

First Venture Sweden (FIRST B)



Rekordhög substansrabatt medför god Risk-Reward

First Venture Sweden ("First Venture" eller "Bolaget") är ett investmentbolag som investerar i starka entreprenörsteam inom teknik, hälsa och hållbarhet. 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. Genom en *Sum of-the-Part-värdering* (SOTP) i kombination med tillämpad substansrabatt, härleddes ett värde per aktie om 4,0 SEK (4,4) i ett Base scenario.

Rekordhög substansrabatt

First Venture redovisade ett substansvärde om 224,7 MSEK vid utgången av Q1-25, vilket motsvarar en utveckling om -7,2 % Q-Q och -1,1 % Y-Y, till följd av ett utmanande marknadsklimat. Genom att First Ventures aktiekurs sjönk mer än substansvärdet, med -10,5 %, under kvartalet så ökade även substansrabatten, vilken uppgick till 73,6 % vid utgången av Q1-25, vilket också är den högsta rabatten sedan First Ventures notering år 2021.

Fortsatta framsteg för Zigrid

Bland de onoterade innehaven fortsatte Zigrid, vars värdering ökade med 138 % i en kapitalanskaffning under Q4-24, visa framsteg under det första kvartalet. Bolaget har framställt en ny generation av Zigrid-modulen, vilken uppges generera starkt marknadsintresse samtidigt som flertalet samarbetsdiskussioner avseende modulen pågår.

Vändning i sikte för Lyckegård

Lyckegårds aktie har utvecklats starkt under år 2025 med en utveckling om ca 55 %. Analyst Group anser att Q1-rapporten visade tydliga steg i rätt riktning med 15 % organisk tillväxt och en vändning till positivt rörelseresultat för det säsongsmässigt svaga första kvartalet.

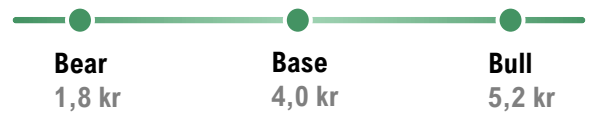
Rekordhög substansrabatt medför god Risk-Reward

First Ventures noterade portfölj värderades till ca 42,9 MSEK vid utgången av Q1-25, vid addering av Bolagets likvida tillgångar och övriga investeringsinstrument om 13,9 MSEK motsvarar det ca 87 % av Bolagets börsvärde baserat på aktiekursen per 2025-05-20. Detta innebär att investerare får hela First Ventures onoterade portfölj närapå "gratis" givet nuvarande substansrabatt, vilken First Venture värderar till ca 168 MSEK.

Mindre avyttringar anses nödvändiga för att stärka kassan

De likvida tillgångarna uppgick till 4,3 MSEK vid utgången av Q1-25, varav kassan 0,5 MSEK. Kassan antas primärt kunna stärkas genom extern kapitalanskaffning eller försäljning av befintliga innehav, givet den höga substansrabatten anses en extern kapitalanskaffning dock mindre fördelaktig. 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.

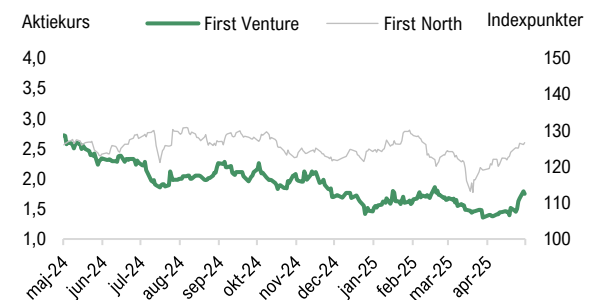
VÄRDERINGSINTERVALL



NYCKELDATA

Senast betalt (2025-05-20)	1,75
Antal Aktier (st.)	37 524 206
Market Cap (MSEK)	65,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-13,9
Enterprise Value (MSEK)	51,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Delårsrapport 2 2025	22 augusti 2025

KURSENTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2025-04-28)

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2025-04-28)	RÖSTER
Första Entreprenörsfonden i Norden AB	21,1 %
Rutger Arnhult	17,5 %
Håkan Roos (RoosGruppen)	7,3 %
Tham Special Investment AB	4,8 %
Claesson & Anderzén	3,7 %

First Ventures substansvärde har minskat med 1,1 % Y-Y.

Förändring i First Ventures rapporterade substansvärde Y-Y



Mar 2024

Mar 2025

227 MSEK

-1,1 %

225 MSEK

Rapporterat substansvärde

Rapporterat substansvärde

Introduktion

Innehållsförteckning

Kommentar Q1-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 som investerar i starka entreprenörsteam inom teknik, hälsa och hållbarhet. 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. First Venture är noterat på Nasdaq First North sedan år 2021.

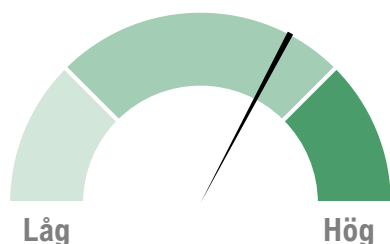
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Rune Nordlander
Styrelseordförande	Christina Källenfors

ANALYTIKER

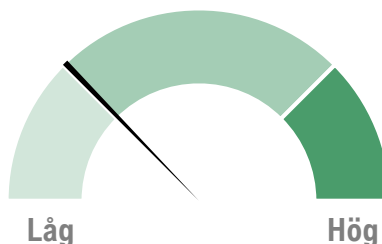
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



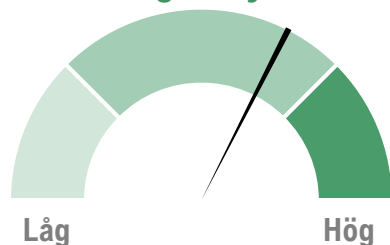
First Venture har historiskt investerat i bolag som står inför kapitalintensiva faser, där Bolaget bistått med kapital och kunskap för att exekvera på tillväxtmöjligheterna. Det senaste året har First Ventures tillgängliga likvida medel dock minskat, vilket begränsat nya samt tilläggsinvesteringar. Genomförda 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



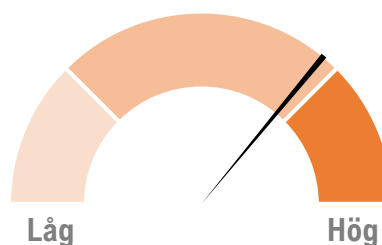
Genom att First Venture investerar i bolag som står inför kapitalintensiva faser resulterar detta i att majoriteten av både de noterade och onoterade innehaven ej erhåller positiva kassaflöden vilket försvagar lönsamheten, däremot är flera av på god väg att uppvisa positiva kassaflöden. Nuvarande betyg 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 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. Likviditeten i aktien är förhållandevis låg vilket även bör beaktas. Vidare uppgår First Ventures kassa till 0,2 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.



224,7 MSEK
SUBSTANSVÄRDE
Q1-25

Minskat substansvärde men rekordhög rabatt

First Venture redovisade ett substansvärde om 224,7 MSEK vid utgången av Q1-25, vilket motsvarar en utveckling om -7,2 % Q-Q och -1,1 % Y-Y. Motsvarande siffror för jämförelseindexet First North uppgick till -1,2 % Q-Q och -1,8 % Y-Y. Genom att First Ventures aktiekurs sjönk mer än substansvärdet, med -10,5 %, under kvartalet så ökade även substansrabatten och uppgick till rekordhöga 73,6 % vid utgången av Q1-25.

Det sjunkande substansvärdet är hänförligt till en svag utveckling i Humble Group, vilket dels är hänförligt till en svag kursutveckling under Q1-25, dels att First Venture har avyttrat aktier, vilket delvis antas ha använts för att finansiera den löpande verksamheten. Efter det första kvartalets utgång har Humble Group lämnat en delårsrapport för det första kvartalet, vilken visade blandade signaler och medförde ytterligare kursnedgång. Även investeringarna i Sprint Bioscience och Kiliaro minskade i värde under det första kvartalet. I andra vågskålen bidrog Lyckegård till en positiv värdeutveckling om 87 % i innehavet under Q1-25, där bolagets två senaste kvartalsrapporter har visat positiva tendenser enligt Analyst Group.

I tidigare uppdateringar avseende First Venture har vi poängterat att den höga substansrabatten bjuder in till ett intressant investeringstillfälle och substansrabatten om 73,6 % vid utgången av Q1-25 är rekordhög sedan noteringen år 2021. Sett till de noterade tillgångarna så värderades de vid utgången av Q1-25 till 42,9, vilket i kombination med likvida tillgångar och övriga investeringsinstrument om 13,9 MSEK blir 56,8 MSEK, vilket kan jämföras med First Ventures börsvärde som baserat på kursen per 2025-05-20 om 1,75 kr uppgår till 65,7 MSEK. Givet att den onoterade portföljen, vilken First Venture värderar till ca 168 MSEK, därmed inte är medräknad anser Analyst Group att en investering fortsatt bjuder in till attraktiv risk/reward.

Ytterligare mindre avyttringar eller Exits behövs för att finansiera verksamheten

Samtidigt ska det poängteras att First Ventures finansiella position är ansträngd där likvida tillgångar vid utgången av Q1-25 uppgick till 4,3 MSEK, varav kassan utgjorde 0,5 MSEK. Under det senaste året har First Ventures kassa varit låg och för att finansiera den löpande verksamheten har mindre avyttringar behövt genomföras. Dessa avyttringar antas primärt vara hänförliga till Humble Group där First Ventures ägarandel har minskat under det senaste året, från 0,97 % av kapitalet vid utgången av Q1-24 till 0,57 % av kapitalet vid utgången av Q1-25. Vidare har First Venture efter det första kvartalets utgång gjort en tilläggsinvestering om 4,3 MSEK i Sprint Bioscience i samband med innehavets företrädesemission. Givet den finansiella ställningen antas avyttringar ha behövts för att genomföra denna tilläggsinvestering, varför ägarandelen i Humble Group antas ha minskat ytterligare efter utgången av mars.

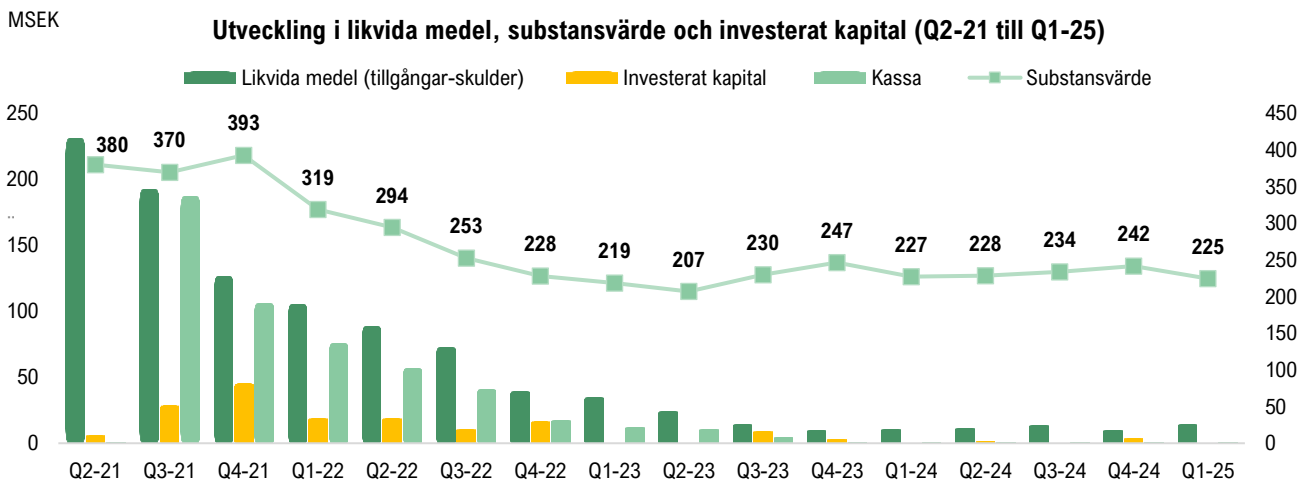
First Ventures kassa kan stärkas (exkl. skuldfinansiering) antingen genom att Bolaget gör en Exit av ett innehav, erhåller utdelning från portföljbolagen eller reser kapital via aktiemarknaden. Då inget av de nuvarande noterade innehaven historiskt har lämnat utdelning, även om detta kan bli aktuellt 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 fördelaktig, varför endast Exits kvarstår. Givet nuvarande situation där avyttringar krävs för att finansiera den löpande verksamheten ser Analyst Group att en framgångsrik Exit i ett innehav för att stärka den finansiella ställningen skulle vara en positiv trigger för First Ventures aktiekurs.

Zigrid, First Ventures onoterade innehav inom hållbarhet, vilka specialiserar sig på att omvandla spillvärme vid unikt låga temperaturer till elenergi, har haft en positiv utveckling under de senaste kvartalen, där First Ventures innehav ökade i värde med 138 % under Q4-24, vilket förväntas vara hänförligt till en kraftigt ökad värdering i samband med en kapitalanskaffning under kvartalet. Under Q1-25 har innehavet gjort ytterligare framsteg genom framställandet av en ny generation av Zigrid-modulen, vilken uppges generera starkt marknadsintresse och det finns samarbetsdiskussioner som pågår. Vidare uppvisade Mendi Innovation en fortsatt positiv utveckling under Q1-25 med en redovisade omsättning om 15,4 MSEK (4,2), motsvarande en tillväxt om 267 %, vilket även kan jämföras med omsättningen under helåret 2024 om ca 40 MSEK. Innehavet har även lyckats uppnå lönsamhet under det senaste året, vilket vi ser positivt på.

Ovan utveckling validerar enligt Analyst Group att det finns värden i den onoterade portföljen, även om det också ska poängteras att andra innehav skrevs ned under föregående kvartal (Q4-24).

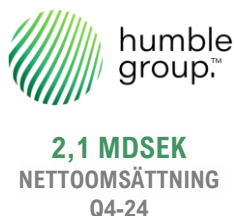
Den nuvarande kassan bjuder inte in till några nya större investeringar.

Utveckling avseende likvida medel, investerat kapital, kassa och substansvärde (Q2-21 till Q1-25)



Källa: First Venture

Blandat första kvartal för Humble Group



Humble Group redovisade ett första kvartal år 2025 med något mixade signaler. Bolaget uppvisade en organisk tillväxt om 4 % då omsättningen uppgick till 1,9 mdSEK (1,8). Kvartalet innehöll fluktuationer där inledningen av kvartalet beskrivs som stark, för att sedan utvecklas svagare under mars. Marknadsläget är osäkert givet ett försämrat konsumentförtroende på Humbles marknader under inledningen av år 2025, samtidigt har bolaget en diversifierad intäktsbas både sett till produktsortiment samt geografier, vilket förväntas begränsa negativa effekter från en nedgång inom olika marknader.

Den positiva trenden avseende bruttomarginalen fortsatte under Q1-25, vilken uppgick till 32,3 % (31 %), något som medförde en tillväxt om 9 % för bruttoresultatet. Sett till det justerade EBITA-resultatet så uppgick det till 133 MSEK (128), motsvarande en marginal om 7 % (7 %). Att marginalen var oförändrad trots den stigande bruttomarginalen förklaras av ökade investeringar i marknadsföring.

Humbles aktie föll efter att rapporten publicerats, vilket antas vara hänförligt till beskrivningen av den osäkra marknaden samt den negativa trenden under det första kvartalet, med en stark inledning som sedan mattades av, vilket antas öka oron för att den svagare utvecklingen har fortsatt under inledningen av det andra kvartalet. Baserat på aktiekursen per 2025-05-20 (7,9 kr) så värderas Humble Group till EV/EBITDA 6,1x på Analyst Groups prognos för år 2025, vilket vi anser är för lågt beaktat bolagets bedömda tillväxtpotentialer framgent.

Lyckegård tar tydliga steg i rätt riktning



Lyckegårds aktie har uppvisat en stark utveckling under år 2025 med en uppgång om ca 55 %. Q1-rapporten påvisade en stark operativ utveckling där försäljningen växte med 15 % för jämförbara enheter (exklusive det avyttrade affärsområdet Soil & Seed). Samtidigt förbättrades EBITA-resultatet till 1,8 MSEK (-5,8) för jämförbara enheter i det säsongsmässigt svaga första kvartalet, som en följd av en starkt bruttomarginal genom fler högmarginalprodukter i produktmixen samt minskade rabatter. Resultatförbättringen var även ett resultat av en god kostnadskontroll då kostnaderna minskade ca 10 % organiskt.

Efter ett tuffare år 2024 med omstruktureringar och en svag marknad anser Analyst Group att Q1-rapporten var ett tydligt steg i rätt riktning mot lönsam tillväxt och att uppnå de finansiella målsättningarna om en omsättningstillväxt uppgående till 10 % årligen och en EBITA-marginal om minst 8 %, vilket även den starka kursutvecklingen vittnar om. Vi anser att de finansiella målen är klart uppnåeliga och rimliga då de är i linje med vad de dotterbolag inom bevakning som bolaget nu består av har levererat under flera år historiskt.

Kommentar Q1-25, forts.

Sprint
Bioscience

Sprint Bioscience har genomfört en företrädesemission samt meddelat avslutat forskningsavtal

Ett innehav som har haft ett tuffare år 2025 kursmässigt är Sprint Bioscience. I mitten av mars meddelades att bolaget beslutat om en företrädesemission om maximalt ca 31,7 MSEK för att stödja den fortsatta utvecklingen av bolagets interna prekliniska läkemedelsprogram samt att intensifiera affärsutvecklingsaktiviteter för att säkerställa licensavtal och därigenom realisera den befintliga portföljens kommersiella potential. Dessutom planeras likviden användas för att utöka bolagets portfölj med fler program, samt etablera nya intäktsströmmar såsom strategiska samarbeten. Teckningskursen i emissionen var 0,66 kr, vilket motsvarade en rabatt om 48 % jämfört med stängningskursen dagen innan nyheten publicerades och aktien föll med 42 % under samma dag.

Utfallet av företrädesemissionen blev att ca 43 % tecknades samt att emissionsgaranter tilldelades ca 31 %, varigenom företrädesemissionen sammanlagt tecknats till ca 74 %. First Venture tecknade aktier för ca 4,3 MSEK i emissionen, motsvarande ca 13,6 %, vilket kan jämföras med ägarandelen om 14,2 % innan emissionen, varför First Venture tecknade för merparten av dess pro rata-andel.

Vidare meddelade Sprint Bioscience den 10:e maj att Day One Biopharmaceuticals har meddelat att det tvååriga forskningsavtal som ingicks i augusti 2023 för cancerprogrammet VRK1 inte förlängs och att de inte avser att driva VRK1-programmet vidare efter avtalets utgång, vilket medför att Sprint Bioscience kommer att återta programmet. Bolagets portfölj består av sju program, varav VRK1 var det enda som var utlicenserat och genererade intäkter, uppgående till ca 13–17 MSEK per kvartal, vilket nu väntas upphöra efter att partnerskapet upphör i september år 2025. Sprint Bioscience ser dock fortsatt ett stort intresse för VRK1-programmet och kommer nu arbeta för att säkerställa att programmet får en ny partner samt se över bolagets kostnadsbas. Summerat för år 2025 har Sprint Bioscience aktie sjunkit ca 73 %.

Fortsatt attraktiv substansrabatt

73,6 %
SUBSTANSRABATT

Sammanfattningsvis minskade First Ventures substansvärde med 7,2 % under kvartalet till följd av fallande aktiekurser samt avyttringar bland Bolagets noterade innehav. Substansrabatten vid utgången av kvartalet uppgick till 73,6 %, vilket innebär att Bolagets noterade portfölj samt likvida tillgångar och övriga investeringsinstrument värderas till nära lika mycket som First Ventures nuvarande börsvärde. Detta innebär att investerare får stora delar av First Ventures onoterade portfölj "gratis" genom att investera i Bolaget givet nuvarande substansrabatt, vilken First Venture värderar till ca 168 MSEK. Givet detta anser Analyst Group fortsatt att First Venture erbjuder en attraktiv risk/reward till nuvarande aktiekurs.

Det ska dock nämnas att First Ventures nuvarande finansiella ställning medför 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.

HÅKAN ROOS OCH
RUTGER
ARNHULT ÄGER
AKTIER FÖR CA
22 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 Entreprenörsfonden, företrädaren till samt storägare i, 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. techmildjardären Håkan Roos och finansmannen Rutger Arnhult, som tillsammans äger aktier för ca 22 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 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

BEPRÖVAD
INVESTERINGS-
STRATEGI

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.

Attraktiv värdering sett till substansvärde

4,0 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 255,9 MSEK och efter tillägg av en substansrabatt om 35 % för First Venture som helhet har ett justerat substansvärde om 151,7 MSEK kunnat härledas, vilket motsvarar ett värde om 4,0 kr (4,4) 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 11 % av substansvärdet inkl. nettokassa, varför en nedgång i aktiekursen för Humble medför en 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.

Givet den nuvarande finansiella ställningen med totala likvida tillgångar uppgående till 4,3 MSEK, varav kassan utgör 0,5 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. Under det senaste året har First Venture avyttrat innehav, primärt Humble Group, för att dels finansiera den löpande verksamheten, dels genomföra mindre tilläggsinvesteringar, något som även förväntas fortsätta behövas framgent. Givet nuvarande situation där avyttringar krävs för att finansiera den löpande verksamheten ser Analyst Group att en framgångsrik Exit i ett innehav för att stärka den finansiella ställningen skulle vara en positiv trigger för First Ventures aktiekurs.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Noterade innehav: 19 % av det totala substansvärdet

Humble Group



11 %
av substansvärdet
(Q1-25)

Humble Group är First Ventures största innehav och utgör cirka 11 % av det totala substansvärdet om ca 225 MSEK. Bolaget är en FMCG-aktör inom framtidens FMCG-produkter, vilka uppvisade en omsättning om 7,8 mdSEK rullande 12 månader med en justerad EBITA om 583 MSEK, motsvarande en marginal om 7,5 %. 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. 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 förvärvsfokuserade tillväxtstrategin som Humble Group exekverade på under år 2020-2021. Genom denna strategi, i kombination med organisk tillväxt, har Humble Group blivit en bred koncern med diversifierad intäktsbas som är indelad i fyra affärsområden.

Sustainable Care är produkter inom "personal care", exempelvis tandborstar och kosmetik och är det största segmentet, därefter återfinns *Nordic Distribution* som är produktförsörjning till svensk handel genom distribution av såväl egna som externa varumärken. Vidare erbjuder Humble Group inom *Quality Nutrition* tillverkning av nutritionsprodukter som proteinpulver, bars och energidryck och slutligen har bolaget egen tillverkning inom snacks och godis genom affärsområdet *Future Snacking*.

Humble har under de senaste åren vilat på hanen gällande förvärv för att lägga grunden för en mer långsiktigt hållbar kapitalstruktur och innehavet levererade under år 2024 en god organisk tillväxt och förbättrad lönsamhet samtidigt som nettoskulden har närmast sig målet om nettoskuld/EBITDA om 2,5x, varefter förvärv gradvis förväntas initieras återigen för att stärka tillväxten.

Sprint Bioscience



3,0 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 meddelade Sprint att bolaget utlicensierade rättigheterna till det utvecklade cancerprogrammet VADA till det amerikanska bolaget Day One Biopharmaceuticals. Värdet av avtalet kunde potentiellt uppgå till 316 MUSD och visar enligt Analyst Group på *Proof of Concept*. I maj år 2025 meddelade Sprint Bioscience dock att avtalet inte förlängs och kommer därför inte fortsätta att generera intäkter från september år 2025 när Sprint Bioscience återtar projektet. Sprint Bioscience ser dock fortsatt ett stort intresse för VRK1-programmet och kommer nu arbeta för att säkerställa att programmet får en ny partner samt se över bolagets kostnadsbas.

Sprint Bioscience meddelade under det fjärde kvartalet att innehavet breddar portföljen med ett program för behandling av akut myeloid leukemi (AML). Det nya programmet kommer bredda portföljen, vilket således möjliggör potentiella licensavtal framgent. I april år 2025 genomfördes en företrädesemission för att för att stödja den fortsatta utvecklingen av bolagets läkemedelsprogram samt att intensifiera affärsutvecklingsaktiviteter för att därigenom realisera den befintliga portföljens kommersiella potential. First Venture tecknade aktier för 4,3 MSEK i emissionen.

Lyckegård Group



3,5 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 Easterholt. Verksamheten bedrivs utifrån de tre dotterbolagen Östors Bevattnings, KSAB Utemiljö samt Sydsvensk Bevattnings, vilka samtliga förvärvades av koncernen under år 2022 och 2023.

Lyckegård meddelade under januari år 2025 att Bolaget avser genomföra en riktad nyemission om 15 MSEK till Dahlgren Capital AB. Emissionslikviden avses stärka Lyckegårds finansiella ställning och möjliggöra investeringar i tillväxt genom produktutveckling och expansion till nya geografiska marknader. Teckningskursen i den riktade emissionen uppgår till 1,5 kr, vilket motsvarade en premie jämfört med stängningskursen dagen innan om 51 %, något som fick Lyckegårds aktie att lyfta.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Noterade innehav: 19 % av det totala substansvärdet



1,1 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 Q4-24 uppvisade Kiliaro en tillväxt om ca 77 % och omsättningen uppgick därmed till 25,7 MSEK med ett EBITDA-resultat om 0,5 MSEK. 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 förväntas lanseras på fler marknader framgent.



0,8 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 m.fl. First Venture tecknade aktier för ca 1,5 MSEK under Q4-22, motsvarande 3,7 % av kapitalet, vilket fortsatt är Bolagets ägarandel.

Onoterade innehav: 75 % av det totala substansvärdet

cling

11,6 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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.

tribonex

11 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 MSEK 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

9,2 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 av bland annat NASA, Sahlgrenska Universitetssjukhuset, atleter och skolor. Under år 2024 uppvisade Mendi Innovations en omsättning om ca 40 MSEK (27,1), motsvarande en tillväxt om 47 %, samt ett rörelseresultat om ca 2,9 MSEK (-5,6), vilket enligt Analyst Group skapar en bra grund att stå på för lönsam tillväxt under år 2025, där intäkterna under Q1-25 växte med 267 % och uppgick till 15,4 MSEK.

CombiQ

combiQ

7,3 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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. First Venture kontrollerar cirka 26,5 % av det totala aktiekapitalet, under Q4-24 genomförde First Venture en mindre följdinvestering om 1,2 MSEK vid en kapitalanskaffning. I samband med detta skrevs även värdet av innehavet ned med ca 20 %.

VERDURO

8,2 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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.

Onoterade innehav: 75 % av det totala substansvärdet



6,3 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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

14,4 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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 aktuellt under den senaste energikrisen som drabbat Europa.

Under Q4-24 gjorde First Venture en tilläggsinvestering om 2,3 MSEK i innehavet, vilket antas vara hänförligt till en genomförd nyemission, i vilken värderingen av innehavet även antas ha ökat givet att First Ventures ägarandel värderades till ca 32,4 MSEK vid utgången av Q4-24 jämfört med 13,6 MSEK vid utgången av Q3-24.



2,2 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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.



1,4 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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, och Air Canada.



1,8 %
av substansvärdet
(Q1-25)

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



1,3 %
av substansvärdet
(Q1-25)

Mindforce Gamle Lab

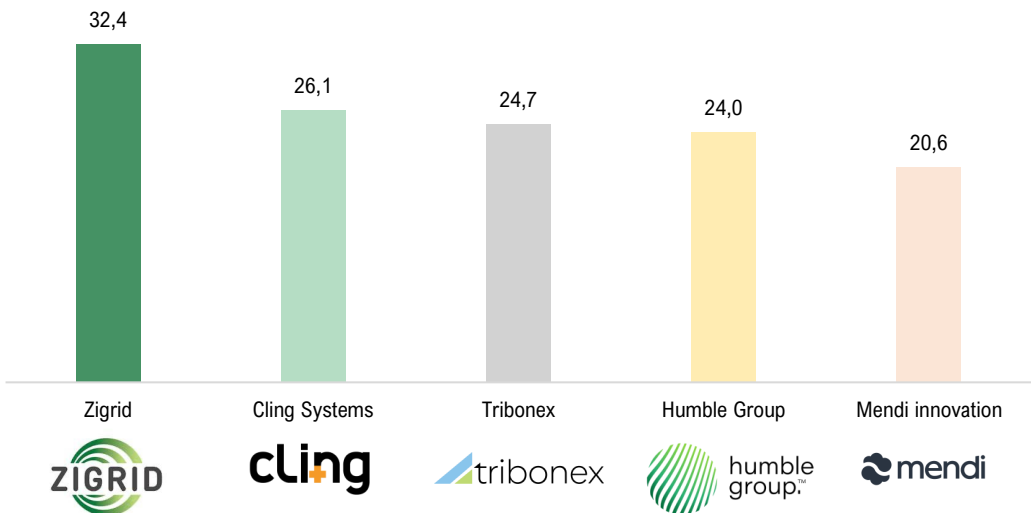
Mindforce Game Labs sammanför ledande livsforskare toppspeldesigners. Bolagets utvecklingsprocess bygger på en vetenskaplig grund samtidigt som den ger utrymme för kreativitet, spelidéer och integrerad AI. Med CE-märkta spel, med registrerat bevis som medicinsk rådgivning, hjälper spelen patienter som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

Topp fem innehaven i First Venture

Topp fem innehaven mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa, 2025-03-31

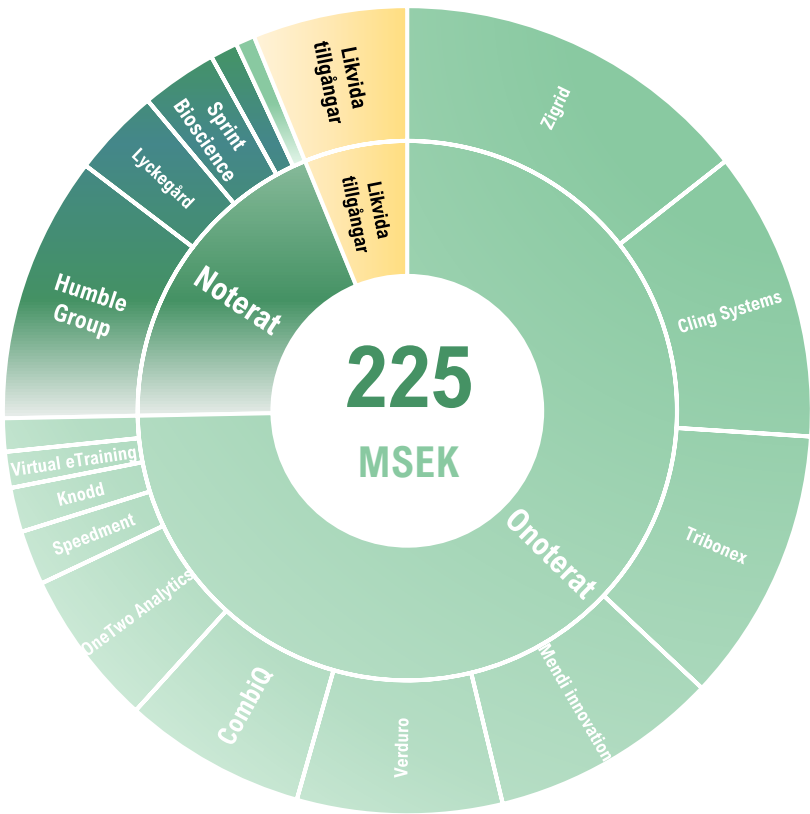
Topp fem innehav, mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa

Topp
5
Innehav



Källa: First Venture

Portföljallokering, Q1-25 (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 First Venture 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 1 697 mdUSD år 2030, med en förväntad årlig tillväxttakt om cirka 23,3 % mellan 2025-2030¹. 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 399 mdUSD 2024 och uppvisa en årlig marknadstillväxt om cirka 12 % mellan åren 2025-2030 för att värderas till 788 mdUSD i slutet av prognosperioden¹. 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 279 mdUSD år 2024, och väntas växa till 1 760 mdUSD år 2030, motsvarande en årlig tillväxttakt om cirka 35,9 %¹. 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 60 mdUSD år 2022 och förväntas växa till 419 mdUSD år 2030, motsvarande en årlig tillväxttakt om cirka 27,5 %¹. First Ventures innehav Virtual e-Learning arbetar med att applicera VR i utbildningssyfte.

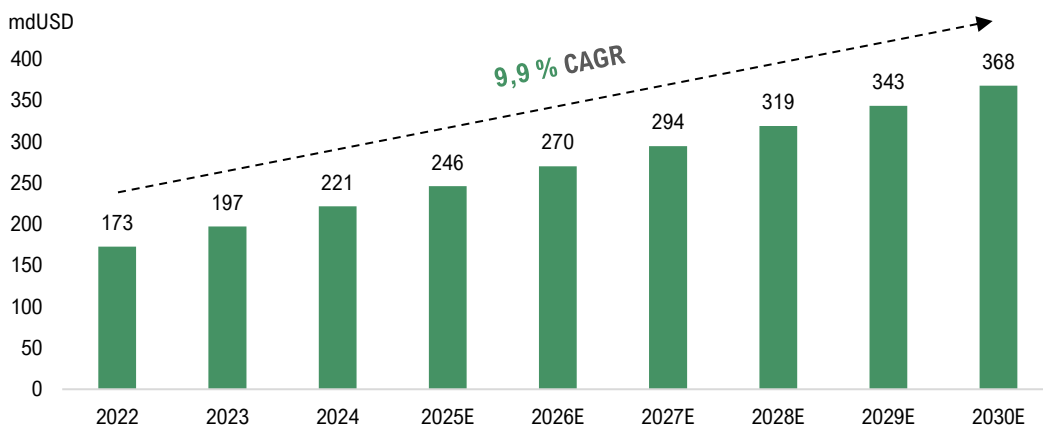
Positiva trender inom hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimatet

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 bedömdes av Grand View Research vara värd cirka 173 mdUSD år 2022, och med en estimerad årlig tillväxttakt om 9,9 % mellan år 2023-2030 beräknad värdet uppgå till 368 mdUSD år 2030.

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 Zigrid 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 9,9 % fram till år 2030.

Den globala marknaden för Food Tech, 2022-2030



Källa: Grand View Research

¹Källa: Grand View Research

Base scenario: Sum of the parts-värdering

Vid utgången av Q1-25 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 justering av Analyst Group.

Värdering av de noterade innehaven

25,2 MSEK
Härlett substansvärde

Avseende det största innehavet Humble Group, vilka vid utgången av Q1-25 utgjorde 11 % av First Ventures portfölj, har Analyst Group härlett ett substansvärde om 25,2 MSEK baserat på 2025 års estimerade EBITDA om 806,7 MSEK samt en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 9x. Härledd målmultipel motsvarar en rabatt om ca 30 % jämfört med peers, vilket motiveras av ett betydligt lägre Market Cap och lägre såväl bruttomarginal som EBITDA-marginal under prognosperioden. Vidare är skuldsättningen i linje med peers, samtidigt som nettoomsättningstillväxten och EBITDA-tillväxt estimeras vara högre under prognosperioden (2024-2026), vilket enligt Analyst Group berättigar en värderingspremie.



8,1 MSEK
Härlett substansvärde

Lyckegård, vilka vid utgången av Q1-25 utgjorde 3,5 % 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 har ett motiverat substansvärde om 8,1 MSEK härletts.

Sprint Bioscience har värderats utifrån nettoomsättningen LTM om 65,6 MSEK och en applicerad P/S-multipel om 1x, baserat på en relativvärdering av liknande bolag inom bioteknikbranschen, vilket härleder ett motiverat substansvärde om 10,2 MSEK. Under Q2-25 meddelade Sprint Bioscience att Day One Biopharmaceuticals har meddelat att det tvååriga forskningsavtal som ingicks i augusti 2023 för cancerprogrammet VRK1 inte förlängs och därmed inte kommer att generera intäkter efter september år 2025. Sprint Bioscience historiska intäkter är hänförliga till licensavtalet med Day One Biopharmaceuticals, varför en applicerad multipel på bakåtblickande intäkter kan anses vara missvisande. Analyst Group ser dock fortsatt ett värde i programmet, samt bolagets andra program, och Sprint Bioscience ser fortsatt ett stort intresse för VRK1-programmet och kommer nu arbeta för att säkerställa att programmet får en ny partner, varför värderingsmetoden ändå anses vara rimlig. Däremot har vi valt att applicera en lägre multipel jämfört med tidigare analysuppdateringar, med hänsyn till det avslutade avtalet och den ökade risken det innebär.

Kiliaro och Dlaboratory har värderats utifrån nettoomsättningen LTM (55,7 MSEK respektive 46,3 MSEK) och med en applicerad EV/S-multipel om 0,4x samt en P/S-multipel om 0,8x, baserat på en relativvärdering, har Analyst Group härlett ett motiverat substansvärde om 9,5 MSEK respektive 1,3 MSEK.

	Verkligt värde	Härlett värde
Värdering:		
Noterade bolag		
<i>(Base scenario)</i>		
	42,9	54,3
	MSEK	MSEK
		(+26 %)

Värdering av de onoterade innehaven

Tribonex, Mendi Innovation, Zigrid, Verduro och Cling Systems utgör störst andel av First Ventures onoterade del av portföljen, vilka tillsammans står för ca 54 % 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, Cling Systems, Tribonex och Verduro antas ha skett för mer än tolv månader sedan, genomförde portföljbolaget Zigrid en nyemission i relativ närtid, under Q4-24. Analyst Group bedömer därför att Zigrids rådande marknadsvärdering kan anses vara relativt rättvisande, även om giltigheten av värderingarna urholkas 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.

Givet detta anser Analyst Group att en justering av den senaste värderingen i de onoterade innehaven utifrån den allmänna börsutvecklingen är mer rättvisande. Således, givet att marknadsförhållandena för olönsamma och/eller tillväxtfokuserade småbolag varit utmanande under de senaste åren, givet bl.a. en högre räntemiljö, har Analyst Group valt att applicera individuella justeringar på senast rapporterat värde avseende de onoterade innehaven, för att spegla nuvarande marknadsförhållanden. Utvecklingen på First Ventures jämförelseindex First North All-Share index under år 2024 (ca -2,4 %) har därför använts som ett riktmärke för dessa justeringar i ett Base scenario. Däremot har senaste transaktion använts som värderingsmetod i de fall då dessa skett i relativ närtid, exempelvis Zigrid, i dessa fall har ingen justering gjorts givet att Analyst Group bedömer att rådande marknadsvärdering kan anses vara relativt rättvisande.

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



4,0 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

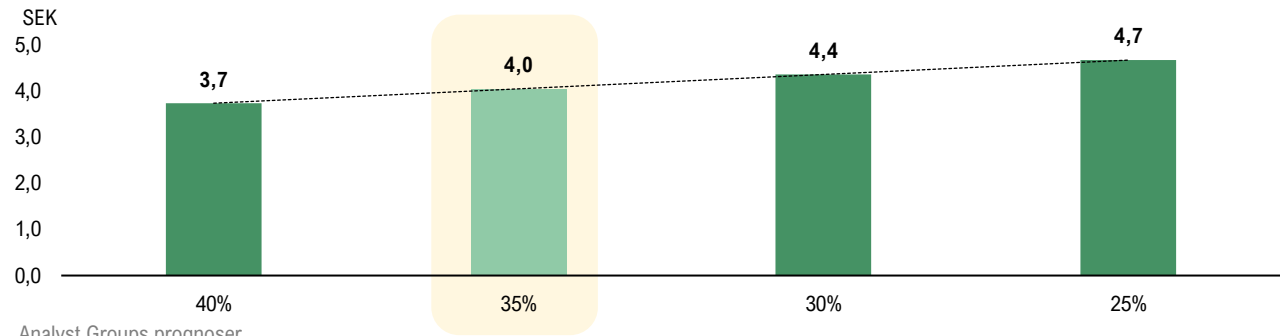
Sammanfattning värdering

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 233,4 MSEK (256,3) 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 investment-bolag 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 40 % är rättfärdigad i ett Base scenario. Med applicerad substansrabatt och hänsyn tagen till aktuell kapitalstruktur motiveras ett potentiellt värde per aktie om 4,0 kr (4,4) i ett Base scenario, utifrån ett justerat substansvärde om 151,7 MSEK (166,6).

Sektor	Företag	Härlett värde Q1-25	Förändring av härlett värde	Värdetförändring i %	Härlett värde Q4-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	25,2	-21,8	-46,4%	47,0	10,8%	0,4%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	8,1	1,7	27,2%	6,4	3,5%	6,7%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	10,2	-10,3	-50,4%	20,5	4,4%	15,5%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	9,5	2,9	43,5%	6,6	4,1%	30,6%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,3	0,0	1,6%	1,3	0,6%	3,6%	Intäktsmultipel
Summa noterat		54,3	-27,5	-33,7%	81,8	23,3%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	25,4	0,0	0,2%	25,4	10,9%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	24,2	0,0	-0,2%	24,2	10,3%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,1	0,0	0,1%	20,1	8,6%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	16,4	0,4	2,6%	16,0	7,0%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	18,0	0,0	0,0%	18,0	7,7%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	13,7	0,0	0,2%	13,7	5,9%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	32,4	0,0	-0,1%	32,4	13,9%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,8	0,0	-0,1%	4,8	2,1%	26,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	3,2	0,0	1,0%	3,2	1,4%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,0	0,1	2,6%	3,9	1,7%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	2,9	0,0	0,3%	2,9	1,2%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0	0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		165,2	0,6	0,4%	164,6	70,8%		
Investeringsportfölj (MSEK)		219,5			246,4			
Tillgångar - skulder		13,9			9,8	6,0%		
Substansvärde (MSEK)		233,4			256,2			
Antal aktier (i miljontal)		38			38			
Applicerad substansrabatt		35%			35%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		151,7			166,5			
Motiverat pris per aktie (SEK)		4,0			4,4			
Senaste kurs (SEK)		1,8			1,7			
Uppsida (+) / nedsida (-)		131,0%			161,1%			

Analyst Group ser ett motiverat substansvärde (justerat) om 151,7 MSEK i First Venture, motsvarande en aktiekurs om 4,0 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 259,1 MSEK (287,2) i ett Bull scenario, innebär applicerad substansrabatt om 25 % ett justerat substansvärde om 194,3 MSEK (215,4), motsvarande en aktiekurs om 5,2 kr (5,7) 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, utöver innehav där en nyemission nyligen antas ha genomförts, där en justering om -10 % istället görs. Givet ett härlett substansvärde om ca 165,4 MSEK (166,2) i ett Bear scenario, innebär applicerad substansrabatt om 60 % ett justerat substansvärde om 66,2 MSEK (83,1), motsvarande en aktiekurs om 1,8 kr (2,2) 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 multipelarbitrage 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)	245,2
Tillgångar - skulder	13,9
Substansvärde (MSEK)	259,1
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	25,0%
Justerat Substansvärde (MSEK)	194,3
Motiverat pris per aktie (SEK)	5,2
Uppsida (+) / nedsida (-)	195,9%

Bull scenario

Justerat substansvärde	Aktiekurs
194,3 MSEK	5,2 SEK

Motiverat pris per aktie (SEK)	BEAR SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	151,5
Tillgångar - skulder	13,9
Substansvärde (MSEK)	165,4
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	60,0%
Justerat Substansvärde (MSEK)	66,2
Motiverat pris per aktie (SEK)	1,8
Uppsida (+) / nedsida (-)	0,8%

Bear scenario

Justerat substansvärde	Aktiekurs
66 MSEK	1,8 SEK

**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 1 345 932 B-aktier (5,8 %) 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 Lindenhiertha, 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 25 000 B-aktier (0,1%) 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, Q1-25	Andel av substansvärde
Onoterat	Zigrid	32,4	14,4%
Onoterat	Cling Systems	26,1	11,6%
Onoterat	Tribonex	24,7	11,0%
Noterat	Humble Group	24,0	10,7%
Onoterat	Mendi innovation	20,6	9,2%
Onoterat	Verduro	18,4	8,2%
Onoterat	CombiQ	16,4	7,3%
Onoterat	OneTwo Analytics	14,1	6,3%
Noterat	Lyckegård	8,0	3,5%
Noterat	Sprint Bioscience	6,8	3,0%
Onoterat	Speedment	4,9	2,2%
Onoterat	Virtual eTraining	3,2	1,4%
Onoterat	Knodd	4,0	1,8%
Onoterat	Mindforce Game Lab	3,0	1,3%
Noterat	Kiliaro	2,5	1,1%
Noterat	Dlaboratory	1,7	0,8%
Onoterat	Övriga innehav	0,0	0,0%
Likvida tillgångar	Likvida tillgångar	13,9	6,2%

Company	Equity	Enterprise	EV/Sales			EV/EBITDA			Revenue	EBITDA	Bruttomarginal		EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
	Value	Value							CAGR	CAGR	2025E	2026E	2025E	2026E
	(MSEK)	(MSEK)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023-2026E	2023-2026E				
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	333 063	340 610	5,4x	5,0x	4,7x	24,8x	23,1x	21,5x	6,4%	7,7%	65,4%	63,3%	21,5%	21,8%
Nestle Ltd.	2 633 942	3 281 627	3,1x	3,1x	3,0x	14,6x	15,5x	14,6x	0,5%	-0,4%	46,6%	46,4%	19,9%	20,5%
Mondelez International, Inc.	819 476	998 538	2,8x	2,7x	2,6x	14,4x	15,4x	14,3x	3,5%	2,0%	34,5%	35,4%	17,5%	18,2%
THE HERSHEY COMPANY	305 382	351 372	3,3x	3,2x	3,1x	12,0x	16,5x	15,5x	1,8%	-8,9%	37,3%	37,8%	19,4%	20,0%
Cloetta AB	9 590	10 908	1,3x	1,3x	1,2x	9,1x	8,7x	8,3x	2,2%	6,3%	34,6%	35,0%	14,4%	14,9%
GENERAL MILLS, INC.	289 143	420 748	2,2x	2,2x	2,3x	10,5x	11,2x	11,6x	-1,0%	-3,1%	34,8%	35,1%	20,0%	19,6%
KELLANOVA	275 303	332 352	2,7x	2,7x	2,6x	15,2x	15,2x	14,5x	0,0%	5,3%	34,8%	34,9%	17,7%	18,1%
UNILEVER PLC	1 502 900	1 741 100	3,0x	3,0x	2,9x	14,1x	14,1x	13,5x	-1,4%	2,5%	45,1%	45,8%	21,3%	21,7%
Essity AB (publ)	195 719	223 736	1,5x	1,6x	1,5x	8,4x	8,4x	8,1x	0,0%	3,3%	32,4%	32,7%	18,5%	18,8%
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	3 720 206	3 961 199	4,9x	4,9x	4,8x	18,0x	17,5x	16,9x	1,8%	5,2%	51,7%	52,0%	27,8%	28,1%
COLGATE-PALMOLIVE COMPANY	715 978	782 984	4,0x	4,0x	3,9x	16,4x	16,2x	15,4x	2,7%	4,8%	60,8%	61,4%	24,8%	25,1%
HERBALIFE LTD.	6 797	26 743	0,6x	0,6x	0,5x	4,4x	4,4x	4,1x	0,6%	5,9%	78,3%	78,3%	12,8%	13,1%
THE HAIN CELESTIAL GROUP, INC.	1 799	8 800	0,5x	0,6x	0,6x	5,9x	7,4x	6,9x	-4,7%	-7,3%	23,3%	24,1%	7,8%	8,6%
Midsona AB	1 274	1 681	0,5x	0,4x	0,4x	6,0x	5,7x	5,0x	0,5%	15,6%	28,7%	28,9%	7,9%	8,7%
Maximum	3 720 206	3 961 199	5,4x	5,0x	4,8x	24,8x	23,1x	21,5x	6,4%	15,6%	78,3%	78,3%	27,8%	28,1%
75th Percentile	793 601	944 649	3,2x	3,2x	3,1x	15,1x	16,0x	15,2x	2,1%	5,7%	50,4%	50,6%	21,0%	21,4%
Median	297 263	345 991	2,8x	2,7x	2,6x	13,0x	14,6x	13,9x	0,6%	4,1%	36,1%	36,6%	19,0%	19,2%
Mean	772 184	891 600	2,6x	2,5x	2,4x	12,4x	12,8x	12,1x	0,9%	2,8%	43,4%	43,6%	18,0%	18,4%
25th Percentile	56 122	75 991	1,3x	1,3x	1,3x	8,6x	8,5x	8,1x	0,0%	0,2%	34,5%	34,9%	15,2%	15,7%
Minimum	1 274	1 681	0,5x	0,4x	0,4x	4,4x	4,4x	4,1x	-4,7%	-8,9%	23,3%	24,1%	7,8%	8,6%
Humble Group	3 528	4898	0,6x	0,6x	0,6x	7,1x	6,1x	5,2x	8,0%	10,3%	31,1%	31,8%	9,8%	10,5%



Appendix

Base scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q1-25	Investeringar/ avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q4-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	25,2		-21,8	-46,4%	47,0	10,8%	0,4%	EV/EBITDA multipl
Hållbarhet	Lyckegård	8,1		1,7	27,2%	6,4	3,5%	6,7%	EV/EBITDA multipl
Hälsa	Sprint Bioscience	10,2		-10,3	-50,4%	20,5	4,4%	15,5%	Intäktsmultipl
Teknologi	Kiliaro	9,5		2,9	43,5%	6,6	4,1%	30,6%	Intäktsmultipl
Hållbarhet	Dlaboratory	1,3		0,0	1,6%	1,3	0,6%	3,6%	Intäktsmultipl
Summa noterat		54,3		-27,5	-33,7%	81,8	23,3%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	25,4		0,0	0,2%	25,4	10,9%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	24,2		0,0	-0,2%	24,2	10,3%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,1		0,0	0,1%	20,1	8,6%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	16,4		0,4	2,6%	16,0	7,0%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verdure	18,0		0,0	0,0%	18,0	7,7%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	13,7		0,0	0,2%	13,7	5,9%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	32,4		0,0	-0,1%	32,4	13,9%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,8		0,0	-0,1%	4,8	2,1%	26,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	3,2		0,0	1,0%	3,2	1,4%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,0		0,1	2,6%	3,9	1,7%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	2,9		0,0	0,3%	2,9	1,2%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0		0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		165,2		0,6	0,4%	164,6	70,8%		
Investeringsportfölj (MSEK)		219,5				246,4			
Tillgångar - skulder		13,9				9,8	6,0%		
Subtansvärde (MSEK)		233,4				256,2			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
Applicerad substansrabatt		35%				35%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		151,7				166,5			
Motiverat pris per aktie (SEK)		4,0				4,4			
Senaste kurs (SEK)		1,8				1,7			
Uppsida (+) / nedsida (-)		131,0%				161,1%			

Appendix



Bull scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q1-25	Investeringar /avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q4-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderings metod
Hälsa	Humble Group	33,3		-30,1	-47,4%	63,4	12,9%	0,4%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	10,8		2,3	27,1%	8,5	4,2%	6,7%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	20,3		-7,6	-27,2%	27,9	7,8%	15,5%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	11,2		3,2	39,7%	8,0	4,3%	30,6%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,7		0,0	-2,9%	1,7	0,6%	3,6%	Intäktsmultipel
Summa noterat		77,3		-32,2	-29,4%	109,5	29,8%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	26,1		0,0	-0,1%	26,1	10,1%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	24,7		0,0	0,2%	24,7	9,6%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,6		0,0	0,1%	20,6	8,0%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	16,4		0,0	0,1%	16,4	6,3%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	18,4		0,0	0,2%	18,4	7,1%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	14,1		0,0	-0,2%	14,1	5,4%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	32,4		0,0	-0,1%	32,4	12,5%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,9		0,0	0,2%	4,9	1,9%	26,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	3,2		0,0	1,0%	3,2	1,2%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,0		0,0	0,1%	4,0	1,5%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	3,0		0,0	-0,7%	3,0	1,2%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0		0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		167,9		0,1	0,0%	167,8	64,8%		
Investeringsportfölj (MSEK)		245,2				277,3			
Tillgångar - skulder		13,9				9,8	5,4%		
Subtansvärde (MSEK)		259,1				287,1			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
Applicerad substansrabatt		25%				25%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		194,3				215,3			
Motiverat pris per aktie (SEK)		5,2				5,7			
Senaste kurs (SEK)		1,8				1,7			
Uppside (+) / nedside (-)		195,9%				233,3%			

Appendix

Bear scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q1-25	Investeringar/ avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i % Härlett värde Q4-24	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod	
Hälsa	Humble Group	19,2		-10,7	-35,7%	29,9	11,6%	0,4%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	3,5		0,8	28,8%	2,7	2,1%	6,7%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	6,1		-3,2	-34,5%	9,3	3,7%	15,5%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	4,3		1,1	35,8%	3,2	2,6%	30,6%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	0,8		0,0	3,2%	0,8	0,5%	3,6%	Intäktsmultipel
Summa noterat		34,0		-11,9	-26,0%	45,9	20,5%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	15,6		0,0	0,3%	15,6	9,5%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	14,8		0,0	0,3%	14,8	9,0%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	12,4		0,0	-0,2%	12,4	7,5%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	14,8		4,9	49,3%	9,9	8,9%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	11,1		0,0	-0,3%	11,1	6,7%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	8,4		0,0	0,5%	8,4	5,1%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	29,1		0,0	0,2%	29,1	17,6%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	2,9		0,0	1,6%	2,9	1,8%	26,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	2,9		1,0	53,1%	1,9	1,8%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	3,6		1,2	50,1%	2,4	2,2%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	1,8		0,0	-0,7%	1,8	1,1%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0		0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		117,5		7,2	6,6%	110,3	71,1%		
Investeringsportfölj (MSEK)		151,5				156,2			
Tillgångar - skulder		13,9				9,8	8,4%		
Subtansvärde (MSEK)		165,4				166,0			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
Applicerad substansrabatt		60%				50%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		66,2				83,0			
Motiverat pris per aktie (SEK)		1,8				2,2			
Senaste kurs (SEK)		1,8				1,7			
Uppsida (+) / nedsida (-)		0,8%				28,5%			

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, 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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.