att i större utsträckning fortsätta exekvera på den framgångsrika förvävsstrategin.

## Sprint Bioscience



8,8 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

*Sprint Bioscience* är ett läkemedelsbolag vilka fokuserar på att starta och utveckla läkemedelsprojekt mot cancer, för att sedan utlicensiera dessa i preklinisk fas till globala läkemedelsföretag. Sprints beprövade plattform används inom onkologi för att öka kvaliteten på och effektivisera utvecklingen av nya läkemedelskandidater. Trots att Sprint Bioscience skiljer sig fundamentalt mot Humble Group som investering arbetar First Venture på ett liknande sätt aktivt med affärsutveckling och strategi tillsammans med företaget, där Rune Nordlander sitter i styrelsen.

I augusti 2023, efter andra kvartalets utgång, meddelade Sprint att bolaget utlicensierar rättigheterna till det utvecklade cancerprogrammet VADA till det amerikanska bolaget Day One Biopharmaceuticals. Värdet av avtalet kan potentiellt uppgå till 316 MUSD och demonstrerar hur bolagets utvecklingsarbete står sig på den internationella scenen. Utöver att säkra finansiering för fortsatt utveckling av programmet anser Analyst Group att det ingångna avtalet visar på *Proof of Concept* för det framgångsrika samarbetet som First Venture driver med sina portföljinnehav, vars mål är att skapa lönsamma tillväxtbolag.

## Lyckegård Group



4,3 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

*Lyckegård Group* erbjuder lösningar för hållbar växtodling, genom mekanisk ogräs-bekämpning. I dagsläget använder i princip all form av odling kemiska bekämpningsmedel för att kunna bedriva lönsam verksamhet. I takt med att efterfrågan på hållbart producerade livsmedel ökar kan Lyckegård kapitalisera på denna trend, genom ambitionen att erbjuda en heltäckande produkt- och tjänstportfölj. Därtill har bolagets strategiska placering på marknaden för hållbart jordbruk blivit vidare stärkt av kriget i Ukraina och de tydliga brister i livsmedelsförsörjningen som påvisats till följd av detta. Med bakgrund i denna ambition har Lyckegård sedan år 2019 arbetat med förvärv för att utöka produktportföljen för att på så vis täcka kundens alla behov. Bolaget är idag marknadsledande i Norden inom redskap för ekologiskt och hållbart jordbruk.

Förvärvet av KSAB har under kvartalet tillträtts av Lyckegård. Bolaget som förvärvades för 67,2 MSEK är den ledande aktören inom bevattning av golfbanor och grönytor i Sverige och förväntas framgent skapa synergier samtidigt som det är ett viktigt steg för att exekvera på Bolagets strategi som är att växa genom strategiska förvärv.

<sup>1</sup> Justerat för Alelion, vilka har ansökt för konkurs efter tredje kvartalets utgång

**Noterade innehav: 34,6 % av det totala substansvärdet<sup>1</sup>**



**2,2 %**  
av substansvärdet  
(Q3-23)

#### Kiliaro

*Kiliaro* har utvecklat en plattform som erbjuder lagring och delning av bilder och video i molnet till full integritet och utan kvalitetsförlust. Plattformen erbjuder delning i samma ögonblick som bilden tas till obegränsad lagring.

*Kiliaro* har förvärvat samtliga aktier i bolaget Sosityopix, Turkiets största digitala fotoframkallningsbolag (printing). Sosityopix har ett starkt varumärke i Turkiet och cirka 2,3 miljoner kunder samt genererar en årlig omsättning om drygt 30 MSEK med en tillväxt om cirka 20 %. Förvärvet ger *Kiliaro* goda möjligheter till synergieffekter som kommer att implementeras redan under 2023. Turkiet blir en testmarknad för vidare internationell expansion där förvärv av lokala printingbolag kan bli en fortsatt tillväxtfaktor. Peter Werme arbetar som styrelseordförande i *Kiliaro* och Analyst Group är positivt inställda till att bolaget kan fortsätta sin tillväxtresa med en fundamentalt stark produkt som står i startgroparna för att lanseras på fler marknader.



**0,6 %**  
av substansvärdet  
(Q3-23)

#### Dlaboratory

*Dlaboratorys* patenterade mjukvarulösning erbjuder automatisk analys av händelser i elnätet. Inom loppet av några minuter efter att en händelse inträffat i elnätet finns information tillgänglig och analyserad i valfritt gränssnitt. Vidare erbjuder *dLab* en kostnadseffektiv elkvalitetsövervakning som kontinuerligt mäter och observerar strömmar och spänningar i strategiska punkter i elnätet. Bolagets lösningar möjliggör därutöver proaktivt underhållsarbete och ökad leveranssäkerhet med färre avbrott. I bolagets kundlista finns välrenommerade elnätsföretag så som E.ON, Ellevio, Vattenfall mfl. First Venture tecknade aktier för ca 1,5 MSEK under Q4-22, motsvarande 3,7 % av Bolaget, vilket var värderat till ca 40,5 MSEK.

<sup>1</sup> Justerat för Alelion, vilka har ansökt för konkurs efter tredje kvartalets utgång



Onoterade innehav: 58,9 % av det totala substansvärdet<sup>1</sup>

10,9 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

### Tribonex

*Tribonex*, vars värdering nästan fördubblades under den senaste finansieringsrundan, arbetar med utveckling och produktion av ytbehandling i syfte att minimera friktion och öka hållbarheten för mekaniska komponenter utan att påverka prestandan. Tekniken har kostat ca 150 mkr i utvecklingskostnader och bolagets produkter har funnits på marknaden under en längre tid. Under de senaste åren har *Tribonex* knutit till sig kunder såsom Honda, Volvo, Daimler, m.fl. Tekniken har historiskt främst använts på förbränningsmotorer i syfte att öka effekt och reducera bränsleförbrukning. En central del i *Tribonex* framtida satsning består av ett nytt fokus på eldrivna fordon, där tekniken kan medföra lägre energiförbrukning med längre räckvidd samt minskat slitage och ökad livslängd.



9,2 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

### Mendi Innovations

*Mendi Innovations* är en av First Ventures senaste investeringar var i Bolaget tecknade aktier för cirka 17 MSEK i företagets riktade nyemission under oktober 2021. I samband med nyemissionen investerade First Venture cirka 8 % av aktierna och blev därmed Mendis största externa ägare. Genom en framgångsrik crowdfunding-kampanj i början av år 2020 blev Mendi den mest populära produkten någonsin inom mental hälsa på Kickstarter.

Mendi erbjuder ett pannband med sensorer som mäter hjärnaktivitet som tillsammans med bolagets app låter användare välja fokusområde att utveckla. Genom aktiva neurofeedback och data från pannbandet som synkas med appen kan användare välja att fokusera på exempelvis sömn eller mental hälsa. Produkten erbjuds för konsumenter om 2 999 kr och användare rapporterar om upp till 38 % förbättrat fokus samt att tiden för att somna har minskat med upp till 45 %. Produkten används idag av bland annat NASA, Sahlgrenska Universitetssjukhuset, atleter och skolor. Kapitalinjektionen togs emot positivt av Mendi som nu avser fortsätta med kommersialisering, ett område där First Venture har bred erfarenhet inom.



8,3 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

### CombiQ

*CombiQ* arbetar med Internet-of-Things-teknik (IoT) inom industrin. Där erbjuder CombiQ en SaaS-tjänst i molnet som använder insamlad data från maskiner för att skapa insikt och beslutsunderlag. Tjänsten innebär att produktionen kan effektiviseras och kvalitetssäkras för att minska kostnader och öka kundnöjdheten. Sedan april 2022 är First Venture den enskilt största ägaren i bolaget, och kontrollerar cirka 31 % av det totala aktiekapitalet.



8,2 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

### Verduro Group

*Verduro Group* är ett företag med ett starkt team inom Wellness och förebyggande hälsa via hel- och delägda tillväxtbolag inom bl.a. rödljusterapi, hälsokontroller, digitala utbildningar inom kost och nutrition. De hel- och delägda bolagen utgörs av Nutrilight, Näringspodden, Svensk Provtagning och Svenska näringsakademin. Fredrik Paulún är en drivande ambassadör och delägare i Verduro.



5,9 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

### Zigrid

*Zigrid* erbjuder en unik lösning för att ta vara på spillvärme från industrin. I de flesta fall släpps spillvärme med temperatur under 100 grader ut i naturen direkt, men *Zigrid* erbjuder en lösning som kan omvandla denna spillvärme till energi. Bolagets patenterade metod möjliggör energiutvinning från spillvärmeströmmar ner till 45 grader, värme som idag till stora delar går förlorad.

Produkten innebär ett miljövänligt och kostnadseffektivt sätt att minska behovet av industriell kylning och öka energitillförseln, ett behov som varit minst sagt aktuellt under den senaste energikrisen som drabbat Europa. *Zigrid* är idag i verifieringsfas och har idag en komplett testanläggning samt pilotavtal med BillerudKorsnäs.

<sup>1</sup> Justerat för Alelion, vilka har ansökt för konkurs efter tredje kvartalets utgång

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Onoterade innehav: 58,9 % av det totala substansvärdet<sup>1</sup>

cling

3,8%  
av substansvärdet  
(Q3-23)

## Cling

Cling Systems utvecklar en plattform som möjliggör att litium-jon batterier används optimalt och kan återvinnas kostnadseffektivt. Bolaget startade i början av 2020 men har redan idag pilotprojekt med ledande aktörer inom branschen. Cling uppger att bara logistiken bakom batteriåtervinningen utgör cirka 50 % av återvinningskostnaden, och bolagets plattform fyller där en viktig funktion. Med sig har bolaget tidigare anställda från Volvo Cars men även utvecklare från Spotify.

## Speedment

Speedment är en plattform för att utveckla applikationer till databaser. Genom Speedments plattform nedkortas utvecklingstiden genom att koder automatiskt genereras från en databas. Bland kunder som använder produkten återfinns idag bland annat Ericsson, IBM, SJ och Citi Bank.

## OneTwo Analytics

OneTwo Analytics har utvecklat en SaaS-tjänst för automatiserade individuella analyser och beslutsstöd för diabetesteam och personer som lever med diabetes. Systemet som OneTwo Analytics utvecklat och kommersialiserat analyserar automatiskt all data från sensorer med kontinuerlig glukosmätning (CGM), genererar tolkningar av de bakomliggande orsakerna till ett glukosvärde utanför normalvärdet och ger behandlingsrekommendationer. First Venture tecknade aktier för 6,5 MSEK under Q2-22 motsvarande 10 % av bolaget.

## Virtual e-Training

Virtual e-Training erbjuder sin egenutvecklade molnbaserade plattform, Taggis, till kunder i utbildningssyfte. Plattformen används för produktion av interaktiva miljöer, såsom 360-graders panoramabilder eller 3D-modeller, för att göra utbildningsmoment mer interaktiva och effektiva. Som ett komplement till Taggis erbjuder Virtual e-Training därtill distributionsplattformen DocBrowser för att leda kurser, samla in data och distribuera material. Bland kunderna återfinns bland annat Norwegian, TUI, Ryan Air, SAS, Air Canada och Ski Star.

## Knodd

Knodd erbjuder digital hälsovård för barn i åldrarna 0-6 år samt för småbarnsföräldrar. Bolagets plattform ger barn och föräldrar stöd, guidning och vård genom digitala kurser (t.ex. hjärt- och lungräddning för barn), ett gravidprogram där föräldrar kan följa barnets utveckling fram till förlossning samt en digital vårdtjänst som är bemannad av läkare och vårdpersonal specialiserade på pediatrik/barnsjukvård. Målet är att bli en one stop shop för barns hälsa. First Venture tecknade aktier i bolaget för ca 5 MSEK under Q3-22, motsvarande 3 % av bolaget.

## Mindforce Gamle Lab

Mindforce Game Labs sammanför ledande livsforskare toppspeldesigners. Bolagets utvecklingsprocess bygger på en vetenskaplig grund samtidigt som den ger utrymme för kreativitet, spelidéer och integrerad AI. Med CE-märkta spel, med registrerat bevis som medicinsk rådgivning, hjälper spelen patienter som lider av depression eller syndrom för bipolärhet.

## Övriga innehav

First Ventures övriga investeringar består av mindre poster i en handfull onoterade innehav, vars gemensamma värde per 2022-09-30 uppgick till cirka 1,6 MSEK.

Speedment

3,3 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)OneTwo  
Analytics3,0 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)Virtual eTraining  
SOFTWARE2,3 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

knodd

2,0 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)MINDFORCE  
GAME LAB1,2 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)0,7 %  
av substansvärdet  
(Q3-23)

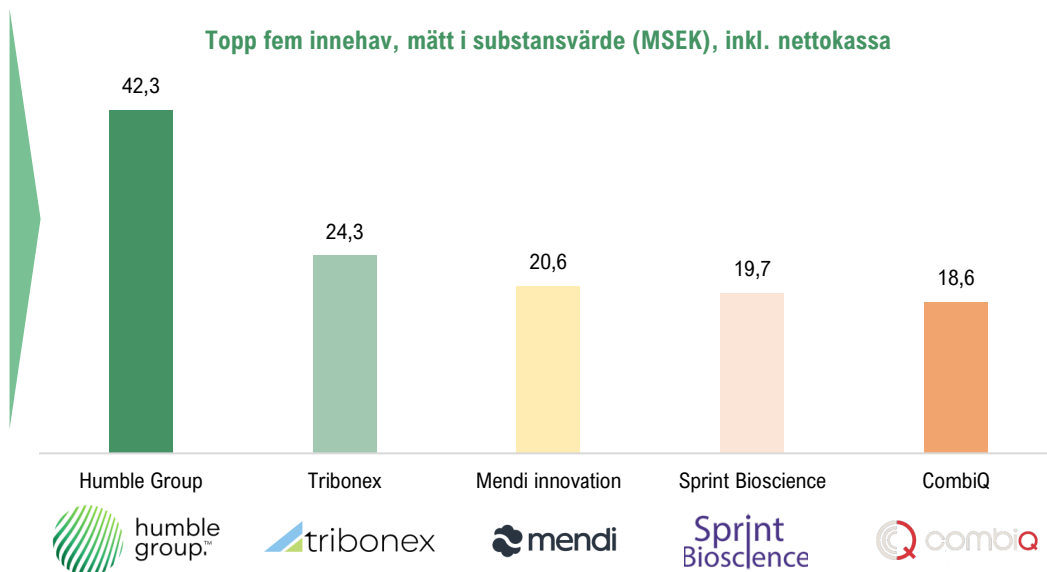
<sup>1</sup> Justerat för Alelion, vilka har ansökt för konkurs efter tredje kvartalets utgång

## Topp fem innehaven i First Venture

Topp fem innehaven mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa, 2023-09-30

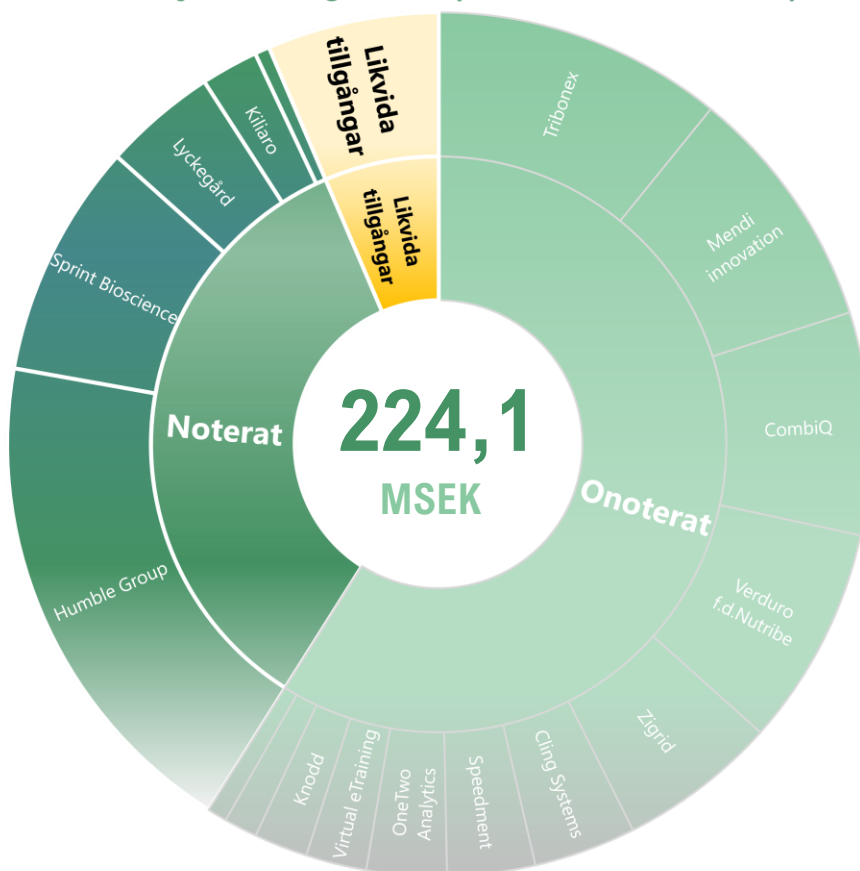
### Topp fem innehav, mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa

Topp  
**5**  
Innehav



Källa: First Venture

## Portföljallokering Q3-23 (i % av substansvärde)<sup>1</sup>



1. Inklusive tillgångar-skulder om cirka 14,4 MSEK och exklusive Alelion.

### Stark marknadstillväxt inom digitalisering

Digitalisering förväntas bidra med 13 bUSD till global BNP från och med år 2030, bland annat som en följd av ökad produktivitet. Inom digitalisering fokuserar Bolaget på följande trender:

- **Industrial IOT (IOTT):** IOTT, eller *Industriell Internet of Things*, innebär optimering och effektivisering av produktion inom industrin genom uppkopplade enheter som styrs och samverkar över internet. Den globala marknaden för IIoT beräknad vara värd 263 mdUSD år 2027, med en förväntad årlig tillväxttakt om cirka 17 % mellan 2020-2027. Inom området återfinns First Ventures innehav CombiQ.
- **Cloud Tech och Software as a Service (SaaS):** Mjukvara som levereras över internet och återkommande intäkter kopplade till SaaS-modellen är båda affärsmodeller som växer i popularitet. Den globala marknaden för SaaS-lösningar bedöms vara värd cirka 160 mdUSD 2020 och uppvisa en årlig marknadstillväxt om cirka 12 % mellan åren 2020-2026. First Venture ges exponering mot dessa marknader via exempelvis Kiliaro och Speedment.
- **Big Data och AI:** Marknaden för AI innefattar ett flertal applikationsområden, där Big Data ingår. Den globala marknaden för AI bedöms vara värd cirka 27 mdUSD år 2019, och väntas växa till 266 mdUSD år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt om cirka 33 %. Innehav som är verksamma inom Big Data och AI är bland annat Mendi och Speedment.
- **VR:** Applikationsområden för virtuell verklighet är i dagsläget bland annat inom spel, film, upplevelser och utbildning. Marknaden värderas till 17 mdUSD år 2020 och förväntas växa till 185 mdUSD år 2026, motsvarande en årlig tillväxttakt om cirka 50 %. First Ventures innehav Virtual e-Learning arbetar med att applicera VR i utbildningssyfte.

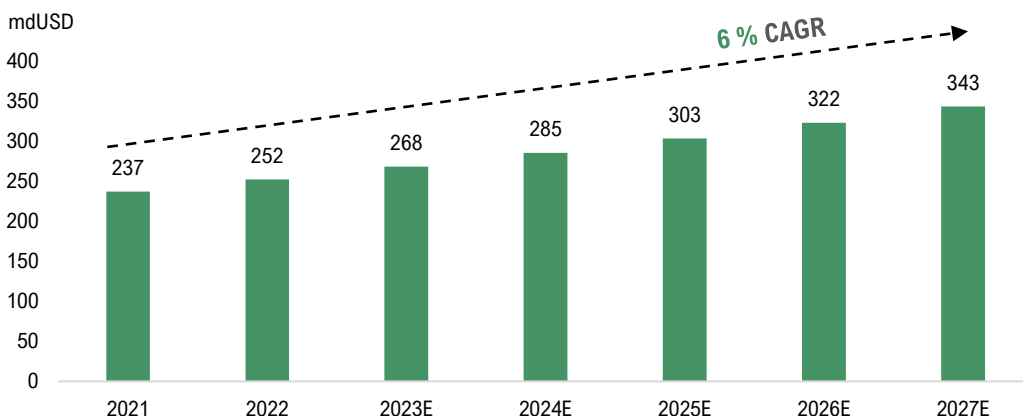
### Positiva trender inom hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimatet

Global hälsomedvetenhet har de senaste åren ökat på grund av ny teknologi, förändrad demografi, rikare befolkning och högre utbildningsnivå. Medvetenheten bland konsumenter har lett till en högre efterfrågan på produkter som fokuserar på att minska klimatpåverkan, är hälsosammare och etiskt försvarsbara. Denna medvetenhet innebär ökad efterfrågan på växtbaserade alternativ, naturliga ingredienser och smaker samt sockerfria och proteinrika varor, där Humble Group ligger i framkant. Sektorn Food Tech bedöms vara värd cirka 343 mdUSD 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt om 6 % mellan 2019-2027. Marknaden för växtbaserade köttsubstitut domineras i dagsläget av Europa, som står för cirka 40 % av den globala marknaden och som väntas växa till 2,4 mdEUR år 2025, från 1,5 mdEUR år 2018.

En ökad befolkning och växande medelklass har bidragit till allt mer påtryckningar att reducera koldioxidutsläppen och en hållbarare användning av resurser. Marknaden för förnybar energi, där First Ventures innehav Zigrig är verksamma, värderades till 882 mdUSD år 2020, och väntas växa till cirka 2 bUSD år 2030, motsvarande en årlig tillväxttakt om närmare 8,5 %.

### Sektorn Food Tech väntas växa med årlig tillväxttakt om 6 % fram till år 2027.

Sektorvärde Food Tech, 2020-2027



Källa: Emergen Research

**Base scenario: Sum of the parts-värdering**

Vid utgången av Q3-23 hade First Venture ett direkt ägande i fem noterade bolag, exklusive Alelion, medan resterande elva bolag verkar i en onoterad miljö. Avseende de noterade bolagen, vilka är Humble Group, Sprint Bioscience, Lyckegård, Kiliaro och Dlaboratory, har Analyst Group genomfört en fristående värdering utifrån en kvalitativ bedömning i förhållande till jämförbara noterade bolag baserat på parametrar såsom företagets storlek, affärsmognad, geografifokus, tillväxt- och lönsamhetspotential och likviditet. Avseende värderingen av First Ventures onoterade innehav har Analyst Group valt att applicera olika värderingsmetoder, i första hand utifrån en multipelvärdering, i vilken relevanta multiplar appliceras på de onoterade bolagens historiska och/eller estimerade nyckeltal. För att möjliggöra en multipelvärdering krävs det att observerbar, tillika aktuell, data finns tillgänglig. I de fall där Analyst Group bedömer att aktuell data ej finns att tillgå, används värderingsprincipen "senaste transaktion", vilken avser det pris som tillämpats i en nyligen genomförd transaktion för portföljbolaget i fråga, vilket därmed kan anses vara representativt för verkligt värde. Har ingen transaktion genomförts i ett portföljbolag sedan First Venture genomfört investeringar, tillämpas First Venture egna anskaffningsvärde för portföljbolaget, med en mindre justering av Analyst Group.

**Värdering av de noterade innehaven**

**56,8 MSEK**  
Härlett substansvärde

Avseende det största innehavet Humble Group, vilka vid utgången av Q3-23 utgjorde 18,9 % av First Ventures portfölj, har Analyst Group härlett ett substansvärde om 56,8 MSEK baserat på 2023 års estimerade EBITDA om 703,4 MSEK samt en konservativt applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10,5x. Härledd målmultipel motsvarar en rabatt om ca 18 % av peers, vilket motiveras av ett betydligt lägre Market Cap och lägre såväl bruttomarginal som EBITDA-marginal under dels år 2023, dels resterande prognosperiod. Vidare är skuldsättningen i linje med peers, samtidigt som nettoomsättningstillväxten och EBITDA-tillväxt estimeras vara högre under prognosperioden (2023-2025), däremot är tillväxten till stor del förvärvsdrivet, varför Analyst Group inte avser premiera den relativt högre tillväxten för Humble i någon större utsträckning.



**21,3 MSEK**  
Härlett substansvärde

Lyckegård, vilka vid utgången av Q3-2023 utgjorde 4,3 % av First Ventures substansvärde, har värderats utifrån Analyst Groups estimat för år 2024, där respektive affärsområde har värderats enskilt. Baserat på affärsområdet Soil & Seeds estimerade nettoomsättning om ca 55 MSEK för år 2024 och applicerad EV/S multipel om 1x, tillsammans med estimerad nettoomsättning från affärsområdet Water om ca 191 MSEK och en applicerad EV/S multipel om 1,3x, har ett motiverat substansvärde om 21,3 MSEK härletts (baserat på ett nuvärde per aktie<sup>1</sup>).



**27,6 MSEK**  
Härlett substansvärde

Sprint Bioscience har värderats utifrån nettoomsättningen LTM om 39,6 MSEK och en applicerad P/S-multipel om 4x, baserat på en relativvärdering av liknande bolag inom bioteknikbranschen, vilket härleder ett motiverat substansvärde om 22,5 MSEK. Kiliaro och Dlaboratory har värderats utifrån nettoomsättningen LTM (6,7 MSEK respektive 45,7 MSEK) och med en applicerad EV/S-multipel om 2,6x samt en P/S-multipel om 0,7x, baserat på en relativvärdering, har Analyst Group härlett ett motiverat substansvärde om 4 MSEK respektive 1,2 MSEK.



<sup>1</sup>Tillämpad diskonteringsränta: 12,1 %.

### Värdering av de onoterade innehaven

Tribonex, Mendi Innovation, CombiQ, Verduro och Zigrid utgör störst andel av First Ventures onoterade del av portföljen, vilka tillsammans står för ca 43 % av det senaste rapporterade substansvärdet (inkl. nettokassa). Insynen i respektive bolag är förhållandevis låg, där Analyst Group bedömer att observerbar data inte utgör tillräcklig grund för att värdera enskilt bolag. Medan senaste kapitalanskaffningen för Mendi Innovation, CombiQ, Verduro, och Zigrid skedde för mer än tolv månader sedan, genomförde samtidigt portföljbolaget Tribonex en kapitalrunda i Q1-23, varför Analyst Group bedömer att Tribonexs rådande marknadsvärdering å ena sidan kan anses vara relativt rättvisande. Å andra sidan urholkas giltigheten av värderingarna med tiden då priset vid kapitalanskaffningen speglar de marknadsförhållanden som rådde under transaktionsdagen. Under kortare tider med hastiga/större marknadsrörelser minskar tillförlitligheten i prognostiserade nyckeltal för såväl onoterade bolag som noterade jämförbara bolag, då prognoserna inte uppdateras med samma hastighet som marknadsutvecklingen. Vid sådana enskilda händelser anser Analyst Group att en justering av den senaste värderingen utifrån den allmänna börsutvecklingen är mer rättvisande. Således, givet att marknadsförhållandena för olönsamma och/eller tillväxtfokuserade småbolag har varit utmanande under år 2023 givet b.l.a. en stigande räntemiljö, har Analyst Group valt att applicera individuella justeringar på senast rapporterat värde avseende dels ovannämnda onoterade bolag, dels övriga mindre onoterade innehav, för att spegla nuvarande marknadsförhållanden. Utvecklingen på First Ventures jämförelseindex First North All-Share index (ca -15 % YTD) har därför använts som ett riktmärke för dessa justeringar i ett Base scenario.

Nedan illustreras Tribonex, Mendi Innovation, CombiQ, Verduro och Zigrid senast rapporterade värde i First Ventures portfölj samt Analyst Groups justerade härledda värde som använts i ett Base scenario.

Senast rapporterat substansvärde samt Analyst Groups härledda substansvärde avseende Tribonex, Mendi Innovation, CombiQ, Verduro och Zigrid.



Källa: First Venture och Analyst Groups prognoser



## Sammanfattning värdering

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 232,4 MSEK för First Venture investeringsportfölj. Givet bristen på tillgänglig information avseende många av First Ventures portföljbolag, i kombination med att First Venture är ett relativt litet investmentbolag med ett flertal illikvida innehav, anser Analyst Group att en övergripande substansrabatt om 25 % är rättfärdigad i ett Base scenario. Med applicerad substansrabatt och hänsyn tagen till aktuell kapitalstruktur motiveras ett potentiellt värde per aktie om 4,6 kr (4,8) i ett Base scenario, utifrån ett justerat substansvärde om 174,3 MSEK.

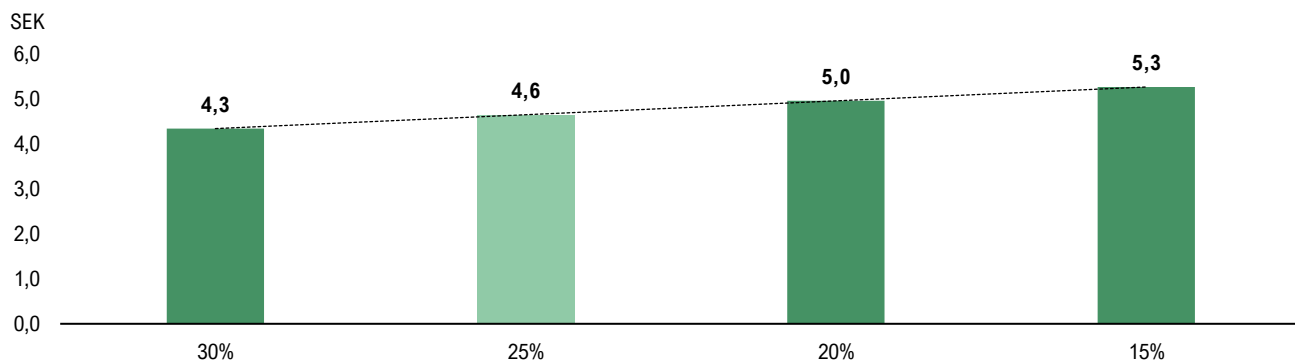
4,6 KR

PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-23	Investeringar/ avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdetförändring i %	Härlett värde Q2-23	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	56,8	-	18,7	48,9%	38,2	24,5%	1,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	22,5	-	10,1	81,9%	12,4	9,7%	14,2%	Intäktsmultipel
Hälsa	Lyckegård	21,3	-	-8,0	-27,3%	29,2	9,1%	9,1%	Intäktsmultipel
Hälsa	Kiliaro	4,0	-	-1,0	-19,6%	4,9	1,7%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,2	-	-1,6	-58,2%	2,8	0,5%	3,7%	Intäktsmultipel
	<b>Summa noterat</b>	<b>105,7</b>		<b>14,9</b>	<b>14,5%</b>	<b>92,3</b>	<b>45,5%</b>	-	
Hållbarhet	Tribonex	20,7	3,9	-0,5	-2,2%	21,2	8,9%	70,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	17,5	-	-3,1	-15,0%	20,6	7,5%	8,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	15,8	-	-2,8	-15,0%	18,6	6,8%	31,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	15,7	-	-2,8	-15,0%	18,4	6,7%	33,2%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	11,3	1,3	0,7	6,9%	10,6	4,9%	n.a.	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Cling Systems	7,3	-	-1,3	-15,0%	8,6	3,1%	9,8%	Justerat substansvärde
E-Commerce	Speedment	6,3	-	-1,1	-15,0%	7,4	2,7%	n.a.	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	5,7	-	-1,0	-15,0%	6,7	2,5%	10,0%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	4,3	-	-0,8	-15,0%	5,1	1,9%	n.a.	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	3,8	-	-0,7	-15,0%	4,5	1,7%	3,0%	Justerat substansvärde
Teknologi	Mindforce Game Lab	2,4	-	-0,4	-15,0%	2,8	1,0%	4,6%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	1,4	-	0,3	32,2%	1,1	0,6%	-	Justerat substansvärde
	<b>Summa onoterat</b>	<b>112,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>-10,6%</b>	<b>125,6</b>	<b>48,3%</b>		
	<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>	<b>218,0</b>				<b>217,9</b>			
	Tillgångar - skulder	14,4				24,0	6,2%		
	<b>Substansvärde (MSEK)</b>	<b>232,4</b>				<b>241,9</b>			
	Antal aktier (i miljon)tal	38				38			
	<b>Applicerad substansrabatt</b>	<b>25%</b>				<b>25%</b>			
	<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>174,3</b>				<b>181,4</b>			
	<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>4,6</b>				<b>4,8</b>			
	<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>2,8</b>				<b>3,1</b>			
	Uppsida (+) / nedsida (-)	67,7%				55,9%			

Analyst Group ser ett motiverat substansvärde (justerat) om 174,3 MSEK i First Venture, motsvarande en aktiekurs om 4,6 kr.

Aktiekurs (Base scenario), samt illustration av aktiekurs vid olika applicerade substansrabatter.



Analyst Groups prognoser

**Värdering: Bull scenario**

I ett Bull scenario har de noterade innehaven Humble Group och Lyckegård värderats med en högre målmultipel samt estimat, vilket således motiverar en högre värdering än i ett Base scenario. I ett Bull scenario estimeras Humble Group leverera en starkare tillväxt avseende såväl nettoomsättningen som EBITDA-resultatet under prognosperioden, drivet av ett förändrat konsumentbeteende samt regulatoriska initiativ som gynnar Bolagets marknadspositionering med hälsosamma, hållbara och ekovänliga produkter, genom vilka Humble kan vidare kapitalisera på den höga innovationstakten som möjliggörs genom att äga hela värdekedjan. Därtill väntas att Bolaget tillvarata på det breda distributionsnätverket samt realiserar synergier, vilket sammantaget estimeras generera en högre tillväxt, starkare lönsamhet och således en högre värdering. För Lyckegård handlar ett uppvärderingsscenario om att Bolaget b.l.a. lyckas expandera verksamheten snabbare i Europa inom affärsområdet Soil & Seed på den europeiska marknaden samt att affärsområdet Water kan exekvera på intäkts synergier och korsförsäljningsmöjligheter inom dotterbolagen i en högre utsträckning än i ett Base scenario. För övriga noterade innehav har Analyst Group applicerat en något mer optimistisk målmultipel än i ett Base scenario, vilket följaktligen medför en högre värdering.

Avseende de onoterade innehaven har Analyst Group, i ett Bull scenario, valt att applicera First Ventures senaste värdering, vilket därmed implicerar att First Venture senaste rapporterat substansvärde speglar ett aktuellt värde. Givet ett härlett substansvärde om ca 270 MSEK i ett Bull scenario, innebär applicerad substansrabatt om 20 % ett justerat substansvärde om 216 MSEK, motsvarande en aktiekurs om 5,7 kr (5,8) i ett Bull scenario.

**Värdering: Bear scenario**

I ett Bear scenario har de noterade innehaven Humble Group och Lyckegård värderats med en lägre målmultipel samt estimat, vilket således motiverar en lägre värdering än i ett Base scenario. I ett Bear scenario har Analyst Group tagit höjd för att det största innehavet Humble Group får svårigheter att integrera förvärvade bolag till följd av den aggressiva förvärvstakten. Vidare förväntas den mer utmanande konsumentmarknaden, som ännu inte har påverkat Humble Groups försäljning nämnvärt, medföra en lägre tillväxttakt under prognosperioden vilket tillsammans med svårigheter att integrera genomförda förvärv hämmar lönsamheten. I ett Bear scenario har Analyst Group tagit höjd för ett fortsatt tufft makroklimat, vilket estimeras hämma lantbrukarnas investeringsvilja och därmed medföra en svagare försäljning avseende Lyckegårds redskap för ett hållbart och ekologiskt jordbruk under prognosperioden. Vidare väntas även en svagare försäljningsutveckling beträffande affärsområdet Water, då nämnda intäkts synergier inte realiserar på samma vis som i ett Base scenario. För övriga noterade innehav har Analyst Group applicerat en lägre målmultipel än i ett Base scenario, vilket följaktligen medför en lägre värdering.

Avseende de onoterade innehaven har Analyst Group, i ett Bear scenario, valt att revidera ned First Ventures senaste värderingar med 30 %, vilket innebär en mer aggressiv justering än i ett Base scenario och implicerar att de senaste värderingarna är relativt utdaterade och inte speglar ett verkligt värde. Givet ett härlett substansvärde om ca 155 MSEK i ett Bear scenario, innebär applicerad substansrabatt om 35 % ett justerat substansvärde om 100,8 MSEK, motsvarande en aktiekurs om 2,7 kr (3,0) i ett Bear scenario.

**Optionsvärde i onoterade innehav**

First Ventures diversifierade portfölj av onoterade innehav innebär att investerare får tillgång till en portfölj av handplockade tillväxtbolag i en tidig fas. I den typen av bolag kan värderingen vara missvisande och laggande, eftersom företagets aktier inte handlas aktivt och därför inte har ett uppdaterat marknadsvärde som reflekterar eventuella framsteg i verksamheten. Genom att arbeta mot notering med snabbväxande bolag öppnas däremot nya dörrar för kapitalanskaffning för att accelerera tillväxten. I samband med notering stiger också i regel värderingen för Bolaget, eftersom det ökar likviditeten i Bolaget, tillika transparensen, vilket leder till ett multipelarbiterage mellan noterade och onoterade innehav, en option som potentiella investerare erhåller i samband med en investering i First Venture.

Motiverat pris per aktie (SEK)	BULL SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	255,2
Tillgångar - skulder	14,4
Substansvärde (MSEK)	269,7
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	20,0%
Justerat Substansvärde (MSEK)	215,7
Motiverat pris per aktie (SEK)	5,7
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>	<b>107,5%</b>

**Bull scenario**

Motiverat pris per aktie (SEK)	BEAR SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	140,6
Tillgångar - skulder	14,4
Substansvärde (MSEK)	155,1
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	35,0%
Justerat Substansvärde (MSEK)	100,8
Motiverat pris per aktie (SEK)	2,7
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>	<b>-3,0%</b>

**Bear scenario**





#### Rune Nordlander, t.f. Verkställande Direktör

Rune Nordlander har varit t.f. VD för First Venture sedan 2023 och har en civilingenjörsexamen från Kungliga Tekniska Högskolan (KTH) samt en Executive MBA från Uppsala universitet. Rune är en medgrundare till First Venture och har verkat som partner inom Bolaget. Andra erfarenheter inkluderar VD på IT-konsultföretaget Endevo AB, vilket han även grundade och VD samt delägare på IT-konsultbolaget Frontec, vilket idag är en del av CGI. Rune äger 4 301 B-aktier (<0,1%) samt 835 000 A-aktier och 789 602 B-aktier (4,3%) genom Första Entreprenörsfonden i Norden AB.



#### Alf Blomqvist, Styrelseordförande

Alf Blomqvist tillträdde som styrelseordförande i maj 2023. Utöver uppdraget som styrelseordförande i First Venture innehar Alf uppdrag som styrelseordförande i Scandinavian Enviro Systems AB och i Aelion Energy Systems AB, samtidigt som han är styrelseledamot i bland annat E14 Invest AB. Alf är utbildad vid Handelshögskolan i Stockholm och tidigare erfarenheter inkluderar Head of Equity Capital Markets på Carnegie Corporate Finance samt Head of Swedbank Corporate Finance. Därutöver har Alf erfarenhet från ett flertal andra styrelseuppdrag. Alf äger inga aktier i Bolaget.



#### Johan Varland, Styrelseledamot

Johan Varland har varit styrelseledamot sedan 2022. Johans övriga nuvarande uppdrag består av konsult för Egobox AB. Tidigare erfarenheter består av grundare och tidigare ordförande i fastighetsbolaget Tobin Properties. Johan äger inga aktier i Bolaget.



#### Karl Brodin, Styrelseledamot

Karl Brodin har varit styrelseledamot sedan 2021. Karls övriga nuvarande uppdrag består av styrelseledamot i Bwisk AB. Tidigare erfarenheter består av utvecklingschef och Business Manager för Atlas Copco AB, samt Head of R&D på Climeon AB. Karl äger 100 000 B-aktier (0,3%) i Bolaget.



#### Elise Fahlén, Styrelseledamot

Elise Fahlén har varit styrelseledamot sedan 2021. Elise övriga nuvarande uppdrag består av extern styrelseledamot i Circa Group A/S samt arbete med investeringar för H&M gruppen. Tidigare erfarenheter inkluderar styrelseledamot i Hector Rail AB och GB Railfreight Ltd. Elise äger inga aktier i Bolaget.

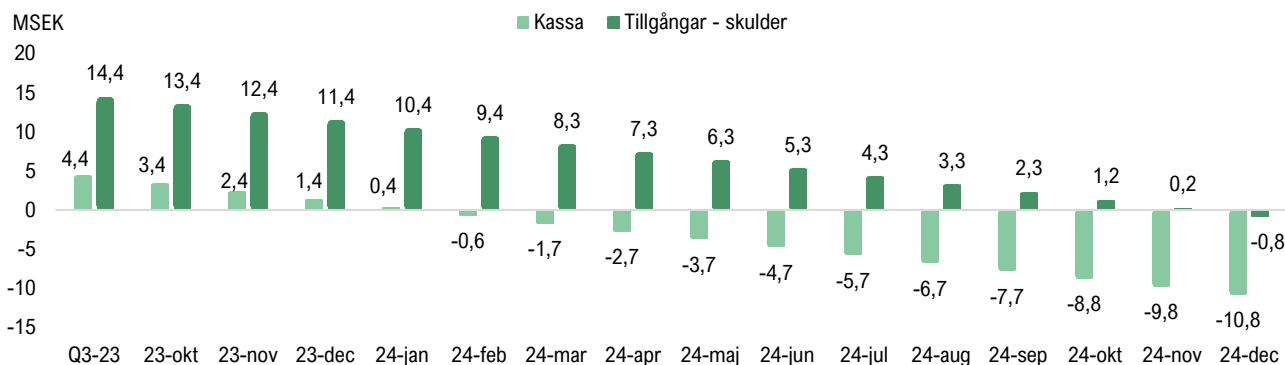


#### Sara Hermansson, Styrelseledamot

Sara Hermansson har varit styrelseledamot sedan 2023. Sara är även verksam som Project Investment Manager på EIT InnoEnergy. Tidigare har Sara varit ansvarig för uppstart av Northvolt Battery Systems samt arbetet med R&D på Scania. Sara håller en Civilingenjörsexamen från Kungliga Tekniska Högskolan (KTH). Sara äger inga aktier i Bolaget.

Noterat/Onoterat	Portföljbolag	Substansvärde, Q3-23	Andel av substansvärde
Noterat	Humble Group	42,3	18,9%
Onoterat	Tribonex	24,3	10,9%
Onoterat	Mendi innovation	20,6	9,2%
Noterat	Sprint Bioscience	19,7	8,8%
Onoterat	CombiQ	18,6	8,3%
Onoterat	Verduro f.d.Nutribe	18,4	8,2%
Onoterat	Zigrid	13,3	5,9%
Noterat	Lyckegård	9,5	4,3%
Onoterat	Cling Systems	8,6	3,8%
Onoterat	Speedment	7,4	3,3%
Onoterat	OneTwo Analytics	6,7	3,0%
Onoterat	Virtual eTraining	5,1	2,3%
Noterat	Kiliaro	4,8	2,2%
Onoterat	Knodd	4,5	2,0%
Onoterat	Mindforce Game Lab	2,8	1,2%
Noterat	Dlaboratory	1,2	0,6%
Onoterat	Övriga innehav	1,6	0,7%
Likvida tillgångar	Likvida tillgångar	14,4	6,4%

Company	Equity Enterprise		EV/Sales			EV/EBITDA			Revenue CAGR	EBITDA CAGR	Brutto-marginal	Brutto-marginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
	Value (MSEK)	Value (MSEK)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025E	2023-2025E	2023E	2024E	2023E	2024E
Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG	299 992	311 114	5,1x	4,8x	4,5x	24,4x	22,8x	21,3x	5,5%	6,7%	66,0%	66,2%	20,7%	21,0%
Nestle Ltd.	3 138 091	3 793 472	3,4x	3,3x	3,2x	15,9x	15,1x	14,3x	2,3%	4,4%	45,9%	47,3%	21,4%	21,8%
Mondelez International, Inc.	1 006 963	1 202 211	3,2x	3,1x	3,0x	16,4x	15,7x	14,9x	7,3%	8,4%	37,6%	37,5%	19,6%	19,8%
THE HERSHEY COMPANY	400 487	449 823	3,9x	3,7x	3,6x	14,0x	13,5x	13,0x	4,9%	6,3%	44,6%	44,8%	27,5%	27,6%
Cloetta AB	5 219	7 398	0,9x	0,8x	0,9x	6,6x	6,3x	5,8x	6,9%	10,3%	31,1%	32,9%	13,5%	12,6%
GENERAL MILLS, INC.	382 007	504 190	2,4x	2,4x	2,3x	12,2x	11,5x	11,1x	3,4%	4,9%	34,2%	34,5%	19,9%	20,5%
KELLANOVA	185 559	254 427	1,6x	1,9x	1,8x	9,9x	10,9x	10,4x	-3,7%	0,0%	32,6%	33,2%	16,4%	17,0%
UNILEVER PLC	1 240 393	1 516 012	2,2x	2,2x	2,1x	11,5x	10,9x	10,3x	2,8%	5,0%	40,7%	41,3%	19,5%	19,9%
Essity AB (publ)	184 997	246 094	1,4x	1,4x	1,3x	9,0x	8,2x	7,8x	5,7%	15,8%	28,0%	29,3%	15,6%	16,7%
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	3 719 378	3 990 324	4,7x	4,5x	4,4x	18,5x	16,8x	15,8x	3,2%	5,6%	47,9%	49,7%	25,4%	27,0%
COLGATE-PALMOLIVE COMPANY	664 396	742 383	3,7x	3,6x	3,4x	15,7x	14,7x	13,7x	5,0%	7,3%	57,8%	58,6%	23,6%	24,5%
HERBALIFE LTD.	13 049	36 551	0,7x	0,7x	0,7x	6,3x	5,3x	4,9x	0,8%	0,9%	76,5%	77,3%	11,1%	13,0%
THE HAIN CELESTIAL GROUP, INC.	10 012	19 079	1,0x	1,0x	1,0x	11,0x	11,4x	10,5x	0,3%	-4,5%	22,1%	23,0%	9,3%	8,8%
Midsona AB	1 197	1 875	0,5x	0,5x	0,5x	8,0x	5,4x	5,0x	0,8%	25,3%	25,8%	26,9%	6,2%	8,9%
Maximum	3 719 378	3 990 324	5,1x	4,8x	4,5x	24,4x	22,8x	21,3x	7,3%	25,3%	76,5%	77,3%	27,5%	27,6%
75th Percentile	921 321	1 087 254	3,6x	3,5x	3,4x	15,8x	15,0x	14,2x	5,4%	8,1%	47,4%	49,1%	21,2%	21,6%
Median	341 000	380 468	2,3x	2,3x	2,2x	11,8x	11,5x	10,8x	3,3%	6,0%	39,1%	39,4%	19,6%	19,8%
Mean	803 696	933 925	2,5x	2,4x	2,3x	12,8x	12,0x	11,4x	3,2%	6,9%	42,2%	43,0%	17,8%	18,5%
25th Percentile	56 036	88 937	1,1x	1,1x	1,1x	9,2x	8,9x	8,4x	1,2%	4,5%	31,5%	33,0%	14,0%	13,9%
Minimum	1 197	1 875	0,5x	0,5x	0,5x	6,3x	5,3x	4,9x	-3,7%	-4,5%	22,1%	23,0%	6,2%	8,8%
<b>Humble Group</b>	<b>4 311</b>	<b>5767</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>8,2x</b>	<b>6,5x</b>	<b>5,5x</b>	<b>20,7%</b>	<b>48,9%</b>	<b>29,5%</b>	<b>30,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,2%</b>

Burn rate<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Antagen operationell burn rate: 1 MSEK/månad (genomsnittet från Q2-21 till Q3-23)

## Base scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-23	Investeringar/avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q2-23	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	56,8	-	18,7	48,9%	38,2	24,5%	1,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	22,5	-	10,1	81,9%	12,4	9,7%	14,2%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Lyckegård	21,3	-	-8,0	-27,3%	29,2	9,1%	9,1%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	4,0	-	-1,0	-19,6%	4,9	1,7%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,2	-	-1,6	-58,2%	2,8	0,5%	3,7%	Intäktsmultipel
<b>Summa noterat</b>		<b>105,7</b>		<b>14,9</b>	<b>14,5%</b>	<b>92,3</b>	<b>45,5%</b>	-	
Hållbarhet	Tribonex	20,7	3,9	-0,5	-2,2%	21,2	8,9%	70,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	17,5	-	-3,1	-15,0%	20,6	7,5%	8,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	15,8	-	-2,8	-15,0%	18,6	6,8%	31,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	15,7	-	-2,8	-15,0%	18,4	6,7%	33,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	11,3	-	4,0	53,8%	7,4	4,9%	n.a.	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Cling Systems	7,3	-	-1,3	-15,0%	8,6	3,1%	9,8%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	6,3	1,3	-4,3	-40,9%	10,6	2,7%	n.a.	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	5,7	-	0,7	13,0%	5,1	2,5%	n.a.	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	4,3	-	-2,4	-36,1%	6,7	1,9%	10,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	3,8	-	1,1	37,7%	2,8	1,7%	4,6%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	2,4	-	-2,1	-47,5%	4,5	1,0%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	1,4	-	0,3	32,2%	1,1	0,6%		Justerat substansvärde
<b>Summa onoterat</b>		<b>112,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>-10,6%</b>	<b>125,6</b>	<b>48,3%</b>		
<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>		<b>218,0</b>				<b>217,9</b>			
Tillgångar - skulder		14,4				24,0	6,2%		
<b>Substansvärde (MSEK)</b>		<b>232,4</b>				<b>241,9</b>			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
<b>Applicerad substansrabatt</b>		<b>25%</b>				<b>25%</b>			
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>		<b>174,3</b>				<b>181,4</b>			
Motiverat pris per aktie (SEK)		4,6				4,8			
<b>Senaste kurs (SEK)</b>		<b>2,8</b>				<b>3,1</b>			
Uppsida (+) / nedsida (-)		67,7%				55,9%			

## Bull scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-23	Investeringar/avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdetförändring i %	Härlett värde Q2-23	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	65,8	-	18,1	37,9%	47,7	24,4%	1,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	25,3	-	10,9	76,2%	14,3	9,4%	14,2%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Lyckegård	26,2	-	-4,5	-14,8%	30,7	9,7%	9,1%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	4,4	-	-1,2	-20,9%	5,5	1,6%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,5	-	-1,9	-55,2%	3,4	0,6%	3,7%	Intäktsmultipel
<b>Summa noterat</b>		<b>123,2</b>	<b>&gt;0,1</b>	<b>18,6</b>	<b>15,7%</b>	<b>106,5</b>	<b>45,7%</b>	<b>-</b>	
Hållbarhet	Tribonex	24,3	3,9	1,1	4,6%	23,3	9,0%	70,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,6	-	-2,1	-9,1%	22,7	7,6%	8,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	18,6	-	-1,9	-9,1%	20,5	6,9%	31,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	18,4	-	-1,8	-9,1%	20,3	6,8%	33,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	13,3	-	5,2	64,5%	8,1	4,9%	n.a.	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Cling Systems	8,6	-	-0,9	-9,1%	9,5	3,2%	9,8%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	7,4	1,3	-4,3	-36,8%	11,7	2,7%	n.a.	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	6,7	-	1,2	20,9%	5,6	2,5%	n.a.	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	5,1	-	-2,3	-31,6%	7,4	1,9%	10,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	4,5	-	1,4	47,2%	3,1	1,7%	4,6%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	2,8	-	-2,2	-43,9%	5,0	1,0%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	1,6	-	0,5	41,4%	1,2	0,6%		Justerat substansvärde
<b>Summa onoterat</b>		<b>132,1</b>	<b>5,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>-4,4%</b>	<b>138,1</b>	<b>49,0%</b>		
<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>		<b>255,2</b>				<b>244,6</b>			
Tillgångar - skulder		14,4				24,0	5,3%		
<b>Substansvärde (MSEK)</b>		<b>269,7</b>				<b>268,6</b>			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
<b>Applicerad substansrabatt</b>		<b>20%</b>				<b>20%</b>			
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>		<b>215,7</b>				<b>214,9</b>			
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>		<b>5,7</b>				<b>5,7</b>			
<b>Senaste kurs (SEK)</b>		<b>2,8</b>				<b>3,1</b>			
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>		<b>107,5%</b>				<b>84,7%</b>			

## Bear scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-23	Investeringar/avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdetförändring i %	Härlett värde Q2-23	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	24,4	-	-0,4	-1,8%	24,8	15,7%	1,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	13,5	-	7,5	125,6%	6,0	8,7%	14,2%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Lyckegård	6,9	-	-2,3	-24,9%	9,3	4,5%	9,1%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	2,5	-	0,0	-0,8%	2,6	1,6%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	0,8	-	-1,6	-64,9%	2,4	0,5%	3,7%	Intäktsmultipel
<b>Summa noterat</b>		<b>48,2</b>		<b>-0,5</b>	<b>-3,2%</b>	<b>49,8</b>	<b>31,1%</b>	<b>-</b>	
Hållbarhet	Tribonex	17,0	3,9	0,1	0,7%	16,9	11,0%	70,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	14,4	-	-2,1	-12,5%	16,5	9,3%	8,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	13,0	-	-1,9	-12,5%	14,9	8,4%	31,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	12,9	-	-1,8	-12,5%	14,8	8,3%	33,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	9,3	-	3,4	58,4%	5,9	6,0%	n.a.	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Cling Systems	6,0	-	-0,9	-12,5%	6,9	3,9%	9,8%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrigrid	5,2	1,3	-3,3	-39,2%	8,5	3,3%	n.a.	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	4,7	-	0,7	16,4%	4,1	3,0%	n.a.	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	3,5	-	-1,8	-34,2%	5,4	2,3%	10,0%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	3,2	-	0,9	41,7%	2,2	2,0%	4,6%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	2,0	-	-1,7	-46,0%	3,6	1,3%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	1,1	-	0,3	36,1%	0,8	0,7%	-	Justerat substansvärde
<b>Summa onoterat</b>		<b>92,5</b>	<b>5,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,0%</b>	<b>100,5</b>	<b>59,6%</b>		
<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>		<b>140,6</b>				<b>150,2</b>			
	Tillgångar - skulder	14,4				24,0	9,3%		
<b>Substansvärde (MSEK)</b>		<b>155,1</b>				<b>174,2</b>			
	Antal aktier (i miljon)tal	38				38			
	<b>Applicerad substansrabatt</b>	35%				35%			
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>		<b>100,8</b>				<b>113,3</b>			
	Motiverat pris per aktie (SEK)	2,7				3,0			
	<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>2,8</b>				<b>3,1</b>			
	Uppsida (+) / nedsida (-)	-3,0%				-2,6%			

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **First Venture Sweden AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.