

# AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



## FIRST VENTURE SWEDEN

*Investmentbolag med entreprenörsteam i fokus*

2022-09-02

Analytiker: Victor Feilberg & Carl Ragnartz

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

First Venture Sweden ("First Venture" eller "Bolaget") är ett investmentbolag med fokus på snabbväxande innehav inom megatrender såsom digitalisering, hållbar konsumtion och produktion och hälsa. Innehaven består av både noterade och onoterade innehav med ett tydligt fokus på entreprenörsteamet bakom, och verkar inom marknader med stark medvind och hög förväntad tillväxttakt framöver. Genom en SOTP-värdering i kombination med tillämplad substansrabatt, härleds ett värde per aktie om 6,54 SEK i ett Base scenario.

#### • Starkt management och erfarna storägare

Grundarna av First Venture och tidigare Första Entreprenörsfonden, Rune Nordlander och Peter Werme, har båda cirka 15 års erfarenhet och arbetar aktivt med investeringar inom koncernen. Tillsammans äger grundarna cirka 4 % av aktierna, motsvarande 6,2 MSEK och drygt 20 % av rösterna, vilket ingjuter förtroende i ledningens förmåga att skapa aktieägarvärde framgent. Bland First Ventures storägare återfinns exempelvis finansmannen Rutger Arnhult och techmiljardären Håkan Roos, som tillsammans äger aktier för cirka 53 MSEK, motsvarande cirka 27 % av aktierna i Bolaget.

#### • Investeringsstrategi med lönsamma resultat

Bolaget har en tydlig investeringsstrategi med fokus på snabbväxande bolag som står inför en kapitalintensiv kommersialiseringsfas, på så sätt kan First Venture hitta en attraktiv riskprofil med en potentiell hög tillväxt. Genom att arbeta nära entreprenörsteamet får First Venture en tydlig bild av verksamheten och är delaktiga i utvecklingsarbetet framgent. Ett tydligt exempel på Bolagets framgångsrika strategi är investeringen i Humble Group, där First Venture var tidiga investerare, vari Peter Werme sitter som styrelseordförande, när bolaget nu närmar sig en unicorn-värdering.

#### • Attraktiv värdering sett till substansvärde

Utifrån First Ventures egenskaper som investmentbolag härleds värderingen utifrån tillgängliga estimat på portföljinnehavet Humble, samt en DCF- och peer-värdering för övriga noterade innehav och en applicerad substansrabatt om 20 % i ett Base scenario. En *Sum of the Parts* (SOTP)-värdering tillämpas där marknadsvärdet för onoterade innehav förväntas bibehålla dagens marknadsvärde. Sammantaget härleds ett substansvärde om 8,18 SEK per aktie år 2022 motiveras ett pris per aktie om 6,54 SEK i ett Base scenario.

#### • Risker relaterade till innehav

De främsta riskerna i First Ventures affärsmodell är relaterade till utvecklingen av portföljinnehaven. Framför allt är First Ventures substansvärde beroende till stora del av marknadspriset av Humble Group, vilka utgör cirka 21,4 % av portföljen. Utöver detta återfinns också risker i huruvida First Venture kan omsätta senaste rapporterade nettokassa om cirka 57 MSEK då en aktiv investeringsstrategi senaste åren blivit allt mer populärt, vilket kan tänkas göra det svårare att hitta potentiella kandidater till en attraktiv värdering, likväl som rådande marknadsläge presenterar möjligheter.

### AKTIEKURS | 5,19 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL

**BEAR**  
3,21 kr

**BASE**  
6,54 kr

**BULL**  
8,41 kr

FIRST VENTURE SWEDEN	
Senast betalt (2022-09-01)	5,19
Antal Aktier (st.)	37 524 206
Market Cap (MSEK)	191,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-56,7
Enterprise Value (MSEK)	135,1
V.52 prisintervall (SEK)	5,2-8,0
Lista	Nasdaq First North Growth Market

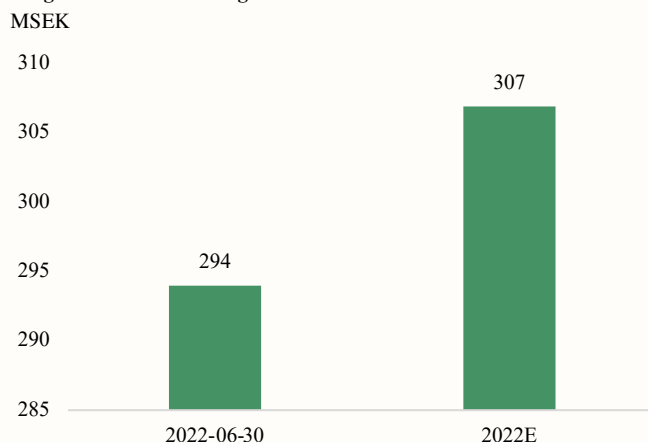
UTVECKLING	
1 månad	-2,8 %
3 månader	11,7 %
1 år	-36,7%
YTD	-29,8 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2022-09-02)	
Rutger Arnhult	20,5 %
Håkan Roos	6,2 %
Tham Special Investment AB	5,8 %
Modelio Equity AB	5,6 %
Movenio Fastigheter AB	4,4 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	David Wendel
Styrelseordförande	Peter Werme

FINANSIELL KALENDER	
Kvartalsrapport 2 2022	2022-11-24

#### Prognostiserad utveckling av substansvärde



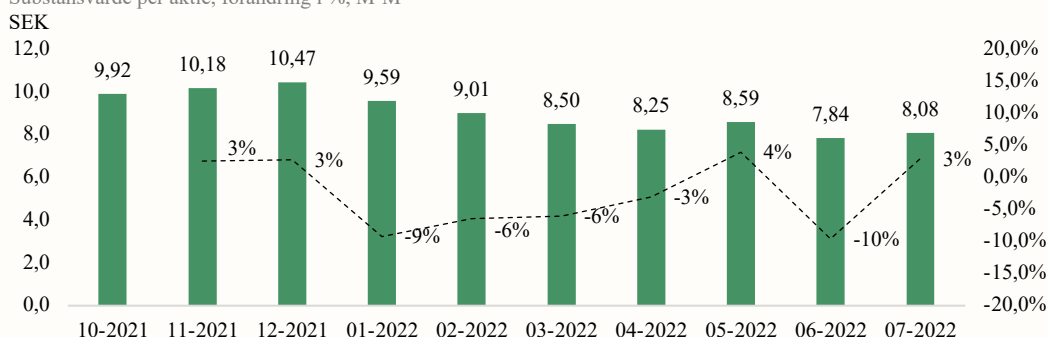
# KOMMENTAR Q2-RAPPORT

**SUBSTANS -  
RABATT OM  
33 %**

Under Q2-22 uppgick substansvärdet i First Venture till 294 MSEK, eller 7,8 SEK per aktie, vilket motsvarar en minskning om 7,7 %, i jämförelse med 319 MSEK för första kvartalet 2022. Bland First Ventures kärninvesteringar, där Humble Group ingår och motsvarar cirka 26 % av portföljen exklusive kassa, har sett en negativ värdeutveckling skett samt för flertalet innehav. Däremot utgjorde värdeminskningen om 19 MSEK i Humble, från ett värde om cirka 82 MSEK vid periodens ingång till 63 MSEK vid kvartalsslut en betydande del av substansvärdeminskningen i First Venture, trots de fortsatt gynnsamma framtidsutsikterna för Humble Group. Det innehav som bidragit till den största värdeutvecklingen av substansvärdet inom First Venture var CombiQ, med en organisk värdeökning om 105,5 %, justerat för en nyinvestering om 4 MSEK. Lyckegård, ett av bolagets noterade innehav, har sett en värdeminskning om 45 %, men har de senaste 30 dagarna sett ett starkt momentum till följd av en stark kvartalsrapport då bolaget för första gången rapporterade vinst, Lyckegård har trots minskningen sett en värdeökning om 104,1 % över de senaste 30 dagarna. Bolagets goda likviditet vid utgången av Q2-22, motsvarande 32,8 % av First Ventures totala tillgångar eller 73,4 MSEK, fortsatt skapar gynnsamma förutsättningar för framtida investeringar, där rådande marknadsklimat möjliggör investeringar till attraktiva multiplar.

## Substansvärdesutveckling, september 2021 – juli 2022

Substansvärde per aktie, förändring i %, M-M



**57 MSEK  
LIKVIDA  
MEDEL**

## Rådande marknadsläge gynnsamt för framtida investering

Den turbulenta marknaden och inledning på halvåret har, sammantaget, minskat värderingarna i många lämpliga investeringsobjekt. Då Bolagets noterade innehav utgör cirka 34,5 % av det totala värdet medför detta en fördelaktig ställning för att kapitalisera på rådande marknadsläge, med tanke på Bolagets starka kassa om cirka 56,7 MSEK, vilket innebär att det finns en substansiell andel av kassalikviditet som innebär det att det finns en säkerhet i Bolaget utifrån nuvarande värdering.

Substansvärdesrabatten i First Venture om 33,7 % ger investerare möjligheten att exponeras till den onoterade miljön till en attraktiv värdering och relativt låg risk, där exponeringsfördelen innefattar multipelarbiter vid notering samt en god möjlighet att tidigt investera i tillväxtbolag, tack vare Bolagets investeringsstrategi med fokus på valley of death, där portföljbolagen står inför, eller undergår, en kommersialiseringssfas med kraftig tillväxt att vänta. Bolaget genomförde investeringar om totalt 19,1 MSEK under Q2-22, och givet marknadsläget samt den stora kassan bör fler väntas.

## Investeringar i tre nya innehav bekräftar Bolagets strategi

Bolagets fokus på megatrender inom fokusområden hälsa, hållbarhet och teknologi visar sig allt mer, då dessa trender får allt större fotfäste bland konsumenter och bolag tillika, vilket medför att tillväxtbolag verksamma inom dessa områden får allt större fotfäste och därigenom möjligheten till betydande värdeökning. Sådana innehavsbolag är Digital Diabetes Analytics och Mindforce Game Lab vilka båda verkar inom sjukvårdssektorn och antas komma att spela en viktig roll i kampen om minskandet av värdköer. Vidare har en aktieteckning inom verkstadstekniska bolaget Tribonex genomförts vilket speglar Bolagets hållbarhetsstrategi och rådande efterfråga kring energieffektivisering. First Venture tecknade aktier för 6,5 MSEK i Digital Diabetes Analytics, ca 3,6 MSEK i Mindforce Lab och 5 MSEK i Tribonex under andra kvartalet. Genom att vara verksamma som långsiktiga ägare har Bolaget möjlighet att genomföra flertalet följdinvesteringar och därigenom få ägarinflytande.

Sammanfattningsvis anser vi att First Venture står inför intressanta investeringsmöjligheter till följd av rådande marknadsklimat. De tre senaste investeringarna bekräftar bolagets strategi och den befintliga kassan möjliggör för fortsatta investeringar.

# INVESTERINGSIDÉ

**HÅKAN ROOS  
OCH RUTGER  
ARNHULT ÅGER  
AKTIER FÖR CA  
53 MSEK**

**BEPRÖVAD  
STRATEGI  
VITTNAR OM ATT  
VÄRDESKAPANDE  
INVESTERINGAR  
ÄR ATT VÄNTA**

**RISKER  
RELATERADE  
TILL INNEHAV**

## Starkt management och erfarna storägare ingjuter förtroende

David Wendel, med tidigare erfarenheter som ansvarig för global affärsutveckling på Daniel Wellington och som arbetat med tillväxtfrågor på H&M, tillträdde den första november 2021 som VD för First Venture efter Rune Nordlander. Rune, som tidigare grundade Första Entreprenörsfonden, företrädaren till First Venture, arbetar nu som partner med investeringar inom organisationen, tillsammans med medgrundaren till Första Entreprenörsfonden, Peter Werme. Peter har mångårig erfarenhet inom kapitalförvaltning och har tidigare förvaltat hedgefonder åt SEB och Handelsbanken samt startat upp Länsförsäkringars fondverksamhet. Bland storägarna återfinns bl.a. techmiljardären Håkan Roos och finansmannen Rutger Arnhult, som tillsammans äger aktier för 53 MSEK, motsvarande ca 27 % av aktierna i Bolaget.

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

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

## Attraktiv värdering sett till substansvärde

Utifrån First Ventures egenskaper som investmentbolag härleds värderingen utifrån tillgängliga estimat, samt Analyst Groups egna, för år 2022 på noterade portföljinnehav samt en substansrabatt om 20 % i ett Base scenario. En *Sum of the Parts* (SOTP)-värdering tillämpas där marknadsvärdet för onoterade innehav förväntas uppgå till senaste värdering, givet bristen på transparens och insyn i dessa bolag. Estimaten grundar sig därför främst på värdeutvecklingen av Bolagets noterade innehav, vars portföljvikt motsvarar cirka 35 % av portföljen, medräknat kassa. För noterade innehav appliceras varav en individuell värdering hänförd från jämförbara bolag, en absolut värdering har tillämpats avseende First Ventures största innehav Humble Group. Sammantaget härleder en SOTP-värdering ett substansvärde per aktie om 8,18 SEK för år 2022, vilket, med en applicerad substansrabatt om 20 %, motiverar ett potentiellt pris per aktie om 6,54 SEK i ett Base scenario.

## Risker relaterade till innehav

En av de främsta riskerna i First Venture är den framtida utvecklingen av portföljinnehaven i allmänhet och utvecklingen av Humble Group i synnerhet. Innehavet motsvarar cirka 21,4 % av substansvärdet medräknat kassa, eller cirka 26 % exklusive Bolagets nettokassa, medför därav nedgång i aktiekursen för Humble stor påverkan på First Ventures substansvärde. Utöver det är också förmågan att identifiera nya attraktiva investeringar och sysselsätta Bolagets stora kassa en risk, då marknaden senaste åren kännetecknas av att vara investeringsintensiv och snarare en säljares än en köparens marknad. Däremot anser Analyst Group att nuvarande marknadssituation kan innebära attraktiva köplägen som First Venture kan utnyttja. First Venture har redan börjat exekvera på Bolagets uttalade strategi genom investeringar i flertalet lämpliga investeringsobjekt, vilka Analyst Group bedömer vara helt i linje med uttalad strategi.

## HIGHLIGHTS



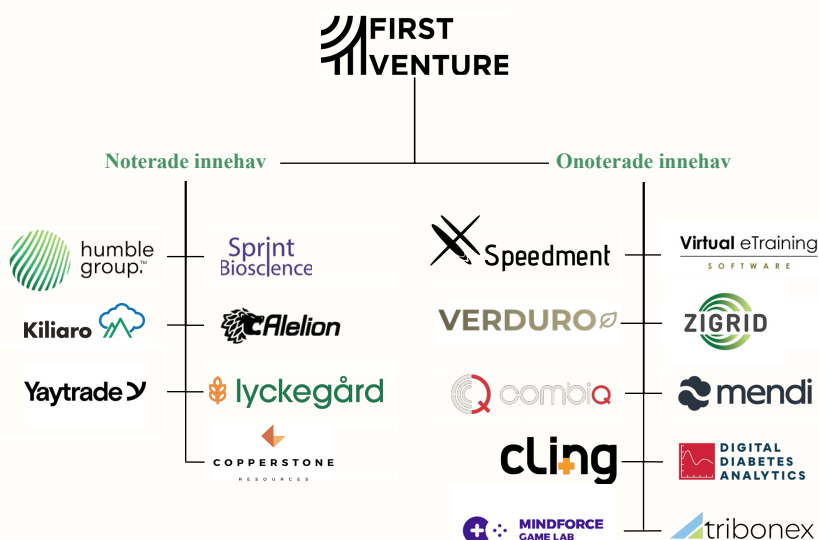


# BOLAGSBESKRIVNING

**STRATEGI  
MÖJLIGGÖR HÖG  
POTENTIELL  
AVKASTNING  
TILL BEGRÄNSAD  
RISK**

First Venture är ett investmentbolag med fokus på att investera i tillväxtbolag i ett tidigt skede, under den så kallade *valley of death*, nära eller under kommersialiseringsfas. Genom denna strategi erbjuds en attraktiv riskprofil, samtidigt som det möjliggör hög avkastningspotential till låg värdering.

First Venture är en vidareutveckling av Först Entreprenörsfonden som grundades 2006 av Peter Werme och Rune Nordlander, vilket bidrar till Bolagets mångåriga erfarenhet och samtidigt visar på det fokus som First Venture har på entreprenörsteam, vilket ännu lever kvar. First Venture har i dagsläget både onoterade samt noterade innehav, med en strategi som skiljer sig åt för respektive. I de onoterade innehaven arbetar First Ventures team aktivt via styrelse och coaching, och Bolaget ser gärna att företaget ska vara redo att noteras inom en treårsperiod. Ett exempel på detta är First Ventures portföljbolag Lyckegård Group, som noterades under Q1-22 och har därmed gått in i nästa fas i en tillväxtresa. I First Ventures noterade innehav bedrivs arbetet främst genom valberedning samt god kontakt med management.



## Fokus på megatrender

First Ventures investeringsteman kretsar kring tre huvudsakliga megatrender där den gemensamma nämnaren är en bättre framtid för mänskligheten samt står inför en stark marknadstillväxt. Inom nedan angivna sektorer återfinns huvudfokus på digitalisering, hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimat, vilket återspeglas i Bolagets innehav.

- **Teknik:** Inom Bolagets tekniktema är det huvudsakliga fokuset på digitalisering, där First Ventures innehav främst fokuserar på tekniktrender som *Industrial IOT*, *SaaS*, *Big data*, *Cloud tech*, *AI* och *VR*. Bland portföljinnehaven på temat återfinns Kiliaro, CombiQ, Virtual eTraining, Speedment och Mendi Innovations.
- **Hälsa:** First Ventures största innehav Humble Group har ett tydligt fokus på hållbar konsumtion och hälsosam livsstil. Även Bolagets innehav Sprint Bioscience är aktiva inom hälsa med sin läkemedelsplattform.
- **Hållbarhet:** Hållbarhet är ett genomgående tema för många av First Ventures innehav, med fokus på hållbar odling genom Lyckegård Group men även inom förnybar energi genom Zigrid och Alelion Energy Systems.

## Nya investeringar i korten

First Venture har i dagsläget en nettokassa om cirka 56,7 MSEK enligt senaste rapporterade substansvärdet, vilket innebär att ytterligare investeringar är att vänta, som väntas öka aktieägarvärdet. Det huvudsakliga aktieägarvärdet förväntas framgent komma från värdeutvecklingen av substansvärdet genom portföljbolagens utveckling. Bolaget har i dagsläget ingen avsikt att dela ut pengar, eftersom lönsamma investeringar inom tidigare nämnda megatrender förväntas skapa högre avkastning till aktieägare än eventuell utdelning. I samband med att First Ventures *track record* blir allt mer vedertaget anser Analyst Group att Bolagets substansrabatt rimligtvis sjunker, vilket förväntas bidra till positiv kursutveckling.

**FOKUS PÅ  
MEGATRENDER  
MED STARK  
MARKNADS-  
TILLVÄXT**

# PORTFÖLJBOLAGEN

First Ventures portfölj består i dagsläget av sju aktiva noterade och åtta aktiva onoterade innehav. Nedan följer en kort beskrivning av de noterade innehaven.

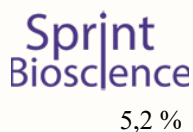
## Humble Group



Humble Group är First Ventures största innehav och utgör cirka 21,4 % av det totala substansvärdet om 294 MSEK. Bolaget är en FMCG-aktör inom framtidens FMCG-produkter, vilka uppvisade en pro forma omsättning om 6,0 mdSEK under Q2-22 rullande 12 månader. Bolagets fokus är på hållbar konsumtion, sockerfria alternativ och proteinrika produkter. Som ett resultat av den positiva utvecklingen har bolaget uppdaterat sina finansiella mål, från att omsätta 8 mdSEK pro forma år 2025 till en målsättning om 16 mdSEK samma år.

**Investeringen** har varit viktig för First Venture och det senaste kvartalet har Bolaget genomfört ytterligare tilläggsinvestering i Humble, senast om 5 MSEK annonserat till inledningen av andra kvartalet 2022, vilka Bolaget har arbetat med sen 2011. First Ventures medgrundare Peter Werme sitter som styrelseordförande i Humble Group och var även med och tog fram den framgångsrika tillväxtstrategin som Humble exekverat på sen Q1-20.

## Sprint Bioscience



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 produkter finns ute på marknaden idag samtidigt som laget inväntar godkännande för övriga projekt, vilket visar på en diversifierad portfölj som sänker den enskilda produktrisken, något som annars kännetecknar många läkemedelsbolag.

Sprints beprövade plattform används inom onkologi för att öka kvaliteten på och effektiviserar 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.

## 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. Den 1 december 2021 presenterade bolaget sina fortsatta expansionsplaner med målsättning att introducera appen på åtta nya marknader.

Kiliaro har ingått partnerskap med Tele2 Sverige och Tele2 Estland för att generera värdefull data och nya kunder. Tidigare har fokus i bolaget varit på produktutveckling, men framöver ligger fokus på att kommersialisera produkten, vilket den nyligen presenterade expansionsplanen är ett kvitto på. Peter Werme sitter som styrelseordförande i Kiliaro och Analyst Group är positivt inställda till att bolaget kan fortsätta sin tillväxtresa med en fundamentalt stark produkt som står i stargroparna för att lanseras på fler marknader.

## Alelion Energy Systems



Alelion Energy Systems gör litiumjonbatterisystem till specialfordon inom logistik och andra arbetsfordon. Marknadssegmentet har i dagsläget låg grad elektrifiering, men marknaden och efterfrågan växer, drivet av klimatförändringar och den gröna omställningen bort från fossila bränslen. Genom att fokusera på specialfordon undviker bolaget att konkurrera med större bil- och lastbilsproducenter, som i större utsträckning utvecklar egna system.

Under senaste kvartalet visade bolaget sin högsta ordergång hittills och kunderna är ofta marknadsledare inom sina nischer, vilket ses som ett resultat av Alelions strategi under år 2021 med fokus på marknadsföring och försäljning. Som ett resultat av detta har Alelion i slutet av februari slutit en ny order om 8,2 MSEK med leverans fr.o.m. H2-22. Analyst Group ser positivt på investeringen i Alelion som nu ska möta den ökade efterfrågan och orderstocken, samt börjat visa framgångsrika resultat efter strategiomställning tidigare under året.

1. Portföljvikt, exkl. kassa

# PORTFÖLJBOLAGEN

## Lyckegård Group


**lyckegård**

1,4 %

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

Utöver egenutvecklade produkter säljer Lyckegård kompletterande redskap från bland annat Treffler och Köckerling. I samband med den framgångsrika noteringen under Q1-22 avser Lyckegård skapa förutsättningar för att fortsätta nå ut till nya marknader och göra vidare strategiska förvärv.

## Spherio Group



0,1 %

Spherio Group AB är en tech- och e-handelsgrupp vilka tillhandahåller tekniska lösningar inom cirkulär konsumtion som brygger gränslandet mellan teknik, logistik och e-handel. Bolaget driver marknadsplatserna Yaytrade och RE/WAY samt lanserade under våren 2022 Spherio Solutions som möjliggör för varumärken, distributörer och retailbutiker att starta en egen digital second hand-butik, eller en egen digital butik för försäljning av utgående lager, provkollektioner och returerna. Utöver andrahands-försäljningen för privatpersoner har bolaget unika samarbeten med välkända märken som kan sälja genom Spherio Groups plattformar.

Genom samarbetet med välkända varumärken, som kan sälja från utgående lager och samples samt returerna via Spherio Groups marknadsplattform, har privatpersoner möjligheten att handla premium fashion och livsstilsprodukter och därigenom bidra till en mer hållbar och miljösmart modekonsumtion. Bolaget lanserade även nyligen en egenutvecklad SaaS-tjänst, Spherio Solutions, som möjliggör för Spherio Groups kunder att äga sin egen secondhandförsäljning. Bolaget grundades 2017 och är idag en ledande aktör inom den cirkulära klädhandeln i Sverige, vari First Venture äger 3,5 % av det totala aktiekapitalet.

## Copperstone Resources



0,6 %

*Copperstone Resources* är ett gruvbolag grundat 2006, vars affärsidé är att hållbart utvinna koppar genom återöppnandet av Viscariagruvan i Kiruna. Copperstone har även bearbetningskoncessioner och undersökningstillstånd i Arvidsjaur samt Smedjebacken och ämnar att, på ett modernt sätt och med lågt klimatavtryck, utvinna koppar i Sverige vilket är kritiskt till den gröna omställningen.



# PORTFÖLJBOLAGEN

First Ventures portfölj består i dagsläget av åtta aktiva onoterade innehav. Nedan redogörs för Bolagets onoterade innehav som ingår bland First Ventures kärninvesteringar.

## Mendi Innovations



5,7 %

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

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

## Speedment



3,4 %

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.

## Cling



2,9 %

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.

## CombiQ

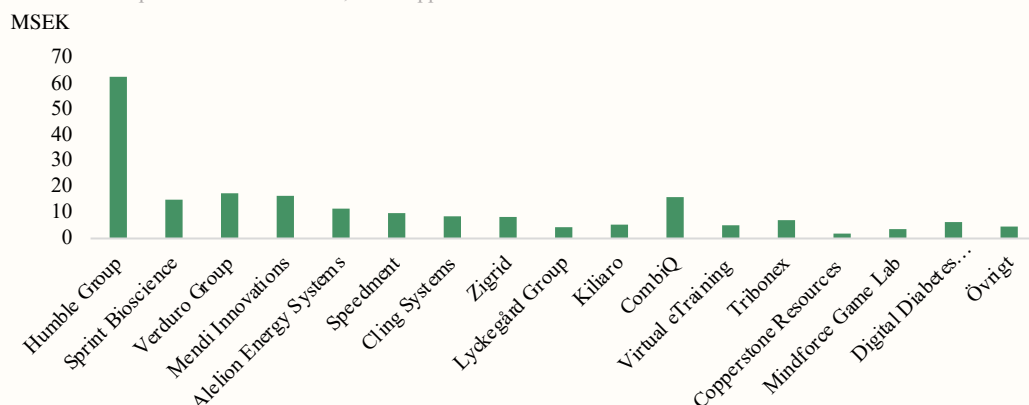


5,5 %

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

**Humble Group utgjorde 2022-06-30 cirka 63 MSEK eller 26 % av First Ventures substansvärde, exkl. nettokassa**

Substansvärde per innehav 2022-06-30, exkl. rapporterad nettokassa om cirka 57 MSEK



Källa: First Venture

# PORTFÖLJBOLAGEN



2,6 %

## Zigrid

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

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

## Verduro Group, (f.d. Nutribe)

*Verduro Group* är en digital plattform som tillhandahåller utbildning inom näring, träning och hälsa. Innehållet är kvalitetssäkrat och fokuserar på att öka medvetenheten och kunskapen kring välmående och hälsa. Plattformen är nu redo för kommersiell lansering och man har även börjat erbjuda kurser med legitimerade kostrådgivare. Tidigare i år förvärvade även *Verduro* bolaget *Swiftr* som erbjuder en skraddarsydd helhetslösning för digitala gym- och träningskort.

## Virtual e-Training

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

## Digital Diabetes Analytics

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

## Mindforce Gamle Lab

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



6,0 %



1,7 %



2,6 %



6,0 %

# PORTFÖLJBOLAGEN



1,7 %

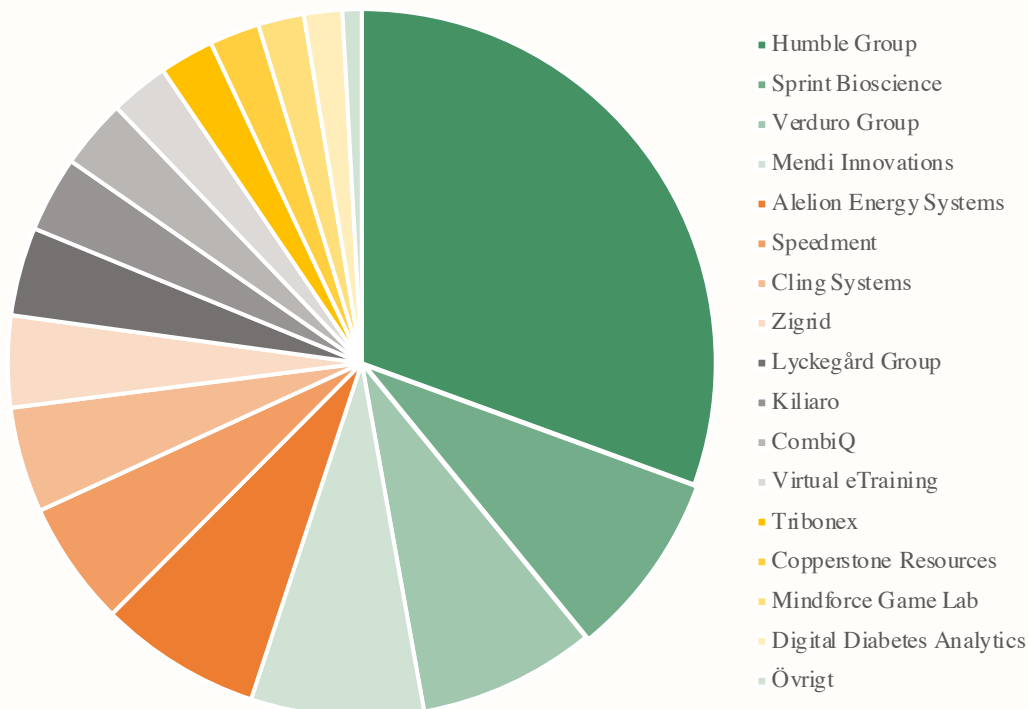
## Tribonex

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

## Övriga innehav

First Ventures övriga investeringar består av mindre poster i en handfull onoterade innehav, vars gemensamma värde per 2022-06-30 uppgick till cirka 5 MSEK.

Substansvärde portföljbolag per 2022-06-30, %<sup>1</sup>



1. Exklusive rapporterad kassa om cirka 56,7 MSEK.

# MARKNADSANALYS

## Stark marknadstillväxt inom digitalisering

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

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

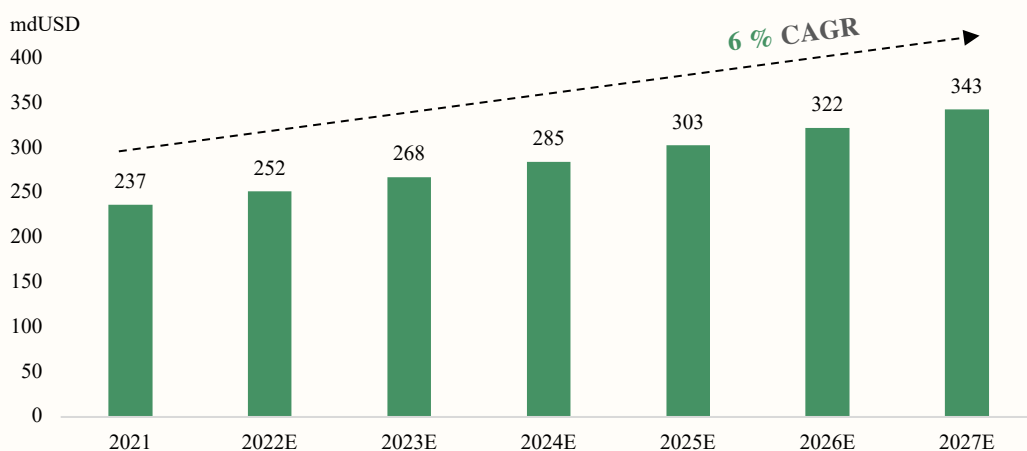
## Positiva trender inom hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimatet

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

En ökad befolkning och växande medelklass har bidragit till allt mer påtryckningar att reducera koldioxidutsläppen och en hållbarare användning av resurser. Marknaden för förnybar energi, där First Ventures innehav 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 6 % fram till år 2027.**

Sektorvärde Food Tech, 2020-2027



Källa: Emergen Research

# VÄRDERING

**6,54 KR PER  
AKTIE I ETT  
BASE  
SCENARIO**

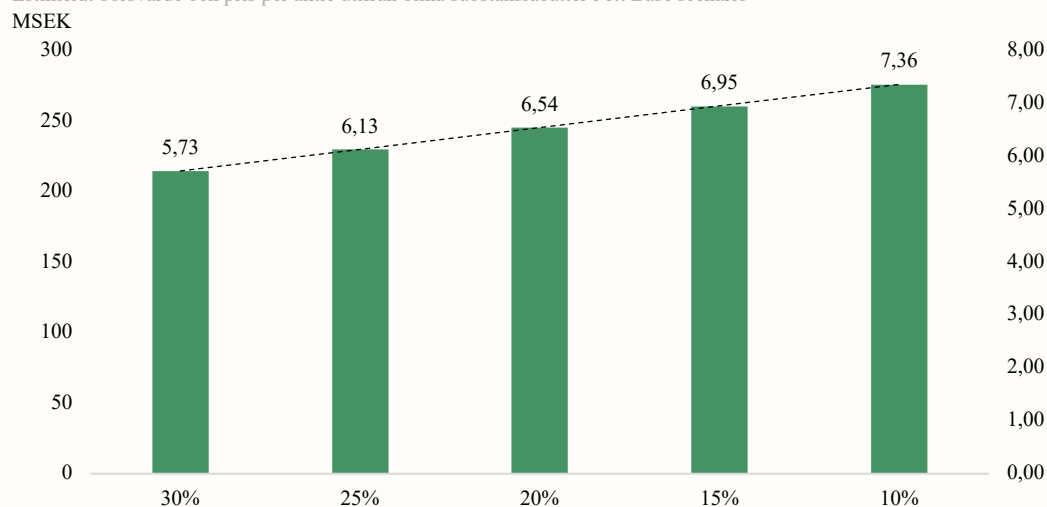
## Värdering: Base scenario

Värderingen av First Venture härleds genom en Sum of the Parts-värdering för år 2022, där portföljens innehav värderas individuellt. Under år 2022 estimeras Humble Group, vilka utgör 25,6 % av First Ventures portfölj, eller 21,4 % exklusive kassa, enligt Analyst Groups estimat redovisa fritt kassaflöde om 258 MSEK med en diskonteringsränta om 13,5 % och en tillväxttakt om 2 % i residualperioden motiveras ett värde per aktie om 15,7 SEK för Humble Group i ett Base scenario. För resterande noterade portföljbolag har vi valt att genomföra en relativvärdering med jämförbara bolag baserad på en EV/S-multipel, bortsett från Copperstone som värderas utefter P/B, vilka därefter har applicerats på bolagens omsättning för rullande tolv månader.

Analyst Group anser att de onoterade portföljinnehaven medför en intressant exponering mot en annars svårinvesterad sektor. Styrelsens samlade erfarenhet, *track record* och nära arbete med portföljbolagens utveckling, genom styrelseplatser och nätverk, motiverar en lägre substansrabatt än jämförbara peers. First Ventures nettokassa om cirka 57 MSEK förväntas fortsatt sättas i arbete, och senaste tiden har Bolaget fortsatt sin framgångsrika investeringsstrategi. Potentialen i kassan har av den anledningen inkluderats i beräkningen av substansvärdet. En substansrabatt om 20 % appliceras på 2022 års estimat, vilket motiverar ett börsvärde om cirka 322 MSEK motsvarande ett potentiellt pris per aktie om 6,54 SEK i ett Base scenario.

**Med en substansrabatt om 20 % applicerat på 2022 års estimat motiveras ett pris per aktie om 6,54 SEK.**

Estimerat börsvärde och pris per aktie utifrån olika substansrabatter i ett Base scenario



## Värdering: Bull scenario

I ett Bull scenario väntas First Ventures noterade innehav prestera över marknadsförväntningarna, och således anses en högre multipel för dessa rättfärdigad. För Humble Group innebär detta betydligt snabbare tillväxt framgent, drivet av förändrat konsumentbeteende samt regulatoriska initiativ, vari Humble kan vidare kapitalisera på den höga innovationstakten som möjliggörs genom att äga hela värdekedjan. Därtill väntas att bolaget tillvaratar det breda distributionsnätverket samt realiserar synergier, vilket sammantaget genererar en högre tillväxt och motiverar en högre värdering. Marknadsvärdet för Bolagets onoterade innehav uppskattas vara oförändrat år 2022 och realiserar som en generell värdeökning över alla onoterade portföljbolag. Denna uppskattning görs på grund av de lågfrekventa finansieringsrundorna, vilket leder till en bristfällig insyn i innehavens finanser.

Utöver denna konservativa värdeökning får en investerare i First Venture även intressanta optioner i form av potentiellt värdeskapande investeringar, tillika avkastningen av dessa, som möjliggörs av den stora kassan och vars potentiella värde således innefattas i beräkning av substansvärdet. Styrelsens och managements mångåriga erfarenheter väntas även leda till att substansrabatten reduceras på sikt, i samband med att marknaden får allt större förtroende för Bolagets strategi och ledning. Värt att notera är att jämförbara investmentbolag med onoterade innehav i många fall handlas till en substanspremie, givet svårigheten för investerare att få exponering mot denna typ av investeringar i kombination med värderingsskillnaden mellan noterat och onoterat, då multipelarbiterage ofta realiserar vid notering. En substansrabatt om 15% appliceras på 2022 års estimat, vilket motiverar ett börsvärde om 390 MSEK och ett pris per aktie om 8,41 SEK i ett Bull scenario.

**8,41 KR PER  
AKTIE I ETT  
BULL  
SCENARIO**

# VÄRDERING

**3,21 KR PER  
AKTIE I ETT  
BEAR  
SCENARIO**

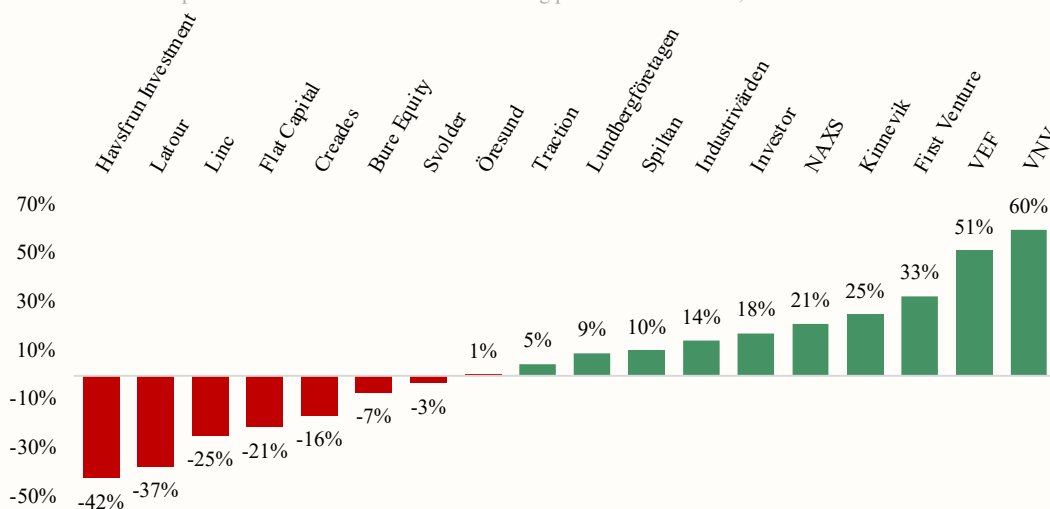
## Värdering: Bear scenario

I ett Bear scenario väntas utvecklingen i First Ventures noterade portfölj prestera sämre än marknadskonsensus samtidigt som Bolagets onoterade innehav väntas värderas lägre än till dagens värde. För största innehavet Humble Group innebär detta bl.a. svårigheter i att integrera förvärvade dotterbolag, kopplat till bolagets korta historik med en aktiv investeringsstrategi. För de onoterade bolagen appliceras en genomsnittlig värdeminskning om 20 % för 2022. I ett Bear scenario antas marknadens förtroende för First Ventures strategi minska, vilket Analyst Group anser motiverar en högre substansrabatt.

Då en majoritet av First Ventures innehav antas i ett Bear scenario ha en negativ utveckling framgent anses det sammanfalla tillsammans med ett generellt sämre marknadsklimat, vilket påverkar såväl marknaden som andra företag negativt. Då First Ventures onoterade innehav värderas löpande utgår Analyst Group ifrån att värderingen är rättvisande, samtidigt som den kan vara konservativ ifall bolaget inte genomfört en finansieringsrunda i närtid och därför inte återspeglar eventuella framsteg i verksamheten. En substansrabatt om 50 % appliceras därtill på estimaten för år 2022, vilket motiverar ett börsvärde om cirka 150 MSEK och ett pris per aktie om 3,21 SEK i ett Bear scenario.

### First Venture uppvisar hög substansrabatt bland noterade investmentbolag på Stockholmsbörsen.

Beräknad substanspremie/rabatt för noterade investmentbolag på Stockholmsbörsen, 2022-08-25



Källa: First Venture och IBindex

## Optionsvärde i onoterade innehav

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

### Sammanställning av värdering i respektive scenario

	Bear scenario	Base scenario	Bull scenario
Substansvärde per aktie, SEK	6,42	8,18	9,30
Substansrabatt, %	50 %	20 %	15 %
Nuvärde per aktie, SEK	<b>3,21</b>	<b>6,54</b>	<b>8,41</b>



# APPENDIX I

## Substansvärde per 2022-06-30, MSEK (Källa: First Venture)

<b>Noterade innehav</b>	
Humble Group	62 777 881
Sprint Bioscience	15 164 692
Kiliaro	5 475 997
Alelion	11 697 115
Spherio Group (Yaytrade)	413 250
Lyckegård	4 251 087
Copperstone	1 772 300
Kapitalförsäkring	16 183 765
<b>Summa noterat</b>	<b>117 736 087</b>
Mendi innovation	16 649 873
Speedment	9 860 774
Cling Systems	8 600 003
Zigrid	8 337 820
Verduro f.d.Nutribe	17 520 000
CombiQ	16 238 100
Virtual eTraining	5 069 440
Digital Diabetes Analytics	6 741 500
Mindforce Game Lab	3 599 876
Tribonex	5 000 000
Övrigt	6 448 492
<b>Summa onoterat</b>	<b>104 065 878</b>
<b>Totalt innehav</b>	<b>221 801 965</b>
Tillgångar-skulder	71 668 863
<b>Substansvärde</b>	<b>293 470 828</b>
Substansvärde/aktie	7,8

Estimerat substansvärde 2022E, MSEK	Base scenario	Bull scenario	Bear scenario
Humble Group	68 100 847	95 341 186	47 670 593
Sprint Bioscience	19 562 453	23 909 664	8 694 423
Kiliaro	3 273 694	5 892 649	1 964 216
Alelion	10 589 981	15 403 608	9 627 255
Spherio Group (Yaytrade)	762 923	1 017 231	190 731
Lyckegård	7 517 712	4 832 815	3 221 876
Copperstone	1 949 530	2 436 913	1 364 671
Kapitalförsäkring	16 183 765	16 183 765	16 183 765
<b>Summa noterat</b>	<b>127 940 904</b>	<b>165 017 830</b>	<b>88 917 531</b>
Mendi innovation	16 649 873	18 314 860	13 319 898
Speedment	9 860 774	10 846 851	7 888 619
Cling Systems	8 600 003	9 460 003	6 880 002
Zigrid	8 337 820	9 171 602	6 670 256
Verduro f.d.Nutribe	17 520 000	19 272 000	14 016 000
CombiQ	19 485 720	17 861 910	12 990 480
Virtual eTraining	5 069 440	5 576 384	4 055 552
Digital Diabetes Analytics	6 741 500	7 415 650	3 370 750
Mindforce Game Lab	3 599 876	3 959 864	1 799 938
Tribonex	5 000 000	5 500 000	4 000 000
Övrigt	6 448 492	6 448 492	5 158 794
<b>Summa onoterat</b>	<b>107 313 498</b>	<b>113 827 617</b>	<b>80 150 290</b>
<b>Totalt innehav</b>	<b>235 254 402</b>	<b>278 845 447</b>	<b>169 067 821</b>
Tillgångar-skulder	71 668 863	71 668 863	71 668 863
<b>Substansvärde</b>	<b>306 923 265</b>	<b>350 514 310</b>	<b>240 736 684</b>
Substansvärde/aktie	8,18	9,34	6,42

# APPENDIX II

SEKmn	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>EBIT</b>	-40,0	-60,0	-78,0	-31,2	-12,5	-5,0	5,0	7,5	11,3
taxes	-8,0	-12,0	-15,6	-6,2	-2,5	-1,0	1,0	1,5	2,3
<b>NOPAT</b>	-48,0	-72,0	-93,6	-37,4	-15,0	-6,0	6,0	9,0	13,5
D&A	297,0	267,0	267,0	267,0	267,0	147,0	147,0	147,0	147,0
capex	-57,0	-63,0	-40,0	-40,0	-40,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
change in NWC	66,0	65,0	65,0	65,0	78,8	94,2	112,3	133,6	157,7
<b>Unlevered FC</b>	258,0	197,0	198,4	254,6	290,8	215,2	245,3	269,6	298,2

## DCF valuation breakdown

Forecasted value	2 227,1
Terminal value	2 640,1
Enterprise value	4 867,1
Net debt	241,2
Equity Value	4 625,9
No. shares	294,5
Value per share	15,7

## WACC

WACC	13,5 %
Beta	1,5
Risk free rate	3 %
Equity risk premium	11 %
Cost of equity	19,5 %
Weight of equity	67 %
Weighted cost of equity	13,1 %
After-tax cost of debt	1,38 %
Weight of debt	33 %
Weighted cost of debt	0,5 %

# 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 frånsäger 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** (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.

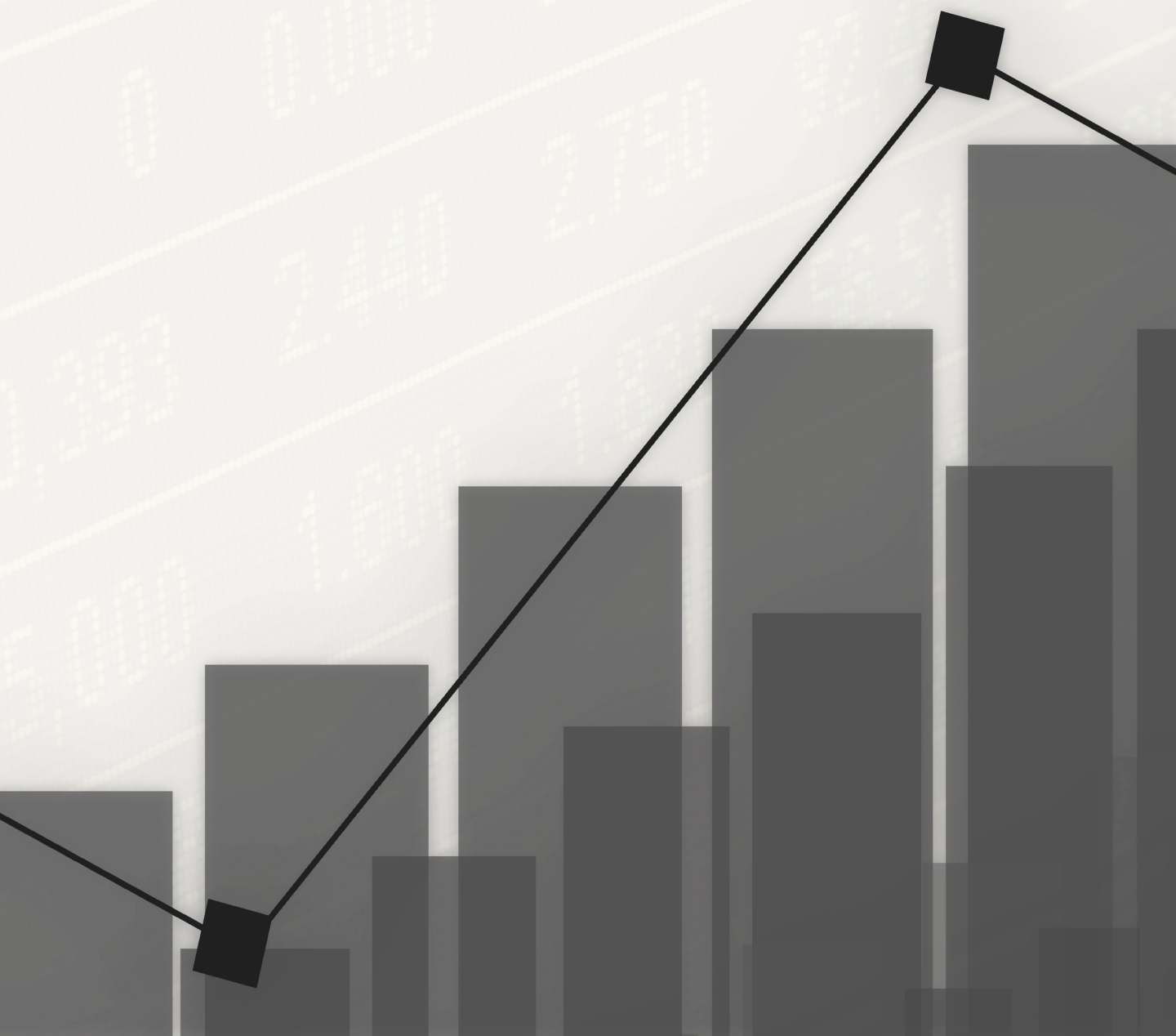
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm