

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## MAVEN WIRELESS

*Levererar tillväxt i rekordfart*

2021-11-02

Lucas Mattsson

**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

# MAVEN WIRELESS (MAVEN)

## LEVERERAR TILLVÄXT I REKORDFART



Under det tredje kvartalet för 2021 erhöll Maven orders från åtta nya kunder, samtidigt som avrop och leveranser från befintliga ramavtal med ÖBB i Österrike och Telenor i Norge fortsätter. Analyst Group prognostiserar att Maven kan fortsätta uppvisa en stark tillväxt under kommande kvartal, då avrop och leveranser från befintliga kunder i Europa och Asien fortskrider, samtidigt som de två stora affärerna i Turkiet respektive Filipinerna förväntas bidra positivt till nettoomsättningen med ca 13 MSEK vardera. Analyst Group estimerar att omsättningen kommer stiga till ca 59 MSEK för helåret 2021, därefter räknar vi med att Maven kan fortsätta skala upp sin försäljning, för att tills år 2023 nå intäkter omkring 249 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års försäljning, ger det ett nuvärde om 16,7 kr per aktie i ett Base scenario.

### Stort ramavtal bidrar till stabil omsättning

Efter utgången av det tredje kvartalet meddelade Maven att Bolaget signerat ett treårigt ramavtal med en ny kund i Frankrike, vars värde är uppskattat till 120 MSEK över tre år. Under antagandet att det bedömda avtalsvärdet fördelas lika under den treårsperiod som ramavtalet avser, d.v.s. 40 MSEK/år, motsvarar det årliga värdet av ordern ca 80 % av vad Maven omsatte under 2020, 50 MSEK, vilket påvisar ett betydande värde i denna order, utöver kvalitetsstämpeln. Förutom att ramavtalet starkt bidrar till den organiska tillväxten, lägger avtalet en grund för framtida säkrade avrop och leveranser, vilket leder till ett stabilare kassaflöde jämfört med enskilda beställningar.

### Marknaden börjar återhämta sig

Maven har påverkats negativt av Covid-19 pandemin med lägre aktivitet på marknaden och längre ledtider. Trots att pandemins effekter fortfarande är märkbara på Bolagets verksamhet ser vi tecken på att det börjar bubbla allt mer på Bolagets olika marknader. Orderboken är rekordhög och uppgick till 43 MSEK vid utgången av Q3-21, Maven har tagit hem ett stort ramavtal i Frankrike samtidigt som Bolaget inkommit med bud på ett större ramavtal i Schweiz. Detta, i kombination med att Maven har etablerat en ny fabrik i Polen och fortsätter expansionen i USA, gör att vi räknar med att Mavens försäljning kan öka succesivt under kommande kvartal.

### Vi justerar vårt värderingsintervall

Nettoomsättningen under Q3-21 var något lägre än väntat, samtidigt som orderingången om 33,8 MSEK (0,6) var ett riktigt styrkebesked. Med hänsyn till Q3-rapporten väljer vi att göra vissa revideringar i våra prognoser, där vi utifrån ett antagande om fortsatt ökad orderingång, en starkt säljorganisation och en växande efterfrågan från marknaden, räknar med att nettoomsättningen kan stiga successivt tills år 2023 för att då uppgå till ca 249 MSEK i ett Base scenario. Givet en tillämplig målmultipel om 4x EV/Sales och en diskonteringsränta om 10 %, ger det ett nuvärde om 16,7 SEK per aktie i ett Base scenario.

## AKTIEKURS | 16,5 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOSEN

<b>BEAR</b> 11,5 kr	<b>BASE</b> 16,7 kr	<b>BULL</b> 22,0 kr
------------------------	------------------------	------------------------

*Diskonterad värdering (nuvärde) på 2023 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.*

MAVEN WIRELESS AB						
Stängningskurs (2021-11-01)	16,5					
Antal Aktier (st.)	50 657 700					
Market Cap (MSEK)	835,9					
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-25,9					
Enterprise Value (MSEK)	810,0					
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.					
Lista	Nasdaq First North Growth Market					
UTVECKLING						
1 månad	-0,6 %					
3 månader	+26,2 %					
1 år	n.a.					
YTD	n.a.					
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2021)						
Gunnar Malmström	15,2 %					
Håkan Samuelssons dödsbo	11,9 %					
Fredrik Ekström	9,4 %					
Göran Grosskopf	9,0 %					
Almi Invest Greentech AB	7,1 %					
VD OCH ORDFÖRANDE						
Verkställande Direktör	Fredrik Ekström					
Styrelseordförande	Anders Björkman					
FINANSIELL KALENDER						
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-25					
Prognos (Base), MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	58,7	138,0	249,2	289,8	324,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>20,0</b>	<b>51,0</b>	<b>94,7</b>	<b>130,5</b>	<b>146,0</b>
Bruttomarginal	31,4%	34,1%	36,9%	38,0%	45,0%	45,0%
Rörelsekostnader	-32,1	-39,8	-55,2	-74,8	-92,7	-100,5
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-19,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>19,9</b>	<b>37,8</b>	<b>45,5</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	8,0%	13,0%	14,0%
P/S	16,8	14,2	6,1	3,4	2,9	2,6
EV/S	16,3	13,8	5,9	3,3	2,8	2,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	-191,9	40,6	21,5	17,8

# INVESTERINGSIDÉ

**RAMAVTAL  
VÄRT  
120 MSEK**

## Omfångsrika ramavtal som stärker närvaron på befintliga marknader

Under det tredje kvartalet har Maven vunnit en order på Filipinerna, ytterligare en order i Turkiet och efter utgången av det tredje kvartalet meddelade Maven att Bolaget signerat ett treårigt ramavtal med en ny kund i Frankrike. De senaste affärerna bidrar till att stärka närvaron på befintliga marknader vilket Analyst Group anser är strategiskt riktigt och helt i linje med Bolagets expansionsplaner. Den stora höjdpunkten i ljustet av flera framgångsrika affärer är ramavtalet med den franska systemintegratören, vilka är ledande av att distribuera mobiltäckning i Frankrike och de utomeuropeiska regionerna. Ramavtalets värde är uppskattat till 120 MSEK över tre år, och under antagandet att det bedömda avtalsvärdet fördelas lika under den treårsperiod som ramavtalet avser, d.v.s. 40 MSEK/år, motsvarar det årliga värdet av ordern till ca 80 % av Mavens omsättning under år 2020, 50 MSEK, vilket påvisar ett betydande värde i denna order. Förutom att ramavtalet starkt bidrar till den organiska tillväxten, lägger avtalet en grund för framtida säkrade avrop och leveranser, vilket leder till ett stabilare kassaflöde jämfört med enskilda beställningar. Således ser Analyst Group positivt på ytterligare ett ramavtal för Maven, vilka sedan tidigare har ramavtal med Telenor och ÖBB.

## Stärkt O-RAN förväntas medföra stark tillväxt

Maven står väl positionerade för att möta kommersialiseringen av O-RAN, vilket är en standard för mjukvarubaserade radionät, vilket skulle innebära att Bolagets adresserbara marknad skulle växa ännu större, fler funktioner integreras i mjukvaran och att Bolagets plattform kan skalas helt efter kundens behov. Analyst Group ser att det finns goda möjligheter för en komplett utruvning av O-RAN, då ett flertal stora aktörer har anslutit sig till O-RAN ALLIANCE, däribland Verizon, T-Mobile, IBM, Vodafone, Microsoft, Facebook, Nokia och Ericsson. Analyst Group estimerar att ett scenario där O-RAN kommersialiseras skulle leda till högre framtida tillväxt, mer förutsägbara kassaflöden samt högre marginaler. Detta till trots, har Analyst Group inte tagit hänsyn till O-RAN i prognoserna, då det ännu inte är standardiserat.

## Flertalet triggars framgent

Under det tredje kvartalet 2021 har Maven etablerat ett dotterbolag i USA, för att därigenom kunna adressera både Nord- och Sydamerika vilka tillsammans utgör cirka 44 % av Bolagets adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning. Maven har idag en utestående offertstock som är den största i Bolagets historia och deltar för närvarande i flertalet stora upphandlingar, bland annat har Bolaget lagt bud på ett större ramavtal i Schweiz och tagit en första order i Kina. Detta innebär att Maven redan innan uppstart i Nord- och Sydamerika har möjlighet att flerdubbla dagens omsättningsnivåer, endast med nuvarande offertstock och pågående upphandlingar.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 46 % under perioden 2020-2025, för att år 2025 nå en nettoomsättning om ca 324 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är Bolagets förmåga att under kommande 12 månader skala upp verksamheten och vinna fler upphandlingar. Givet ett framgångsrikt genomförande menar Analyst Group att Maven kommer få lättare att skala upp i Nord- och Sydamerika, vilket är kritiskt. Baserat på en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års försäljning om 249 MSEK, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 16,7 SEK.

## Låg teknisk risk men trögrörlig marknad

Maven är idag ensamt om att erbjuda heltäckande DAS-system för inomhus- och tunneltäckning för alla operatörer och teknologier, inklusive 5G, vilket innebär att Bolaget har ett försprång gentemot dess konkurrenter. Mot bakgrund av detta bedömer Analyst Group att Maven har en av de bästa produktportföljerna på marknaden idag. Telekombranschen präglas dock av långa kontrakt och upphandlingsprocesser, vilket innebär en försäljningsmässig utmaning. Med nuvarande omsättningsnivåer är det emellertid så att ett ensamt större kontrakt kan ha en betydande påverkan på Bolagets försäljning.

**46 %  
CAGR 2020-  
2025E**

# MARKNADSANALYS

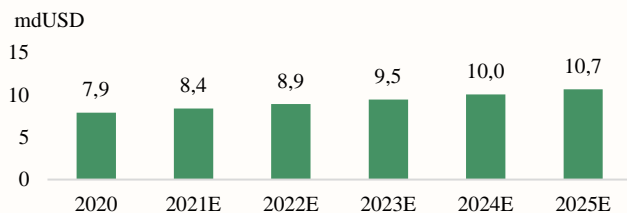
## Flera drivkrafter talar för tillväxt

Maven är verksamma på DAS-marknaden, vilken förväntas nå ett värde om 10,7 mdUSD år 2025, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 6,2 %. Några av de viktigaste tillväxt-drivande faktorerna är en ökande mobildatatrafik, ett växande antal anslutna enheter till följd av IoT, ett ökat konsumentbehov för utökad nätverkstäckning och oavbruten anslutning samt byggnation av moderna fastigheter med fokus på miljö och hållbarhet. Mavens plattform täcker idag alla cellulära band och är helt anpassad för 5G. Vidare stödjer plattformen såväl nuvarande som framtida system för kritisk kommunikation samt O-RAN. Uppdraget för O-RAN Alliance är att omforma RAN-industrin mot mer intelligenta och öppna mobilnät. O-RAN är en mjukvarucentrerad öppen standard för radionätverk som ett mer konkurrenskraftigt och livfullt leverantörsekosystem inom RAN-industrin, med snabbare innovation för att förbättra användarupplevelsen för slutanvändarna. O-RAN baserade mobilnätverk kommer samtidigt förbättra effektiviteten i utbyggnaden av RAN samt verksamheten för mobiloperatörerna. Vid en standardisering av O-RAN skulle Maven även kapitalisera på marknaden för mobil infrastruktur, vilken förväntas växa från 1,3 mdUSD år 2020 till 17,1 mdUSD år 2025, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 67 %.

**67 %**  
**CAGR 2020-**  
**2025E**

### Mavens adresserbara marknad förväntas nå 10,7 mdUSD år 2025

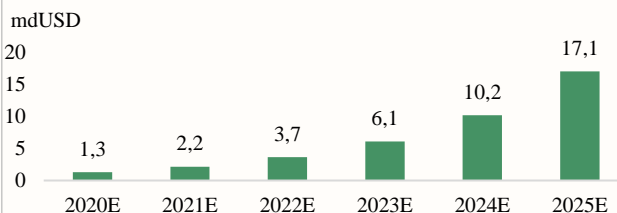
Globala marknaden för DAS (Distributed Antenna System)



Market and Markets (2021)

### Maven förväntas kapitalisera på 5G-utrollningen

Globala marknaden för 5G infrastruktur



Market and Markets (2020)

**4,5X**  
**FÖRVÄNTAD**  
**ÖKNING I**  
**GLOBAL**  
**DATATRAFIK**  
**2020-2026**

## Strukturell tillväxt och starka referenser skapar en bra cocktail

Den globala mobildatatrafiken förväntas öka kraftigt de kommande åren, från 51 Exabyte (EB) vid slutet av 2020 till 226 EB per månad under 2026, motsvarande en tillväxtfaktor om cirka 4,5x jämfört med dagens nivåer. Samtidigt som datatrafiken förväntas öka kraftigt återfinns alltjämt urbana miljöer dit vilka radiosignaler inte når, däribland tunnlar och moderna byggnader. Vid byggnation av fastigheter är energieffektivitet och hållbarhet viktiga ledord, varför moderna materialval är av stor vikt. Bland annat används glas med låg emissivitet, vilket innebär att glaset avvisar cirka 30-45 % av solvärmeenergin. Användningen av glas med låg emissivitet medför emellertid hög dämpning av radiosignaler, vilket resulterar i dålig inomhustäckning. Som en konsekvens av detta ökar behovet av DAS-produkter från två håll: dels i form av ökad datatrafik, dels i form av ökade utmaningar i att få fram datatrafiken.

## Maven är konkurrenskraftiga, både vad det gäller teknikhöjd och miljövänlighet

DAS-marknaden domineras av globalt etablerade aktörer som CommScope, Comba Telecom och SOLiD Technologies. Bolagets huvudkonkurrent, CommScope, är ett amerikanskt företag med över 30 års erfarenhet i branschen som har ca 33 % av marknaden för DAS. Däremot är CommScopes plattform baserad på en äldre produktgeneration, till skillnad från Maven, där Bolagets DAS-plattform är helt anpassad för 5G med hög bandbredd, vilket möjliggör en kostnadseffektiv och smidig uppgradering till 5G samt O-RAN. Maven har dessutom erhållit utmärkelser gentemot sina konkurrenter vad det gäller miljöaspekten. Genom lägre energiförbrukning, färre transporter och mindre materialåtgång, utgör Bolagets DAS-lösning ett mer miljövänligt alternativ än konkurrenternas.

# FINANSIELL PROGNOSES

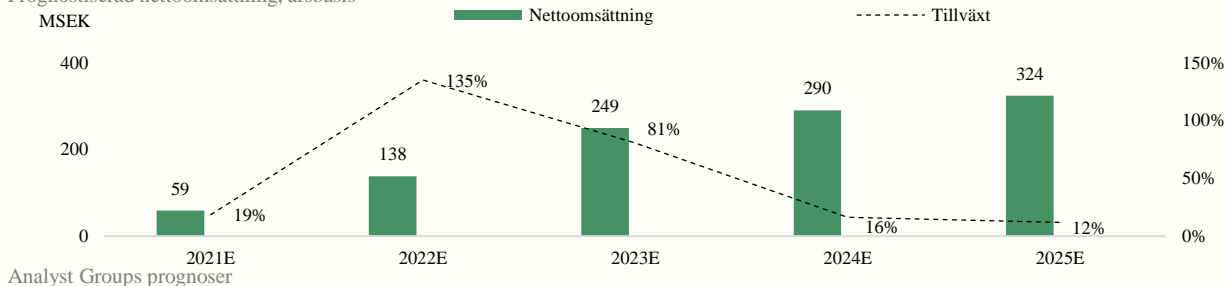
## Omsättningsprognos åren 2021-2025

Maven erhåller intäkter dels via engångsförsäljning av Bolagets hårdvara, dels via återkommande intäkter i form av support och licensintäkter samt mjukvaruintäkter. Hårdvaruintäktarna står i dagsläget för cirka 95 % av de totala intäkterna. Vad gäller år 2021 estimerar Analyst Group en omsättning om cirka 58,7 MSEK, främst drivet av avtalen med Telenor och ÖBB samt de två större affärerna i Turkiet respektive Filipinerna. Under år 2022 estimerar Analyst Group att Maven erhåller avrop från Bolagets nya kund i Frankrike om ca 40 MSEK per år, beställningar från Telenor och ÖBB fortsätter att öka, samtidigt som Maven förväntas vinna upphandlingar till ett värde om cirka 60 MSEK inför 2022, vilket estimeras generera en omsättning om totalt 138 MSEK år 2022. Som tidigare nämnt har Bolaget av allt att döma en av de bästa produktportföljerna på marknaden idag, vilket kombinerat med högprofilerade referenskunder i form av Telenor och ÖBB bör ge Maven goda förutsättningar att vinna en stor del av de upphandlingar som Bolaget bjuder på. I vårt Base scenario utgår vi från att Bolaget uppnår en tillväxttakt om 46 % för perioden 2020-2025, vilket resulterar i en omsättning om 324 MSEK år 2025. Analyst Group har valt ett konservativt förhållningssätt i estimaten till följd av den trögrörlighet som återfinns i branschen vilken skapar försäljningsmässiga utmaningar, med det sagt finns det således goda möjligheter för Bolaget att överträffa våra prognoser.

### AFFÄRS- MODELL MED ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Maven förväntas växa med en CAGR om 46 % (2020-2025).

Prognostiserad nettoomsättning, årsbasis

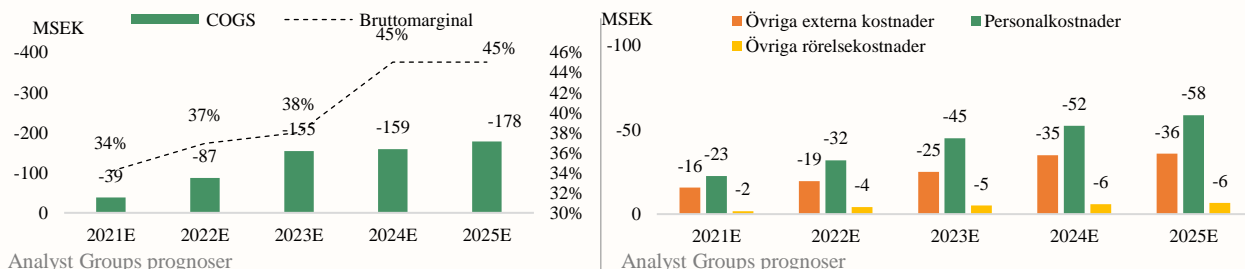


## Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2025

I takt med att Maven växer över tid förväntas COGS utgöra en proportionerligt större del av Bolagets totala kostnadsbas. Maven har som målsättning att på längre sikt uppnå en bruttomarginal om 45 %, vilket Analyst Group bedömer som rimligt med hänsyn till jämförbara företags bruttomarginaler. Under åren 2021-2023 förväntas emellertid en lägre bruttomarginal, vilket motiveras av en något sämre produktmix kombinerat med uppstartskostnader. Från och med Q3-23 förväntas bruttomarginalen stabiliseras omkring 45 %, för att därefter stanna på samma nivå under resterande del av prognosperioden.

Bolaget består idag av cirka 30 anställda, vilket genererar en personalkostnad om cirka 160 TSEK per kvartal per anställd. Som en del i att öka försäljningen kommer Maven behöva skala upp organisationen betydligt, där vi estimerar en personalstyrka om cirka 80 personer år 2025, där större delen av nyrekryteringar förväntas ske inom försäljning. Summerat estimeras en personalkostnad om cirka 58 MSEK år 2025. I övrig kostnadsbas återfinns övriga externa kostnader, vilka som andel av omsättningen förväntas minska från cirka 27 % helåret 2020 till cirka 11 % år 2025, främst drivet av effektiviseringar inom organisationen.

Utöver COGS, förväntas personalkostnaderna utgöra större delen av Bolagets kostnadsbas framöver.





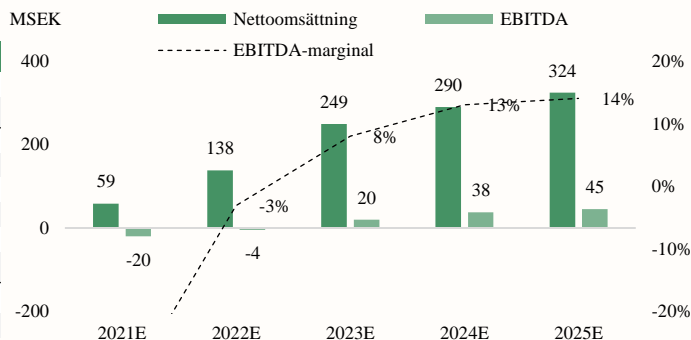
# VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Maven Wireless.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	49,5	58,7	138,0	249,2	289,8	324,1
COGS	-46,8	-38,7	-87,0	-154,5	-159,3	-178,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>20,0</b>	<b>51,0</b>	<b>94,7</b>	<b>130,5</b>	<b>146,0</b>
Bruttomarginal	31,4%	34,1%	36,9%	38,0%	45,0%	45,0%
Externa kostnader	-13,9	-15,6	-19,3	-24,9	-34,8	-35,7
Personalkostnader	-14,6	-22,5	-31,7	-44,9	-52,2	-58,3
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,7	-4,1	-5,0	-5,8	-6,5
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-19,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>19,9</b>	<b>37,8</b>	<b>45,5</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	8,0%	13,0%	14,0%

Analyst Groups prognoser



## Värdering: Base scenario

Under resterande del av 2021 kommer ett antal större upphandlingar att avgöras, vilka förväntas lägga grunden för accelererad tillväxt. På längre sikt bedömer Analyst Group att de upphandlingar som avgörs under år 2022 kommer vara avgörande för Bolagets tillväxttakt under prognosperioden, där ett stort antal vunna upphandlingar förväntas ge en positiv effekt även för framtida försäljning. Till följd av en förväntan om hög tillväxt utgår värderingen från försäljningen, där en EV/S-multipel appliceras. I dagsläget saknar Maven, enligt Analyst Group, direkt jämförbara noterade konkurrenter. Jämförbara företag med liknande marginalprofil och tillväxtutsikter återfinns emellertid alltså. För Maven appliceras en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års förväntade försäljning om cirka 249 MSEK. Givet att Maven är framgångsrika i sin expansion under de kommande två till tre åren bedömer Analyst Group det som sannolikt att Bolaget belönas med en premiemultipel gentemot jämförbara företag, primärt motiverat av Mavens patentportfölj. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 10 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 16,7 SEK idag i ett Base scenario.

**16,7 SEK**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Bolaget vinner en större andel av de upphandlingar som ska avgöras under året, samt ökar andelen offerter som konverteras till ordrar, primärt drivet av ett högre än förväntat förtroende för Mavens produkter.
- Givet ett större antal vunna upphandlingar under året förväntas även Maven att snabbare etablera sig på de nord- och sydamerikanska marknaderna, vilket främst förklaras av att Bolaget i ett sådant scenario har fler referenser vilket bör minska försäljningsmässiga utmaningar.
- I ett Bull scenario förväntas också O-RAN, en molnbaserad RAN-lösning, bli mer standardiserad, vilket sannolikt skulle medföra ökade marginaler.

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultipel om EV/S 4,5 på 2023 års försäljning om 294 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 22,0 SEK. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.<sup>1</sup>

### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Maven är beroende av makroekonomiska faktorer, där framförallt infrastrukturinvesteringar är av vikt. I ett Bear scenario förväntas de långvariga konsekvenserna av pandemin bli större än förväntat, vilket sannolikt kommer agera en försäljningsmässig utmaning.
- Även fast Maven har en marknadsledande produkt utgör detta ingen garanti för en försäljningsmässig framgång, och i ett Bear scenario kan branschens trögrörlighet bidra till försäljningsmässiga utmaningar vilka bidrar till en försenad tillväxt.
- I ett Bear scenario bedöms det som sannolikt att konkurrenter lyckas utveckla produkter, vilka håller samma standard som Bolagets, i ett högre tempo.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om EV/S 3,5 samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 11,5 SEK i ett Bear scenario.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Se Appendix sida 7 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

# APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	58,7	138,0	249,2	289,8	324,1
Övriga rörelseintäkter	12,9	0	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>58,7</b>	<b>138,0</b>	<b>249,2</b>	<b>289,8</b>	<b>324,1</b>
COGS	-46,8	-38,7	-87,0	-154,5	-159,3	-178,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>20,0</b>	<b>51,0</b>	<b>94,7</b>	<b>130,5</b>	<b>146,0</b>
Bruttomarginal	24,9%	34,1%	36,9%	38,0%	45,0%	45,0%
Övriga externa kostnader	-13,9	-15,6	-19,3	-24,9	-34,8	-35,7
Personalkostnader	-14,6	-22,5	-31,7	-44,9	-52,2	-58,3
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,7	-4,1	-5,0	-5,8	-6,5
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-19,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>19,9</b>	<b>37,8</b>	<b>45,5</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	8,0%	13,0%	14,0%

Base scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	16,9	14,2	6,1	3,4	2,9	2,6
EV/S	16,4	13,8	5,9	3,3	2,8	2,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	-191,9	40,6	21,5	17,8

Bull scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	63,7	171,0	294,0	377,4	425,8
Övriga rörelseintäkter	12,9	0	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>63,7</b>	<b>171,0</b>	<b>294,0</b>	<b>377,4</b>	<b>425,8</b>
COGS	-46,8	-41,5	-105,0	-158,8	-203,8	-229,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>22,2</b>	<b>66,0</b>	<b>135,2</b>	<b>173,6</b>	<b>195,9</b>
Bruttomarginal	24,9%	34,8%	38,6%	46,0%	46,0%	46,0%
Övriga externa kostnader	-13,9	-16,7	-23,9	-41,2	-45,3	-46,8
Personalkostnader	-14,6	-22,5	-32,7	-42,8	-54,0	-63,1
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,9	-3,4	-5,9	-7,5	-8,5
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-18,9</b>	<b>6,0</b>	<b>45,4</b>	<b>66,8</b>	<b>77,4</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	3,5%	15,4%	17,7%	18,2%

Bull scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	16,9	13,1	4,9	2,8	2,2	2,0
EV/S	16,4	12,7	4,7	2,8	2,1	1,9
EV/EBITDA	neg.	neg.	135,3	17,8	12,1	10,5

Bear scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	53,7	124,0	194,7	219,4	239,3
Övriga rörelseintäkter	12,9	0	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>53,7</b>	<b>124,0</b>	<b>194,7</b>	<b>219,4</b>	<b>239,3</b>
COGS	-46,8	-37,9	-85,8	-126,6	-131,6	-143,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>15,8</b>	<b>38,2</b>	<b>68,1</b>	<b>87,7</b>	<b>95,7</b>
Bruttomarginal	24,9%	29,4%	30,8%	35,0%	40,0%	40,0%
Övriga externa kostnader	-13,9	-14,6	-21,1	-23,4	-28,5	-28,7
Personalkostnader	-14,6	-22,5	-27,1	-31,8	-37,4	-41,0
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,8	-5,0	-5,8	-6,6	-7,2
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-23,1</b>	<b>-15,0</b>	<b>7,2</b>	<b>15,3</b>	<b>18,8</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	3,7%	7,0%	7,9%

Bear scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	16,9	15,6	6,7	4,3	3,8	3,5
EV/S	16,4	15,1	6,5	4,2	3,7	3,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	113	53,1	43,1



# 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.

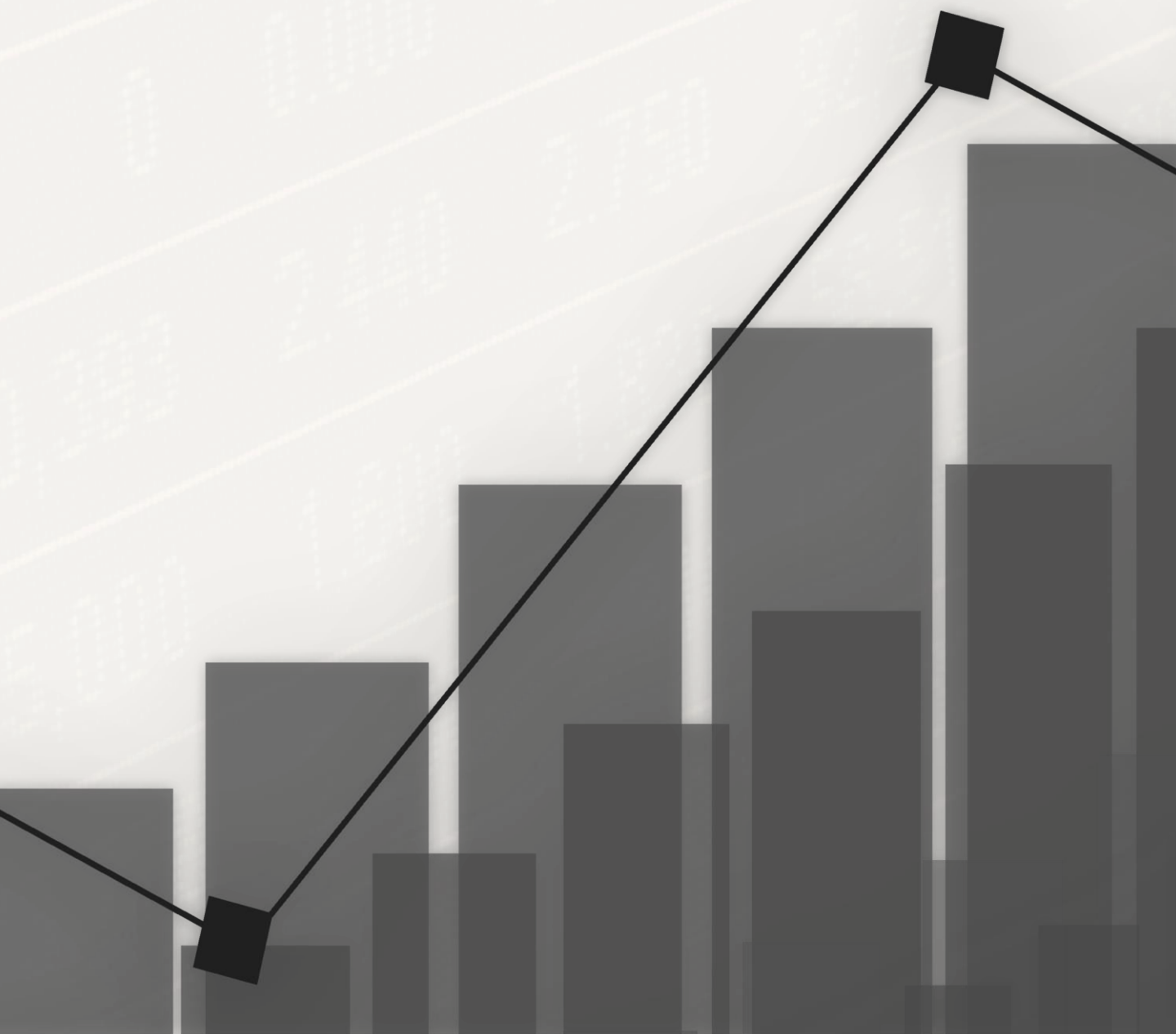
## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Maven Wireless AB (publ)** (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](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund