

AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



FIRST VENTURE SWEDEN

Investmentbolag med entreprenörsteam i fokus

2021-12-20

Analytiker: Anton Flygare

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 utifrån tillgängliga analytikerestimat för noterade innehav, i kombination med tillämpad substansrabatt, härleds ett värde per aktie om 10,3 SEK i ett Base scenario.

Starkt management och erfarna storägare

Grundarna av First Venture och tidigare Första Entreprenörs-fonden, 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 ca 12 MSEK och drygt 20 % av rösterna. Bland First Ventures storägare återfinns exempelvis finansmannen Rutger Arnhult och techmiljardären Håkan Roos, som tillsammans äger aktier för cirka 76 MSEK, motsvarande cirka 27 % av aktierna i Bolaget.

Förvävsstrategi med lönsamma resultat

Bolaget har en tydlig förvävsstrategi med fokus på snabbväxande bolag som står inför en kapitalintensiv kommersialiseringssfas, på så sätt kan First Venture hitta en attraktiv riskprofil med en potentiell hög tillväxt. Genom att arbeta nära entreprenörsteamet, tillika management och styrelse, 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, var 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 portföljinnehav samt en applicerad substansrabatt om 15 % i ett Base scenario. En Sum of the Parts (SOTP)-värdering tillämpas där marknadsvärdet för onoterade innehav förväntas bibehålla dagens marknadsvärde, på grund av bristen på transparens. Sammantaget härleds genom en SOTP-värdering ett substansvärde om 12,1 SEK per aktie år 2022, och justerad med tillämpad substansrabatt om 15 % motiveras ett pris per aktie om 10,3 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 30 % av portföljen. Utöver detta återfinns också risker i huruvida First Venture kan omsätta Bolagets senaste rapporterade nettokassa om cirka 170 MSEK då en aktiv förvävsstrategi senaste åren blivit allt mer populärt, vilket kan tänkas göra det svårare att hitta potentiella kandidater till en attraktiv värdering, likväl som det kan innebära möjligheter.

AKTIEKURS | 6,88 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR
6,6 kr

BASE
10,3 kr

BULL
12,8 kr

FIRST VENTURE SWEDEN	
Senast betalt (2021-12-17)	6,88
Antal Aktier (st.)	37 524 206
Market Cap (MSEK)	262,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-170,4
Enterprise Value (MSEK)	87,8
V.52 prisintervall (SEK)	6,50 – 8,97
Lista	Nasdaq First North Growth Market

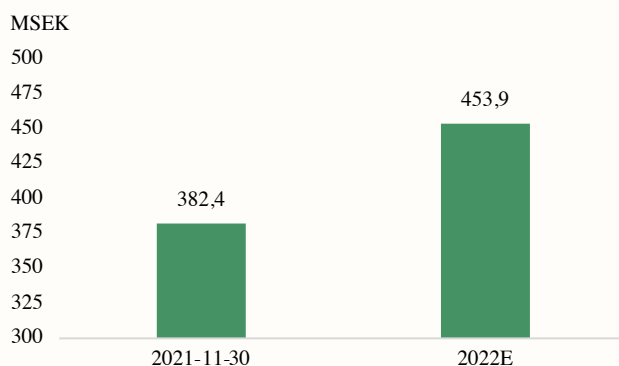
UTVECKLING	
1 månad	-15,7 %
3 månader	-2,7 %
1 år	-14,9 %
YTD	-14,9 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)	
Rutger Arnhult	20,5 %
Håkan Roos	6,2 %
Tham Special Investment AB	5,8 %
WMG Advisors LLP	5,5 %
Avanza Pension	4,5 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	David Wendel
Styrelseordförande	Peter Werme

FINANSIELL KALENDER	
Kvartalsrapport 4 2021	2022-02-24

Prognostiserad utveckling av substansvärde för år 2022, Base scenario.



INVESTERINGSIDÉ

**HÅKAN ROOS
OCH RUTGER
ARNHULT ÄGER
AKTIER FÖR CA
76 MSEK**

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

Unicorn:

Ett startupbolag som värderas till över 1 mdUSD.

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 storägare återfinns bl.a. techmiljardären Håkan Roos och finansmannen Rutger Arnhult, som tillsammans äger aktier för närmare 76 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, och Analyst Group bedömer att First Venture besitter bred den kompetens och beprövade strategi för att vidareutveckla nuvarande innehav samt för att hitta potentiella förvärv. 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.

Förvärvsstrategi med beprövat resultat

First Ventures investeringsstrategi, med fokus på *valley of death*, möjliggör för Bolaget att hitta 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 bra 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 liten spelare 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 förvärvsstrategi, anser Analyst Group att ytterligare investeringar är att vänta inom nästkommande kvartal, vilket förväntas generera vidare aktieägarvärde framgent.

Attraktiv värdering sett till substansvärde

Utifrån First Ventures egenskaper som investmentsbolag härleds värderingen utifrån tillgängliga analytikerestimat för år 2022 på noterade portföljinnehav samt en substansrabatt om 15 % 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 80 % av portföljen, exklusive kassa. För noterade innehav som saknar analytikerestimat, appliceras en bolagsspecifik värdering utifrån en P/S-multipel mot jämförbara bolag. Sammantaget härleder SOTP-värderingen ett substansvärde per aktie om 12,1 SEK år 2022, vilket, med en substansrabatt om 15 %, motiverar ett pris per aktie om 10,3 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 30 % av substansvärdet och en nedgång i aktiekursen för Humble har därför en 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 förvärvsintensiv och snarare en säljares än en köparens marknad. First Venture har däremot redan börjat exekvera på Bolagets strategi genom investeringar i två onoterade innehav under Q3-21, Lyckegård och Mendi samt i Cling Systems under Q4-21, vilka Analyst Group bedömer vara helt i linje med uttalad strategi.

HIGHLIGHTS

1

Mångårig erfarenhet och brett nätverk hos management och styrelse

2

Beprövad strategi med tydligt fokus på megatrender och entreprenörsteam bakom

3

Stor kassa medför möjligheter till fler värdeskapande förvärv

4

Attraktiv värdering sett till substansvärde och peers

5

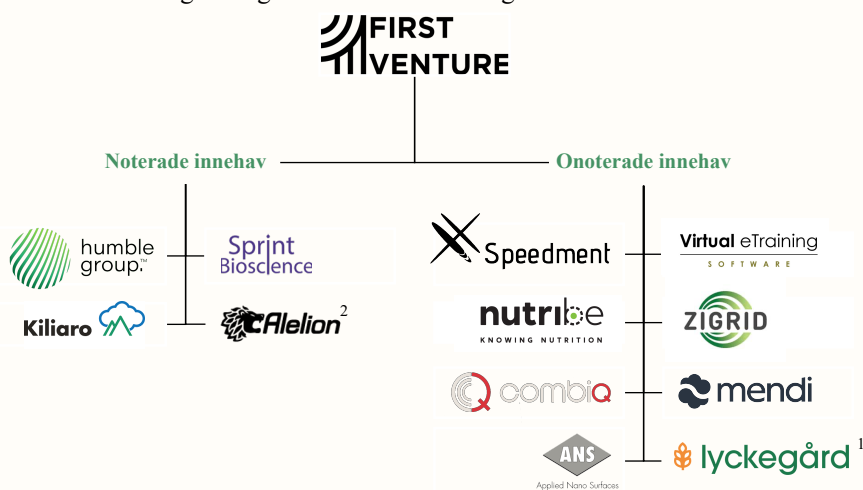
Erfarna storägare ingjuter förtroende

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. First Venture investerade nyligen i det onoterade bolaget Lyckegård Group, ett svenskt bolag som arbetar med hållbar odling vars avsikt är att noteras under första kvartalet 2022 och som har en tydlig profil mot hållbarhet och klimat. I First Ventures noterade innehav bedrivs arbetet främst genom valberedning samt god kontakt med management.



1. Avtal angående investering om 5 MSEK ingått 2021-11-15 avseende notering och nyemission under första kvartalet 2022.

2. Avtal angående investering om 15 MSEK ingått 2021-12-01 i samband med bolagets nyemission.

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 170 MSEK enligt senaste rapporterade substansvärdet (2021-11-30), 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 ytterligare bidrar till positiv kursutveckling.

FOKUS PÅ
MEGATRENDER
MED STARK
MARKNADS-
TILLVÄXT

PORTFÖLJBOLAGEN

First Ventures portfölj består i dagsläget av tre aktiva noterade (First Venture tecknade aktier om 15 MSEK i Alelion Energy Systems nyemission 2021-11-01, varför investeringen också presenteras här nedan) och sju aktiva onoterade innehav, varav ett avser att noteras under första kvartalet år 2022. Nedan följer en kort beskrivning av de noterade innehaven.

Humble Group



Humble Group är First Ventures största innehav och utgör cirka 30 % av portföljen om cirka 285 MSEK, inklusive kassa. Bolaget är en FMCG-aktör inom framtidens FMCG-produkter, vilka uppvisade en pro forma omsättning om 3,4 mdSEK under Q3-21 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, vilka Bolaget har arbetat när 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 Systems¹



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 hade bolaget sin högsta orderingång 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. 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. Avtal angående investering om 15 MSEK ingått 2021-12-01 avseende nyemission under december 2021.

PORTFÖLJBOLAGEN

First Ventures portfölj består i dagsläget av sju aktiva onoterade innehav, varav Lyckegård Group har som avsikt att noteras under första kvartalet 2022. Nedan redogörs för Bolagets onoterade innehav.

Mendi Innovations



Mendi Innovations är en av First Ventures senaste investeringar varför Bolaget tecknade aktier för cirka 17 MSEK i företagens riktade nyemission under oktober 2021. I samband med nyemissionen förvärvade 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 för 2 999 kr och användare rapporterar om upp till 38 % förbättrad fokus och att tiden att somna in 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.

Lyckegård Group¹



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 trenden, genom ambitionen att erbjuda en heltäckande produkt- och tjänsteportfölj. 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. Genom notering under år 2022 avser Lyckegård skapa förutsättningar för att fortsätta nå ut till nya marknader och göra vidare strategiska förvärv.

Speedment



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

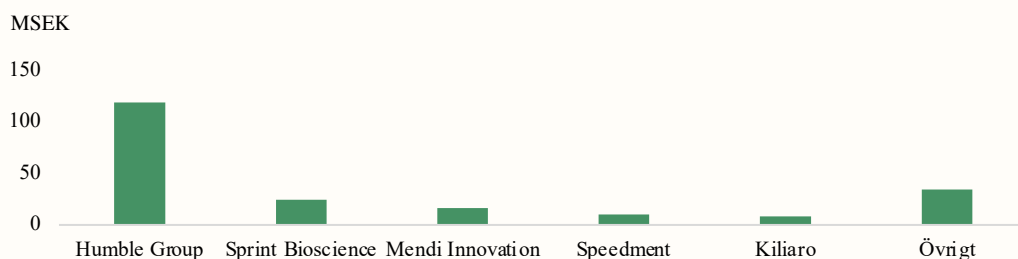
CombiQ



CombiQ arbetar med Internet-of-Things-teknik (IoT) inom industrin. Där erbjuder CombiQ en SaaS-tjänst i molnet som använder insamlad data från maskiner för att skapa insikt och beslutsunderlag. Tjänsten innebär att produktionen kan effektiviseras och kvalitetssäkras för att minska kostnader och öka kundnöjdheten.

Humble Group utgjorde 2021-11-30 cirka 119 MSEK eller 31 % av First Ventures substansvärde

Substansvärde per innehav 2021-11-30, exkl. rapporterad nettokassa om cirka 170 MSEK



Källa: First Venture

1. Avtal angående investering om 5 MSEK ingått 2021-11-15 avseende notering och nyemission under första kvartalet 2022.

PORTFÖLJBOLAGEN



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.

Nutribe

Nutribe 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 Nutribe Swiftr som erbjuder en skräddarsydd helhetslösning för digitala gym- och träningskort.

Applied Nano Surfaces

Applied Nano Surfaces har utvecklat en teknologi inom ytbehandling inriktad mot industriella processer. Bolagets produkt minskar friktionsförluster såväl som slitage och kundbasen består idag av bland annat Honda, BMW, Scania, Daimler, Epiroc, Atlas Copco och Caterpillar. Bland aktieägarna i ANS återfinns institutionella investerare som Sjätte AP Fonden, Abacus Alpha GmbH och BASF Venture Capital GmbH.

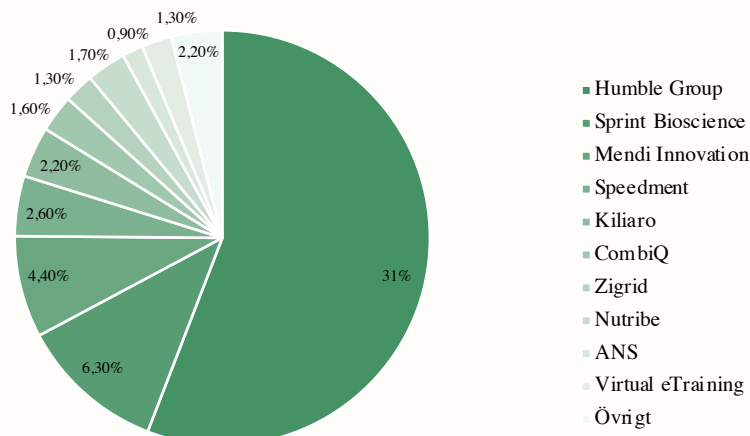
Virtual e-Training

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.

Övriga innehav

First Ventures övriga investeringar består av mindre poster i en handfull onoterade innehav, vars gemensamma värde per 2021-10-31 uppgick till cirka 2 % av substansvärdet, motsvarande cirka 8 MSEK.

Andel av substansvärde per 2021-11-30, %¹



1. Exklusive rapporterad nettokassa om 170,4 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.

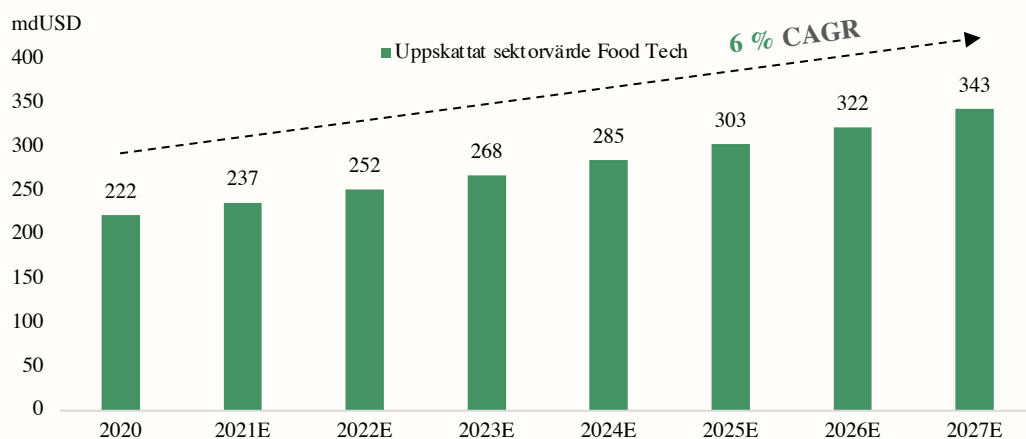
Positiva trender inom hållbar konsumtion och produktion för hälsa och klimatet

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 mdEUR år 2025, från 1,5 mdEUR år 2018.

En ökad befolkning och växande medelklass har bidragit till allt mer påtryckningar att reducera koldioxidutsläppen och en hållbarare användning av resurser. Marknaden för förnybar energi, där First Ventures innehav 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 % mellan åren 2020-2027.

Sektorvärde Food Tech, 2020-2027



Källa: Emergen Research

VÄRDERING

**10,3 KR PER
AKTIE I ETT
BASE
SCENARIO**

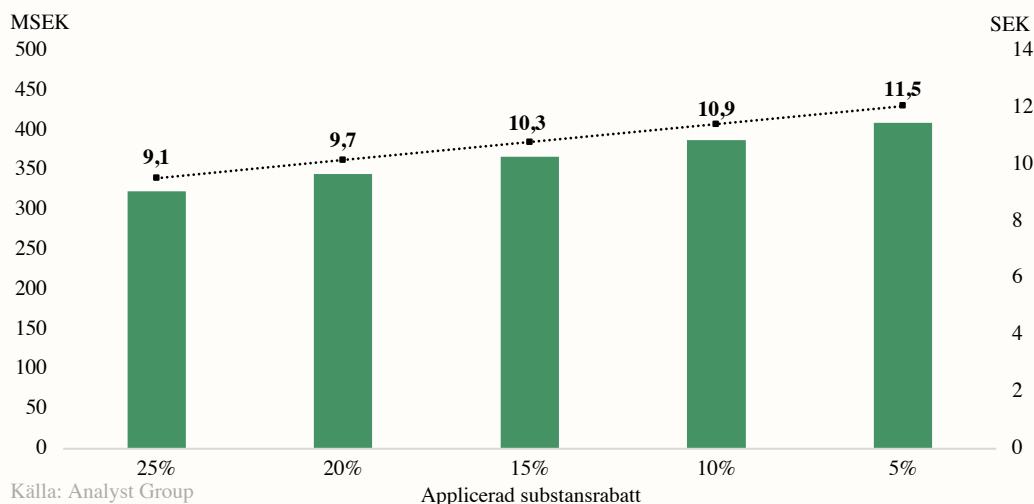
Värdering: Base scenario

Värderingen av First Venture härleds genom en *Sum of the Parts*-värdering för år 2022, där portföljens innehav värderas individuellt. För Bolagets onoterade innehav antas marknadsvärdet hållas konstant framgent, på grund av bristen på transparens och insyn. First Ventures noterade innehav värderas utifrån tillgängliga analytikerestimat samt en peer-värdering gällande Alelion och Kiliaro, vilka saknar estimat. Peer-värderingen görs med jämförbara bolag avseende affärsmodell, kapitalstruktur och segment genom en P/S-multipel. Humble Group värderas utifrån 2022 års estimerade EBITDA om 544 MSEK, som utifrån en EV/EBITDA-multipel om 21x, vilket motiverar ett värde per aktie om 41,9 SEK för Humble Group i ett Base scenario.

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 strategi och utveckling, genom styrelseplatser och nätverk, motiverar en lägre substansrabatt än jämförbara peers. First Ventures nettokassa om cirka 170 MSEK förväntas sättas i arbete under nästkommande år, och senaste tiden har Bolaget fortsatt sin framgångsrika investeringsstrategi. Potentialen i kassan har av den anledningen inkluderats i beräkningen av substansvärdet. En substansrabatt om 15 % appliceras på 2022 års estimat, vilket motiverar ett börsvärde om 386 MSEK motsvarande ett pris per aktie om 10,3 SEK i ett Base scenario.

Med en substansrabatt om 15 % applicerat på 2022 års estimat motiveras ett nuvärde per aktie om 10,3 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 presteras i linje med analytikers bull-estimat. För Humble Group innebär detta betydligt snabbare tillväxt framgent, drivet av förändrat konsumentbeteende samt regulatoriska initiativ. För investeringar som saknar estimat väntas konstant marknadsvärde, vilket appliceras på Kiliaro, Alelion Energy Systems och Lyckegård, som tillsammans utgör cirka 10 % av portföljen. Marknadsvärdet för Bolagets onoterade innehav uppskattas stiga 10 % år 2022 och ses som en generell värdeökning över alla portföljbolag. Denna uppskattning görs på grund av bristen på transparens och insyn i innehavens finanser.

Utöver denna konservativa värdeökningen får en potentiell investerare även intressanta optioner i form av framtida värdeskapande investeringar, tillika den framtida utvecklingen av dessa, vars potentiella värde innefattas av beräkning av substansvärdet som inkluderar kassan. Styrelsens och managements mångåriga erfarenheter väntas även leda till att substansrabatten reduceras på sikt, i samband med att marknaden får förtroende för Bolagets strategi och ledningens *track record*.

Vårt 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. En substansrabatt om 10 % appliceras på 2022 års estimat, vilket motiverar ett börsvärde om 479 MSEK och ett pris per aktie om 12,8 SEK i ett Bull scenario.

**12,8 KR PER
AKTIE I ETT
BULL
SCENARIO**

VÄRDERING

**6,6 KR PER
AKTIE I ETT
BEAR
SCENARIO**

Värdering: Bear scenario

I ett Bear scenario väntas utvecklingen i First Ventures noterade portfölj vara i linje med analytikers bear-estimat samtidigt som Bolagets onoterade innehav väntas värderas 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 förvärvsstrategi. För bolag där analytikerestimat saknas appliceras en bolagsspecifik rabatt mot peers, vilket motiverar lägre värderingar för respektive. I ett Bear scenario antas marknads förtroende för First Ventures strategi minska, vilket Analyst Group anser motiverar en högre substansrabatt. Eftersom ett Bear scenario utgår från att majoriteten av First Ventures innehav har en negativ utveckling framgent bör det vara förknippat med ett generellt sämre marknadsklimat, vilket påverkar marknaden i stort, tillika andra företag, negativt.

Eftersom First Ventures onoterade innehav värderas löpande efter fasta principer, som bland annat baseras på senaste finansieringsrunda, utgår Analyst Group ifrån att värderingen är rättvisande men är också medvetna om att denna värdering kan vara konservativ, om bolagen exempelvis inte genomfört en finansieringsrunda i närtid. En substansrabatt om 30 % appliceras på estimaten för år 2022, vilket motiverar ett börsvärde om 247 MSEK och ett pris per aktie om 6,6 SEK i ett Bear scenario.

First Venture uppvisar högst substansrabatt av noterade investmentbolag på Stockholmsbörsen.

Substansrabatt/premie för noterade investmentbolag på Stockholmsbörsen, 2021-12-15



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 sin 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 också 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 får i samband med en investering i First Venture.

Sammanställning av värdering i respektive scenario

	Bear scenario	Base scenario	Bull scenario
Substansvärde per aktie, SEK	9,4	12,1	14,2
Substansrabatt, %	30 %	15 %	10 %
Nuvärde per aktie, SEK	6,6	10,3	12,8

APPENDIX

Substansvärde per 2021-11-31, SEK (Källa: First Venture)

Noterade innehav	
Humble Group	118 575 624
Sprint Bioscience	24 214 588
Kiliaro	8 219 347
Summa noterat	151 009 559
Onoterade innehav	
Mendi Innovation	16 649 873
Speedment	9 860 774
CombiQ	5 956 500
Zigrid	4 964 949
Nutribe	6 534 250
ANS	3 277 040
Virtual eTraining	5 069 440
Övrigt	8 410 898
Summa onoterat	60 723 724
Totalt innehav	211 733 283
Tillgångar-skulder	170 400 924
Substansvärde	382 134 207
Substansvärde/aktie	10,18

Estimerat substansvärde 2022E, SEK	Base scenario	Bull scenario	Bear scenario
Noterade innehav			
Humble Group	181 656 989	228 046 721	102 317 540
Sprint Bioscience	32 775 301	58 702 032	11 251 223
Kiliaro	8 852 401	10 609 619	8 219 347
Alelion Energy Systems	16 730 769	23 513 017	16 730 769
Summa noterat	240 015 461	320 871 389	138 518 879
Onoterade innehav			
Mendi Innovation	16 649 873	18 314 860	16 649 873
Speedment	9 860 774	10 846 851	9 860 774
CombiQ	5 956 500	6 552 150	5 956 500
Zigrid	4 964 949	5 461 444	4 964 949
Nutribe	6 534 250	7 187 675	6 534 250
ANS	3 277 040	3 604 744	3 277 040
Virtual eTraining	5 069 440	5 576 384	5 069 440
Övrigt	8 410 898	9 251 988	8 410 898
Summa onoterat	60 723 724	66 796 096	60 723 724
Totalt innehav	300 739 185	387 667 486	199 242 603
Tillgångar-skulder	153 670 155	146 887 907	153 670 155
Substansvärde	454 409 339	534 555 393	352 912 758
Substansvärde/aktie	12,1	14,2	9,4
Applicerad substansrabatt	15 %	10 %	30 %
Nuvärde per aktie	10,3	12,8	6,6

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 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 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund