

# First Venture Sweden (FIRST B)



## Substansrabatt medför gratis exponering mot den onoterade portföljen

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 entreprenörsteamet bakom, och verkar inom marknader med stark medvind och hög förväntad tillväxttakt framöver. Genom en *Sum of-the-Part-värdering* (SOTP) i kombination med tillämpad substansrabatt, härleds ett värde per aktie om 4,3 SEK (4,7) i ett Base scenario.

### Substansvärdet växte med 1,7 % Y-Y

Vid utgången av Q3-24 värderades First Ventures innehav till ett substansvärde om 233,6 MSEK, motsvarande ett substansvärde per aktie om 6,2 SEK. Substansvärdet ökade således med 1,7 % Y-Y och 2,3 % Q-Q. First Ventures jämförelseindex First North ökade med 2,8 % under Q3-24, samtidigt som First Ventures egen aktiekurs sjönk med 3,5 %. Substansrabatten ökade under kvartalet och uppgick per slutet av september till 64,5 %, vilket också är den högsta rabatten sedan First Ventures notering år 2021.

### Rekordhög substansrabatt medför god Risk-Reward

Genom den rekordhöga substansrabatten om 64,5 % vid utgången av Q3-24 så anser Analyst Group att First Venture bjuder in till en intressant investeringsmöjlighet. First Ventures noterade portfölj värderades till ca 66 MSEK vid utgången av Q3-24, motsvarande 90 % av Bolagets Market Cap per 2024-11-26, om Bolagets likvida tillgångar adderas uppgår samma siffra till 108 %. Detta innebär att investerare får hela First Ventures onoterade portfölj "gratis" genom att investera i Bolaget givet nuvarande substansrabatt, vilken First Venture värderar till ca 155 MSEK.

### Mindre avyttringar anses nödvändiga för att stärka kassan

Under det senaste året har First Ventures kassa varit låg, uppgående till 0,9 MSEK vid utgången av Q3-24 och för att finansiera den löpande verksamheten har mindre avyttringar behövt genomföras. First Ventures kassa antas primärt kunna stärkas genom extern kapitalanskaffning eller Exits i befintliga innehav, givet den höga substansrabatten anses en extern kapitalanskaffning dock mindre fördelaktig, varför avyttringar ses som det mest troliga scenariot på kort sikt. Således antar Analyst Group att First Venture behöver fortsätta avyttra andelar i de noterade innehaven för att driva den löpande verksamheten, om inte möjligheter att göra Exits i de onoterade innehaven dyker upp.

### 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. Ägarlistan är vidare stark, där storägare som finansmannen Rutger Arnhult och techmiljardären Håkan Roos återfinns, som tillsammans äger aktier för cirka 22 MSEK, motsvarande cirka 30 % av aktierna i Bolaget.

#### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
2,0 kr

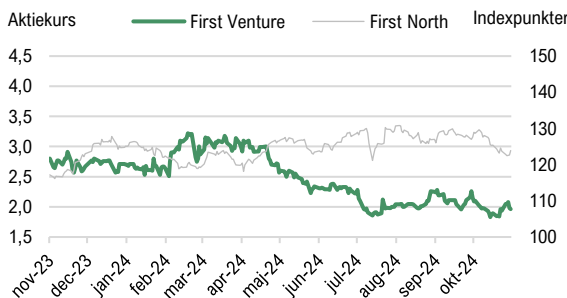
**Base**  
4,3 kr

**Bull**  
5,5 kr

#### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-26)	1,95
Antal Aktier (st.)	37 524 206
Market Cap (MSEK)	73,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-13,3
Enterprise Value (MSEK)	59,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Delårsrapport 4 2024	20 februari 2025

#### KURSUUTVECKLING



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Rutger Arnhult	21,1 %
Håkan Roos (RoosGruppen)	8,8 %
Buntel AB	6,6 %
Tham Special Investment AB	5,8 %
Första Entreprenörsfonden i Norden AB (20,8 % av rösterna)	4,9 %

#### First Ventures substansvärde har ökat med 1,7 % Y-Y.

Förändring i First Ventures rapporterade substansvärde Y-Y



Sep 2023

Sep 2024

230 MSEK

+1,7 %

234 MSEK

Rapporterat substansvärde

Rapporterat substansvärde

## 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 entreprenörsteamens 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 entreprenörsteamens i portföljbolagen.

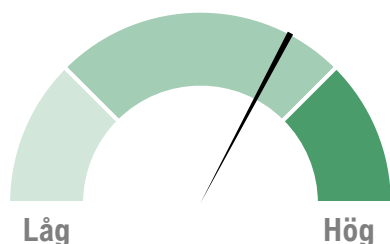
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Rune Nordlander
Styrelseordförande	Christina Källenfors

### ANALYTIKER

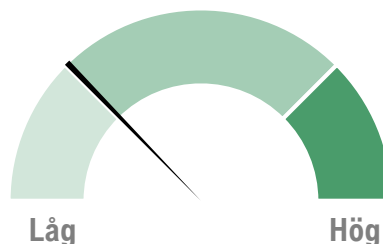
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

### Värde drivare



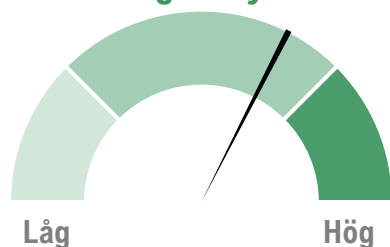
First Venture har historiskt investerat i bolag som står inför kapitalintensiva faser, där Bolaget bistått med kapital och kunskap för att exekvera på tillväxtmöjligheterna. Det senaste året har First Ventures tillgängliga likvida medel dock minskat, vilket begränsat nya samt tilläggsinvesteringar. Genomförda räntesänkningar förväntas dock medföra bättre förutsättningar för tillväxt för mindre bolag, bl.a. genom bättre tillgång på kapital, vilket ses som en värde drivare.

### Lönsamhet



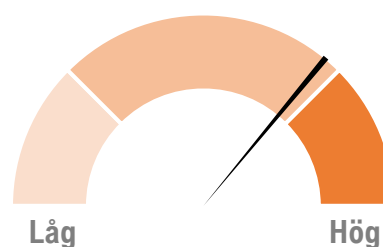
Genom att First Venture investerar i bolag som står inför kapitalintensiva faser resulterar detta i att majoriteten av både de noterade och onoterade innehaven ej erhåller positiva kassaflöden vilket försvagar lönsamheten, däremot är flera av på god väg att uppvisa positiva kassaflöden. Nuvarande betyg 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 ägarbildens 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. Likviditeten i aktien är förhållandevis låg vilket även bör beaktas. Vidare uppgår First Ventures kassa till 0,9 MSEK och det går därmed inte att utesluta att Bolaget kan behöva avyttra/minska andelar i befintliga innehav eller resa nytt kapital dels för att finansiera rörelsen, dels möjliggöra nya investeringar.



**233,6 MSEK**  
SUBSTANSVÄRDE  
Q3-24

## Fortsatt substansvärdetillväxt och hög rabatt

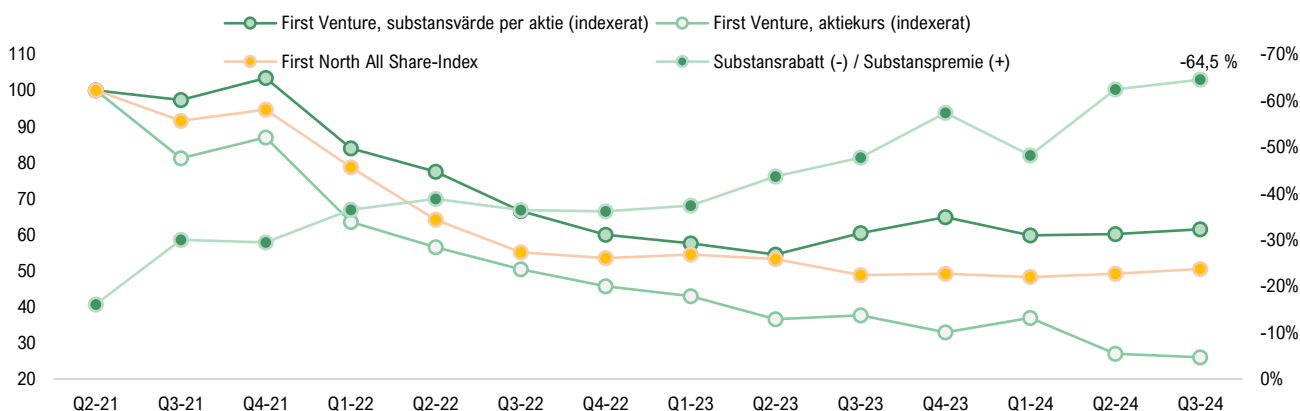
First Venture redovisade ett substansvärde om 233,6 MSEK vid utgången av Q3-24, motsvarande en ökning om 2,3 % mot föregående kvartal, samtidigt som First North ökade med 2,8 % under samma period, och sett till utvecklingen Y-Y så ökade First Ventures substansvärde med 1,7 %. Samtidigt minskade First Ventures egen aktiekurs med 3,5 % under kvartalet, vilket således medförde att substansrabatten ökade från 62,4 % till ca 64,5 % vid utgången av Q3-24.

Det ökade substansvärdet i kvartalet är primärt hänförligt till en positiv utveckling i First Ventures största innehav Humble Group, vars värdeutveckling uppgick till ca 14,6 % under kvartalet, samtidigt som övriga mindre noterade innehav uppvisade en negativ utveckling. Det ska dock tilläggas att Humbles aktiekurs har fallit tillbaka något sedan utgången av september.

I tidigare uppdateringar avseende First Venture har vi poängterat att den höga substansrabatten bjuder in till ett intressant investeringstillfälle och substansrabatten om 64,5 % vid utgången av Q3-24 är rekordhög sedan noteringen år 2021. Sett till de noterade tillgångarna så värderades de vid utgången av Q3-24 till 65,7 MSEK, vilket i kombination med likvida tillgångar om 13,3 MSEK blir 79 MSEK, vilket kan jämföras med First Ventures börsvärde per 2024-11-26 om ca 73 MSEK. Givet att den onoterade portföljen därmed inte är medräknad anser Analyst Group att en investering bjuder in till attraktiv risk/reward, speciellt på en marknad där genomförda och förväntade räntesänkningar med förbättrad konjunktur som följd förväntas förbättra riskkapiteten för småbolag.

## First ventures aktiekurs har sjunkit mer än substansvärdet, vilket har medfört att substansrabatten har ökat.

Utveckling avseende First Ventures aktiekurs, substansvärde, substansrabatt samt jämförelseindexet First North, indexerat (Q2-21 till Q3-24)



## Mindre avyttringar anses vara nödvändiga för att stärka likviditeten

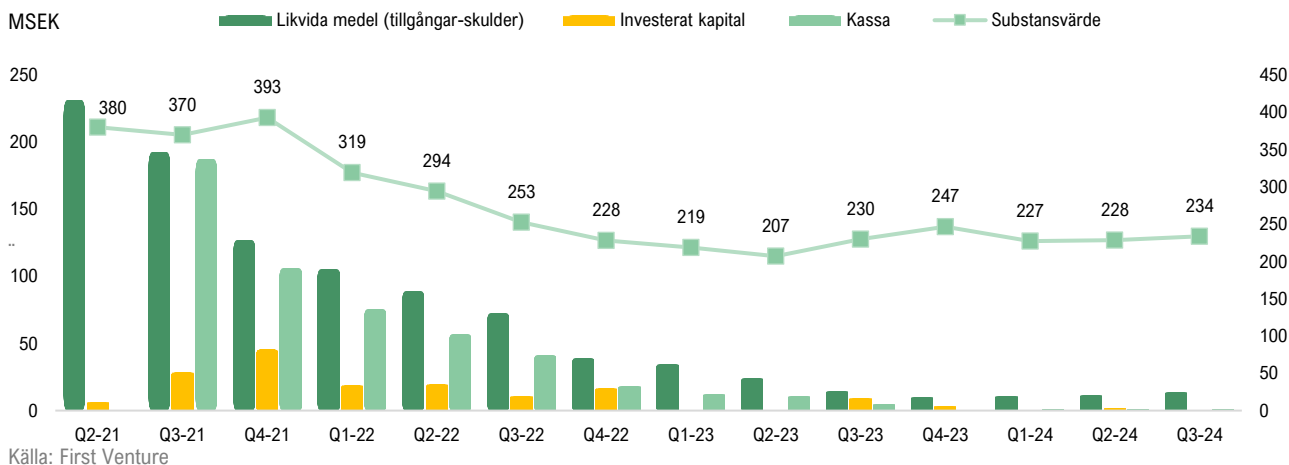
Vid utgången av Q3-24 hade First Venture likvida tillgångar (tillgångar/skulder) om 13,3 MSEK, varav kassan utgjorde 0,9 MSEK, mot jämförbart kvartal föregående år har de likvida tillgångarna minskat med ca 1,1 MSEK. Under det senaste året har First Ventures kassa varit låg och för att finansiera den löpande verksamheten har mindre avyttringar behövt genomföras. Som ett investmentbolag av First Ventures karaktär, kan kassan stärkas (exkl. skuldfinansiering) antingen genom att First Venture gör en Exit av ett dotterbolag, erhåller utdelning från portföljbolagen eller reser kapital via aktiemarknaden. Då inget av de nuvarande noterade innehaven historiskt har lämnat utdelning, även om detta kan bli aktuellt framgent, samt att de onoterade innehaven inte antas göra det, kvarstår extern kapitalanskaffning eller att göra en Exit. Givet den höga substansrabatten anses en extern kapitalanskaffning dock mindre fördelaktigt, varför endast Exits kvarstår.

**0,9 MSEK**  
KASSA Q3-24

Under Q3-24 genomfördes mindre avyttringar om totalt ca 4 MSEK, vilket primärt antas vara hänförligt till avyttringar i Humble Group där ägarandelen minskade under kvartalet. Likviderna antas främst behöva användas för att finansiera den löpande verksamheten och givet Bolagets nettotillgångar om ca 13,2 MSEK varav kassa om 0,9 MSEK vid utgången av Q3-24 samt en antagen burn rate om ca 1 MSEK/månad, går det inte att utesluta att First Venture antingen kommer att behöva fortsätta avyttra/minska andelar i befintliga innehav för att delvis finansiera rörelsen, delvis möjliggöra antingen större investering (5–15 MSEK) eller mindre följdinvesteringar, i syfte att tillvarata på det rådande marknadsklimat som bjuder in till lägre värderingsmultiplar vid förvärv.

## Den nuvarande kassan bjuder inte in till några nya större investeringar.

Utveckling avseende likvida medel, investerat kapital, kassa och substansvärde (Q2-21 till Q3-24)



Källa: First Venture

## Humble redovisade ytterligare ett stabilt kvartal och uppdaterade finansiella mål

First Ventures största innehav, Humble Group, hade ett intensivt tredje kvartal innefattande uppdaterade finansiella mål, en kapitalmarknadsdag samt ett listbyte till Nasdaq Stockholms huvudlista.

Sett till den operativa utvecklingen under det tredje kvartalet så visade Humble Group en fortsatt stabil utveckling med en organisk omsättningstillväxt om 10 %, vilket medförde en redovisad nettoomsättning om 1 978 MSEK (1 811). Den primära drivaren av tillväxten var en fortsatt internationell expansion, där Humble gjorde framsteg på flertalet marknader såsom USA, Europa och Australien.

Den justerade EBITA-marginalen var stabil om 7,8 % (7,7), vilket medförde en tillväxt om 11 % i justerad EBITA. Den positiva trenden i bruttomarginalen fortsatte under kvartalet, vilken stärktes till 31 % (29 %) under kvartalet. Utvecklingen i bruttomarginalen ska ses i ljuset av fortsatt volatila frakt- och råvarupriser samt en svag konsument, varför Analyst Group ser positivt på bruttomarginalsutvecklingen, vilken även estimeras bana väg för en starkt lönsamhet framgent.

Vidare kommunicerade Humble nya finansiella mål under kvartalet, vilka framgår nedan och avser mål på medellång sikt:

- **Tillväxtmål** – Genomsnittlig nettoomsättningstillväxt om minst 15 procent per år, främst driven av organisk tillväxt.
- **Lönsamhetsmål** – EBIT-marginal om minst 10 procent.
- **Kapitalstruktur** – Nettoskuld i relation till EBITDA ska inte överskrida 2,5 gånger. Bolaget kan dock, under särskilda omständigheter, välja att överstiga denna nivå under kortare perioder i samband med förvärv.
- **Utdelningspolicy** – Överskottet ska delas ut till aktieägarna när det fria kassaflödet överstiger tillgängliga investeringar i lönsam tillväxt. Utdelning till aktieägarna förutsätter att kapitalstrukturmålet är uppfyllt.

De nya målen reflekterar Humbles ambition att fortsätta växa och stärka positionen på marknaden samt Bolagets fokus på ökad lönsamhet och långsiktig finansiell stabilitet. Tillväxten i nettoomsättning avses primärt vara hänförlig till organisk tillväxt men där strategiska tilläggsförvärv.

Analyst Group anser att de finansiella målsättningarna är rimliga på några års sikt, i ljuset av en fortsatt expansion och förbättrad konjunktur. Sammantaget anses Humble Group ha levererat en stabil rapport med fortsatt god organisk tillväxt och förbättrad lönsamhet. Vid utgången av Q3-24 utgjorde Humble 19 % av First Ventures substansvärde och under det tredje kvartalet ökade värdet på First Ventures innehav med 14,6 %, dock har aktien fallit tillbaka något sedan dess.



**1,98 MDSEK**  
NETTOOMSÄTTNING  
Q3-24

### Utmanande marknadsförhållanden för Lyckegård men bäddat för starkare 2025

Lyckegård lämnade nyligen en rapport för det tredje kvartalet som visade en något svagare utveckling, nettoomsättningen uppgick till 29,9 MSEK (48,1). Jämförelsekvartalet innefattande verksamhetsområdet Soil & Seed, vilket sedan dess har avyttrats och sett till nuvarande verksamhet inom Water så sjönk omsättningen med 28 % från 41,9 MSEK. Givet att Soil & Seed var olönsamt stärkte dock Lyckegård lönsamheten och redovisade ett EBITDA-resultat om 0,4 MSEK (-0,8), motsvarande en marginal om 1 %.

Tillväxten under kvartalet påverkades negativt av det regniga vädret, därtill har ett antal större bevattningsprojekt inom golfsegmentet skjutits fram till år 2025. Däremot kommunicerades ett starkt orderläge inför år 2025 och med gynnsammare väderförhållanden samt genomförda räntesänkningar och förbättrad konjunktur som följd förväntar vi oss ett starkare år 2025. Sedan avyttringen av Soil & Seed består Lyckegård av tre dotterbolag som har en lång historik av lönsam tillväxt och med en stark förväntad marknadstillväxt om mellan 14–17 % förväntar vi oss att detta ska fortsätta, varpå vi ser fortsatt god uppsida i aktien.

### Sprint Bioscience upplever ökat intresse för TREX1

First Ventures näst största noterade innehav, Sprint Bioscience, har fortsatt upplevt ett ökat intresse för TREX1, där prekliniska resultat tidigare under året visade att behandling med TREX1-hämmande substanser ger förbättrat immunsvär och minskad tumörtillväxt. Därtill har två forskargrupper validerat TREX1 som ett viktigt mål för cancerbehandling, vilket publicerades i värenommerade tidskrifter som 'Journal for Immunotherapy of Cancer' respektive 'Cancer Discovery'.

Sprint Bioscience rapporterade en omsättning under Q3-24 som uppgick till 14,8 MSEK (39,6). Jämförelsekvartalet inkluderade en engångsintäkt om 3 MUSD avseende en upfrontbetalning i samband med att Sprint Bioscience licenserade ut de globala rättigheterna till cancerprogrammet VADA (VRK1) till Day One Biopharmaceuticals Inc. Även jämfört med föregående kvartal var det dock en minskning då omsättningen uppgick till 16,7 MSEK. Däremot medförde en god kostnadskontroll att resultat ändå förbättrades Q-Q med ett EBIT-resultat om -5,4 MSEK jämfört med -5,6 MSEK under Q2-24.

### Fortsatt attraktiv substansrabatt

Sammanfattningsvis ökade First Ventures substansvärde under det tredje kvartalet, samtidigt som aktiekursen sjönk och medförde således att substansrabatten ökade till 64,5 %. Som jämförelse så värderades Bolagets noterade portfölj samt likvida tillgångar till nära på samma värde som First Ventures börsvärde per 2024-11-26. Detta innebär att investerare får hela First Ventures onoterade portfölj "gratis" genom att investera i Bolaget givet nuvarande substansrabatt, vilken First Venture värderar till ca 155 MSEK. Givet detta anser Analyst Group fortsatt att First Venture erbjuder en attraktiv risk/reward till nuvarande aktiekurs.

Det ska dock nämnas att de noterade innehaven har minskat i värde sedan utgången av Q3-24, varför substansvärdet allt annat lika har minskat, och därmed även substansrabatten. Vidare innebär First Ventures nuvarande finansiella ställning att avyttringar förväntas behöva genomföras för att finansiera den löpande verksamheten, vilket om inte en Exit-möjlighet i de onoterade innehaven dyker upp innebär att avyttringar i noterade innehav behöver göras, något som primärt har skett i Humble Group under de senaste kvartalen.

Samtidigt arbetar flera av de onoterade innehaven för att nå positivt kassaflöde och under Q2-24 nådde Mendi Innovation positivt kassaflöde samt upplever ett fortsatt positivt momentum gällande försäljningen och budgeten för 2025 uppgår till en fördubbling av omsättningen jämfört med år 2023 efter ett starkt år 2024. I takt med att fler portföljbolag når positivt kassaflöde förväntas First Ventures möjligheter att göra en Exit att öka, samtidigt som risken för att Bolaget behöver tillskjuta mer kapital, alternativt bli utspädda, vid kapitalanskaffningar minskar.



**64,5 %**  
SUBSTANSRABATT

## 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 Entreprenörsfonden, företrädaren till First Venture, arbetar sedan tidigare som partner med investeringar inom organisationen, tillsammans med Peter Werme som även är medgrundaren till Första Entreprenörsfonden 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 22 MSEK, motsvarande ca 30 % av aktierna i Bolaget.

HÅKAN ROOS OCH  
RUTGER  
ARNHULT ÄGER  
AKTIER FÖR CA  
22 MSEK

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 Bolaget också tillgång till ett stort nätverk av bred kompetens som löpande assisterar i att hitta och förvalta investeringar. Ett nätverk som byggts upp under arbetet med Första Entreprenörsfonden 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 2023. 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.

BEPRÖVAD  
INVESTERINGS-  
STRATEGI

## Attraktiv värdering sett till substansvärde

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 248,5 MSEK och efter tillägg av en konservativ substansrabatt om 35 % för First Venture som helhet har ett justerat substansvärde om 161,5 MSEK kunnat härledas, vilket motsvarar ett värde om 4,3 kr (4,7) 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.

4,3 KR  
PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO

## 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 19 % 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 vid en nyemission.

SNABBT  
FÖRÄNDERLIGA  
MARKNADER  
STÄLLER KRAV PÅ  
PORTFÖLJBOLAGEN

Givet den nuvarande finansiella ställningen med totala likvida tillgångar uppgående till 13,3 MSEK, varav kassan utgör 0,9 MSEK, finns inte något större utrymme för nya investeringar. Ett investmentbolag likt First Venture kan tillföras kapital genom att avyttra befintliga innehav, erhålla utdelning eller resa kapital via aktiemarknaden. Givet Bolagets nuvarande nettotillgångar och en antagen burn rate om ca 1 MSEK/månad, går det inte att utesluta att First Venture antingen kommer att behöva avyttra/minska andelar i befintliga innehav eller resa nytt kapital för att finansiera den löpande verksamheten och/eller göra nya investeringar framgent.

## Noterade innehav: 28 % av det totala substansvärdet



19 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## Humble Group

*Humble Group* är First Ventures största innehav och utgör cirka 19 % av det totala substansvärdet om 233,6 MSEK. Bolaget är en FMCG-aktör inom framtidens FMCG-produkter, vilka uppvisade en omsättning om 7,6 mdSEK rullande 12 månader med en justerad EBITA om 566 MSEK, motsvarande en marginal om 7,4 %. Bolagets fokus är på hållbar konsumtion, sockerfria alternativ och proteinrika produkter.

Investeringen har varit viktig för First Venture, där Bolaget har varit ägare sedan år 2011. Den senaste tilläggsinvesteringen i Humble genomfördes under Q2-22, till ett belopp om 5 MSEK. First Ventures medgrundare Peter Werme agerade styrelseordförande i Humble Group från år 2015 till 2023, 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 och innehavet har under år 2024 levererat en god organisk tillväxt och förbättrad lönsamhet.

## Sprint Bioscience



5,6 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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.

Under Q2-24 meddelade Sprint Bioscience positiva prekliniska resultat i bolagets onkologiprogram riktat mot TREX1 som visade att behandling med bolagets TREX1-hämmande substanser ger förbättrat immunsvaret och minskad tumörtillväxt, vilket fick aktien att lyfta ca 23 % under handelsdagen då nyheten publicerades.

## Lyckegård Group



2,0 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*Lyckegård Group* är en koncern som efter försäljningen av affärsområdet Soil & Seed endast består av affärsområdet Water & Outdoor. Inom Water & Outdoor erbjuder Lyckegård produkter för grönyteskötsel, konstgräs, golfbaneprodukter samt olika typer av bevattningssystem, vilket bl.a. innefattar pumpstationer, sprinklers och bevattningsmaskiner från kända varumärken såsom danska FASTERHOLT. Verksamheten bedrivs utifrån de tre dotterbolagen Östors Bevattnings, KSAB Utemiljö samt Sydsvensk Bevattnings, vilka samtliga förvärvades av koncernen under år 2022 och 2023.

Lyckegård lämnade nyligen en rapport för det tredje kvartalet som visade en något svagare utveckling, nettoomsättningen uppgick till 29,9 MSEK (48,1). Jämförelsekvartalet innefattande verksamhetsområdet Soil & Seed, vilket sedan dess har avyttrats och sett till nuvarande verksamhet inom Water så sjönk omsättningen med 28 % från 41,9 MSEK. Givet att Soil & Seed var olönsamt stärkte dock Lyckegård lönsamheten och redovisade ett EBITDA-resultat om 0,4 MSEK (-0,8), motsvarande en marginal om 1 %.

Tillväxten under kvartalet påverkades negativt av det regniga vädret, därtill har ett antal större bevattningsprojekt inom golfsegmentet skjutits fram till år 2025. Däremot kommunicerades ett starkt orderläge inför år 2025 och med gynnsammare väderförhållanden samt genomförda räntesänkningar och förbättrad konjunktur som följd förväntar vi oss ett starkare år 2025. Sedan avyttringen av Soil & Seed består Lyckegård av tre dotterbolag som har en lång historik av lönsam tillväxt och med en stark förväntad marknadstillväxt om mellan 14–17 % förväntar vi oss att detta ska fortsätta.

## Noterade innehav: 28 % av det totala substansvärdet



0,9 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## 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 *Sosyopix*, Turkiets största digitala fotoframkallningsbolag (printing). *Sosyopix* 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 %. Turkiet blir en testmarknad för vidare internationell expansion där förvärv av lokala printingbolag kan bli en fortsatt tillväxtfaktor.

Under Q2-24 uppvisade *Kiliaro* en tillväxt om ca 71 %, dock var *Sosyopix* endast konsoliderat under halva jämförelseperioden, varför den organiska tillväxten antas ha varit lägre. EBITDA-resultatet uppgick till -0,1 MSEK, en förbättring jämfört med föregående år då samma siffra uppgick till -1,5 MSEK. Under september meddelade *Kiliaro* att *Sosyopix* uppvisat en omsättningstillväxt om ca 24 % under det tredje kvartalet fram till den 15 september år 2024, vilket påvisar ett fortsatt starkt försäljningsmomentum.

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.

## DLaboratory



0,6 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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 m.fl. 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.



## Onoterade innehav: 66 % av det totala substansvärdet

cling

11,2 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## 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. Under Q4-23 genomförde Cling en nyemission om 14,4 MSEK, där en majoritet av företagets befintliga investerare deltog. Genom kapitalinjektionen möjliggörs Cling att skala upp verksamheten, att handla med större volymer av batterier och att utöka omfånget av lösningar. Totalt har Cling System tagit in 37 MSEK sedan bolaget grundas.

tribonex

10,4 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## Tribonex

Tribonex 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.

mendi

8,8 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## Mendi Innovations

I samband med *Mendi Innovation's* nyemission under Q3-21 tecknades First Venture aktier till ett värde av ca 17 MSEK, motsvarande ca 8 %, 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. Under Q2-24 uppnåddes positivt kassaflöde och företaget har genomfört flertalet marknadsaktiviteter. Exempelvis uppmärksammades Mendi i ett inslag i den amerikanska tv-kanalen NBC, vilket fick stort genomslag och en positiv påverkan på försäljningen.

## CombiQ

combiq

8,8 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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. Under Q2-24 genomförde First Venture en mindre följdinvestering vid en kapitalanskaffning.

VERDURO

7,9 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## Verduro Group

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

# Portföljbolag

Onoterade innehav: 66 % av det totala substansvärdet



6,0 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

## 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. Under år 2024 har OneTwo Analytics ingått en avsiktsförklaring med ett stort insulinleveransföretag för att anpassa sin plattform, samt tecknat ett strategiskt samarbetsavtal med Lifecare AS.

First Venture tecknade aktier för 6,5 MSEK under Q2-22 motsvarande 10 % av bolaget. Bolaget genomförde en kapitalanskaffning om ca 7 MSEK under Q4-23, i vilken värderingen mer än dubblerades från tidigare noterad värdering. Under Q2-24 gjorde First Venture ytterligare en mindre följdinvestering i företaget.

## Zigrid



5,8 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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.

## Speedment



2,1 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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.

## Virtual e-Training



1,7 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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, och Air Canada.

## Knodd



2,0 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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 förlösning 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. Under Q2-24 gjorde First Venture ytterligare en mindre följdinvestering.

## Mindforce Gamle Lab



1,3 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

*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 bipoläritet.

## Övriga innehav

0,1 %  
av substansvärdet  
(Q3-24)

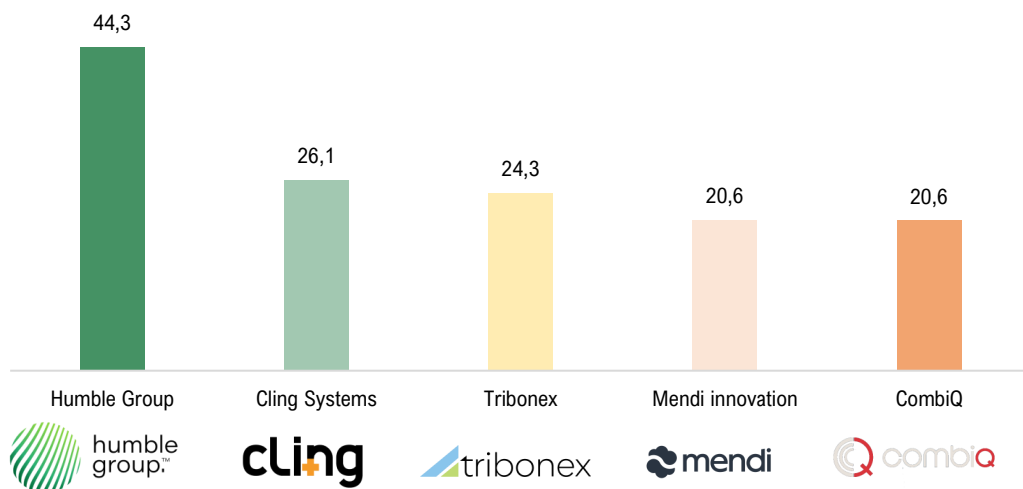
First Ventures övriga investeringar består av mindre poster i en handfull onoterade innehav, vars gemensamma värde per 2024-06-30 uppgick till cirka 0,1 MSEK.

## Topp fem innehaven i First Venture

Topp fem innehaven mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa, 2024-09-30

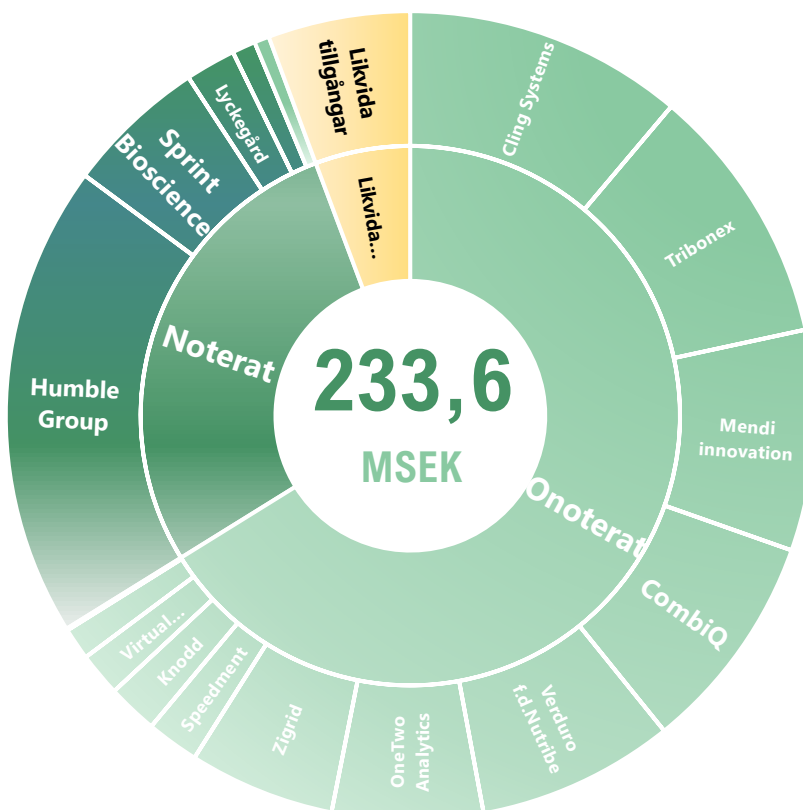
### Topp fem innehav, mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa

Top  
**5**  
Innehav



Källa: First Venture

## Portföljallokering, Q3-24 (i % av substansvärde)



### 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.

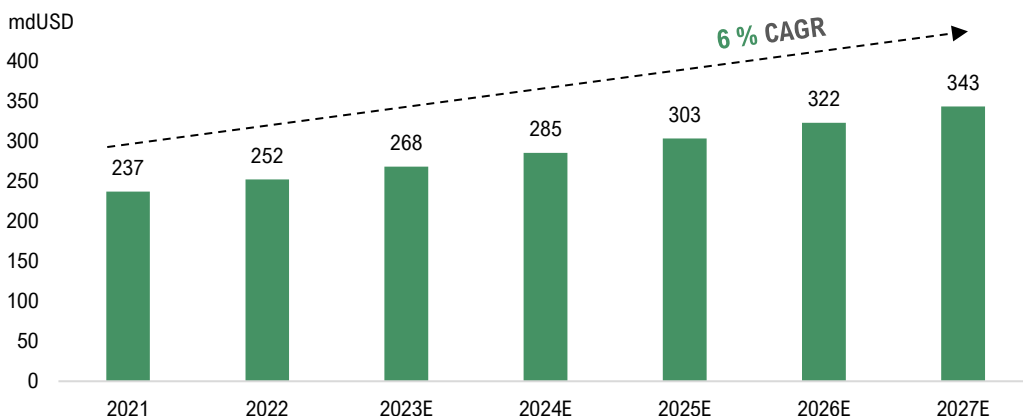
### Positiva trender inom hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimatet

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 Q3-24 hade First Venture ett direkt ägande i fem noterade bolag, 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**

**48,7 MSEK**  
Härlett substansvärde

Avseende det största innehavet Humble Group, vilka vid utgången av Q3-24 utgjorde 19 % av First Ventures portfölj, har Analyst Group härlett ett substansvärde om 48,7 MSEK baserat på 2024 års estimerade EBITDA om 763,4 MSEK samt en konservativt applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x. Härledd målmultipel motsvarar en rabatt om ca 21 % av peers, vilket motiveras av ett betydligt lägre Market Cap och lägre såväl bruttomarginal som EBITDA-marginal under dels år 2024, dels resterande prognosperiod. Vidare är skuldsättningen i linje med peers, samtidigt som nettoomsättningstillväxten och EBITDA-tillväxt estimeras vara högre under prognosperioden (2023-2025), vilket enligt Analyst Group berättigar en värderingspremie.



**6,2 MSEK**  
Härlett substansvärde

Lyckegård, vilka vid utgången av Q2-24 utgjorde 2 % av First Ventures substansvärde, har värderats utifrån Analyst Groups estimat på EBITDA-resultatet för år 2025. Genom en applicerad EV/EBITDA-multipel om 10x på Bolagets estimerade EBITDA-resultat år 2025 om 14,2 MSEK samt en diskonteringsränta om ca 12,5 %, har ett motiverat substansvärde om 6,2 MSEK härletts.

Sprint Bioscience har värderats utifrån nettoomsättningen LTM om 60,3 MSEK och en applicerad P/S-multipel om 2,5x, baserat på en relativvärdering av liknande bolag inom bioteknikbranschen, vilket härleder ett motiverat substansvärde om 21,4 MSEK. Kiliaro och Dlaboratory har värderats utifrån nettoomsättningen LTM (43,4 MSEK respektive 45,4 MSEK) och med en applicerad EV/S-multipel om 0,8x samt en P/S-multipel om 0,8x, baserat på en relativvärdering, har Analyst Group härlett ett motiverat substansvärde om 6,0 MSEK respektive 1,3 MSEK.



**28,8 MSEK**  
Härlett substansvärde



### Värdering av de onoterade innehaven

Tribonex, Mendi Innovation, CombiQ, Verduro och Cling Systems utgör störst andel av First Ventures onoterade del av portföljen, vilka tillsammans står för ca 47 % 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, Tribonex och Verduro antas ha skett för mer än tolv månader sedan, genomförde samtidigt portföljbolaget Cling Systems i relativ närtid, under Q4-23. Analyst Group bedömer därför att Cling Systems 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 var utmanande under de senaste 2 åren, givet bl.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 under år 2024 (ca -1,5 %) har därför använts som ett riktmärke för dessa justeringar i ett Base scenario.

Nedan illustreras Tribonex, Mendi Innovation, CombiQ, Verduro och Cling Systems 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 Cling Systems.



Källa: First Venture och Analyst Groups prognoser



## Sammanfattning värdering

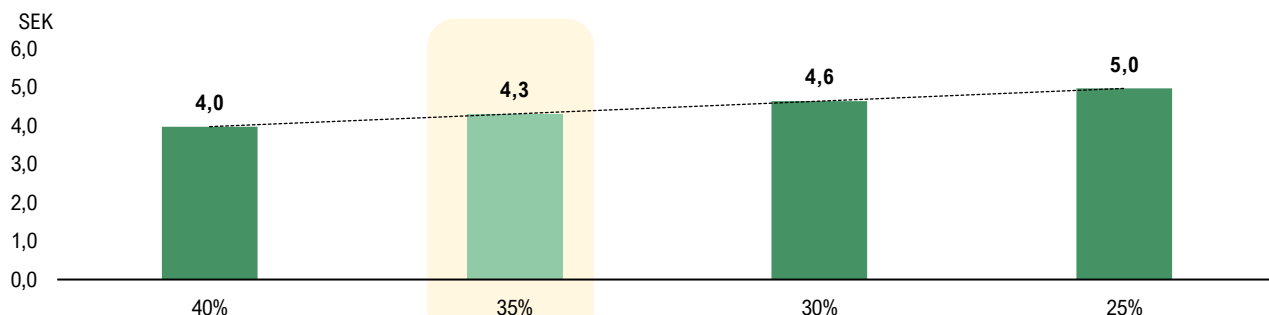
Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 248,5 MSEK (249,4) för First Venture investeringsportfölj. Givet bristen på tillgänglig information avseende många av First Ventures portföljbolag, i kombination med att First Venture är ett relativt litet investmentbolag med ett flertal illikvida, tillika olönsamma, innehav, samt den låga kassan som medför att innehav behöver avyttras för att finansiera den löpande verksamheten, anser Analyst Group att en övergripande substansrabatt om 35 % är rättfärdigad i ett Base scenario. Med applicerad substansrabatt och hänsyn tagen till aktuell kapitalstruktur motiveras ett potentiellt värde per aktie om 4,3 kr (4,7) i ett Base scenario, utifrån ett justerat substansvärde om 161,5 MSEK (174,6).

**4,3 KR**  
PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-24	Förändring av härlett värde	Värdetförändring i %	Härlett värde Q2-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	48,7	-2,3	-4,5%	51,0	19,6%	0,8%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	6,2	-3,4	-35,6%	9,6	2,5%	7,1%	Intäktsmultipel
Hälsa	Sprint Bioscience	21,4	-2,9	-12,0%	24,3	8,6%	14,2%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	6,0	-3,9	-38,9%	9,9	2,4%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,3	0,0	0,1%	1,3	0,5%	3,7%	Intäktsmultipel
<b>Summa noterat</b>		<b>83,7</b>	<b>-12,5</b>	<b>-13,0%</b>	<b>96,2</b>	<b>33,7%</b>	-	
Hållbarhet	Cling Systems	25,5	0,0	0,0%	25,5	10,3%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	23,9	1,5	6,5%	22,4	9,6%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,2	1,2	6,5%	19,0	8,1%	23,6%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	20,2	3,0	17,6%	17,1	8,1%	30,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	18,1	1,1	6,5%	17,0	7,3%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	13,8	0,8	6,5%	12,9	5,6%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	13,4	0,8	6,5%	12,5	5,4%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,8	0,3	6,5%	4,5	1,9%	24,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	4,0	0,2	6,5%	3,7	1,6%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,6	0,0	0,0%	4,6	1,9%	4,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	2,9	0,8	37,5%	2,1	1,2%	3,3%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,2	0,0	6,5%	0,2	0,1%		Justerat substansvärde
<b>Summa onoterat</b>		<b>151,5</b>	<b>9,8</b>	<b>6,9%</b>	<b>141,7</b>	<b>61,0%</b>		
<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>		<b>235,2</b>			<b>237,8</b>			
Tillgångar - skulder		13,3			11,6	5,4%		
<b>Substansvärde (MSEK)</b>		<b>248,5</b>			<b>249,4</b>			
Antal aktier (i miljontal)		38			38			
<b>Applicerad substansrabatt</b>		<b>35%</b>			<b>30%</b>			
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>		<b>161,5</b>			<b>174,6</b>			
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>		<b>4,3</b>			<b>4,7</b>			
<b>Senaste kurs (SEK)</b>		<b>2,0</b>			<b>2,1</b>			
Uppsida (+) / nedsida (-)		120,7%			126,9%			

**Analyst Group ser ett motiverat substansvärde (justerat) om 161,5 MSEK i First Venture, motsvarande en aktiekurs om 4,3 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 tillvaratar på det breda distributionsnätverket samt realisera synergier, vilket sammantaget estimeras generera en högre tillväxt, starkare lönsamhet och således en högre värdering. För Lyckegård handlar ett uppvärderingsscenario om att bolaget bl.a. kan exekvera på intäktssynergier 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 276,6 MSEK (298) i ett Bull scenario, innebär applicerad substansrabatt om 25 % ett justerat substansvärde om 207,5 MSEK (238,4), motsvarande en aktiekurs om 5,5 kr (6,4) 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 en fortsatt tuff konsumentmarknad för det största innehavet Humble Group, vilket estimeras medföra en lägre tillväxttakt under prognosperioden vilket tillsammans med svårigheter att integrera genomförda förvärv hämmar lönsamheten. För Lyckegård förväntas en svagare försäljningsutveckling i ett Bear scenario, då nämnda intäktssynergier inte realiseras på samma vis. Därtill medför en svagare konjunktur att Lyckegårds kunder väntar med investeringar i bevakningssystem, vilket påverkar försäljningsutvecklingen. 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 40 %, 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 150 MSEK (161,6) i ett Bear scenario, innebär applicerad substansrabatt om 50 % ett justerat substansvärde om 75 MSEK (97), motsvarande en aktiekurs om 2,0 kr (2,6) 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 företagens 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)	263,3
Tillgångar - skulder	13,3
Substansvärde (MSEK)	276,6
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	25,0%
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>207,5</b>
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>5,5</b>
Uppsida (+) / nedsida (-)	183,5%

**Bull scenario**

Motiverat pris per aktie (SEK)	BEAR SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	136,7
Tillgångar - skulder	13,3
Substansvärde (MSEK)	150,0
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	50,0%
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>75,0</b>
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>2,0</b>
Uppsida (+) / nedsida (-)	2,5%

**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.



## Christina Källenfors, Styrelseordförande

Christina Källenfors tillträdde som styrelseordförande i juni 2024 och har en jur. kand. från Stockholms universitet. Christina är för närvarande styrelseledamot i Wästbygg Gruppen AB och Webrock Ventures AB samt Senior Advisor på Skills Corporate Finance Nordic AB. Christina har tidigare varit chefsjurist på Epidemic Sound AB, Föreningen Svenskt Näringsliv, Mycronic AB, och Com Hem Holding AB (publ). Christina äger inga aktier i Bolaget.



## Andreas Lindenharta, Styrelseledamot

Andreas har en Master i Commercial & Tax Law från Jönköping International Business School. Andreas är för närvarande styrelseledamot i Link Prop Investment AB och CFO i M2 Asset Management AB. Andreas har tidigare varit CFO i Byggvesta och Byggmästare Anders J Ahlström, med flera, samt styrelseledamot i GETE Media AB och Fasticon AB, med flera. Andreas 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.

## Appendix

Noterat/Onoterat	Portföljbolag	Substansvärde, Q3-24	Andel av substansvärde
Noterat	Humble Group	44,3	19,0%
Onoterat	Cling Systems	26,1	11,2%
Onoterat	Tribonex	24,3	10,4%
Onoterat	Mendi innovation	20,6	8,8%
Onoterat	CombiQ	20,6	8,8%
Onoterat	Verduro f.d.Nutribe	18,4	7,9%
Noterat	Sprint Bioscience	13,2	5,6%
Onoterat	OneTwo Analytics	14,1	6,0%
Onoterat	Zigrid	13,6	5,8%
Noterat	Lyckegård	4,7	2,0%
Onoterat	Speedment	4,9	2,1%
Onoterat	Virtual eTraining	4,1	1,7%
Onoterat	Knodd	4,7	2,0%
Noterat	Kiliaro	2,2	0,9%
Onoterat	Mindforce Game Lab	3,0	1,3%
Noterat	Dlaboratory	1,4	0,6%
Onoterat	Övriga innehav	0,2	0,1%
Likvida tillgångar	Likvida tillgångar	13,3	5,7%

Company	Equity		Enterprise						Revenue		EBITDA			
	Value (MSEK)	Value (MSEK)	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR	CAGR	Brutto-marginal	Brutto-marginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023-2025E	2023-2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	288 481	304 408	4,7x	4,4x	4,1x	22,3x	21,0x	19,6x	5,8%	6,9%	65,5%	64,2%	21,2%	21,1%
Nestle Ltd.	2 481 620	3 223 630	2,8x	2,8x	2,8x	13,3x	13,7x	13,7x	-0,6%	-1,3%	46,6%	46,8%	20,7%	20,4%
Mondelez International, Inc.	958 134	1 167 241	2,9x	2,9x	2,8x	15,4x	14,1x	14,1x	6,7%	6,8%	38,6%	37,0%	20,4%	19,5%
THE HERSHEY COMPANY	391 517	447 137	3,6x	3,6x	3,5x	13,0x	13,8x	14,6x	3,2%	-0,1%	42,7%	40,2%	26,2%	24,2%
Cloetta AB	7 219	9 195	1,1x	1,1x	1,1x	8,4x	7,9x	7,8x	8,4%	7,5%	32,8%	33,8%	13,4%	13,6%
GENERAL MILLS, INC.	393 672	535 808	2,4x	2,4x	2,4x	11,7x	11,7x	11,7x	1,7%	3,2%	34,8%	35,0%	20,9%	20,8%
KELLANOVA	308 855	374 624	2,6x	2,7x	2,6x	16,6x	15,0x	14,4x	-5,1%	0,0%	34,9%	35,1%	17,7%	18,0%
UNILEVER PLC	1 579 299	1 878 365	2,6x	2,8x	2,7x	13,7x	13,5x	12,8x	-0,8%	2,7%	43,6%	44,1%	20,7%	21,1%
Essity AB (publ)	209 930	240 495	1,6x	1,6x	1,6x	9,6x	9,1x	8,6x	-1,3%	11,0%	31,8%	32,4%	18,0%	18,6%
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	4 499 253	4 764 641	5,3x	5,1x	5,0x	20,7x	18,8x	17,8x	2,3%	5,6%	51,4%	51,9%	27,2%	28,3%
COLGATE-PALMOLIVE COMPANY	851 595	928 368	4,3x	4,2x	4,0x	18,2x	16,8x	15,9x	5,1%	7,8%	60,6%	61,1%	24,8%	25,4%
HERBALIFE LTD.	9 475	32 347	0,6x	0,6x	0,6x	5,1x	4,8x	4,6x	-0,8%	-2,7%	77,9%	78,3%	12,3%	12,6%
THE HAIN CELESTIAL GROUP, INC.	8 030	16 429	0,8x	0,9x	0,9x	8,9x	9,6x	9,2x	-3,7%	-7,2%	22,4%	23,6%	8,9%	9,5%
Midsona AB	1 222	1 747	0,5x	0,5x	0,5x	8,0x	6,3x	5,5x	-0,2%	18,1%	25,3%	28,1%	7,4%	8,1%
Maximum	4 499 253	4 764 641	5,3x	5,1x	5,0x	22,3x	21,0x	19,6x	8,4%	18,1%	77,9%	78,3%	27,2%	28,3%
75th Percentile	931 499	1 107 523	3,4x	3,4x	3,3x	16,3x	14,8x	14,5x	4,6%	7,3%	50,2%	50,6%	21,1%	21,1%
Median	350 186	410 881	2,6x	2,7x	2,6x	13,1x	13,6x	13,2x	0,7%	4,4%	40,6%	38,6%	20,6%	20,0%
Mean	856 307	994 603	2,6x	2,5x	2,5x	13,2x	12,6x	12,2x	1,5%	4,2%	43,5%	43,7%	18,6%	18,7%
25th Percentile	59 589	84 384	1,2x	1,2x	1,2x	9,1x	9,3x	8,8x	-0,8%	-0,1%	33,3%	34,1%	14,5%	14,7%
Minimum	1 222	1 747	0,5x	0,5x	0,5x	5,1x	4,8x	4,6x	-5,1%	-7,2%	22,4%	23,6%	7,4%	8,1%
<b>Humble Group</b>	<b>4 680</b>	<b>6018</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>8,6x</b>	<b>9,4x</b>	<b>8,1x</b>	<b>18,9%</b>	<b>10,5%</b>	<b>28,5%</b>	<b>29,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,2%</b>

## Base scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-24	Investeringar/avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q2-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	48,7		-2,3	-4,5%	51,0	19,6%	0,8%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	6,2		-3,4	-35,6%	9,6	2,5%	7,1%	Intäktsmultipel
Hälsa	Sprint Bioscience	21,4		-2,9	-12,0%	24,3	8,6%	14,2%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	6,0		-3,9	-38,9%	9,9	2,4%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,3		0,0	0,1%	1,3	0,5%	3,7%	Intäktsmultipel
	<b>Summa noterat</b>	<b>83,7</b>		<b>-12,5</b>	<b>-13,0%</b>	<b>96,2</b>	<b>33,7%</b>	-	
Hållbarhet	Cling Systems	25,5		0,0	0,0%	25,5	10,3%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	23,9		1,5	6,5%	22,4	9,6%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,2		1,2	6,5%	19,0	8,1%	23,6%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	20,2		3,0	17,6%	17,1	8,1%	30,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	18,1		1,1	6,5%	17,0	7,3%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	13,8		0,8	6,5%	12,9	5,6%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	13,4		0,8	6,5%	12,5	5,4%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,8		0,3	6,5%	4,5	1,9%	24,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	4,0		0,2	6,5%	3,7	1,6%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,6		0,0	0,0%	4,6	1,9%	4,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	2,9		0,8	37,5%	2,1	1,2%	3,3%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,2		0,0	6,5%	0,2	0,1%		Justerat substansvärde
	<b>Summa onoterat</b>	<b>151,5</b>		<b>9,8</b>	<b>6,9%</b>	<b>141,7</b>	<b>61,0%</b>		
	<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>	<b>235,2</b>				<b>237,8</b>			
	Tillgångar - skulder	13,3				11,6	5,4%		
	<b>Substansvärde (MSEK)</b>	<b>248,5</b>				<b>249,4</b>			
	Antal aktier (i miljontal)	38				38			
	<b>Applicerad substansrabatt</b>	35%				30%			
	<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>161,5</b>				<b>174,6</b>			
	Motiverat pris per aktie (SEK)	4,3				4,7			
	<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>2,0</b>				<b>2,1</b>			
	Uppsida (+) / nedsida (-)	120,7%				126,9%			

## Bull scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-24	Investeringar /avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q2-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderings metod
Hälsa	Humble Group	61,2		-3,2	-4,9%	64,3	22,1%	0,8%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	8,6		-4,7	-35,2%	13,3	3,1%	7,1%	Intäktsmultipel
Hälsa	Sprint Bioscience	29,9		-4,0	-11,8%	34,0	10,8%	14,2%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	7,5		-13,9	-65,0%	21,4	2,7%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,5		0,0	0,1%	1,5	0,5%	3,7%	Intäktsmultipel
	<b>Summa noterat</b>	<b>108,7</b>		<b>-25,8</b>	<b>-19,2%</b>	<b>134,5</b>	<b>39,3%</b>	-	
Hållbarhet	Cling Systems	26,1		0,0	0,0%	26,1	9,4%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	24,3		0,0	0,0%	24,3	8,8%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,6		0,0	0,0%	20,6	7,5%	23,6%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	20,6		1,9	10,4%	18,6	7,4%	30,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	18,4		0,0	0,0%	18,4	6,7%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	14,1		0,0	0,0%	14,1	5,1%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	13,6		0,0	0,0%	13,6	4,9%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,9		0,0	0,0%	4,9	1,8%	24,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	4,1		0,0	0,0%	4,1	1,5%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,7		0,0	0,0%	4,7	1,7%	4,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	3,0		0,0	0,0%	3,0	1,1%	3,3%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,2		0,0	0,0%	0,2	0,1%		Justerat substansvärde
	<b>Summa onoterat</b>	<b>154,6</b>		<b>1,9</b>	<b>1,3%</b>	<b>152,6</b>	<b>55,9%</b>		
	<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>	<b>263,3</b>				<b>287,1</b>			
	Tillgångar - skulder	13,3				11,6	4,8%		
	<b>Substansvärde (MSEK)</b>	<b>276,6</b>				<b>298,7</b>			
	Antal aktier (i miljontal)	38				38			
	<b>Applicerad substansrabatt</b>	25%				20%			
	<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>207,5</b>				<b>238,9</b>			
	<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>5,5</b>				<b>6,3</b>			
	<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>2,0</b>				<b>2,1</b>			
	<b>Uppside (+) / nedsida (-)</b>	<b>183,5%</b>				<b>206,7%</b>			

## Bear scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q3-24	Investeringar/ avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q2-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	29,5		-1,0	-3,2%	30,5	19,7%	0,8%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	1,9		-2,2	-53,1%	4,1	1,3%	7,1%	Intäktsmultipel
Hälsa	Sprint Bioscience	8,6		-1,1	-11,8%	9,7	5,7%	14,2%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	3,1		0,1	4,7%	3,0	2,1%	30,3%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	0,8		0,0	4,1%	0,8	0,6%	3,7%	Intäktsmultipel
	<b>Summa noterat</b>	<b>44,0</b>		<b>-4,1</b>	<b>-8,6%</b>	<b>48,1</b>	<b>29,3%</b>	-	
Hållbarhet	Cling Systems	15,6		-9,2	-36,9%	24,8	10,4%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	14,6		0,0	0,1%	14,6	9,7%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	12,4		0,0	-0,2%	12,4	8,2%	23,6%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	12,3		1,1	10,2%	11,2	8,2%	30,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro f.d.Nutribe	11,1		0,0	-0,3%	11,1	7,4%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	8,4		0,0	0,5%	8,4	5,6%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	8,2		0,0	-0,3%	8,2	5,5%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	2,9		0,2	9,1%	2,7	2,0%	24,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	2,4		0,0	1,4%	2,4	1,6%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	2,8		-1,7	-36,9%	4,5	1,9%	4,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	1,8		0,4	27,7%	1,4	1,2%	3,3%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,1		0,0	2,0%	0,1	0,1%		Justerat substansvärde
	<b>Summa onoterat</b>	<b>92,8</b>		<b>-9,0</b>	<b>-8,9%</b>	<b>101,8</b>	<b>61,8%</b>		
	<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>	<b>136,7</b>				<b>149,9</b>			
	Tillgångar - skulder	13,3				11,6	8,9%		
	<b>Substansvärde (MSEK)</b>	<b>150,0</b>				<b>161,5</b>			
	Antal aktier (i miljontal)	38				38			
	<b>Applicerad substansrabatt</b>	50%				20%			
	<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>75,0</b>				<b>129,2</b>			
	<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>2,0</b>				<b>3,4</b>			
	<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>2,0</b>				<b>2,1</b>			
	<b>Uppside (+) / nedside (-)</b>	<b>2,5%</b>				<b>65,8%</b>			

# 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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.