

# Maven Wireless (MAVEN)



## Rekordstark orderbok bäddar för ytterligare ett tillväxtår

Rekord på rekord på rekord, så kan år 2022 sammanfattas för Maven Wireless Sweden AB ("Maven" eller "Bolaget"), där Bolaget har levererat en ökad tillväxt under samtliga kvartal med svarta siffror under de två senaste kvartalen. Maven avslutade år 2022 starkt, bland annat genom att uppvisa en betydande ökning i orderingen, vilket resulterade i att Bolaget går in i år 2023 med en orderbok om 201 MSEK. Med hänsyn till Mavens rekordstora orderbok, en fortsatt ökad leveransförmåga, samt att vi förväntar oss lättnader avseende komponentbristen, estimeras Maven leverera en nettoomsättning om 250,7 MSEK under år 2023, med ett EBITDA-resultat om 57,7 MSEK. Givet en tillämpad EV/S-multipel om 4,0x, samt justerat för estimerad nettokassa vid utgången av år 2023, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 20,0 kr (17,6) på 2023 års prognos, i ett Base scenario.

### ▪ Fortsätter expansionen på nya- och befintliga marknader

Under Q4-22 uppgick orderingen till 121 MSEK (40,7) fördelat på 34 orders från 12 olika kunder, där Bolaget fortsätter att expandera inom Norden, Europa, Mellanöstern och Asien. Bland annat erhöll Maven en order om 20 MSEK, inom ramen för det förlängda avtalet med Telenor, samt avrop från SBB till ett totalt värde om ca 88 MSEK, vilket har varit starkt bidragande till den ökade orderingen under kvartalet. Utöver att skala upp försäljningen avseende befintliga kunder har Maven under året expanderat till nya marknader såsom Indien, Turkiet, Holland och Polen, vilket lägger grunden för mer diversifierade intäktsströmmar framgent och således en lägre försäljningsmässig risk.

### ▪ Förväntade lättnader avseende makrostyrda faktorer

De senaste åren har präglats av svåra marknadsförhållanden med den ena utmaningen efter den andra, där Maven framför allt har påverkats negativt av bristen på IC-komponenter och förseningar från leverantörer av nya komponentvarianter. Detta är något som bland annat har påverkat Bolagets möjligheter att upprätthålla en hög bruttomarginal, till följd av högre priser på spotmarknaden, samt en hög leveransförmåga, som ett resultat av längre ledtider. Analyst Group bedömer dock att vi kommer få se lättnader avseende komponentbristen under år 2023, vilket i kombination med att "laggande" prishöjningar förväntas ge effekt, estimeras medföra en högre bruttomarginal, samt en högre konvertering från orderbok till omsättning under innevarande år.

### ▪ Justerat värderingsintervall

Mot bakgrund av att Maven under det avslutande kvartalet för år 2022, har levererat en högre ordergång än vad Analyst Group estimerat, samt att vi ser goda förutsättningar för Bolaget att öka leveransförmågan framgent, har detta sammantaget resulterat i något högre omsättningsprognoser för de kommande åren. Detta, i kombination med en generell ökad riskvilja under årets första månader, och en multipel-expansion bland *peers* till följd, medför ett uppreviderat värderingsintervall i samtliga scenarion.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**

12,7 kr

**Base**

20,0 kr

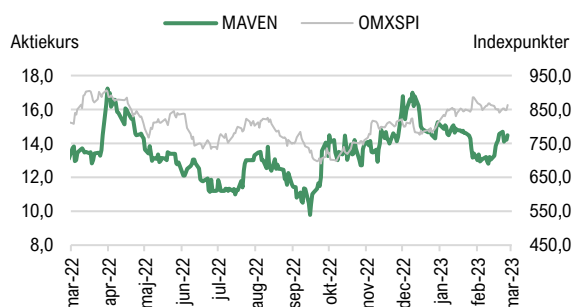
**Bull**

26,5 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-03-08)	14,6
Antal Aktier (st.)	51 866 809
Market Cap (MSEK)	756,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-11,0
Enterprise Value (MSEK)	745,2
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 1 2023	27 april 2023

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: MAVEN WIRELESS & HOLDINGS)

Gunnar Malmström	14,7 %
Göran Grosskopf	9,1 %
Fredrik Ekström	9,2 %
ALMI	7,0 %
Miriam Samuelsson	5,0 %

### Prognoser (MSEK)

	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	101,4	250,7	358,0	469,0
<b>Bruttoresultat</b>	46,2	114,8	164,0	217,0
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	31%	36%	38%	40%
Rörelsekostnader	-46,2	-57,1	-71,3	-90,5
<b>EBITDA</b>	<b>-0,1</b>	<b>57,7</b>	<b>92,7</b>	<b>126,4</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-14%	13%	18%	21%
P/S	7,5	3,0	2,1	1,6
EV/S	7,3	3,0	2,1	1,6
EV/EBITDA	neg	12,9	8,0	5,9
EV/EBIT	neg	14,6	8,9	6,4

<sup>1</sup> Exklusive aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

## Innehållsförteckning

Kommentar Q4-rapport	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11-12
Bull & Bear	13
Ledning & Styrelse	14-15
Appendix	16-20
Disclaimer	21

### OM BOLAGET

Genom egenutvecklade och patenterade produkter erbjuder Maven Wireless heltäckande DAS-system (distribuerat antensystem), vilket möjliggör distribution av datatrafik dit basstationer inte når fram, t.ex. i stora byggnader där det vistas många människor, tunnelbanor och tåg. Mavens produkter stödjer alla mobiltelefoni standarder men används även vid kritisk kommunikation, t.ex. för blåljusradio för polis och brandkår. På kundlistan återfinns bl.a. Telenor och den schweiziska motsvarigheten till Trafikverket, SBB, med vilka Maven har ramavtal. Maven är börsnoterade på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2021.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Fredrik Ekström

Styrelseordförande Anders Björkman

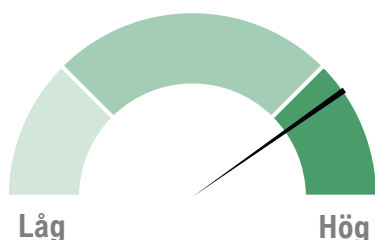
### ANALYTIKER

Namn Lucas Mattsson

Telefon +46 731 58 94 85

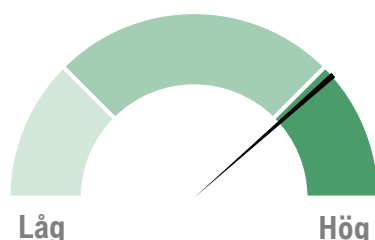
E-mail lucas.mattsson@analystgroup.se

### Värde drivare



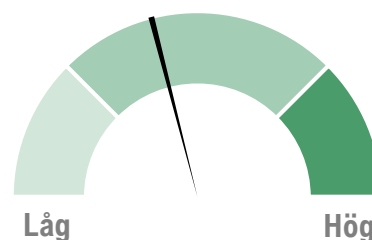
Maven har vid utgången av Q4-22 en rekordstor orderbok om 201 MSEK, vilket, i kombination med att Bolaget förväntas öka konverteringen från orderbok till omsättning, lägger det grunden för en fortsatt hög tillväxt. Därutöver, har Maven initierat expansionen till den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Bolagets adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning, varför Analyst Group anser att en marknadsexpansion till den amerikanska marknaden utgör en stark värde drivare framgent.

### Ledning & Styrelse



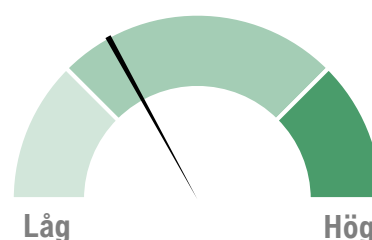
Fredrik Ekström var med och grundade Maven år 2016 och har sedan dess, som VD, utvecklat Bolaget från idé till att idag vara en ledande leverantör på den globala DAS-marknaden som omsätter över 100 miljoner kronor. Analyst Group bedömer att Fredrik, tillsammans med övriga i ledning och styrelse, har långa- samt relevanta erfarenheter för att fortsätta expandera verksamheten globalt på ett framgångsrikt sätt. Totalt insynsägande uppgår till ca 42 %, vilket ingjuter förtroende för fortsatt aktieägarvärde.

### Lönsamhet



Maven har uppvisat ett negativt nettoresultat sedan år 2018, vilket förklaras av en kraftig expansion som har inneburit höga rörelsekostnader. Dock har Bolaget under de senaste åren levererat en positiv lönsamhetstrend, där nettoförlusten har minskat från -20,3 MSEK under år 2020 till -5,7 MSEK under år 2022. Dessutom har Maven levererat ett positivt nettoresultat under de två senaste kvartalen, varför Bolagets starka lönsamhetstrend driver upp betyget något. Betyget är enbart tillbakablickande och tar ej hänsyn till framtida lönsamhetspotential.

### Risk



Den finansiella risken bedöms vara relativt låg då Bolaget uppvisat lönsamhet under de två senaste kvartalen, vilket förväntas vara en trend som fortsätter. Kassen uppgick vid utgången av Q4-22 till 14,4 MSEK, därutöver har Bolaget en checkkredit om 10 MSEK samtidigt som kundfordringar vid utgången av perioden uppgick till 32,1 MSEK, vilket blir som en "laggande" effekt i rörelsekapitalet. Konjunkturläget och komponentbristen är vad Analyst Group erfar de största riskerna på kort sikt, vilket kan hämma tillväxten och kassaflödet för Maven vid ett mer utmanande klimat.

## Fortsatt växande ordergång och orderbok under det avslutande kvartalet för år 2022

Ordergång om  
121 MSEK

Ordergången under Q4-22 uppgick till 121 MSEK (40,7) fördelat på 34 orders från 12 olika kunder. Maven har under perioden erhållit flertalet spännande order, bland annat fortsätter avrop och leveranser till Telenor, där Bolaget under det fjärde kvartalet erhöll en order om 20 MSEK avseende standardprodukter för tunnel- och inomhusteckning. Maven har under fyra år framgångsrikt levererat produkter och tjänster till Telenor till ett totalt ackumulerat ordervärde om ca 135 MSEK, därutöver signerade Maven under slutet på kvartalet ett uppdaterat globalt ramavtal med Telenor avseende utrustning och mjukvara för radiotäckning av alla mobila teknologier inklusive 5G. Genom det uppdaterade ramavtalet, vilket sträcker sig till och med år 2024, har Maven kunnat justera priserna för att kompensera för kostnadsökningar i produktionsleden, vilket förväntas leda till att Bolaget kan bibehålla marginalerna på relativt goda nivåer. Det nya ramavtalet är värt ca 80 MSEK över två år, vilket innebär årliga intäkter om 40 MSEK, även om vi estimerar att avrop och leveranser kommer att öka succesivt under kommande två år. Rent illustrativt, kan detta jämföras med det tidigare ramavtalet, vilket genererade genomsnittliga årliga intäkter om ca 33,8 MSEK, vilket innebär en ökning om 18,5 % genom det nya ramavtalet.

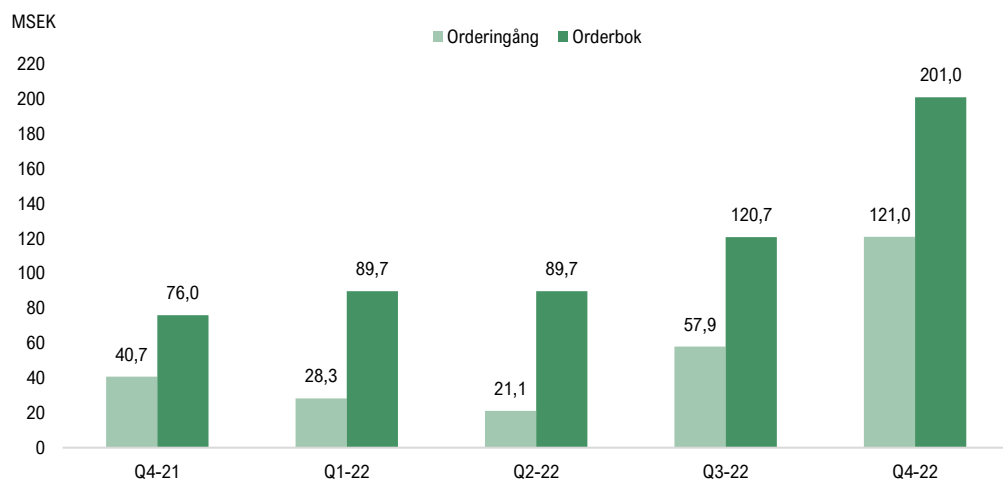
Utöver ramavtalet med Telenor så har Maven erhållit orders från schweiziska Trafikverket, SBB, om ca 88 MSEK, vilket har bidragit starkt till den ökade ordergången under det fjärde kvartalet år 2022. Ordern inkluderar bland annat de senaste digitala DAS-produkterna för både blåljusradio för polis- och brandkår, GSM-Rail och mobiltelefonförsäkring för uppkoppling av de schweiziska mobiloperatörerna. Detta avrop från SBB är inom ramen för det uppdaterade avtal som parterna ingick under Q3-22, vilket summerar till ett uppskattat värde om ca 213 MSEK över en femårsperiod, med möjlighet till förlängning med ytterligare 2+2 år. Givet att Maven redan har erhållit betydande orders från SBB, samt att SBB tillhandahåller rälsen, kraften och telenätet för järnvägen i Schweiz, vilken transporterar 1,25 miljoner passagerare samt 250 000 ton gods varje dag med över 270 km tunnlar, anser Analyst Group att det råder goda möjligheter för Maven att förlänga det befintliga ramavtalet, något som bäddar för fortsatt stora intäkter över tid.

Rekordstor  
orderbok om  
201 MSEK

Sammantaget anser Analyst Group att Maven framgångsrikt har expanderat på både befintliga och nya marknader under det fjärde kvartalet, vilket resulterade i att orderboken vid periodens slut uppgick till rekordstora 201 MSEK, vilket Maven arbetar med att fullgöra och leverera på. Givet nuvarande orderbok, har Maven redan i början av år 2023 "säkrat" ca 80 % av Analyst Groups omsättningsprognos för år 2023 om ca 251 MSEK, varför vi fortsatt ser goda möjligheter för Bolaget att nå våra försäljningsprognoser.

### Kraftig organisk expansion resulterade i en rekordstor orderbok om 201 MSEK vid utgången av Q4-22.

Ordergång och orderbok, Q4-21-Q4-22 (MSEK)



Källa: Maven delårsrapporter, 2021 & 2022

## Stark försäljningstillväxt i linje med våra förväntningar

Försäljnings-  
tillväxt om  
250 % Y-Y

Under Q4-22 uppgick nettoomsättningen till 40,7 MSEK (11,6), vilket motsvarar en substantiell ökning om 250 % mot jämförbart kvartal föregående år samt en tillväxt om 54 % jämfört med föregående kvartal (Q3-22). Den starka omsättningstillväxten som Maven levererat under kvartalet är ett resultat av att Bolaget fortsätter att öka konverteringen från orderbok till omsättning, samt till följd av en framgångsrik organisk expansion, där Bolaget har skalat upp försäljningen på befintliga marknader inom Norden, Europa, Mellanöstern och Asien.

**Lyfter vi blicken och tittar på helåret 2022** så levererar Maven en nettoomsättning om 101,4 MSEK, motsvarande en tillväxt om 126 % jämfört med år 2021, vilket var i linje med våra förväntningar. Det gångna året, samt stora delar av år 2021, har präglats av brist på IC-komponenter och förseningar från leverantörer av nya komponentvarianter, vilket har medfört omplanering och senareläggning av vissa leveranser. Maven har dock kontinuerligt under året arbetat proaktivt med leveranskedjan för att säkra upp strategiskt viktiga komponenter för att minimera påverkan av störningar, vilket har medfört kontrollerbara förseningar. Blickar vi framåt så fortsätter lagren att fyllas på och vi förväntas oss lättnader i komponentbristen under år 2023. Med det sagt, så råder det dock fortsatt relativt långa ledtider, varför vi estimerar att Maven kommer att fortsätta säkra upp strategiska moduler och komponenter för att kunna leverera på den höga efterfrågan.

Förväntas  
leverera en högre  
bruttomarginal  
framgent

År 2022 har, som tidigare nämnt, präglats av flertalet utmaningar i form av komponentbrist, stigande inflation och energikris. Detta har resulterat i bl.a. höjda råvaru- och bränslepriser, vilket i kombination med en svagare krona har drivit upp produktionskostnaderna, varför Mavens bruttomarginal var något under våra förväntningar. Under år 2023 förväntar vi oss att se lättnader avseende ovan nämnda makroekonomiska faktorer, vilket tillsammans med att Bolaget förväntas fortsätta att säkra upp material för framtida leveranser, bäddar för en ökad bruttomarginal framgent.

## Levererar svarta siffror för andra kvartalet i rad

Mavens rörelsekostnader under det fjärde kvartalet år 2022 uppgick till 15,0 MSEK (12,0), vilket motsvarar en ökning om 25 % jämfört med Q4-21. Kostnadsökningen var något högre än våra förväntningar men fortfarande på relativt stabila nivåer. Detta, i kombination med ökade försäljningsvolymerna, resulterade i ett rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA) om 2,1 MSEK (-2,0) samt ett positivt nettoresultat om 0,4 MSEK (-3,2). Att Maven levererar svarta siffror för andra kvartalet i rad medför att vi ser en positiv lönsamhetstrend som vi estimerar kommer att fortsätta, givet affärsmodellens goda skalbarhet vid högre försäljningsvolymerna där Bolaget säljer produkterna via samarbetspartners, vilka i sin tur betjänas av Mavens säljare som kan hantera ett tvåsiffrigt antal partners.

Stabil finansiell  
position

Kassaflödet från den löpande verksamheten, efter förändringar av rörelsekapital, uppgick under kvartalet till 1,0 MSEK (-13,3), där ökningen främst beror på ett förbättrat resultat. Mavens fria kassaflöde uppgick till -3,6 MSEK, vilket huvudsakligen är hänförligt till att Bolaget har investerat i utveckling av nya produkter. Värt att notera är att Maven gjorde en spridningsemission under Q4-22, vilket tillförde kassan 15,3 MSEK efter emissionskostnader, något som har varit en starkt bidragande faktor till den positiva nettoförändringen i kassan. Därutöver har Bolaget en checkkredit om 10 MSEK, samt så uppgick kundfordringar vid utgången av perioden till 32,1 MSEK, vilket blir som en "laggande" effekt i rörelsekapitalet, vilket sammantaget medför att vi anser att Maven har en stabil finansiell position för att fortsätta exekvera på Bolagets organiska expensionsplaner.

## Ramavtal lägger grunden för stark tillväxt och stabilt kassaflöde

Maven grundades år 2016 och har sedan dess vunnit flertalet betydande orders, vilket har medfört att Bolaget idag är en konkurrenskraftig spelare på den globala DAS-marknaden. Maven har på kort tid tecknat flera stora internationella avtal med bland annat Telenor, TDF (Franska järnvägen - SNCF), SBB (Trafikverket i Schweiz) och ÖBB (Österrikiska trafikverket), där Bolagets befintliga ramavtal uppgår till ett värde om ca 700 MSEK. Utöver den ekonomiska effekten anser Analyst Group att ramavtalen sänder ett starkt signalvärde mot potentiella kunder, samt lägger grunden för framtida relativt "säkrade" avrop och leveranser, vilket leder till ett stabilare kassaflöde jämfört med enskilda beställningar. I ljuset av flera framgångsrika ramavtal ser Analyst Group ramavtalet med SBB som särskilt intressant, vilka tillhandahåller rälsen, kraften och telenätet för järnvägen i Schweiz som transporterar 1,25 miljoner passagerare samt 250 000 ton gods varje dag med över 270 km tunnlar. Det befintliga ramavtalet summerar till ett uppskattat värde om 213 MSEK över en femårsperiod, med möjlighet till förlängning med ytterligare 2+2 år. Med hänsyn till att Maven redan har erhållit avrop från SBB till ett värde om ca 88 MSEK, samt att det bevisligen finns ett stort behov av Bolagets produkter, bedömer Analyst Group att det råder goda möjligheter för Maven att förlänga det befintliga ramavtalet, något som bäddar för fortsatt stora intäkter över tid.

Ramavtal till ett värde om ~700 MSEK

## Konkurrenskraftigt produkterbjudande med hög teknikhöjd

Under Q4-22 uppgick orderingsgången till 121 MSEK fördelat på 34 orders från 12 olika kunder, vilket visar på en god diversifiering i intäktsströmmarna. Vidare anser Analyst Group att den kraftiga ökningen i orderingsgången är ett bevis på att Bolaget har ledande produkter på marknaden, både avseende bandbredd och energiförbrukning. I nuvarande ekonomiska situation med en rådande energikris i Europa, ser vi det som extra fördelaktigt att Mavens erbjudande innebär 67 % mindre energiförbrukning än konkurrerande lösningar. Därutöver erbjuder Bolagets DAS-plattform täckning till alla operatörer samtidigt och är helt anpassad för uppgradering till 5G och O-RAN, vilket medför ett tekniskt försprång mot konkurrenter. Utrullningen av 5G är ett faktum i flera delar av världen, och per slutet av år 2027 förväntas 4,4 miljarder människor, motsvarande drygt hälften av jordens befolkning, vara uppkopplade till 5G. Sammantaget antas ovan konkurrensfördelar vara några av flera bidragande faktorer till att Maven fortsätter att expandera på både nya- och befintliga marknader.

4,4 miljarder människor förväntas vara uppkopplade till 5G

## Expansion till Nord- och Sydamerika i korten

Fokus under år 2023 förväntas vara att öka leveransförmågan samt fortsatt expandera på befintliga marknader i Norden, Europa, Asien och Mellanöstern, samtidigt som Maven initierar försäljningen på den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. för att bli ett globalt täckande bolag. Nordamerika har den högst registrerade användningen av smartphones där det stigande antalet internetabonnenter, ökande mobildatatrafik och ökad tonvikt från regeringskansliet i USA på att förbättra telekommunikationsinfrastrukturen, driver DAS-marknaden i Nordamerika. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Bolagets adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning, varför Analyst Group anser att en marknadsexpansion till den amerikanska marknaden utgör en stark värde drivare framgent.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 67 % under kommande år, för att år 2025 nå en nettoomsättning om ca 469 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är Bolagets förmåga att under kommande 12 månader fortsätta säkra upp leveranser av kritiska komponenter, för att kunna leverera på orderboken enligt plan. Givet detta, samt att affärsutvecklingsarbetet drivs på ett framgångsrikt sätt, menar Analyst Group att Maven kommer få det lättare att skala upp i Nord- och Sydamerika, vilket anses vara av stor betydelse. Baserat på en EV/S-multipel om 4,0x på 2023 års försäljning om 251 MSEK, samt justerat för estimerad nettokassa vid utgången av år 2023, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 20,0 kr, i ett Base scenario.

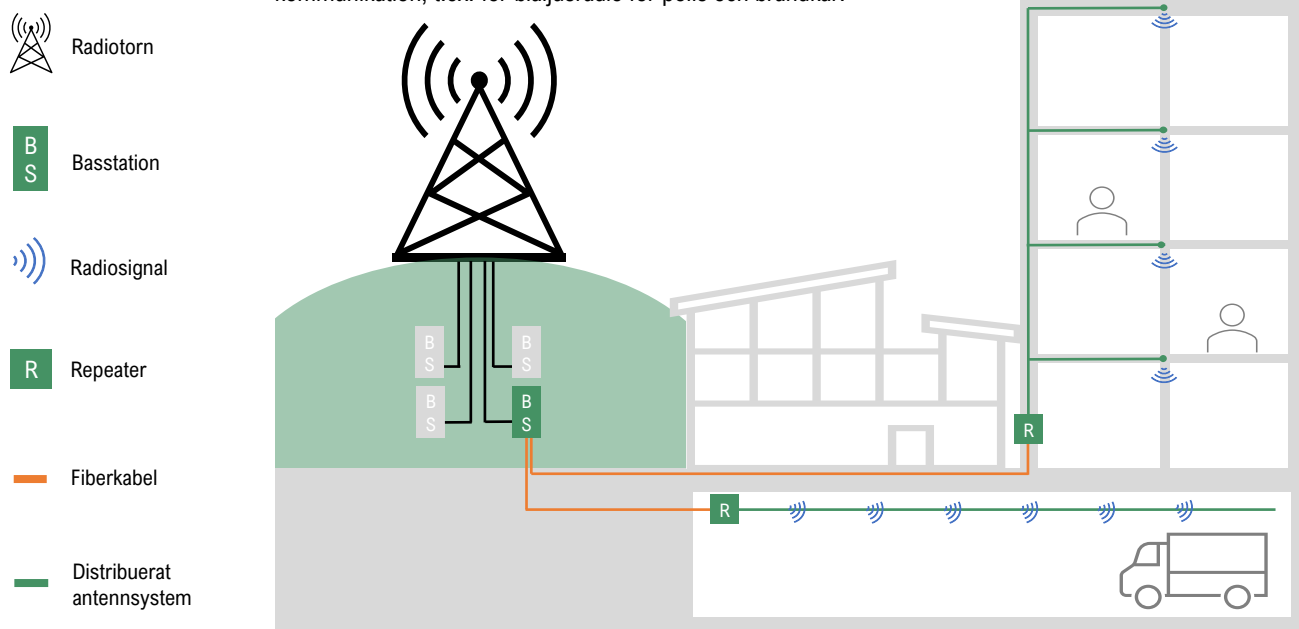
20,0 kr/aktie  
I ett Base scenario

## Låg teknikrisk men trögriktig marknad

Maven är idag ensam 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.

## Verksamhetsbeskrivning

Maven är en global aktör som verkar inom telekommunikation, vilket innebär elektronisk överföring av information över avstånd, t.ex. i form av telefonsamtal samt textmeddelanden. För att möjliggöra överföring av information mellan olika platser krävs telekommunikationsutrustning, bestående av bl.a. basstationer. Mobiltelefoner och andra mobila enheter kräver ett nätverk av basstationer för att kunna fungera, där basstationens antenner sänder och tar emot radiofrekvenssignaler (RF-signaler) till och från mobiltelefoner nära basstationen. Radiosignalen från basstationerna når dock inte överallt, t.ex. inomhus i stora byggnader där det vistas många människor samtidigt, eller i svåråtkomliga platser såsom tunnlar. För att stödja och möjliggöra distribution av all denna mobildatatrafik krävs specifik infrastruktur, s.k. DAS (distribuerat antensystem), vilket Maven utvecklar och säljer genom Bolagets patenterade radiorepeater-produkter för mobiltäckning. Mavens produkter stödjer alla mobiltelefoni standarder men används även vid kritisk kommunikation, t.ex. för blåljusradio för polis och brandkår.



### Urval av kunder

### Kunder och affärsområden



**Mobiloperatörer** bedöms vara Mavens i särklass största kundsegment och förväntas motsvara ca 70 % av Bolagets adresserbara marknad. Mobiloperatörerna är i behov av att utveckla nätverken för att uppfylla deras kunders täckningskrav såsom att tillhandahålla obligatorisk mobiltäckning i t.ex. tunnlar.

**Fastighetsägare och företagskunder** är, till följd av krav från hyresgäster, i stort behov av kostnadseffektiva system för multioperatörer och multifrekvensband som stödjer 5G. Mobiltäckning är avgörande för ägare av stora fastigheter, såsom gallerior, arenor, hotell och andra kontorsbyggnader, för att kunna attrahera hyresgäster.



**Exempel på Mavens kunder:** Telenor, Smart/Globe, Tele2 och Vodafone.

**Exempel på Mavens kunder:** MIC Nordic, Eitel, Connectify och Network Projectum



**Tornföretag och neutrala operatörer** äger inget eget spektrum, utan de äger infrastrukturen och säljer kapaciteten vidare. Dessa aktörer upplever ett behov av att tillhandahålla mobiltäckning och kapacitet för multioperatör till fastighetsägare och fastighetsförvaltare under strikta tekniska och ekonomiska villkor.

**Operatörer inom kritisk kommunikation** är i behov av system som kan tillhandahålla täckning och kapacitet under kritiska incidenter samt är robusta och möter de olika säkerhetskraven.

**Exempel på Mavens kunder:** SMS Global Technologies Inc.

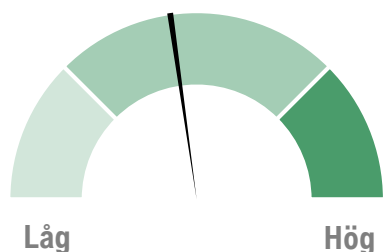
**Exempel på Mavens kunder:** Trafikverket, ÖBB, SBB och ISC (International Security & Communications)

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## Affärsmodell

Mavens försäljning sker huvudsakligen genom lokala systemintegratörer och andra partners i respektive region. Dessa samarbetspartners betjänas i sin tur av Mavens säljare, där varje säljare hanterar ett tvåsiffrigt antal partners, varför möjligheterna för att skala upp försäljningen snabbt anses vara goda. Bolagets produkter tillverkas hos kontraktstillverkare, därigenom undviker Maven att binda kapital i form av anläggningstillgångar, samt så kan investeringar i anläggningstillgångar anpassas till förändringar i efterfrågan på kort- och medellång sikt. Därtill kan de fasta kostnaderna begränsas då Bolaget inte behöver anställa personal för tillverkning. Kontraktstillverkarna skickar i sin tur produkterna direkt till Mavens slutkund som betalar Bolaget och därefter betalar Maven kontraktstillverkarna, vilket innebär att rörelsekapitalet minimeras. Däremot har de senaste åren präglats av brist på IC-komponenter och förseningar från leverantörer av nya komponentvarianter, varför Maven arbetar proaktivt med leveranskedjan för att säkra upp strategiskt viktiga komponenter för att minimera påverkan av störningar, vilket har medfört att kapital till viss del är bundet i varulager.

## Riskprofil av Mavens affärsmodell



- **Intäktsdiversifiering** – Hög andel engångsintäkter i form av hårdvaruförsäljning, vilka är känsligare mot konjunkturen jämfört med serviceintäkter
- **Kostnadsstruktur** – De fasta kostnaderna kan begränsas, till följd av tillverkningsstrategin, vilket medför flexibilitet avseende förändringar i efterfrågan men begränsar uppskalningen av försäljningen något.
- **Skalbarhet** – Försäljning sker via lokala systemintegratörer och partners, där varje säljare i Maven kan hantera tvåsiffrigt antal partners, vilket resulterar i en högre skalbarhet vid höga försäljningsvolymerna
- **Pricing Power** – Mavens starka marknadsposition, i kombination med inläsnings effekter för kunden resulterar i goda möjligheter för Bolaget att öka priserna
- **Kapitalbindning** – Låg kapitalbindning i anläggningstillgångar, men säkring av komponenter binder kapital i varulager
- **Kapitalstruktur** – Skuldsättningskapacitet på balansräkningen, men likvida medel är bundet i kundfordringar och varulager efter hög tillväxt

## Intäktsmodell

Mavens intäktsmodell består av tre intäktsströmmar; Hårdvaruförsäljning, licensavgifter samt service- och underhållsavgifter. Försäljning av hårdvara, vilket är Bolagets största inkomstkälla, utgör en engångsintäkt, medan licensavgifter samt service- och underhållsavgifter utgör återkommande intäkter till Bolaget. Licens-, service- och underhållsavgifter betalas i förskott på års- eller kvartalsbasis baserat på det levererade antalet enheter, vilket möjliggör för Bolaget att självfinansiera kapitalbindningen av exempelvis reservdelar i lager. I takt med en ökad installerad produktbas förväntas licens- service- och underhållsavgifter representera en allt större andel av de totala intäkterna, vilket bidrar till att jämna ut kassaflödet mot fluktuationer i efterfrågan avseende hårdvaruförsäljning.

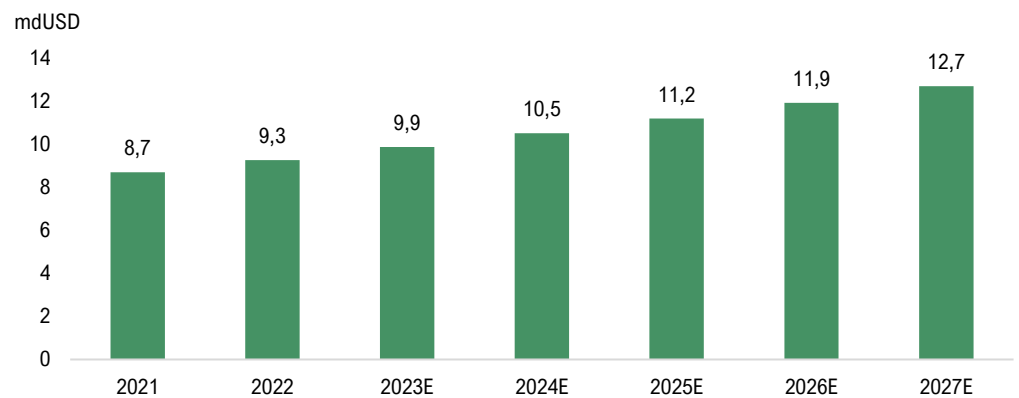
## Flera drivkrafter talar för tillväxt

Maven är verksamma på DAS-marknaden, vilken förväntas nå ett värde om 12,7 mdUSD vid utgången av år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 6,5 %. Några av de viktigaste tillväxtdrivande 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 38,1 mdUSD år 2020 till 128,6 mdUSD år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 17,8 %.

~18 %  
CAGR 2020-2027E

## Mavens adresserbara marknad förväntas nå ~13 mdUSD år 2027E.

Globala marknaden för DAS (Distributed Antenna System)



Källa: Market and Markets (2022).

## 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 alltså 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 avisar 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.

4,5X  
Förväntad ökning  
i global datatrafik  
2020-2026

## 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.

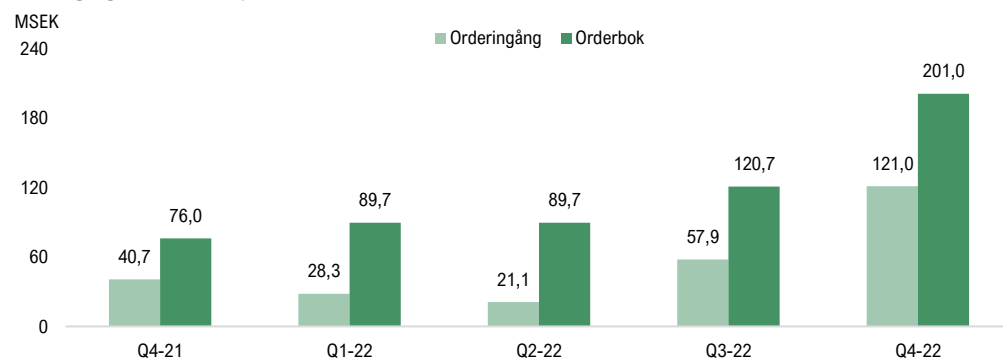


Orderbok uppgår  
till  
~201 MSEK

Under de senaste åren har Maven framgångsrikt utvecklat och kommersialiserat en patenterad produktportfölj, samt expanderat till nya marknader vilket har medfört en stark position på den globala DAS-marknaden. Ordergången under Q4-22 uppgick till 121 MSEK fördelat på 34 orders från 12 olika kunder och för helåret 2022 summerade ordergången till ca 228 MSEK. Maven har under det senaste året erhållit flertalet spännande orders, bland annat fortsätter avrop och leveranser till Telenor, där Bolaget under det fjärde kvartalet erhölet en order om 20 MSEK. Vidare har Maven erhållit orders genom ramavtalet med SBB till ett totalt värde om ca 88 MSEK, orders från SBB om ca 40 MSEK, samt större beställningar från marknader såsom Filippinerna, Turkiet och Polen. Vid utgången av Q4-22 uppgick orderboken till rekordhöga 201 MSEK, vilket Maven arbetar med att fullgöra och leverera på.

**Vid utgången av Q4-22 uppgick orderboken till ~201 MSEK, vilket Maven avser leverera på.**

Ordergång och orderbok per kvartal



Källa: Maven Wireless delårsrapporter.

## Omsättningsprognos åren 2023-2025

Maven erhåller intäkter dels via engångsförsäljning av Bolagets hårdvara, dels via återkommande intäkter i form av support och licensintäkter samt mjukvaruintäkter. Hårdvaruintäkterna antas i dagsläget stå för cirka 95 % av de totala intäkterna, varför vi inte räknar med avsevärt stora intäkter från resterande intäktströmmar under kommande år. Däremot, i takt med en ökad installerad produktbas förväntas licens-service- och underhållsavgifter representera en allt större andel av de totala intäkterna, vilket förväntas bidra med ett återkommande kassaflöde för Maven.

Under år 2022 uppgick Bolagets omsättning till ca 101 MSEK, främst drivet av organisk expansion i Norden, Europa, Mellanöstern och Asien. Under år 2023 estimerar Analyst Group att Maven erhåller avrop från Bolagets kund i Frankrike, samt att leveranser till Telenor, SBB och ÖBB fortsätter att öka, samtidigt som Maven förväntas succesivt skala upp verksamheten i USA samt erhålla enskilda beställningar från kunder i Asien och Mellanöstern, vilket estimeras generera en omsättning om totalt 251 MSEK år 2023. 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 bl.a. Vodafone, Telenor, ÖBB och SBB förväntas 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 årlig tillväxttakt om 67 % under kommande år, för att under år 2025 uppnå en omsättning om 469 MSEK. Analyst Group har valt ett konservativt förhållningssätt i estimaten till följd av den trogrörlighet som återfinns i branschen vilken skapar försäljningsmässiga utmaningar, det finns således goda möjligheter för Bolaget att överträffa våra prognoser på längre sikt.

Estimerad netto-  
omsättning om  
469 MSEK år 2025

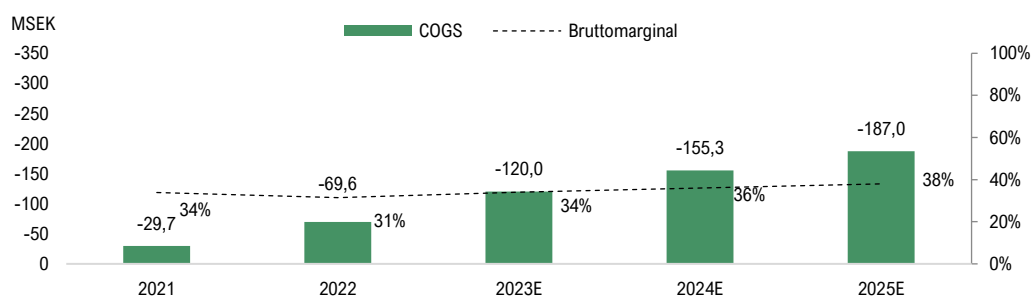
## Brutto- och rörelsekostnader åren 2023-2025

I takt med att Maven växer över tid förväntas COGS utgöra en proportionerligt större del av Bolagets totala kostnadsbas. Under år 2022 levererade Maven en något svagare bruttomarginal (31 %), jämfört med år 2021 (34 %), till följd av bland annat komponentbrist, stigande inflation, och energikris, vilket i kombination med en svagare krona drev upp produktionskostnaderna. Under år 2023 förväntar vi oss att se lättnader avseende ovan nämnda makroekonomiska faktorer, vilket tillsammans med att Bolaget förväntas fortsätta att säkra upp material för framtida leveranser, estimeras medföra en ökad bruttomarginal framgent. Under år 2023 estimerar Analyst Group att bruttomarginalen uppgår till 36 %, vilken förväntas stabiliseras kring 40 % under år 2025.

**Bruttomarginal om ~40 % år 2025**

### Maven förväntas öka bruttomarginalen till nivåer om 40 % år 2025E.

Prognostiserade bruttokostnader (COGS) och bruttomarginal, 2021-2025E

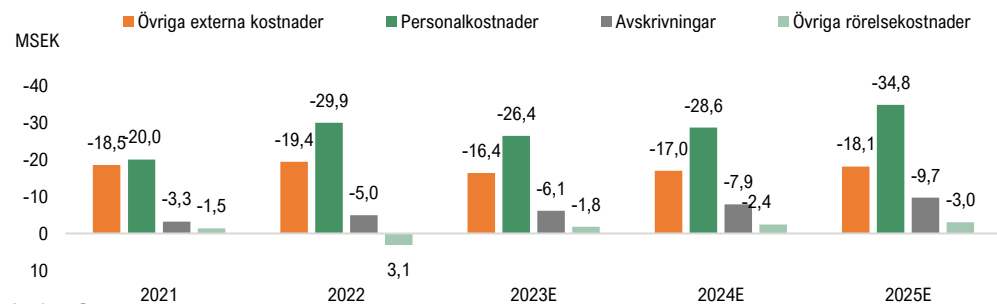


Analyst Groups prognoser.

Bolaget består idag av cirka 35 anställda, vilket utgörs av både heltidsanställda och konsulter. Som en del i att öka försäljningen förväntas Maven behöva skala upp organisationen, där vi estimerar att större delen av nyrekryteringar förväntas ske inom försäljning. Summerat estimeras personalkostnader om cirka 62 MSEK år 2025. I övrig kostnadsbas återfinns övriga externa kostnader, vilka som andel av omsättningen förväntas minska från cirka 19 % under helåret 2022 till cirka 5 % år 2025, främst drivet av effektiviseringar inom organisationen.

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

Prognostiserade rörelsekostnader, 2022E-2025E



Analyst Groups prognoser.

## Maven estimeras leverera en EBITDA-marginal om 21 % år 2025

Med flertalet prestigefulla ramavtal i ryggen, vilket förväntas skapa ringar på vattnet och leda till att Bolaget fortsätter att vinna stora upphandlingar, i kombination med avrop och leveranser från befintliga kunder samt geografisk expansion, väntas detta leda till ökad försäljning framöver. Detta i sin tur prognostiseras mynna ut i ökade volymer och tillika lägre produktionskostnader, samtidigt som rörelsekostnaderna bör kunna hållas på relativt stabila nivåer givet Bolagets affärsmodell. Analyst Group estimerar därmed att Maven kan stärka lönsamheten under prognosperioden och generera en rörelsemarginal (EBITDA) om 13 % år 2023, för att under år 2025 stiga till ca 21 %.

**EBITDA-marginal om +20 % år 2025**

### Base scenario

Maven befinner sig i en expansionsfas och Analyst Group estimerar en stark tillväxt för Bolaget kommande år, varför värderingen utgår från försäljningen där en EV/S-multipel appliceras. För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en *peer*-grupp inom branschen. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och Maven avseende tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler, lönsamhetspotential och kapitalstruktur. I nedan tabell redogörs olika relevanta nyckeltal för samtliga jämförelsebolag, samt tillgängliga estimat för peers i relation till Analyst Groups prognoser för Maven.

Nyckeltal (MSEK)	Enterprise value LTM	Bruttomarginal LTM	Omsättnings- tillväxt (2020-2023E)	EBITDA- marginal 2023E	Skuldsättnings- grad LTM	Omsättnings- hastighet LTM	EV/S LTM	EV/S 2023E	EV/EBITDA 2023E
InCoax Networks	168,2	56%	72%	-63%	0,6	0,2	11,6	3,9	neg.
Ovzon	2 603,1	31%	125%	4%	0,4	0,2	7,3	5,8	130,2
Sivers Semi.	2 843,0	63%	41%	6%	0,3	0,1	21,4	4,0	24,5
Waystream	628,5	55%	94%	25%	0,7	1,1	4,5	3,9	15,7
<b>Maven Wireless</b>	<b>730,7</b>	<b>31%</b>	<b>72%</b>	<b>13%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>7,2</b>	<b>2,9</b>	<b>12,7</b>
Max	2 843,0	63%	125%	25%	0,7	1,1	21,4	5,8	130,2
75:e percentilen	2 663,1	57%	102%	11%	0,6	0,4	14,0	4,5	77,3
<b>Genomsnitt</b>	<b>1 560,7</b>	<b>51%</b>	<b>71%</b>	<b>-7%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>11,2</b>	<b>4,4</b>	<b>56,8</b>
<b>Median</b>	<b>1 615,8</b>	<b>55%</b>	<b>67%</b>	<b>5%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>9,4</b>	<b>4,0</b>	<b>24,5</b>
25:e percentilen	513,4	49%	36%	-12%	0,3	0,2	6,6	3,9	20,1
Min	168,2	31%	23%	-63%	0,3	0,1	4,5	3,9	15,7

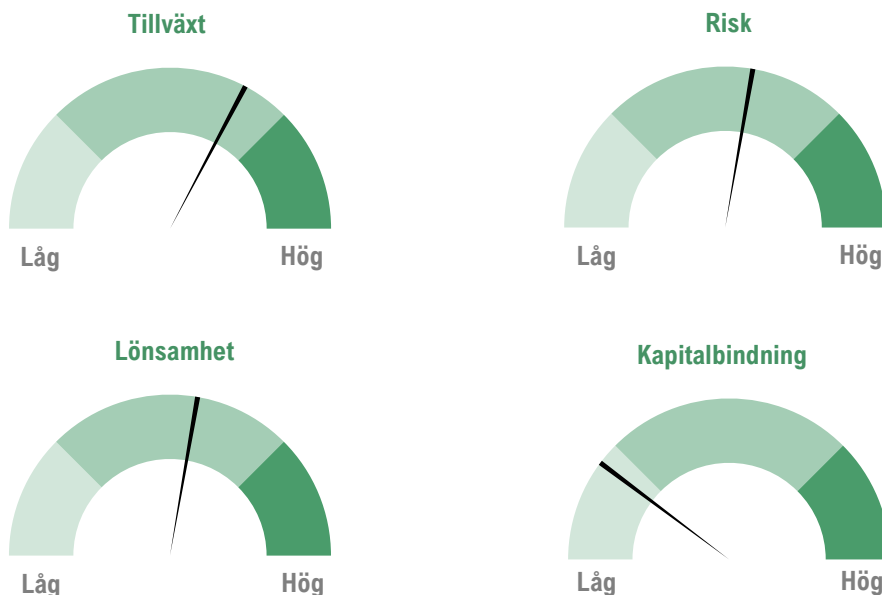
Fokus under kommande år förväntas vara att fortsatt expandera på befintliga marknader i Europa, Asien och Mellanöstern, samtidigt som Maven börjar penetrera den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. På längre sikt bedömer Analyst Group att Bolagets ramavtal kommer vara avgörande för Mavens tillväxttakt under prognosperioden, där fortsatta avrop och leveranser förväntas ge en positiv effekt för framtida försäljning.

Maven är, ställt mot både medianen och genomsnittet, ett mindre bolag både avseende intäkter och Enterprise Value, varför en värderingsrabatt är motiverad. Vidare uppvisar Maven en lägre bruttomarginal (LTM) jämfört med snittet i *Peer*-gruppen, vilket betyder att varje omsättningskrona som ska täcka rörelsekostnaderna blir mindre värd, och således indikerar en lägre lönsamhet vid högre försäljningsvolym. Däremot tillverkas Mavens produkter hos kontraktstillverkare, därigenom minimeras de fasta kostnaderna då Bolaget inte behöver anställa personal för tillverkning, vilket estimeras medföra en högre lönsamhet på rörelsenivå framgent. Rullande 12 månader uppvisar både Maven och *peer*-gruppen en negativ rörelsemarginal, dock uppvisar Maven en betydligt mindre rörelseförlust i relation till omsättningen jämfört med medianen. Vidare har Maven under de senaste kvartalen levererat en positiv lönsamhetstrend, där Bolaget under Q4-22 genererade ett positivt rörelseresultat, något som bör premieras av investerare, i synnerhet i nuvarande börsklimat där olönsamma tillväxtbolag med vinster långt fram i tiden värderas till lägre multiplar.

Med hänsyn till att Maven har levererat en högre historisk genomsnittlig tillväxt, samtidigt som Bolaget estimeras växa snabbare än *Peer*-gruppen under högre lönsamhet, anser Analyst Group att det väger upp mot den högre risken i termer av att Maven är ett mindre bolag. Vidare uppvisar Maven en lägre kapitalbindning jämfört med genomsnittet, vilket antas vara ett resultat av att Bolagets produkter tillverkas hos kontraktstillverkare, därigenom undviker Maven att binda kapital i form av anläggningstillgångar. Kontraktstillverkarna skickar i sin tur produkterna direkt till Mavens slutkund som betalar Bolaget och därefter betalar Maven kontraktstillverkarna, vilket innebär att rörelsekapitalet minimeras och medför en reducerad riskprofil.

### Illustrativ bild avseende hur Maven står sig, enligt Analyst Group, i relation mot Peer-gruppen.

Viktad bedömning baserat på historik och estimat



Analyst Groups prognoser.

**20,0 kr/aktie**  
i ett Base  
scenario

Med hänsyn till att Maven fortsatt upplever leveransstörningar, vilket påverkar konverteringen från orderbok till omsättning, samt med hänsyn till tidigare värderingsresonemang, anser Analyst Group att en applicerad EV/S-multipel om 4,0x på 2023 års prognos är motiverad, vilket är i linje med medianen för Peer-gruppen. Givet applicerad multipel på 2023 års estimerade nettoomsättning om 251 MSEK, samt justerat för estimerad nettokassa vid utgången av år 2023, härleds ett bolagsvärde om ca 1 036 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 20,0 kr i ett Base scenario.

För att ge värderingen perspektiv, och som stöd till relativvärderingen, har Maven även värderats genom en DCF-värdering. Enligt Analyst Groups uppfattning anses en DCF-värdering vara lämplig till följd av att Maven har en kort operationell historik av lönsamhet, där modellen speglar Bolagets långsiktiga värdeskapande. Samtidigt härleds en stor andel av kassaflödet (59%) till terminalperioden, vilket betyder att det mesta av det genererade värdet sker senare. DCF-modellen indikerar ett potentiellt nuvärde per aktie om 20,1 kr, i ett Base scenario, vilket bekräftar den uppsida som återspeglas i relativvärderingen. I modellen är omsättningstillväxten på medellång- och längre sikt främst driven av efterfrågan på DAS-system från globala mobiloperatörer och operatörer inom kritisk kommunikation. I takt med en ökad installerad produktbas förväntas licens- service- och underhållsavgifter representera en allt större andel av de totala intäkterna, vilket förväntas medföra högre marginaler och återkommande kassaflöde, varför EBIT-marginalen estimeras uppgå till ca 20 % över tid. Den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC) vi använder i kassaflödesmodellen är 10,9 %, med kostnaden för eget kapital på något högre nivåer 11,0 %.

DCF värdering	MSEK	Fritt kassaflöde
Risikfri ränta	1,2 %	
Marknadens avkastningskrav	7,8 %	
Beta	0,51	
Kostnad av eget kapital	11,0 %	
Kostnad av lånat kapital	9,5 %	
WACC	10,9 %	
Enterprise Value (nuvärde) (MSEK)	1 030,5	
Börsvärde (nuvärde) (MSEK)	1 041,5	
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>20,1</b>	
		2023: 16,8 2024: 34,0 2025: 51,8 2026: 55,2 2027: 59,2 2028: 63,3 2029: 67,5 2030: 71,8 2031: 76,2 2032: 80,7 2033: 83,7

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

### Bull scenario

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

- Bolaget fortsätter att vinna större upphandlingar, samt ökar andelen offerter som konverteras till orders, primärt drivet av Mavens ekonomiska vallgravar mot konkurrenter, i termer av teknikhöjd och hållbarhet.
- Maven estimeras att öka konverteringen från order till fakturering snabbare än vad som förväntas i ett Base scenario, vilket i kombination med en stigande orderingång och orderbok, estimeras medföra en nettoomsättning om ca 296 MSEK år 2023.
- Givet ett större antal vunna upphandlingar förväntas även Maven att snabbare etablera en stark position på de nord- och sydamerikanska marknaderna, vilket främst förklaras av att Bolaget i ett sådant scenario har fler referenser, vilket bör minska försäljningsmässiga utmaningar.
- Givet en applicerad EV/S-multipel om 4,5x på 2023 års estimerade nettoomsättning om 296 MSEK, samt justerat för estimerad nettokassa vid utgången av perioden, härleds ett bolagsvärde om ca 1 374 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 26,5 kr i ett Bull scenario.

**26,5 kr/aktie**  
i ett Bull  
scenario

### Bear scenario

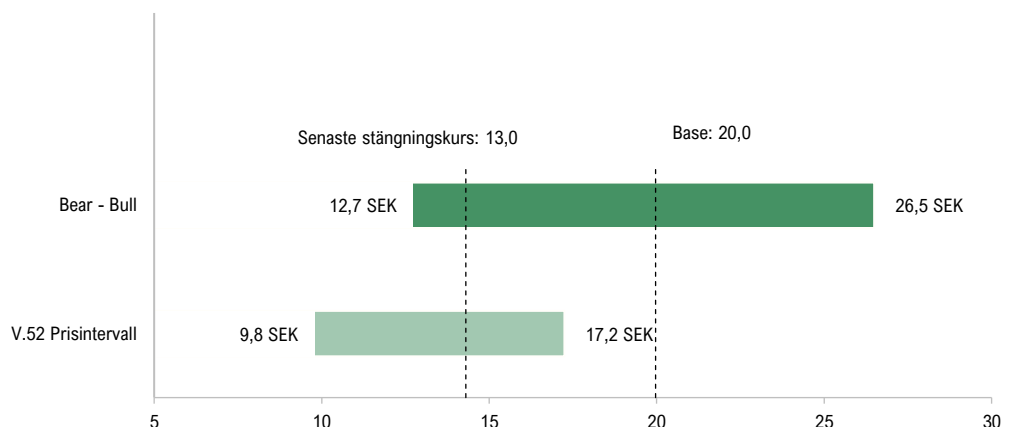
Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Maven är beroende av makroekonomiska faktorer, där framförallt infrastrukturinvesteringar är av vikt. I ett Bear scenario förväntas de långvariga konsekvenserna av komponentbrist, inflation, stigande räntor samt stigande råvaru- och energipriser bli större än förväntat, vilket sannolikt kommer agera både en försäljningsmässig utmaning samt innebära sämre marginaler än vad som estimerats i ett Base scenario.
- Även fast Maven har en marknadsledande produkt utgör detta ingen garanti för en försäljningsmässig framgång, och i ett Bear scenario kan branschens trögörlighet 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.
- Givet en applicerad EV/S-multipel om 3,5x på 2023 års estimerade nettoomsättning om 182 MSEK, samt justerat för estimerad nettokassa vid utgången av perioden, härleds ett bolagsvärde om ca 660 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 12,7 kr i ett Bear scenario.

**12,7 kr/aktie**  
i ett Bear  
scenario

#### Illustrativ bild av värderingar i respektive scenario Base-, Bull och Bear.

V.52 prisintervall, nuvarande aktiekurs samt potentiell aktiekurs i Base-, Bull och Bear scenario





## Fredrik Ekström, CEO

Fredrik har ca 20 års internationell erfarenhet inom telekommunikationsbranschen. Fredrik var tidigare styrelseledamot och medlem i ledningsgruppen för Axell Wireless, vilket hade en 20-procentig årlig intäkts- och resultattillväxt innan bolaget såldes till Cobham Plc. Dessförinnan arbetade Fredrik inom ett flertal telekom- och teknikföretag såsom Infineon, Ericsson Microelectronics och CGI med internationella befattningar bland annat i Tyskland och Indien. Fredrik har en Master of Science i Electrical Engineering från LTH (Lund).

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Fredrik innehar 4 760 249 aktier (9,2 %).*



## Claudia Muñoz, CFO

Claudia har en lång finansiell bakgrund bland annat som CFO på Hive Streaming och Finance Director på Live Arena. Claudia har ekonomichefsutbildning från FEI (Företagsekonomiska institutet) och en examen i Business Administration från Pontificia Universidad de Chile.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Claudia innehar 3 098 aktier (0,0 %).*



## Pär Tjernström, VP of Sales

Pär har över 20 års internationell erfarenhet från telekommunikationsbranschen. Pär har tidigare haft ledande roller på bland annat Allgon Systems, en världsledande leverantör av RF-utrustning och Northstream, ett managementkonsultföretag specialiserat på telekomindustrin. Han har även haft regionala/globala roller på företag såsom Tilgin och Commscope. På Allgon ledde Pär marknadsinträdet i Kina, etablerade lokalkontor samt tillverkning och växte försäljningen från kommersialisering till att nå marknadsledarskap inom repeatrar och basstationsantennor. Pär har en civilingenjörsexamen i industri- och managementteknik från LiTH (Linköping).

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Pär innehar 158 156 aktier (0,3 %).*



## Mike Lewis, CTO

Mike har erfarenhet av design av komplexa trådlösa kommunikationssystem, med specialkompetens inom signalbehandling och systemintegration för mobiltelefoner, trådlösa repeatersystem och distribuerade antensystem. Mike har en ingenjörsexamen från Cambridge University och tog sin doktorsexamen vid Manchester University.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Mike innehar 820 000 aktier (1,6 %).*



## Jonas Edlund, VP Radio Engineering

Jonas har över 25 års erfarenheten inom DAS- och repeater-design. Han har arbetat som systemarkitekt och ledande RF-designer på Avitec, Axell Wireless och Cobham Wireless. I dessa positioner har han varit ansvarig för övergripande systemnivå RF-design på de flesta av deras produkter. Jonas har även erfarenhet av att designa radiosystem åt Ericsson. Jonas har en civilingenjörsexamen i elektroteknik från KTH (Stockholm).

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Jonas innehar 1 341 000 aktier (2,6 %).*



## Martin Wetterholm, CIO & VP Software Engineering

Martin har arbetat med Embedded Systems inom telekommunikationssektorn i över 25 år. Han har varit chef för ett mjukvaruteam på Avitec, Axell Wireless och Cobham Wireless. Martin har studerat elektronik- och kommunikationsteknik vid Kungliga Tekniska Högskolan (KTH) i Stockholm.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Martin innehar 1 775 986 aktier (3,4 %).*

**Anders Björkman, Styrelseordförande**

Anders har erfarenhet från telekommunikationsbranschen såsom tidigare verkställande direktör för OnePhone Holding och dess partnerskap med British Telecommunications och KPN. Mellan åren 2001 och 2008 var Anders verkställande direktör för Argnor Wireless Ventures, ett riskkapitalbolag med fokus på investeringar i nordiska företag som utvecklar produkter och tjänster inom trådlös kommunikation. Under sin tid på Argnor Wireless Ventures var Anders styrelseledamot i ett antal av portföljbolagen. Innan dess var Anders verkställande direktör för SEC mellan åren 1999 och 2000 samt verkställande direktör för Tele2 mellan åren 1996 och 1999. Anders har en Master of Science i Electrical Engineering från Chalmers Tekniska Högskola.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Anders innehar 294 328 aktier (0,6 %).*

**Göran Grosskopf, Styrelseledamot**

Göran är professor i rättsvetenskap, handelsrätt och skatterätt vid Umeå, Göteborgs och Lunds universitet samt ordförande för IKEA AB:s Supervisory Board. Göran har tidigare erfarenhet från Tetra Pak, Tetra Laval, Ernst & Young och Vinge & Grosskopf och var även tidigare medlem av den ryska premiärministerns Foreign Investment Advisory Council. Göran har en civilekonomexamen från Handelshögskolan Göteborg och en doktorsexamen i juridik från Stockholms universitet.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Göran innehar 4 708 372 aktier (9,1 %).*

**Johan Lundqvist, Styrelseledamot**

Johan har 10 års erfarenhet från telekomindustrin inom bolag såsom Ericsson och Tele2, samt 20 års erfarenhet inom investeringar och Corporate Finance från Swedbank, Industrifonden och Graviton. Johan har studerat Civilingenjör samt Industriell Ekonomi på KTH.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Johan innehar 2 650 792 aktier (5,1 %).*

**Anders Björck, Styrelseledamot**

Anders Björck är en svensk politiker och var tidigare riksdagsledamot mellan åren 1969 och 2002, försvarsminister mellan 1991 och 1994 samt landshövding i Uppsala län mellan 2003 och 2009. Anders har även varit president för Europarådet mellan 1989 och 1991 och riksdagens förste vice talman mellan 1998 och 2002.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Anders innehar 120 000 aktier (0,2 %).*

**Gunnar Malmström, Styrelseledamot**

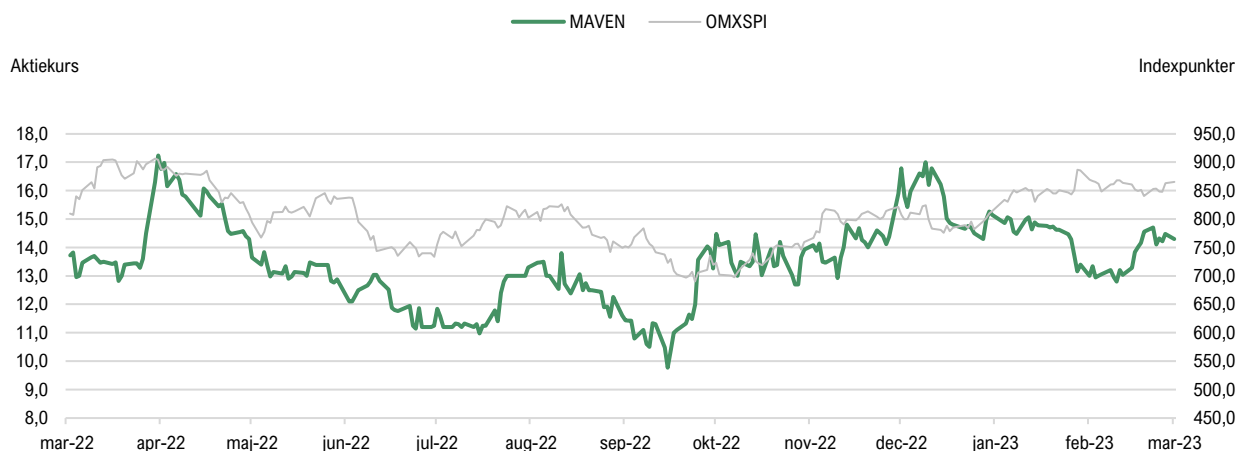
Gunnar äger och driver sedan 1998 en affärs och investeringsverksamhet via bland annat Gripsholm Holding och andra bolag. Gunnar är delägare och ordförande i ABC gruppen vilken är verksam inom byggentreprenadbranschen. Gunnar var tidigare delägare, ledamot och vice vd för Aragon Securities Fondkommission AB. Dessförinnan har Gunnar arbetat på Enskilda Fondkommission och SEB International. Gunnar har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Gunnar innehar 7 622 004 aktier (14,7 %).*

**Karin Edström, Styrelseledamot**

Karin är investment manager för Almi Invest GreenTech i Stockholm. Karin började arbeta på Almi 2018 och med GreenTech-fonden år 2020. Karin har 25 års erfarenhet från internationella befattningar inom IT, inklusive inom områden såsom B2B-försäljning och affärsutveckling. Karin var tidigare verkställande direktör för Citerus, ett digitalt konsultbolag, och Evothings, ett techbolag inom så kallat "Internet of Things". Karin har en Master of Science i Business Administration från Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Karin innehar för närvarande inga aktier.*



Resultaträkning (Base scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	101,4	250,7	358,0	469,0
Aktiverat arbete för egen räkning	11,9	13,4	14,3	17,0	19,0	20,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	3,2	0,0	7,5	8,9	9,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>61,6</b>	<b>115,8</b>	<b>275,2</b>	<b>385,9</b>	<b>498,4</b>
COGS	-46,8	-29,7	-69,6	-160,4	-221,9	-281,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>31,8</b>	<b>46,2</b>	<b>114,8</b>	<b>164,0</b>	<b>217,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	5%	34%	31%	36%	38%	40%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-19,4	-20,1	-21,5	-23,5
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-29,9	-34,5	-46,3	-62,4
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	3,1	-2,5	-3,6	-4,7
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>57,7</b>	<b>92,7</b>	<b>126,4</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-59%	-55%	-14%	13%	18%	21%
Avskrivningar	-3,1	-3,3	-5,0	-6,5	-8,6	-10,9
<b>EBIT</b>	<b>-19,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>51,2</b>	<b>84,1</b>	<b>115,6</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-66%	-62%	-19%	11%	16%	18%
Räntekostnader	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>50,9</b>	<b>83,9</b>	<b>115,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-11,0	-18,1	-24,9
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>39,9</b>	<b>65,7</b>	<b>90,5</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-67%	-64%	-20%	6%	11%	13%
<b>Base scenario, nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	15,0	16,5	7,3	3,0	2,1	1,6
EV/S	14,8	16,3	7,2	3,0	2,1	1,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	12,9	8,0	5,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	14,6	8,9	6,4
P/E	neg.	neg.	neg.	19,0	11,5	8,4



# Appendix

Balansräkning (Base scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Tillgångar</b>						
Balanserade utgifter för utvecklingskostnader	38,9	49,2	59,2	71,5	82,8	93,2
Patent, varumärken samt liknande rättigheter	2,7	3,5	3,8	4,4	4,8	5,1
<i>Summa immateriella anläggningstillgångar</i>	<i>41,6</i>	<i>52,7</i>	<i>63,0</i>	<i>75,9</i>	<i>87,6</i>	<i>98,3</i>
Materiella anläggningstillgångar	0,4	0,7	1,8	1,6	1,9	2,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>42,4</b>	<b>53,8</b>	<b>65,1</b>	<b>77,9</b>	<b>89,8</b>	<b>100,6</b>
Varulager	0,0	7,6	9,8	13,2	18,2	23,1
Kundfordringar	1,8	10,7	32,1	41,2	56,9	70,7
Övriga fordringar	0,7	1,8	2,4	2,5	3,6	4,7
<b>Summa kortfristiga fordringar</b>	<b>2,6</b>	<b>20,1</b>	<b>44,4</b>	<b>56,9</b>	<b>78,7</b>	<b>98,5</b>
Kassa	1,0	14,1	14,4	45,9	101,1	184,1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3,6</b>	<b>34,3</b>	<b>58,8</b>	<b>102,8</b>	<b>179,8</b>	<b>282,6</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>46,0</b>	<b>88,0</b>	<b>123,9</b>	<b>180,6</b>	<b>269,6</b>	<b>383,2</b>
<b>Eget kapital &amp; skulder</b>						
Aktiekapital	2,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Fond för utvecklingsavgifter	38,9	49,2	59,2	71,5	82,8	93,2
<i>Summa bundet eget kapital</i>	<i>41,3</i>	<i>50,5</i>	<i>60,5</i>	<i>72,8</i>	<i>84,1</i>	<i>94,5</i>
Överkursfond	64,7	117,4	133,2	133,2	133,2	133,2
Årets- och balanserat resultat	-76,7	-99,1	-114,7	-87,1	-32,7	47,4
<i>Summa fritt eget kapital</i>	<i>-12,0</i>	<i>18,3</i>	<i>18,5</i>	<i>46,1</i>	<i>100,5</i>	<i>180,6</i>
<b>Summa eget kapital</b>	<b>29,3</b>	<b>68,7</b>	<b>79,0</b>	<b>118,9</b>	<b>184,6</b>	<b>275,1</b>
Övriga avsättningar	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Summa avsättningar</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Skulder till kreditinstitut	6,2	5,7	3,4	1,9	1,4	0,9
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>3,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>
Checkräkningskredit	2,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	3,7	6,7	28,5	39,6	54,7	69,4
Övriga skulder	4,4	6,7	12,3	20,1	28,6	37,5
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10,2</b>	<b>13,4</b>	<b>41,3</b>	<b>59,6</b>	<b>83,4</b>	<b>106,9</b>
<b>Summa eget kapital &amp; skulder</b>	<b>46,0</b>	<b>88,0</b>	<b>123,9</b>	<b>180,6</b>	<b>269,6</b>	<b>383,2</b>

# Appendix

Kassaflödesanalys (Base scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Rörelseverksamheten</b>						
Rörelseresultat	-19,6	-11,4	-5,0	51,2	84,1	115,6
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet	3,3	3,3	3,6	6,5	8,6	10,9
Betalda finansiella utgifter	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1
Skatt	0,8	-0,5	0,0	-11,0	-18,1	-24,9
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten före för. av RK</b>	<b>-16,1</b>	<b>-9,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>46,4</b>	<b>74,4</b>	<b>101,4</b>
Ökning(-)/Minskning(+) av varulager	0,0	-7,7	-1,6	-3,4	-5,1	-4,9
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelsefordringar	20,7	-9,9	-21,0	-9,1	-16,8	-14,9
Ökning(+)/Minskning(-) av rörelseskulder	-11,6	5,7	27,3	18,8	23,8	23,5
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>-7,0</b>	<b>-21,3</b>	<b>2,6</b>	<b>52,7</b>	<b>76,3</b>	<b>105,1</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>						
Förvärv av balanserade utgifter för utvecklingsarbeten	-11,8	-13,4	-14,3	-18,0	-19,0	-20,0
Förvärv av patent	-1,1	-0,8	-0,7	-1,0	-0,8	-0,8
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-0,2	-0,4	-1,4	-0,3	-0,8	-0,8
Förvärv av finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-13,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-16,4</b>	<b>-19,2</b>	<b>-20,6</b>	<b>-21,6</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>						
Nyemission	22,9	58,3	17,0	0,0	0,0	0,0
Emissionskostnader	0,0	-6,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Upptagna lån	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortering av lån	-0,2	-0,5	-1,8	-1,5	-0,5	-0,5
Förändring av checkräkningskredit	-5,8	-2,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>19,8</b>	<b>49,0</b>	<b>15,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
Nettoökning (minskning) i likvida medel	-0,3	13,1	1,4	31,5	55,2	83,0
Ingående likvida medel	1,3	1,0	14,2	14,4	45,9	101,1
<b>Utgående likvida medel</b>	<b>1,0</b>	<b>14,1</b>	<b>14,4</b>	<b>45,9</b>	<b>101,1</b>	<b>184,1</b>

# Appendix

Resultaträkning (Bull scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	101,4	296,3	436,7	565,6
Aktiverat arbete för egen räkning	11,9	13,4	14,3	18,0	20,0	22,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	3,2	0,0	8,9	10,9	11,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>61,6</b>	<b>115,8</b>	<b>323,2</b>	<b>467,6</b>	<b>598,9</b>
COGS	-46,8	-29,7	-69,6	-183,7	-262,0	-328,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>31,8</b>	<b>46,2</b>	<b>139,5</b>	<b>205,6</b>	<b>270,9</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	5%	34%	31%	38%	40%	42%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-19,4	-22,2	-24,0	-25,5
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-29,9	-40,3	-55,0	-70,2
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	3,1	-3,0	-4,4	-5,7
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>74,0</b>	<b>122,2</b>	<b>169,6</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-59%	-55%	-14%	16%	21%	24%
Avskrivningar	-3,1	-3,3	-5,0	-6,8	-9,1	-11,6
<b>EBIT</b>	<b>-19,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>67,2</b>	<b>113,1</b>	<b>158,0</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-66%	-62%	-19%	14%	19%	22%
Räntekostnader	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>66,9</b>	<b>112,9</b>	<b>157,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-14,5	-24,4	-34,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>52,5</b>	<b>88,5</b>	<b>123,7</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-67%	-64%	-20%	9%	13%	16%
<b>Bull scenario, nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	15,0	16,5	7,3	2,6	1,7	1,3
EV/S	14,8	16,3	7,2	2,5	1,7	1,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	10,1	6,1	4,4
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	11,1	6,6	4,7
P/E	neg.	neg.	neg.	14,4	8,5	6,1

Resultaträkning (Bear scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	101,4	181,8	242,6	301,7
Aktiverat arbete för egen räkning	11,9	13,4	14,3	16,0	16,0	16,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	3,2	0,0	5,5	6,1	7,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>61,6</b>	<b>115,8</b>	<b>203,3</b>	<b>264,7</b>	<b>325,2</b>
COGS	-46,8	-29,7	-69,6	-120,0	-155,3	-187,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>31,8</b>	<b>46,2</b>	<b>83,3</b>	<b>109,4</b>	<b>138,2</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	5%	34%	31%	34%	36%	38%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-19,4	-16,4	-17,0	-18,1
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-29,9	-26,4	-28,6	-34,8
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	3,1	-1,8	-2,4	-3,0
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>38,7</b>	<b>61,4</b>	<b>82,3</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-59%	-55%	-14%	9%	16%	19%
Avskrivningar	-3,1	-3,3	-5,0	-6,1	-7,9	-9,7
<b>EBIT</b>	<b>-19,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>32,5</b>	<b>53,5</b>	<b>72,6</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-66%	-62%	-19%	6%	13%	16%
Räntekostnader	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>32,2</b>	<b>53,3</b>	<b>72,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-7,0	-11,5	-15,6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>25,2</b>	<b>41,8</b>	<b>56,8</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-67%	-64%	-20%	2%	8%	11%
<b>Bear scenario, nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	15,0	16,5	7,3	4,2	3,1	2,5
EV/S	14,8	16,3	7,2	4,1	3,1	2,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	19,3	12,1	9,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	22,9	13,9	10,3
P/E	neg.	neg.	neg.	29,9	18,1	13,3

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Maven Wireless Sweden AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.