

# Maven Wireless (MAVEN)



## Rivstartar året med ytterligare ett försäljningsrekord

Maven Wireless Sweden AB ("Maven" eller "Koncernen") har inlett året starkt där Q1-rapporten visade den högsta försäljningen för ett enskilt kvartal i Koncernens historia. Strategisk lageruppgång, bättre tillgång på IC komponenter och kortare ledtider anses vara starka drivare till att Maven fortsätter att förbättra leveransförmågan kvartal efter kvartal. Med hänsyn till detta, samt att Koncernens orderbok uppgick till 198 MSEK vid utgången av mars, estimeras Maven leverera en nettoomsättning om 250,7 MSEK under år 2023, med ett EBITDA-resultat om 57,7 MSEK. Givet en tilläpplad EV/S-multipel om 4,2x, samt justerat för Mavens nettoskuld, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 20,0 kr (20,0) på 2023 års prognos, i ett Base scenario.

### ▪ Fortsatt stark ordergång

Under det första kvartalet år 2023 uppgick ordergången till 34,9 MSEK (28,3), motsvarande en organisk tillväxt om 23 % mot jämförbart kvartal föregående år. Aktiviteten avseende nya projekt är normalt sett lägre under det första kvartalet, varför en lägre ordergång jämfört med föregående kvartal (Q4-22) var i linje med våra förväntningar. Under kvartalet har Maven vunnit 45 orders från 21 olika kunder, vilket är en ökning från 12 kunder under Q1-22. Analyst Group ser positivt på att Koncernen uppvisar en bredare kundbas vilket, allt annat lika, bidrar till diversifierade intäktsströmmar och således sänker den försäljningsmässiga risken.

### ▪ Stigande lönsamhet

I den senaste analysuppdateringen i samband med Mavens Q4-rapport förväntade vi oss lättnader avseende komponentbristen under år 2023, vilket redan under det första kvartalet har börjat ge en positiv effekt då Koncernens bruttomarginal steg till 36 % (28%). Analyst Group bedömer att vi kommer få se fortsatta lättnader avseende komponentbristen under kommande kvartal, vilket i kombination med att "läggande" prishöjningar förväntas ge större effekt, estimeras medföra att Maven kan upprätthålla en god bruttomarginal, samt uppvisa en högre konvertering från orderbok till omsättning under innevarande år. Detta, i kombination med att Mavens affärsmodell möjliggör en hög skalbarhet, förväntas resultera i en EBITDA-marginal om 13 % för helåret 2023.

### ▪ Vi upprepar vårt värderingsintervall

Analyst Group anser att Maven har levererat en stark start på det nya året med en ökad försäljning och stigande lönsamhet. Mot bakgrund av att Koncernens orderbok vid kvartalets slut uppgick till 198 MSEK, samt att vi ser tydliga tecken på lättnader avseende komponentbristen och kortare ledtider, anser vi att det råder goda möjligheter för Maven att uppnå vår försäljningsprognos om ca 251 MSEK för helåret 2023. Således har vi valt att behålla våra prognoser samt upprepa vårt tidigare värderingsintervall i samtliga scenarion.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
12,7 kr

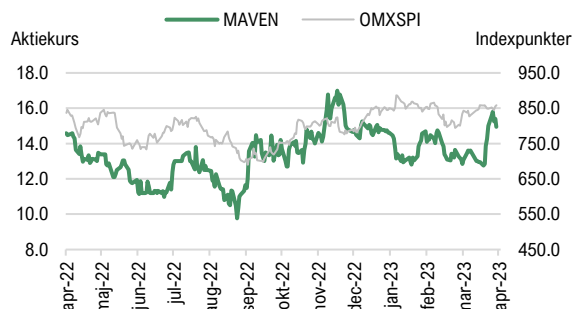
**Base**  
20,0 kr

**Bull**  
26,5 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-05-02)	14,4
Antal Aktier (st.)	51 866 809
Market Cap (MSEK)	746,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	0,4
Enterprise Value (MSEK)	747,3
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 2 2023	15 augusti 2023

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Gunnar Malmström	14,3 %
Fredrik Ekström	9,2 %
Göran Grosskopf	9,1 %
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>	<b>46,2</b>	<b>114,8</b>	<b>164,0</b>	<b>217,0</b>
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	7,4	3,0	2,1	1,6
EV/S	7,4	3,0	2,1	1,6
EV/EBITDA	neg	13,0	8,1	5,9
EV/EBIT	neg	14,6	8,9	6,5

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

## Innehållsförteckning

Kommentar Q1-rapport	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11-12
Bull & Bear	13
Ledning & Styrelse	14-16
Appendix	17-21
Disclaimer	22

### 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

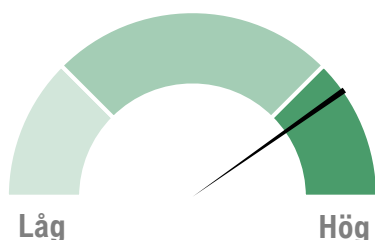
### ANALYTIKER

Namn Lucas Mattsson

Telefon +46 731 58 94 85

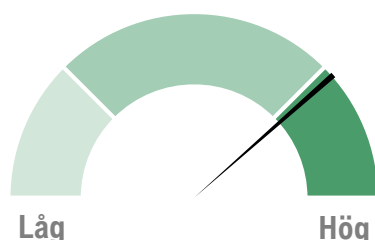
E-mail lucas.mattsson@analystgroup.se

### Värde drivare



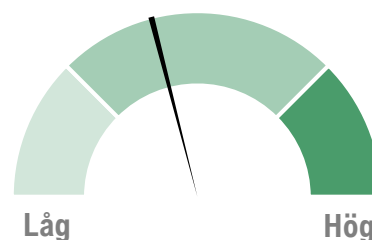
Maven har vid utgången av Q1-23 en orderbok om 198 MSEK, vilket, i kombination med att Maven förväntas öka konverteringen från orderbok till omsättning, lägger det grunden för en fortsatt hög tillväxt. Därutöver, har Maven initierat expansionen till den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Koncernens 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



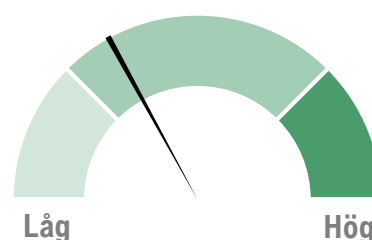
Fredrik Ekström var med och grundade Maven år 2016 och har sedan dess, som VD, utvecklat Maven från idé till att idag vara en ledande leverantör på den globala DAS-marknaden som omsätter över 100 miljoner kronor. Analyst Group bedömer att Fredrik, tillsammans med övriga i ledning och styrelse, har långa- 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 Maven 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 tre senaste kvartalen, varför Koncernens 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 Koncernen uppvisat lönsamhet under de tre senaste kvartalen, vilket förväntas vara en trend som fortsätter. Kassen uppgick vid utgången av Q1-23 till 2,6 MSEK, därutöver har Koncernen en checkkredit om 10 MSEK samtidigt som kundfordringar vid utgången av perioden uppgick till 37,9 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 för Maven vid ett mer utmanande klimat.

**Stark försäljnings-  
tillväxt om 222 %  
YoY**

## Levererar ytterligare ett omsättningsrekord

Under det första kvartalet år 2023 uppgick nettoomsättningen till 41,1 MSEK (12,7), vilket motsvarar en ökning om 222 % mot jämförbart kvartal föregående år samt en tillväxt om 1 % Q-Q, vilket innebär att Koncernen levererar ytterligare ett rekordkvartal avseende nettoomsättning vilket är i linje med våra förväntningar. Tillväxten är hänförlig till en fortsatt organisk expansion på befintliga marknader, vilket innefattar Norden, Europa, Mellanöstern samt Asien. Maven fortsätter att leverera på den rekordstora orderboken som vid utgången av Q4-22 uppgick till 201 MSEK. Vidare har tillgången på IC-komponenter förbättrats och ledtiderna kortats, även om de fortsatt är längre än normalt. Givet att Maven har fortsatt investera i komponenter, och därmed fyllt på varulagret, ser Analyst Group goda möjligheter för Koncernen att fortsätta leverera på nuvarande orderbok och därmed leverera en stark omsättningstillväxt under kommande kvartal.

Sett till bruttomarginalen uppgick den till 36 % under Q1-23, att jämföra med 28 % under jämförbart kvartal föregående år och 29 % under Q4-22. Förbättringen antas vara hänförlig dels till en gynnsam produktmix samt dels Mavens arbete med att minska produktionskostnader genom att säkra komponenter. Likt vi nämnt i samband med tidigare analysuppdateringar förväntar vi oss att se fortsatta lättnader avseende komponentbrist, vilket, i kombination med att Maven har byggt upp ett lager av komponenter, medför att vi estimerar en fortsatt god bruttomarginal framgent.

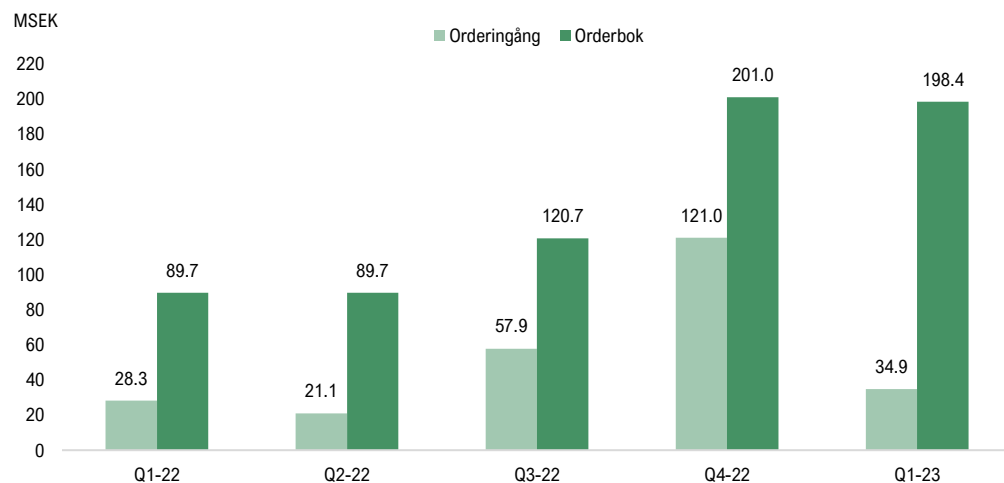
## Fortsatt välfylld orderbok

Orderingången under Q1-23 uppgick till 35 MSEK (28,3) fördelat på 45 orders från 21 olika kunder, varav fem helt nya. Orderingången är dock en minskning från föregående kvartal då orderingången uppgick till 121 MSEK men där Analyst Group anser att det finns säsongsmässiga effekter vilka innebär att aktiviteter gällande nya orders är lägre under det första kvartalet samtidigt som Maven erhöll flera större orders, bl.a. från SBB, under Q4-22, varför en jämförelse med föregående kvartal blir något missvisande. Under kvartalet erhöll Koncernen bl.a. en order om ca 6,1 MSEK från Mellanöstern avseende de senaste digitala DAS-produkterna för blåljusradio samt ett första avrop baserat på det nya förlängda ramavtalet med Telenor Norge om ca 7,3 MSEK. Genom det uppdaterade ramavtalet har Maven kunnat justera priserna för att kompensera för kostnadsökningar i produktionsleden, varför vi väntar oss stärkta marginaler avseende framtida avrop. Orderboken uppgick vid utgången av Q1-23 till ca 198 MSEK, vilket Maven arbetar med att fullgöra och leverera på, varför Analyst Group fortsatt ser goda möjligheter för Koncernen att nå vår omsättningsprognos om 251 MSEK år 2023.

**Orderbok om  
198 MSEK**

### Kraftig organisk expansion resulterade i en välfylld orderbok om 198 MSEK vid utgången av Q1-23.

Orderingång och orderbok, Q1-22-Q1-23 (MSEK)



Källa: Maven delårsrapporter, 2022 & 2023

## Lönsamhet för tredje kvartalet i rad

Under det första kvartalet år 2023 uppgick Mavens rörelsekostnader, exklusive avskrivningar, till -18,0 MSEK (-11,3), vilket motsvarar en ökning om 60 % YoY, samt en ökning om ca 33 % Q-Q. Rörelsekostnaderna var något högre än våra förväntningar vilket främst förväntas vara ett resultat av en intensiv expansionstakt samt en fortsatt hög inflation. Samtidigt fortsätter omsättningen att öka snabbare än rörelsekostnaderna, varför vi inte drar några större växlar kring kostnadsökningen. Sammantaget anser vi att rörelsekostnaderna är på fortsatt stabila nivåer, vilket i kombination med högre försäljningsvolym och en stigande bruttomarginal, resulterade i att EBITDA-resultatet uppgick till 3,9 MSEK (-3,6), motsvarande en ökning om 84 % Q-Q. Givet en fortsatt ökad försäljning, minskade produktionskostnader till följd av en bättre tillgång på komponenter samt med hänsyn till skalbarheten i affärsmodellen anser Analyst Group att det råder goda möjligheter för Koncernen att fortsätta öka lönsamheten under kommande kvartal.

EBITDA-tillväxt om  
84 % Q-Q

Kassaflödet från den löpande verksamheten, efter förändringar av rörelsekapital, uppgick under kvartalet till -7,1 MSEK (-8,2). Kassaflödet har under perioden påverkats negativt till följd av en ökad rörelsekapitalbindning i form av kundfordringar och varulager. Mavens fria kassaflöde uppgick till -11,4 MSEK, vilket huvudsakligen är hänförligt till att Koncernen har investerat i utveckling av nya produkter. Detta sammantaget har varit bidragande faktorer till den negativa utvecklingen i kassan Q-Q, vilken uppgick till 2,6 MSEK vid utgången av Q1-23. Värt att notera dock är att Maven har tillgång till en checkräkningskredit om 10 MSEK, samtidigt så uppgick kundfordringar vid utgången av Q1-23 till ca 37,9 MSEK vilket blir som en "laggande" effekt i rörelsekapitalet, varför Analyst Group anser att risken för extern kapitalanskaffning är låg och att Maven kan fortsätta finansiera Koncernens organiska expansionsplaner med egna kassaflöden och eventuell upplåning. Därutöver har komponentlagret på balansräkningen ökat till 13 MSEK under perioden, vilket förväntas att användas under året, något som i sin tur förväntas stärka rörelsekapitalet.

Stabil finansiell  
position

Sammantaget anser vi att Maven har levererat en stark start på det nya året med en fortsatt ökad omsättning, tillika lönsamhet. Med hänsyn till Mavens välfyllda orderbok om 198 MSEK, en ökad leveransförmåga genom kortade ledtider, samt en stigande orderingång, ser vi goda möjligheter för Maven att fortsätta ta operationella kliv och leverera lönsam tillväxt under kommande kvartal.

## Ramavtal lägger grunden för stark tillväxt och stabilt kassaflöde

Ramavtal till ett värde om ~700 MSEK

Maven grundades år 2016 och har sedan dess vunnit flertalet betydande orders, vilket har medfört att Koncernen 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 Koncernens 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 Koncernens 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.

## Konkurrenskraftigt produkterbjudande med hög teknikhöjd

4,4 miljarder människor förväntas vara uppkopplade till 5G

Under Q1-23 uppgick orderingsgången till 35 MSEK fördelat på 45 orders från 21 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 Maven 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 Koncernens 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.

## 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 Koncernens 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

20,0 kr/aktie i ett Base scenario

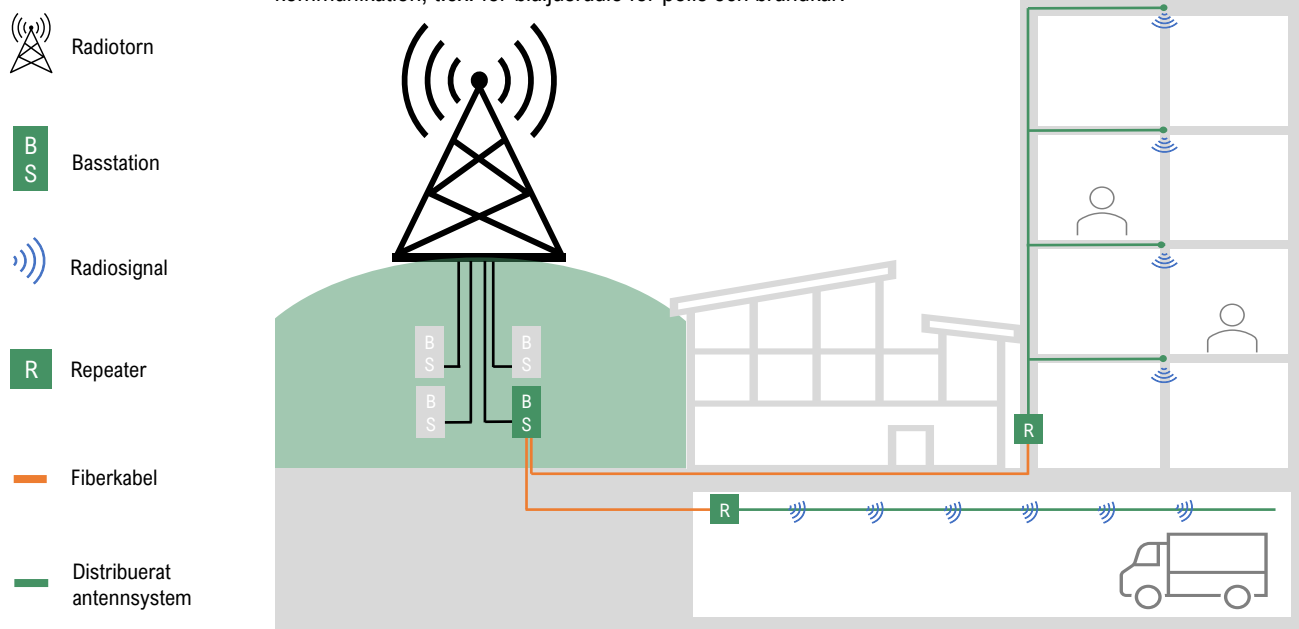
I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 67 % under kommande år, för att år 2025 nå en nettoomsättning om ca 469 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är Koncernens förmåga att fortsätta öka leveransförmågan, för att kunna leverera 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 4,2x på 2023 års försäljning om 251 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 20,0 kr, i ett Base scenario.

## Låg teknikrisk men trögriktig 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 Maven 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 Koncernens 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 Koncernens 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 Koncernens 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.

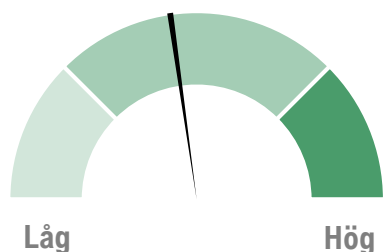
**Exempel på Mavens kunder:** Trafikverket, ÖBB, SBB och ISC (International Security & Communications)

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. Koncernens 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 Koncernen inte behöver anställa personal för tillverkning. Kontraktstillverkarna skickar i sin tur produkterna direkt till slutkund som betalar Maven 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 försäljningsvolym
- **Pricing Power** – Mavens starka marknadsposition, i kombination med inläsnings effekter för kunden resulterar i goda möjligheter för Koncernen 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 Koncernens största inkomstkälla, utgör en engångsintäkt, medan licensavgifter samt service- och underhållsavgifter utgör återkommande intäkter till Koncernen. Licens-, service- och underhållsavgifter betalas i förskott på års- eller kvartalsbasis baserat på det levererade antalet enheter, vilket möjliggör för Koncernen 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.

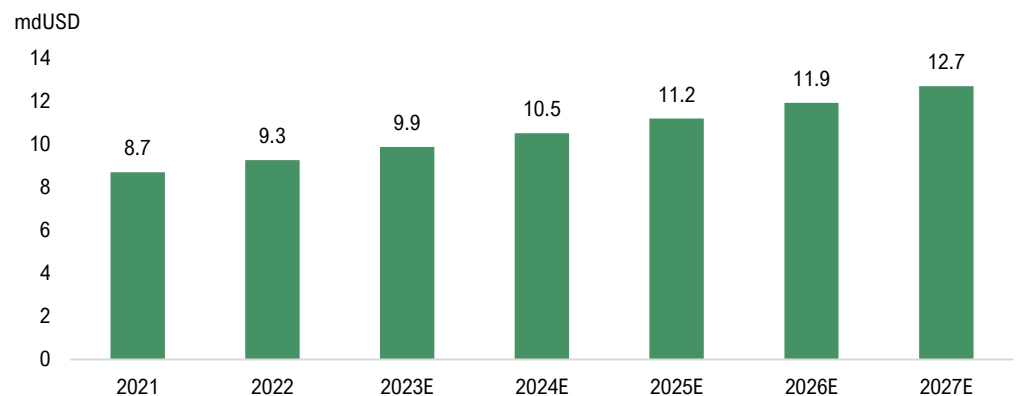
## Flera drivkrafter talar för tillväxt

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 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.

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. Koncernens 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 DAS-plattformen 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 Koncernens DAS-lösning ett mer miljövänligt alternativ än konkurrenternas.

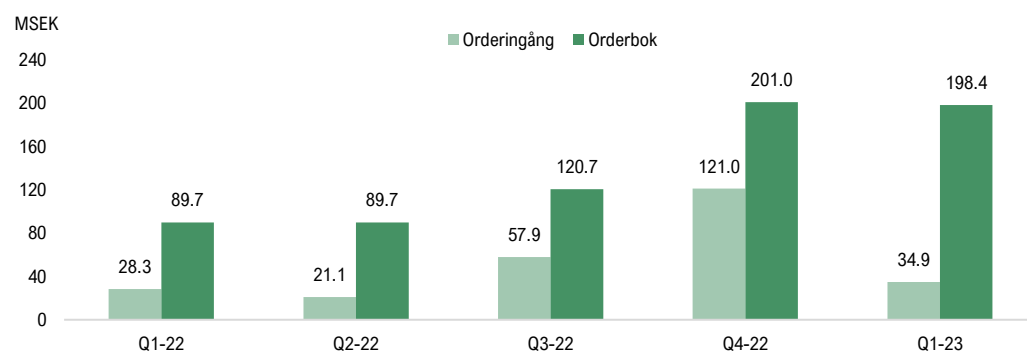


Orderbok uppgår  
till  
**198 MSEK**

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 Q1-23 uppgick till 35 MSEK fördelat på 45 orders från 21 olika kunder, varav fem helt nya. Maven har under det senaste året erhållit flertalet spännande orders, bland annat fortsätter avrop och leveranser till Telenor, där Koncernen under det fjärde kvartalet erhöll 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 Q1-23 uppgick orderboken till 198 MSEK, vilket Maven arbetar med att fullgöra och leverera på.

**Vid utgången av Q1-23 uppgick orderboken till 198 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 i form av 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 intäktsströmmar 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 Koncernens 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 Koncernens 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 Koncernen 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 Koncernen bjuder på. I vårt Base scenario utgår vi från att Koncernen 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 trögrörlighet som återfinns i branschen vilken skapar försäljningsmässiga utmaningar, det finns således goda möjligheter för Koncernen att överträffa våra prognoser på längre sikt.

Estimerad netto-  
omsättning om  
**469 MSEK år 2025**

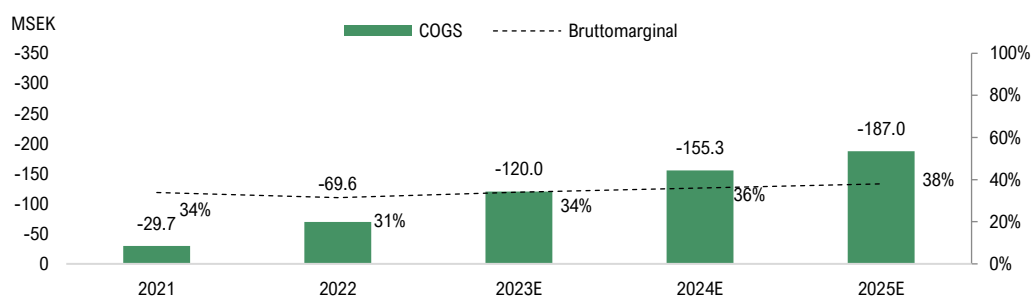
## Brutto- och rörelsekostnader åren 2023-2025

I takt med att Maven växer över tid förväntas COGS utgöra en proportionerligt större del av Koncernens 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 Koncernen 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

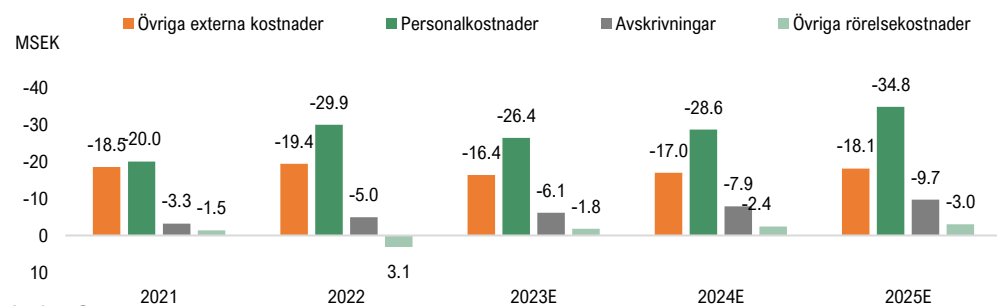


Analyst Groups prognoser.

Koncernen 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 Koncernens 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 Koncernen 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 Mavens 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 under 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	139,5	47%	72%	-52%	0,3	0,2	5,4	2,5	neg.
Ovzon	2 107,7	32%	145%	-17%	0,3	0,1	6,7	6,1	-63,9
Sivers Semi.	1 911,0	63%	29%	-6%	0,3	0,1	14,4	6,4	-106,2
Waystream	392,0	55%	46%	25%	0,7	1,1	2,8	2,4	9,8
<b>Maven Wireless</b>	<b>783,6</b>	<b>33%</b>	<b>72%</b>	<b>13%</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,1</b>	<b>13,6</b>
Max	2 107,7	63%	145%	25%	0,7	1,1	14,4	6,4	9,8
75:e percentilen	1 960,1	57%	71%	2%	0,4	0,4	8,6	6,2	-27,0
<b>Genomsnitt</b>	<b>1 137,5</b>	<b>49%</b>	<b>61%</b>	<b>-12%</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>7,3</b>	<b>4,4</b>	<b>-53,4</b>
<b>Median</b>	<b>1 151,5</b>	<b>51%</b>	<b>38%</b>	<b>-11%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-63,9</b>
25:e percentilen	328,9	43%	28%	-26%	0,3	0,1	4,7	2,5	-85,0
Min	139,5	32%	23%	-52%	0,3	0,1	2,8	2,4	-106,2

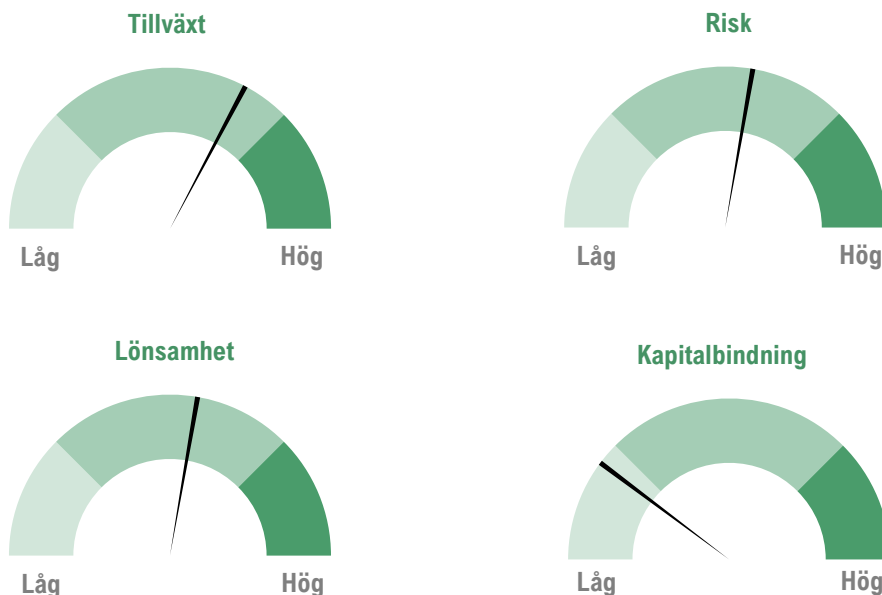
Fokus under kommande år förväntas vara att fortsatt expandera på befintliga marknader i Europa, Asien och Mellanöstern, samtidigt som Maven börjar penetrera den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. På längre sikt bedömer Analyst Group att Koncernens ramavtal kommer vara avgörande 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 Koncernen inte behöver anställa personal för tillverkning, vilket estimeras medföra en högre lönsamhet på rörelsenivå framgent. Rullande 12 månader uppvisar Maven en rörelsemarginal (EBITDA) om 13 %, samtidigt som *peer*-gruppen uppvisar en negativ lönsamhet, vilket 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 Koncernen 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 Mavens produkter tillverkas hos kontraktstillverkare, därigenom undviker Maven att binda kapital i form av anläggningstillgångar. Kontraktstillverkarna skickar i sin tur produkterna direkt till slutkund som betalar Maven 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 4,2x 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 Mavens nettoskuld, härleds ett bolagsvärde om ca 1 040 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 Koncernens 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 %	22.8
Marknadens avkastningskrav	7,8 %	55.9
Beta	0,51	83.6
Kostnad av eget kapital	11,0 %	87.5
Kostnad av lånat kapital	9,5 %	93.5
WACC	10,9 %	99.6
Enterprise Value (nuvärde) (MSEK)	1 040,6	105.8
Börsvärde (nuvärde) (MSEK)	1 040,2	112.3
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>20,1</b>	118.9
		125.6
		130.5

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:

- Koncernen 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 Koncernen i ett sådant scenario har fler referenser, vilket bör minska försäljningsmässiga utmaningar.
- Givet en applicerad EV/S-multipel om 4,6x på 2023 års estimerade nettoomsättning om 296 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, 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

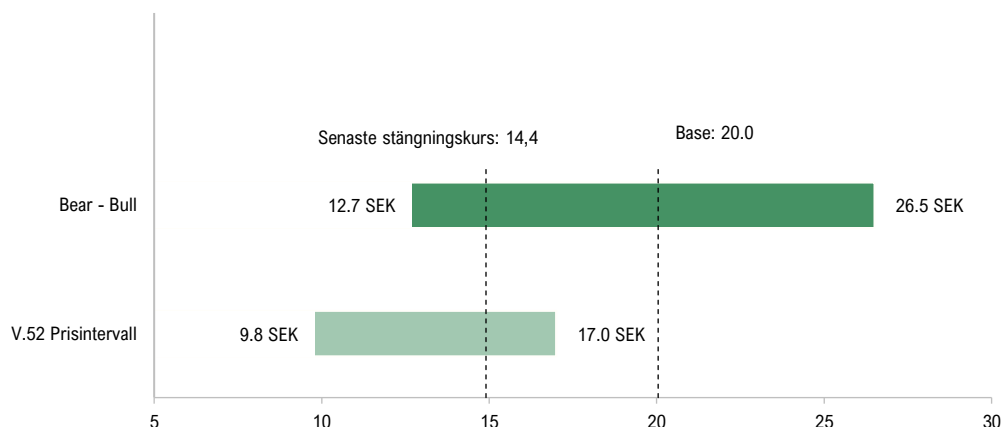
Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- 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 Koncernens, i ett högre tempo.
- Givet en applicerad EV/S-multipel om 3,6x på 2023 års estimerade nettoomsättning om 182 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, härleds ett bolagsvärde om ca 658 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



Analyst Groups prognoser.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten



## 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 %).*



## Björn Eklöf – COO

Björn är inköps- och leveransspecialist och har bred erfarenhet inom Operations i +30 år, både från telekombranschen såväl som mekanisk industri. Björn har haft flera chefspositioner inom Sourcing, Supply and Manufacturing och är även certifierad CIO. Innan Maven Wireless har Björn arbetat på Edgeware/Agile Content, Digital Vision och Dustcontrol

*Aktieinnehav i Maven Wireless: Björn innehar 300 aktier (0,0 %).*

**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.

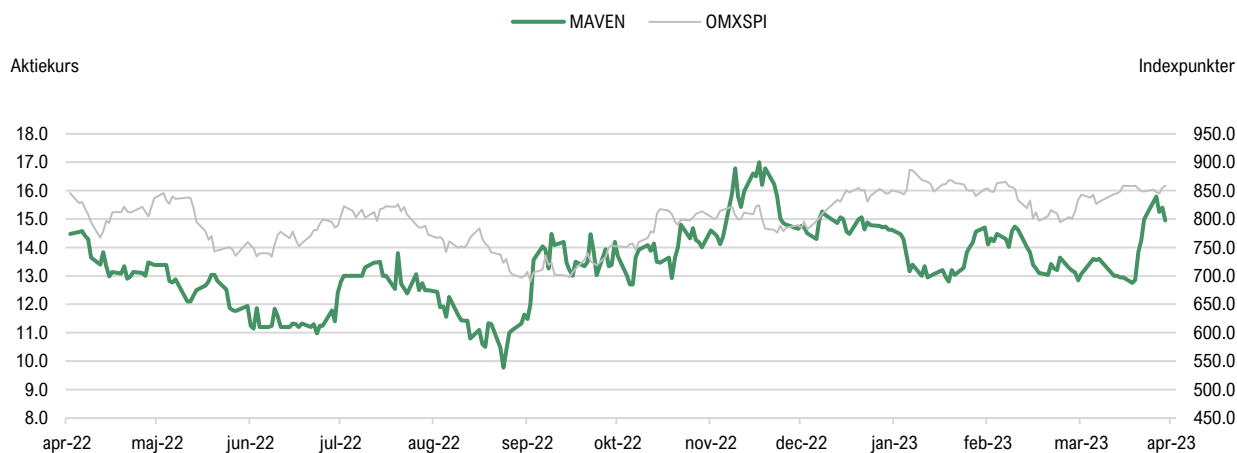
*Aktieinnehav i Maven Wireless: Gunnar innehar 7 622 004 aktier (14,7 %).*

**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%

Base scenario, nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	15,1	16,6	7,4	3,0	2,1	1,6
EV/S	15,1	16,6	7,4	3,0	2,1	1,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	13,0	8,1	5,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	14,6	8,9	6,5
P/E	neg.	neg.	neg.	18,7	11,4	8,3

# 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	15,1	16,6	7,4	2,5	1,7	1,3
EV/S	15,1	16,6	7,4	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.	14,2	8,4	6,0

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	15,1	16,6	7,4	4,1	3,1	2,5
EV/S	15,1	16,6	7,4	4,1	3,1	2,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	19,3	12,2	9,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	23,0	14,0	10,3
P/E	neg.	neg.	neg.	29,6	17,9	13,2

# 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.