

First Venture Sweden (FIRST B)



Omotiverad substansrabatt – men finansieringsfrågan består

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 3,8 SEK (4,0) i ett Base scenario.

Ökad aktiekurs bidrog till minskad substansrabatt

First Venture redovisade ett substansvärde om 214,7 MSEK vid utgången av Q2-25, vilket motsvarar en utveckling om -4,5 % Q-Q och -6 % Y-Y, primärt till följd av mindre avyttringar och sjunkande aktiekurser för de noterade innehaven Humble Group och Sprint Bioscience, samt en nedskrivning av det onoterade innehavet Mindforce Gamelab. Likväl ökade First Ventures aktiekurs med 13,3 % under kvartalet, vilket medförde en minskad substansrabatt som uppgick till 68,7 % vid utgången av Q2-25, att jämföra med 73,6 % vid utgången av Q1-25.

Fortsatta framsteg för Zigrid

Bland de onoterade innehaven fortsatte Zigrids, vars värdering ökade med 138 % i samband med en kapitalanskaffning under Q4-24, produkter generera intresse under det andra kvartalet. Bolaget specialiserar sig på att omvandla spillvärme vid unikt låga temperaturer till elenergi, vilket har genererat starkt intresse och ökad efterfrågan inom vätskekylda datacenter, där Zigrids moduler kan användas, till följd av en ökad AI-användning i samhället.

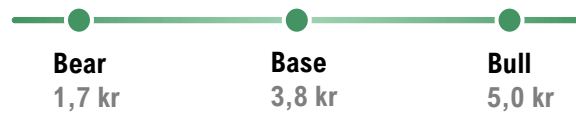
Lyckegård levererade ett rekordkvartal

Lyckegård fortsatte på inlagen väg från det första kvartalet då innehavets delårsrapport för det andra kvartalet uppvisade fortsatt stark momentum. Omsättningstillväxten uppgick till 6,8 % samtidigt som EBITA-resultatet växte med hela 85 %, vilket innebär en marginalexpansion till 17,9 % jämfört med 10,3 % föregående år. Framgent förväntas fortsatt momentum då orderingången fortsatt beskrivs som stark och den positiva utvecklingen under H1-25 har påvisats i aktiekursen som har stigit med 135 % YTD per 2025-08-25.

Mindre avyttringar anses nödvändiga för att stärka kassan

De likvida tillgångarna uppgick till 3,9 MSEK vid utgången av Q2-25, varav kassan 0,5 MSEK. Kassan antas primärt kunna stärkas genom extern kapitalanskaffning eller försäljning av befintliga innehav, men givet den höga substansrabatten anses en extern kapitalanskaffning dock mindre fördelaktig. Således antar Analyst Group att First Venture fortsätter att avyttra andelar i de noterade innehaven för att driva den löpande verksamheten, om inte möjligheter att göra Exits i de onoterade innehaven dyker upp. Till följd av den fortsatt ansträngda finansiella ställningen så har vi applicerat en något högre substansrabatt i vår härledda värdering av First Venture, vilket leder till ett reviderat värderingsintervall.

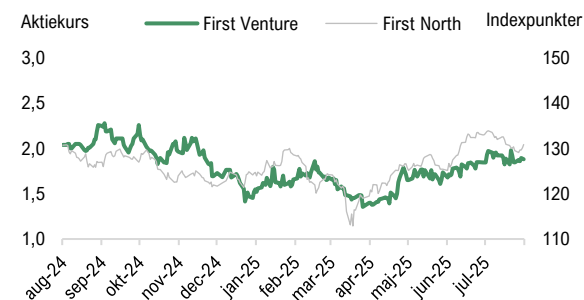
VÄRDERINGSINTERVALL



NYCKELDATA

Senast betalt (2025-08-25)	1,86
Antal Aktier (st.)	37 524 206
Market Cap (MSEK)	69,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-13,5
Enterprise Value (MSEK)	56,3
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Delårsrapport 3 2025	20 november 2025

KURSENTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2025-07-29)

Huvudägare	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 6 % Y-Y.

Förändring i First Ventures rapporterade substansvärde Y-Y



Jun 2024

Jun 2025

229 MSEK

-6 %

215 MSEK

Rapporterat
substansvärde

Rapporterat
substansvärde

Introduktion

Innehållsförteckning

Kommentar Q2-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.

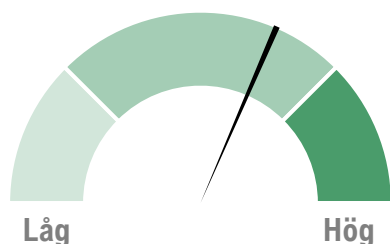
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Rune Nordlander
Styrelseordförande	Christina Källenfors

ANALYTIKER

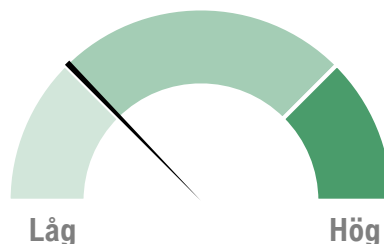
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värddrivare



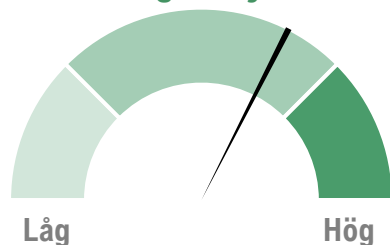
First Venture har historiskt investerat i bolag som står inför kapitalintensiva faser, där Bolaget bistått med kapital och kunskap för att exekvera på tillväxtmöjligheterna. Det senaste året har First Ventures tillgängliga likvida medel dock minskat, vilket begränsat nya samt tilläggsinvesteringar. Genomförda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

Lönsamhet



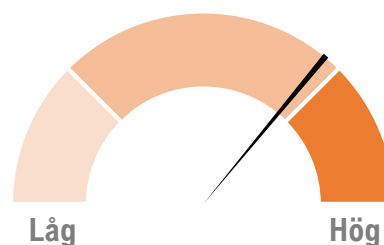
Genom att First Venture investerar i bolag som står inför kapitalintensiva faser resulterar detta i att majoriteten av både de noterade och onoterade innehaven ej erhåller positiva kassaflöden vilket försvagar lönsamheten, däremot är flera av på god väg att uppvisa positiva kassaflöden. Nuvarande betyg 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 uppgick First Ventures kassa till 0,5 MSEK vid utgången av Q2-25 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.



214,7 MSEK
SUBSTANSVÄRDE
Q2-25

Stark kursutveckling medförde minskad substansrabatt under kvartalet

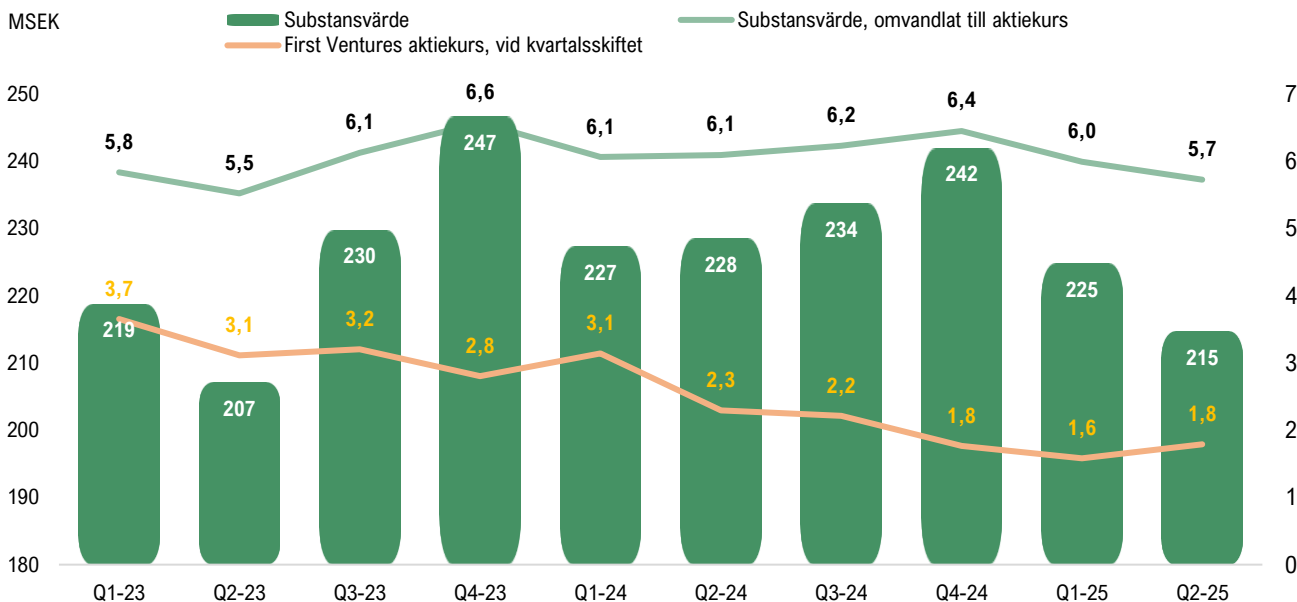
First Venture redovisade ett substansvärde om 214,7 MSEK vid utgången av Q2-25, vilket motsvarar 5,72 kr per aktie, en utveckling om -4,5 % Q-Q och -6 % Y-Y. Motsvarande siffror för jämförelseindexet First North uppgick till -5,9 % Q-Q och 2,1 % Y-Y. Samtidigt ökade First Ventures aktiekurs med 13,3 % under kvartalet, vilket medförde en minskad substansrabatt som uppgick till 68,7 % vid utgången av Q2-25, att jämföra med 73,6 % vid utgången av Q1-25.

Det sjunkande substansvärdet är primärt hänförligt till ett minskat substansvärde för Humble Group som minskade med ca 46 % under kvartalet, vilket antas vara hänförligt dels till en kursutveckling om ca -12 % under kvartalet, dels att First Venture har avyttrat aktier, vilket dels antas ha använts för att finansiera den löpande verksamheten, dels för mindre tilläggsinvesteringar i andra befintliga innehav. Därtill har First Venture skrivit ned innehavet Mindforce Gamelab med ca 54 %, motsvarande ca 1,6 MSEK. Sprint Bioscience aktiekurs tyngdes under kvartalet med ca 31 % till följd av en genomförd nyemission och avslutat licensavtal. First Venture gjorde en tilläggsinvestering i innehavet om 4,2 MSEK i den nämnda nyemissionen, varigenom värdeutvecklingen för First Ventures innehav ökade med ca 1 MSEK. Slutligen gjorde First Venture även mindre tilläggsinvesteringar i de noterade innehaven CombiQ och Verdure om 1,4 MSEK respektive 1,3 MSEK, vilket även medförde positiv värdeutveckling med motsvarande belopp.

First Venture värderades fortsatt till en kraftig substansrabatt om 68,7 % vid utgången av Q2-25, vilken dock har minskat från 73,6 % Q-Q genom en stark utveckling i First Ventures aktiekurs under kvartalet. Efter kvartalets utgång har First Ventures aktiekurs fortsatt att stiga något och baserat på stängningskursen den 21 augusti om 1,89 kr så uppgår substansrabatten till 67 %, vilket vi fortsatt ser som attraktivt.

First Ventures substansvärde minskade med 6 % Y-Y.

Utveckling avseende substansvärde, substansvärde per aktie samt First Ventures aktiekurs vid kvartalsskiftet (Q1-23 till Q2-25)



Källa: First Venture

Ytterligare mindre avyttringar eller Exits behövs för att finansiera verksamheten

0,5 MSEK
KASSA Q2-25

First Ventures finansiella position är ansträngd där likvida tillgångar vid utgången av Q2-25 uppgick till 3,9 MSEK, varav kassan utgjorde 0,5 MSEK. Under det senaste dryga 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 0,35 % av kapitalet vid utgången av Q2-25.

Kommentar Q2-25, forts.

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.

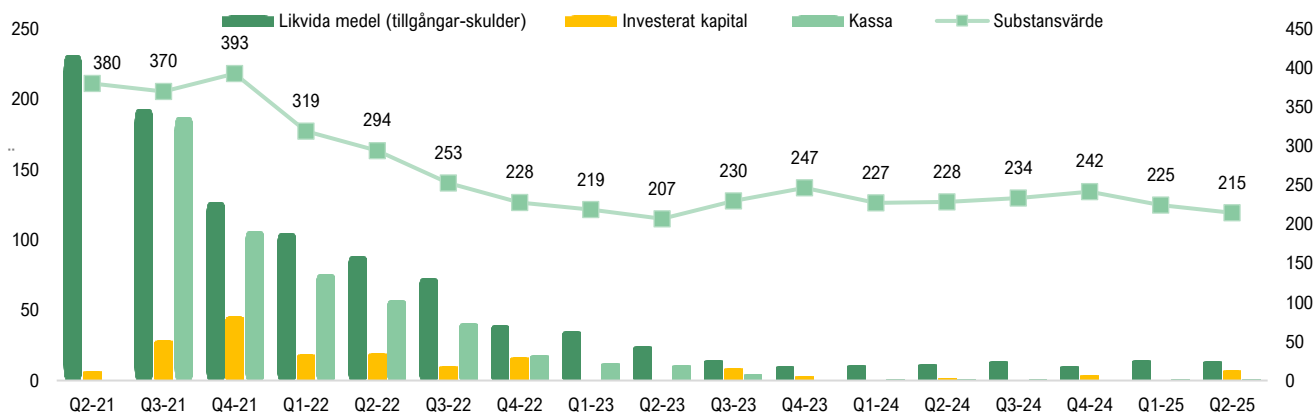
Zigrid, First Ventures onoterade innehav inom hållbarhet, vilka specialiserar sig på att omvandla spillvärme vid unikt låga temperaturer till elenergi, har haft en positiv utveckling under det senaste året, där First Ventures innehav ökade i värde med 138 % under Q4-24, vilket var hänförligt till en kraftigt ökad värdering i samband med en kapitalanskaffning. Under Q2-25 har innehavets produkter fortsatt generera starkt intresse och ökad efterfrågan inom vätskekylda datacenter till följd av en ökad AI-användning i samhället. Vidare har även Mendi Innovation påvisat en stark utveckling med hög tillväxt, 267 % under Q1-25 samt uppnådd lönsamhet. Detta tyder enligt Analyst Group på att det finns underliggande värden i den onoterade portföljen, även om det också ska poängteras att andra mindre innehav har skrivits ned under det senaste året.

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

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

MSEK

Utveckling i likvida medel, substansvärde och investerat kapital (Q2-21 till Q2-25)



Källa: First Venture

Stark organisk tillväxt för Humble Group



2 MDSEK
NETTOOMSÄTTNING
Q2-25

Humble Group redovisade ett stabilt andra kvartal där den organiska tillväxten uppgick till 12 %, vilket utgjorde en acceleration i den organiska tillväxten. Omsättningen uppgick till 1,98 mdSEK (1,84), motsvarande en tillväxt om 8 %, varav valuta påverkade med -4 %. Försäljningen påverkades positivt av att påsken var i det andra kvartalet i år jämfört med första kvartalet under år 2024, däremot var tillväxten även exklusive denna effekt högre än väntat.

Bolaget har ökat investeringarna i försäljning och marknadsföring, vilket antas ha givit viss positiv effekt på tillväxten under kvartalet. Investeringarna hade dock viss inverkan på den justerade EBITA-marginalen, vilken uppgick till 7,3 % (7,7 %). Sett till bruttomarginalen så uppgick den till 31,7 % (31,8 %), vilket vi ser som starkt givet att den påverkades negativt av såväl valutaeffekter som produktmixen av påskförsäljningen.

Humbles aktie har utvecklats svagt under år 2025 med en nedgång om ca 37 %, något som Analyst Group till viss del anser är omotiverat givet bolagets stabila operativa utveckling. Vi förväntar oss fortsatt stabil lönsam tillväxt, där tillväxten kan stärkas ytterligare genom en stärkt konsument samt förvärv, vilket förväntas kunna realiseras inom kort givet Humble stärkta finansiella ställning under det senaste året. Baserat på nuvarande aktiekurs (8,1 kr) så värderas Humble Group till EV/EBITDA 6,7x på Analyst Groups prognos för år 2025, vilket vi anser är för lågt beaktat bolagets bedömda tillväxtpotentialer framgent.

Kommentar Q2-25, forts.

Lyckegård levererar rekordkvartal

Lyckegård publicerade den 21 augusti bolagets Q2-rapport, vilken visade på fortsatt starkt operationellt momentum. Omsättningen under kvartalet uppgick till 78 MSEK (73), motsvarande en tillväxt om 6,8 %. Samtidigt förbättrades EBITA-resultatet kraftigt och uppgick till 13,9 MSEK (7,5), motsvarande en tillväxt om ca 85 %, vilket innebär en marginalexpansion till 17,9 % jämfört med 10,3 % föregående år. Bakom lönsamhetsförbättringen ligger bl.a. ett fokus på att erbjuda kunderna mer avancerade produkter och tjänster vilket antas ha stärkt bruttomarginalen, vilken uppgick till 41,3 % (40,7). Därtill uppvisade Lyckegård fortsatt stark kostnadskontroll då rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 14 % trots omsättningstillväxten, vilket banade väg för den starka lönsamheten.

Framgent förväntas fortsatt momentum då orderingången fortsatt beskrivs som stark, särskilt inom kundgruppen Golf där Lyckegårds dotterbolag KSAB är marknadsledare i Sverige. Därtill har Lyckegård etablerat Lyckegård AS i Norge, vilket förväntas kunna bidra till ytterligare tillväxt på sikt. Lyckegårds aktie belönades med en uppgång efter kvartalsrapporten och bolagets starka utveckling under år 2025 har medfört en uppgång om ca 135 % YTD.

Kiliaro avyttrar dotterbolag

Kiliaro meddelade i maj år 2025 att bolaget avyttrat dotterbolaget Sositypix till bolagets grundare. Köpeskillingen uppgår till 530 TEUR, en avskrivning av lån om ca 2 800 TEUR, samtidigt som samtliga utestående lån till dotterbolaget skrivs ned med ca 732 TEUR. Detta kan jämföras med köpeskillingen när Kiliaro förvärvade Sositypix år 2023 om 5 225 TEUR. De primära anledningarna till affären är administrativa utmaningar med att bedriva bolag i Turkiet och redovisningstekniska utmaningar. Därtill uppges den höga skuldsättningen som nu reglerats som ett skäl till försäljningen. Bolaget har dock noterat en tydlig tillväxttrend för fotoböcker i Turkiet och kommer därför fortsätta bedriva försäljning i landet men med egen tillverkning i Sverige.

Sammanfattningsvis minskade First Ventures substansvärde med 4,5 % under kvartalet till följd av fallande aktiekurser samt vissa avyttringar av Bolagets noterade innehav. Substansrabatten vid utgången av kvartalet uppgick till 68,7 %, vilket innebär en minskning från föregående kvartal då motsvarande siffra uppgick till 73,6 %, däremot ser Analyst Group fortsatt rabatten som attraktiv. 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. En framgångsrik Exit i ett onoterat bolag skulle såväl stärka kassan som synliggöra värden i den onoterade portföljen, vilket enligt Analyst Group skulle vara en positiv trigger för aktiekursen samt för att fortsatt minska substansrabatten.



68,7 %
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 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. 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 228,8 MSEK och efter tillägg av en substansrabatt om 38 % för First Venture som helhet har ett justerat substansvärde om 141,8 MSEK kunnat härledas, vilket motsvarar ett värde om 3,8 kr (4,0) 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.

3,8 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. 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 3,9 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.

Noterade innehav: 15 % av det totala substansvärdet



6 %
av substansvärdet
(Q2-25)

Humble Group

Humble Group är First Ventures största noterade innehav och utgör cirka 6 % av det totala substansvärdet om ca 215 MSEK. Bolaget är en FMCG-aktör inom framtidens FMCG-produkter, vilka uppvisade en omsättning om 7,9 mdSEK rullande 12 månader med en justerad EBITA om 586 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. 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 närmat sig målet om nettoskuld/EBITDA om 2,5x, varefter förvärv gradvis förväntas initieras återigen för att stärka tillväxten.

Sprint Bioscience



3,6 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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. Värde 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.



3,6 %
av substansvärdet
(Q2-25)

Lyckegård Group

Lyckegård Group är en koncern som erbjuder 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 Bevattning, KSAB Utemiljö samt Sydsvensk Bevattning, vilka samtliga förvärvades av koncernen under år 2022 och 2023.

Lyckegård har under år 2025 uppvisat starkt operationellt momentum under H1-25, där omsättningen har vuxit med 5 % samtidigt som EBITA-resultatet har förbättrats till 15,7 MSEK (-1), motsvarande en marginal om 13 %. Framgent förväntas fortsatt momentum då orderingången fortsatt beskrivs som stark, särskilt inom kundgruppen Golf där Lyckegårds dotterbolag KSAB är marknadsledare i Sverige.

Noterade innehav: 15 % av det totala substansvärdet



1,1 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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 meddelade i maj år 2025 att bolaget avyttrat dotterbolaget Sosyopix till bolagets grundare. Köpeskillingen uppgår till 530 TEUR, en avskrivning av lån om ca 2 800 TEUR, samtidigt som samtliga utestående lån till dotterbolaget skrivs ned med ca 732 TEUR. Detta kan jämföras med köpeskillingen när Kiliaro förvärvade Sosyopix år 2023 om 5 225 TEUR. De primära anledningarna till affären är administrativa utmaningar med att bedriva bolag i Turkiet och redovisningstekniska utmaningar. Därtill uppges den höga skuldsättningen som nu reglerats som ett skäl till försäljningen. Bolaget har dock noterat en tydlig tillväxttrend för fotoböcker i Turkiet och kommer därför fortsätta bedriva försäljning i landet men med egen tillverkning i Sverige. Peter Werme arbetar som styrelseordförande i Kiliaro.



0,8 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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: 79 % av det totala substansvärdet

cling

12,1 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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

11,3 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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

9,6 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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

8,3 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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 %. Under Q2-25 gjorde First Venture en till följdinvestering om 1,4 MSEK.

VERDURO

9,2 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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 Verduro Light Therapy AB, Svensk Provtagning och Biohackers market AB samt Nutribe Sweden AB.

Onoterade innehav: 79 % av det totala substansvärdet



6,6 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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. *OneTwo Analytics* har driftsätter just nu dess plattform i en privat diabetesklinik i USA med 3 000 diabetespatienter, vilket *Analyst Group* ser som en validering av innehavets plattform.

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.

Zigrid

15,1 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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.



2,3 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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.

Virtual e-Training

1,5 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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

1,9 %
av substansvärdet
(Q2-25)

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.

Mindforce Gamle Lab

0,6 %
av substansvärdet
(Q2-25)

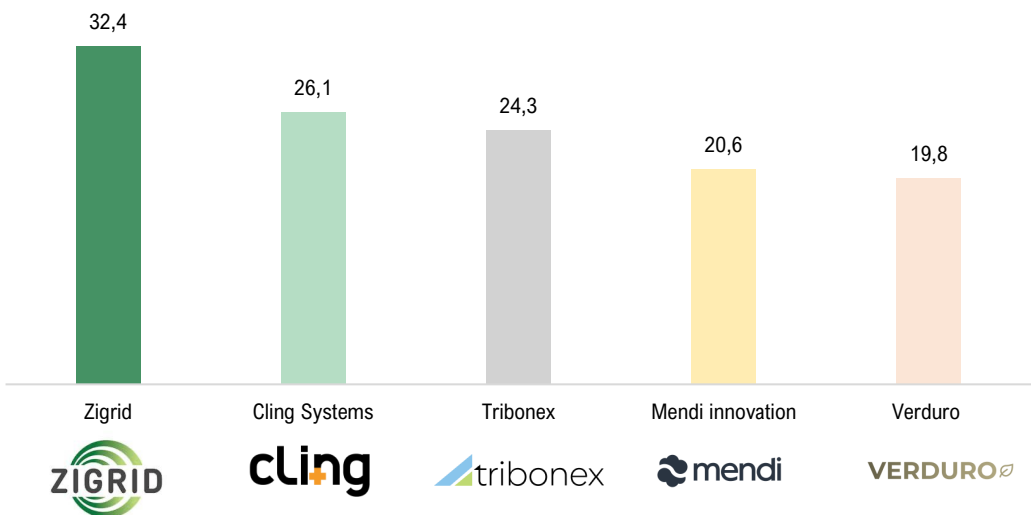
Mindforce Game Labs sammanför ledande livsforskare toppspelsdesigners. Bolagets utvecklingsprocess bygger på en vetenskaplig grund samtidigt som den ger utrymme för kreativitet, spelidéer och integrerad AI. Med CE-märkta spel, med registrerat bevis som medicinsk rådgivning, hjälper spelen patienter som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

Topp fem innehaven i First Venture

Topp fem innehaven mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa, 2025-06-30

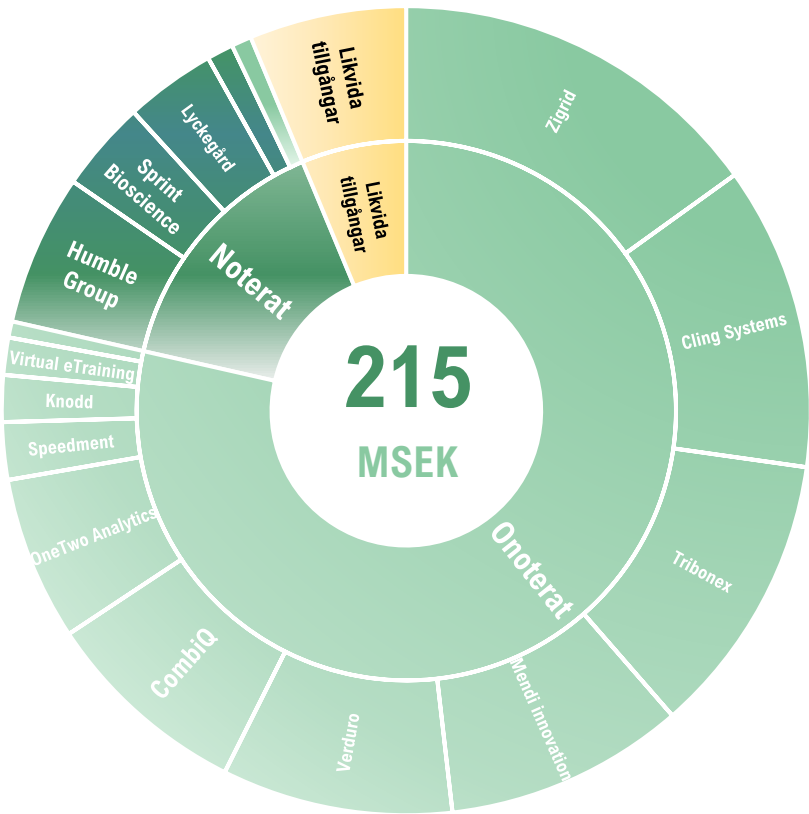
Topp fem innehav, mätt i substansvärde (MSEK), inkl. nettokassa

Topp
5
Innehav



Källa: First Venture

Portföljallokering, Q2-25 (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.

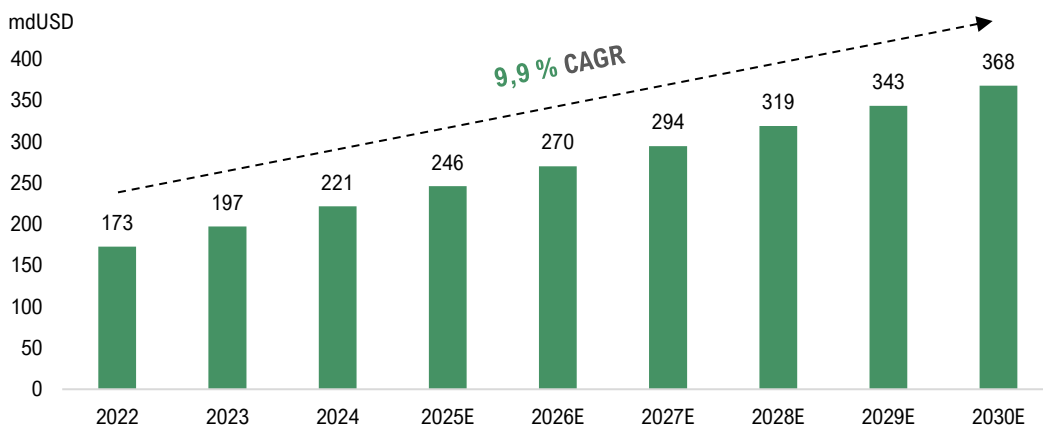
Positiva trender inom hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimatet

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 Q2-25 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

humble
group.™

17,6 MSEK

Härlett substansvärde

Avseende det största innehavet **Humble Group**, vilka vid utgången av Q2-25 utgjorde 6 % av First Ventures portfölj, har Analyst Group härlett ett substansvärde om 17,6 MSEK baserat på First Ventures ägarandel vid utgången av juli 2025 samt 2025 års estimerade EBITDA om 765,6 MSEK med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 9,5x. Härledd målmultipel motsvarar en rabatt om ca 24 % 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.



13,4 MSEK

Härlett substansvärde

Lyckegård, vilka vid utgången av Q2-25 utgjorde 3,6 % 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 24 MSEK har ett motiverat substansvärde om 13,4 MSEK härletts, baserat på First Ventures ägarandel om ca 6 % av aktierna.

Sprint Bioscience har värderats utifrån den estimerade nettoomsättningen år 2025 om 69 MSEK och en applicerad P/S-multipel om 1,2x, baserat på en relativvärdering av liknande bolag inom bioteknikbranschen, vilket härleder ett motiverat substansvärde om 13,4 MSEK. Under Q2-25 meddelade Sprint Bioscience att Day One Biopharmaceuticals har meddelat att det tvååriga forskningsavtal som ingicks i augusti 2023 för cancer-programmet 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 framåtblickande estimat nu är mer osäkra än tidigare. 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.

Kiliaro och Dlaboratory har värderats utifrån nettoomsättningen LTM (56,3 MSEK respektive 46,3 MSEK) och med en applicerad EV/S-multipel om 0,2x samt en P/S-multipel om 0,8x, baserat på en relativvärdering, har Analyst Group härlett ett motiverat substansvärde om 3,6 MSEK respektive 1,3 MSEK.

Värdering:
Noterade bolag
(Base scenario)

Verkligt värde

32,5
MSEK

Härlett värde

49,4
MSEK
(+52 %)

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 57 % 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 och svagare konjunktur, har Analyst Group valt att applicera individuella justeringar på senaste rapporterat värde, för att spegla nuvarande marknadsförhållanden. Utvecklingen på First Ventures jämförelseindex First North All-Share index under år 2024 (ca -2,4 %) har 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 senaste 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



3,8 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

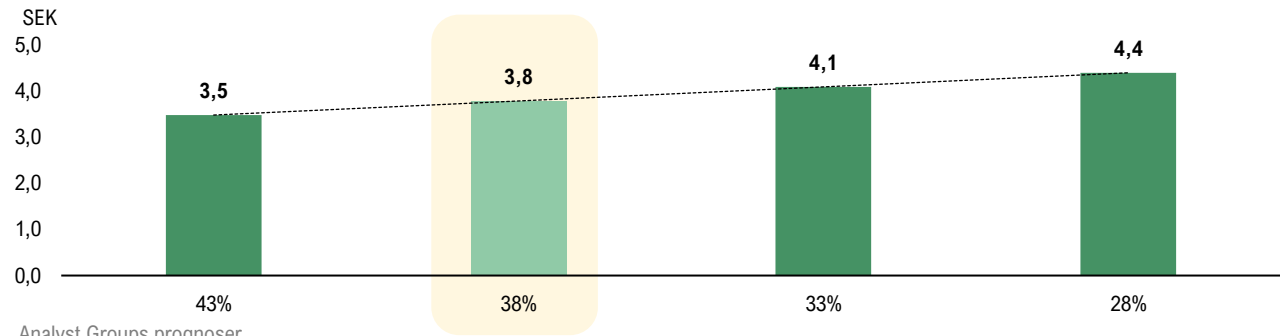
Sammanfattning värdering

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 228,8 MSEK (233,3) 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 38 % är rättfärdigad i ett Base scenario. Med applicerad substansrabatt och hänsyn tagen till aktuell kapitalstruktur motiveras ett potentiellt värde per aktie om 3,8 kr (4,0) i ett Base scenario, utifrån ett justerat substansvärde om 141,8 MSEK (151,6).

Sektor	Företag	Härlett värde Q2-25	Förändring av härlett värde	Värdetförändring i %	Härlett värde Q1-25	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	17,6	-7,6	-30,1%	25,2	7,7%	0,3%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	13,4	5,3	65,9%	8,1	5,9%	6,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	13,4	3,2	30,9%	10,2	5,8%	15,5%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	3,6	-5,9	-62,3%	9,5	1,6%	30,6%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Lablaboratory	1,3	0,0	3,6%	1,3	0,6%	3,6%	Intäktsmultipel
Summa noterat		49,4	-4,9	-9,1%	54,3	21,6%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	25,4	0,0	0,2%	25,4	11,1%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	23,8	-0,4	-1,8%	24,2	10,4%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,1	0,0	0,1%	20,1	8,8%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	17,8	1,4	8,6%	16,4	7,8%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	19,3	1,3	7,3%	18,0	8,4%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	13,7	0,0	0,2%	13,7	6,0%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	32,4	0,0	-0,1%	32,4	14,2%	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	0,4%	3,2	1,4%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,0	0,0	0,1%	4,0	1,7%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	1,3	-1,6	-53,6%	2,9	0,6%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0	0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		165,9	0,8	0,5%	165,1	72,5%		
Investeringsportfölj (MSEK)		215,3			219,4			
Tillgångar - skulder		13,5			13,9	5,9%		
Substansvärde (MSEK)		228,8			233,3			
Antal aktier (i miljontal)		38			38			
Applicerad substansrabatt		38%			35%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		141,8			151,6			
Motiverat pris per aktie (SEK)		3,8			4,0			
Senaste kurs (SEK)		1,9			1,8			
Uppsida (+) / nedsida (-)		103,2%			130,9%			

Analyst Group ser ett motiverat substansvärde (justerat) om 141,8 MSEK i First Venture, motsvarande en aktiekurs om 3,8 kr.

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



Analyst Groups prognoser

Värdering

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, samt att expansionen till Norge snabbt bär frukt och således utgör en tillväxt drivare redan under kommande kvartal. 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 noterade 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 248,7 MSEK (259,1) i ett Bull scenario, innebär applicerad substansrabatt om 25 % ett justerat substansvärde om 186,6 MSEK (194,3), motsvarande en aktiekurs om 5,0 kr (5,2) 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 även hämmar lönsamheten. För Lyckegård förväntas en svagare försäljningsutveckling i ett Bear scenario, då 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 noterade 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 161,1 MSEK (165,4) i ett Bear scenario, innebär applicerad substansrabatt om 60 % ett justerat substansvärde om 64,4 MSEK (66,2), motsvarande en aktiekurs om 1,7 kr (1,8) i ett Bear scenario.

Optionsvärde i onoterade innehav

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

Motiverat pris per aktie (SEK)	BULL SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	235,3
Tillgångar - skulder	13,5
Substansvärde (MSEK)	248,7
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	25,0%
Justerat Substansvärde (MSEK)	186,6
Motiverat pris per aktie (SEK)	5,0
Uppside (+) / nedside (-)	167,3%

Bull scenario

Justerat
substansvärde

**186,6
MSEK**

Aktiekurs

**5,0
SEK**

Motiverat pris per aktie (SEK)	BEAR SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	147,6
Tillgångar - skulder	13,5
Substansvärde (MSEK)	161,1
Antal aktier (i miljontal)	37,5
Applicerad substansrabatt	60,0%
Justerat Substansvärde (MSEK)	64,4
Motiverat pris per aktie (SEK)	1,7
Uppside (+) / nedside (-)	-7,7%

Bear scenario

Justerat
substansvärde

**64,4
MSEK**

Aktiekurs

**1,7
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, Q2-25	Andel av substansvärde
Onoterat	Zigrid	32,4	15,1%
Onoterat	Cling Systems	26,1	12,1%
Onoterat	Tribonex	24,3	11,3%
Onoterat	Mendi innovation	20,6	9,6%
Onoterat	Verduro	19,8	9,2%
Onoterat	CombiQ	17,8	8,3%
Onoterat	OneTwo Analytics	14,1	6,6%
Noterat	Humble Group	13,0	6,0%
Noterat	Lyckegård	7,8	3,6%
Noterat	Sprint Bioscience	7,8	3,6%
Onoterat	Speedment	4,9	2,3%
Onoterat	Virtual eTraining	3,2	1,5%
Onoterat	Knodd	4,0	1,9%
Noterat	Kiliaro	2,3	1,1%
Noterat	Dlaboratory	1,7	0,8%
Onoterat	Mindforce Game Lab	1,4	0,6%
Onoterat	Övriga innehav	0,0	0,0%
Likvida tillgångar	Likvida tillgångar	13,5	6,3%

Company	Equity	Enterprise	EV/Sales			EV/EBITDA			Revenue	EBITDA	Bruttomarginal		EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
	Value	Value							CAGR	CAGR	Bruttomarginal	Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
	(MSEK)	(MSEK)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2023-2026E	2023-2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	326 413	334 134	5,1x	4,8x	4,5x	23,8x	22,2x	20,6x	6,4%	7,7%	65,4%	63,3%	21,5%	21,8%
Nestle Ltd.	2 324 440	2 987 025	2,7x	2,7x	2,7x	13,0x	13,8x	13,0x	0,5%	-0,4%	46,6%	46,4%	19,9%	20,5%
Mondelez International, Inc.	783 290	962 126	2,7x	2,6x	2,5x	13,9x	14,9x	13,7x	3,5%	2,0%	34,5%	35,4%	17,5%	18,2%
THE HERSHEY COMPANY	349 713	395 644	3,7x	3,6x	3,5x	13,5x	18,6x	17,4x	1,8%	-8,9%	37,3%	37,8%	19,4%	20,0%
Cloetta AB	9 522	10 840	1,3x	1,2x	1,2x	9,1x	8,7x	8,2x	2,2%	6,3%	34,6%	35,0%	14,4%	14,9%
GENERAL MILLS, INC.	256 151	387 589	2,0x	2,1x	2,1x	9,7x	10,3x	10,7x	-1,0%	-3,1%	34,8%	35,1%	20,0%	19,6%
KELLANOVA	267 729	324 705	2,6x	2,6x	2,6x	14,9x	14,8x	14,2x	0,0%	5,3%	34,8%	34,9%	17,7%	18,1%
UNILEVER PLC	1 492 007	1 729 906	3,0x	3,0x	2,9x	14,0x	14,0x	13,5x	-1,4%	2,5%	45,1%	45,8%	21,3%	21,7%
Essity AB (publ)	176 244	204 261	1,4x	1,4x	1,4x	7,7x	7,7x	7,4x	0,0%	3,3%	32,4%	32,7%	18,5%	18,8%
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	3 575 980	3 816 668	4,7x	4,7x	4,6x	17,3x	16,9x	16,3x	1,8%	5,2%	51,7%	52,0%	27,8%	28,1%
COLGATE-PALMOLIVE COMPANY	670 688	737 609	3,8x	3,8x	3,6x	15,5x	15,3x	14,5x	2,7%	4,8%	60,8%	61,4%	24,8%	25,1%
HERBALIFE LTD.	9 103	29 024	0,6x	0,6x	0,6x	4,8x	4,7x	4,5x	0,6%	5,9%	78,3%	78,3%	12,8%	13,1%
THE HAIN CELESTIAL GROUP, INC.	1 476	8 468	0,5x	0,6x	0,6x	5,7x	7,1x	6,6x	-4,7%	-7,3%	23,3%	24,1%	7,8%	8,6%
Midsona AB	1 216	1 623	0,4x	0,4x	0,4x	5,8x	5,5x	4,8x	0,5%	15,6%	28,7%	28,9%	7,9%	8,7%
Maximum	3 575 980	3 816 668	5,1x	4,8x	4,6x	23,8x	22,2x	20,6x	6,4%	15,6%	78,3%	78,3%	27,8%	28,1%
75th Percentile	755 140	905 997	3,5x	3,4x	3,3x	14,7x	15,2x	14,4x	2,1%	5,7%	50,4%	50,6%	21,0%	21,4%
Median	297 071	360 861	2,7x	2,6x	2,5x	13,3x	13,9x	13,2x	0,6%	4,1%	36,1%	36,6%	19,0%	19,2%
Mean	731 712	852 116	2,5x	2,4x	2,4x	12,0x	12,5x	11,8x	0,9%	2,8%	43,4%	43,6%	18,0%	18,4%
25th Percentile	51 202	72 833	1,3x	1,3x	1,3x	8,0x	7,9x	7,6x	0,0%	0,2%	34,5%	34,9%	15,2%	15,7%
Minimum	1 216	1 623	0,4x	0,4x	0,4x	4,8x	4,7x	4,5x	-4,7%	-8,9%	23,3%	24,1%	7,8%	8,6%
Humble Group	3 479	4 975	0,6x	0,6x	0,6x	7,2x	6,5x	5,6x	8,0%	8,5%	31,1%	31,8%	9,3%	10,0%



Appendix

Base scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q2-25	Investeringar/ avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q1-25	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	17,6		-7,6	-30,1%	25,2	7,7%	0,3%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	13,4		5,3	65,9%	8,1	5,9%	6,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	13,4		3,2	30,9%	10,2	5,8%	15,5%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	3,6		-5,9	-62,3%	9,5	1,6%	30,6%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,3		0,0	3,6%	1,3	0,6%	3,6%	Intäktsmultipel
Summa noterat		49,4		-4,9	-9,1%	54,3	21,6%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	25,4		0,0	0,2%	25,4	11,1%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	23,8		-0,4	-1,8%	24,2	10,4%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,1		0,0	0,1%	20,1	8,8%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	17,8		1,4	8,6%	16,4	7,8%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	19,3		1,3	7,3%	18,0	8,4%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	13,7		0,0	0,2%	13,7	6,0%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	32,4		0,0	-0,1%	32,4	14,2%	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	0,4%	3,2	1,4%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,0		0,0	0,1%	4,0	1,7%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	1,3		-1,6	-53,6%	2,9	0,6%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0		0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		165,9		0,8	0,5%	165,1	72,5%		
Investeringsportfölj (MSEK)		215,3				219,4			
Tillgångar - skulder		13,5				13,9	5,9%		
Subtansvärde (MSEK)		228,8				233,3			
Antal aktier (i miljon)		38				38			
Applicerad substansrabatt		38%				35%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		141,8				151,6			
Motiverat pris per aktie (SEK)		3,8				4,0			
Senaste kurs (SEK)		1,9				1,8			
Uppsida (+) / nedsida (-)		103,2%				130,9%			



Bull scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q2-25	Investeringar /avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q1-25	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderings metod
Hälsa	Humble Group	21,7		-11,6	-34,9%	33,3	8,7%	0,3%	EV/EBITDA multipel
Hållbarhet	Lyckegård	17,3		6,5	60,3%	10,8	7,0%	6,0%	EV/EBITDA multipel
Hälsa	Sprint Bioscience	21,4		1,1	5,3%	20,3	8,6%	15,5%	Intäktsmultipel
Teknologi	Kiliaro	4,4		-6,8	-60,3%	11,2	1,8%	30,6%	Intäktsmultipel
Hållbarhet	Dlaboratory	1,9		0,2	8,9%	1,7	0,7%	3,6%	Intäktsmultipel
Summa noterat		66,7		-10,6	-13,8%	77,3	26,8%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	26,1		0,0	-0,1%	26,1	10,5%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	24,3		-0,4	-1,4%	24,7	9,8%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	20,6		0,0	0,1%	20,6	8,3%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	17,8		1,4	8,6%	16,4	7,2%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	19,8		1,4	7,5%	18,4	8,0%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	14,1		0,0	-0,2%	14,1	5,7%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	32,4		0,0	-0,1%	32,4	13,0%	24,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Speedment	4,9		0,0	0,2%	4,9	2,0%	26,2%	Justerat substansvärde
Teknologi	Virtual eTraining	3,2		0,0	0,4%	3,2	1,3%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	4,0		0,0	0,1%	4,0	1,6%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	1,4		-1,6	-54,0%	3,0	0,6%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0		0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		168,6		0,8	0,5%	167,8	67,8%		
Investeringsportfölj (MSEK)		235,3				245,1			
Tillgångar - skulder		13,5				13,9	5,4%		
Subtansvärde (MSEK)		248,7				259,0			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
Applicerad substansrabatt		25%				25%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		186,6				194,3			
Motiverat pris per aktie (SEK)		5,0				5,1			
Senaste kurs (SEK)		1,9				1,8			
Uppside (+) / nedside (-)		167,3%				192,1%			

Appendix

Bear scenario

Sektor	Företag	Härlett värde Q2-25	Investeringar/ avyttringar	Förändring av härlett värde	Värdeförändring i %	Härlett värde Q1-25	Andel av substansvärdet	Ägarandel	Värderingsmetod
Hälsa	Humble Group	13,3		-5,9	-30,5%	19,2	8,3%	0,3%	EV/EBITDA multipl
Hållbarhet	Lyckegård	6,6		3,1	88,3%	3,5	4,1%	6,0%	EV/EBITDA multipl
Hälsa	Sprint Bioscience	6,4		0,3	5,1%	6,1	4,0%	15,5%	Intäktsmultipl
Teknologi	Kiliaro	2,0		-2,3	-52,8%	4,3	1,3%	30,6%	Intäktsmultipl
Hållbarhet	Dlaboratory	0,8		0,0	5,2%	0,8	0,5%	3,6%	Intäktsmultipl
Summa noterat		29,2		-4,7	-13,8%	33,9	18,1%	-	
Hållbarhet	Cling Systems	15,6		0,0	0,3%	15,6	9,7%	11,5%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Tribonex	14,6		-0,2	-1,3%	14,8	9,1%	46,7%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mendi innovation	12,4		0,0	-0,2%	12,4	7,7%	23,4%	Justerat substansvärde
Teknologi	CombiQ	16,0		1,2	8,3%	14,8	9,9%	26,5%	Justerat substansvärde
Hälsa	Verduro	11,9		0,8	7,0%	11,1	7,4%	30,9%	Justerat substansvärde
Hälsa	OneTwo Analytics	8,4		0,0	0,5%	8,4	5,2%	24,3%	Justerat substansvärde
Hållbarhet	Zigrid	29,1		0,0	0,2%	29,1	18,1%	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		0,0	-0,3%	2,9	1,8%	10,1%	Justerat substansvärde
Hälsa	Knodd	3,6		0,0	0,1%	3,6	2,2%	2,4%	Justerat substansvärde
Hälsa	Mindforce Game Lab	0,8		-1,0	-54,0%	1,8	0,5%	3,0%	Justerat substansvärde
	Övriga innehav	0,0		0,0	N/A	0,0	0,0%		Justerat substansvärde
Summa onoterat		118,4		1,0	0,8%	117,4	73,5%		
Investeringsportfölj (MSEK)		147,6				151,3			
Tillgångar - skulder		13,5				13,9	8,4%		
Substansvärde (MSEK)		161,1				165,2			
Antal aktier (i miljontal)		38				38			
Applicerad substansrabatt		60%				60%			
Justerat Substansvärde (MSEK)		64,4				66,1			
Motiverat pris per aktie (SEK)		1,7				1,7			
Senaste kurs (SEK)		1,9				1,8			
Uppsida (+) / nedsida (-)		-7,7%				-0,6%			

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.