

# Maven Wireless (MAVEN)



## Stärkt bruttomarginal medför rekordresultat

Maven Wireless Sweden AB ("Maven" eller "Koncernen") levererade under Q3-23 en fortsatt stark utveckling med en omsättningstillväxt om 102 % och en stärkt bruttomarginal om 40 % (35 %), vilket också medförde ett rekordhög EBITDA-resultat om 12,8 MSEK (3,9). Genom att omsättningshastigheten av orderboken har tredubblats sedan den var som längst under pandemin, vilket underlättar konverteringen till omsättningen, samt en förväntad stigande ordergång estimeras en fortsatt stark tillväxt framgent. Givet en tillämplad EV/S-multipel om 3,9x, samt justerat för Mavens nettoskuld, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 18,0 kr (20,0) på 2023 års prognos, i ett Base scenario.

### Stabil omsättning och stark bruttomarginal...

Under det tredje kvartalet år 2023 uppgick Mavens omsättning till 53,3 MSEK (26,5), motsvarande en tillväxt om 102 % som var helt organisk genom expansion på befintliga marknader. Vidare uppgick bruttomarginalen till 40 % (35 %), vilket var högre än vårt estimat genom en fortsatt förbättring avseende komponentbrist, samt att Maven nu levererar orders där prishöjningar är gjorda.

### ...medförde starkt resultat och kassaflöde

Omsättningstillväxten och den stärkta bruttomarginalen medförde ett rekordhög EBITDA-resultat om 12,8 MSEK (3,9), motsvarande en tillväxt om 226 %. Sett till kassaflödet från den löpande verksamheten, efter förändringar i rörelsekapital, uppgick detta till 12,2 MSEK. Givet att Maven fortsätter bygga lager med den nya produktionspartnern Kitron samt ökat Koncernens lagerhållning för att minska kostnaderna ser vi kassaflödet som starkt under kvartalet.

### Sjunkande ordergång till följd av kortare ledtider

Ordergången under Q3-23 uppgick till 24 MSEK (57,9), vilken påverkats av att ramavtalskunder under kvartalet inte behövt lägga orders med lika lång tidshorisont till följd av kortare leveranstider, vilka nu uppgår till 9-16 veckor, således en tre gånger snabbare omsättningshastighet av orderboken jämfört med när den var som längst under pandemin. Då ramavtalskunder till stor del har lagt orders för år 2023 har dessa minskat under det tredje kvartalet men vi förväntar oss en starkare ordergång under kommande kvartal.

### Reviderat värderingsintervall

Vi gör mindre justeringar i våra estimat för år 2023 vilket innefattar något lägre omsättning och högre rörelsekostnader men med en starkare bruttomarginal. Vidare har vi höjt våra prognoser något gällande rörelsekostnader under resterande del av prognosperioden, vilket dock till viss del motverkas av en starkare estimerad bruttomarginal. De uppdaterade prognoserna, i kombination med en multipelkontraktion bland peers, gör att vi sänker vår målmultipel, och medför ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
9,2 kr

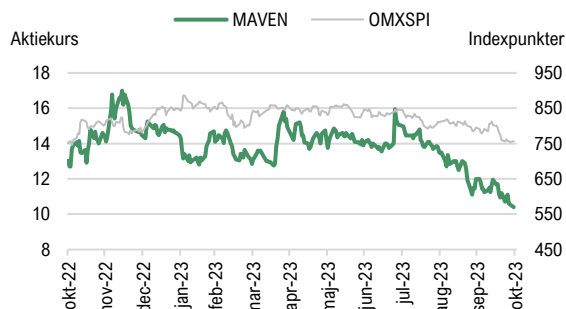
**Base**  
18,0 kr

**Bull**  
22,7 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-10-31)	10,15
Antal Aktier (st.)	51 866 809
Market Cap (MSEK)	526,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-3,6
Enterprise Value (MSEK)	522,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Bokslutskommuniké 2023	23 februari 2024

### 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	238,1	358,0	469,0
<b>Bruttoresultat</b>	46,2	124,9	169,4	221,7
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	31%	38%	40%	41%
Rörelsekostnader	-46,2	-81,9	-95,4	-114,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,1</b>	<b>42,9</b>	<b>73,9</b>	<b>107,7</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-14%	4%	13%	17%
P/S	5,2	2,2	1,5	1,1
EV/S	5,2	2,2	1,5	1,1
EV/EBITDA	neg	12,2	7,1	4,9
EV/EBIT	neg	14,5	8,1	5,4

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

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-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

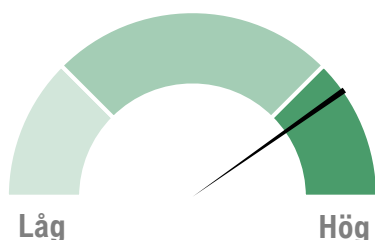
### ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706 554 551

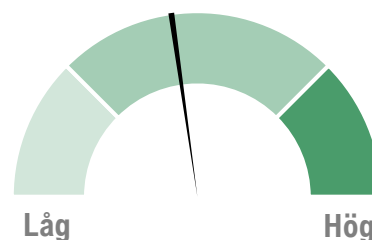
E-mail axel.ljunghammer@analystgroup.se

### Värde drivare



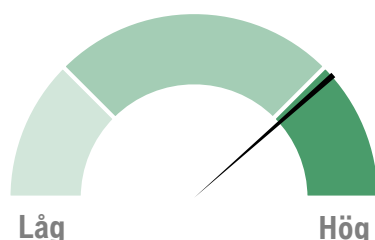
Maven har vid utgången av Q3-23 en orderbok om ca 139 MSEK, vilket, i kombination med att Maven har lyckats minska leveranstider, därmed öka konverteringen från orderbok till omsättning, lägger grunden för en fortsatt hög tillväxt. Därutöver har en första order på den amerikanska marknaden erhållits via dotterbolaget Maven Wireless Inc. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Koncernens adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning, varför vi anser att en marknadsexpansion till den amerikanska marknaden utgör en stark värde drivare framgent.

### Lönsamhet



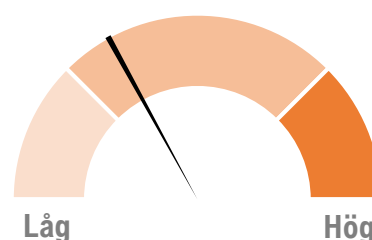
Maven har uppvisat ett negativt nettoresultat från år 2018 till och med Q2-22, vilket förklaras av en kraftig expansion som har inneburit höga rörelsekostnader. Dock har Maven under de senaste åren levererat en positiv lönsamhetstrend, där nettoresultatet har gått från -20,3 MSEK under år 2020 till 24 MSEK under de senaste 12 månaderna, vilket driver upp betyget något. Betyget är enbart tillbakablickande och tar ej hänsyn till framtida lönsamhetspotential.

### 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 200 miljoner kronor (LTM). 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 44,5 %, vilket ingjuter förtroende för fortsatt aktieägarvärde.

### Risk



Den finansiella risken bedöms vara relativt låg då Koncernen uppvisat lönsamhet under de fem senaste kvartalen, vilket förväntas vara en trend som fortsätter. Kassen uppgick vid utgången av Q3-23 till 7,7 MSEK, därutöver har Koncernen en checkkredit om 10 MSEK, varför Maven inte anses vara i behov av ytterligare extern kapitalanskaffning. Det allmänna konjunkturläget är vad Analyst Group erfar är den största risken på kort sikt, vilket kan hämma tillväxten för Maven vid ett mer utmanande klimat.

Stark försäljnings-  
tillväxt om 102 %  
YoY

## Fortsatt tillväxt på flera geografiska marknader

Omsättningen uppgick under Q3-23 till 53,3 MSEK (26,5), motsvarande en tillväxt om 102 %, vilket är hänförligt till kunder inom Norden, Europa, Mellanöstern och Asien. Utvecklingen var relativt i linje med våra förväntningar, om än något åt det svagare hållet, vilket bl.a. antas vara hänförligt till något lägre aktivitet under sommarmånaderna. Det fjärde kvartalet är vanligtvis ett kvartal med högre aktivitet för Maven, varför vi estimerar en starkare omsättning under årets sista kvartal.

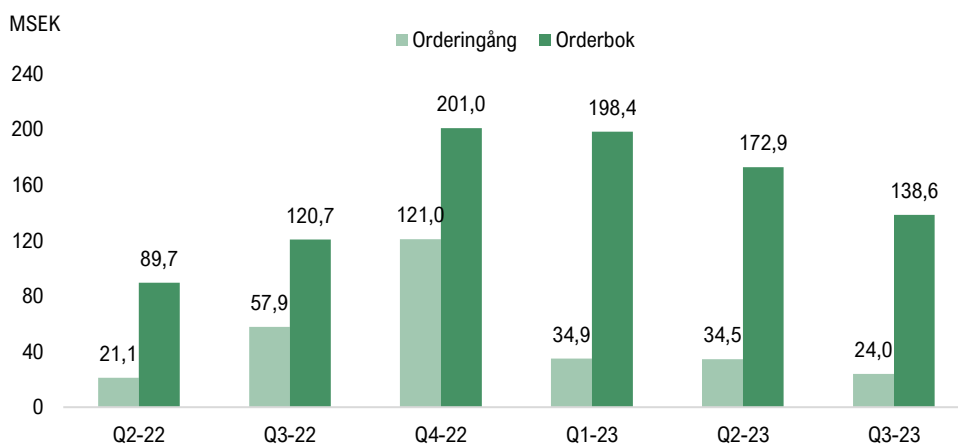
## Orderingången uppgick till 24 MSEK – kortare leveranstider fortsätter att påverka

Orderingången under kvartalet uppgick till 24 MSEK (57,9), vilket således motsvarar en negativ utveckling om 59 %. Jämförelsen blir dock något missvisande då orderingången i både Q3-22 och Q4-22 påverkades positivt av att ramavtalskunder då lade orders för ett helt år framåt p.g.a. långa leveranstider. Dessa leveranstider har nu förkortats till 9–16 veckor, vilket innebär en tre gånger snabbare omsättningshastighet av orderboken jämfört med när den var som längst under pandemin, varför kunderna inte längre behöver lägga orders med lika lång tidshorison. Då ramavtalskunder redan lagt orders avseende år 2023 har dessa minskat under kvartalet jämfört med samma period förra året. Orderboken uppgick dock vid utgången av Q3-23 till 139 MSEK, vilket indikerar en fortsatt välfylld orderbok. Däremot ser vi det som viktigt att Maven kan öka orderingången under kommande kvartal i takt med att ramavtalskunder börjar lägga orders igen, för att kunna upprätthålla en stark tillväxttakt under år 2024.

Orderbok om  
139 MSEK

**Orderingången fortsätter påverkas av kortare leveranstider, vilket medför att ramavtalskunder kan lägga orders med kortare framförhållning, vilket medför en lägre orderingång i Q3-23 jämfört med Q3-22.**

Orderingång och orderbok, Q2-22-Q3-23



Källa: Maven delårsrapporter, 2022 & 2023

## Bruttomarginalen uppgick till 40 % - högsta sedan noteringen

Bruttomarginalen under Q3-23 uppgick till 40 %, en ökning om fem procentenheter jämfört med Q3-22 då bruttomarginalen uppgick till 35 %, vilket var över vår förväntan. Ökningen är hänförlig till tidigare komponentbrist, där tillgången på IC-komponenter nu anses vara i princip normaliserad. Därtill levererar Maven nu en större andel orders där prishöjningar är gjorda, vilket också stärker marginalen. Givet den förbättrade situationen avseende komponenter och den starka bruttomarginalen kommer vi se över våra estimat avseende bruttomarginalen.

Tillgången av  
komponenter  
normaliserad

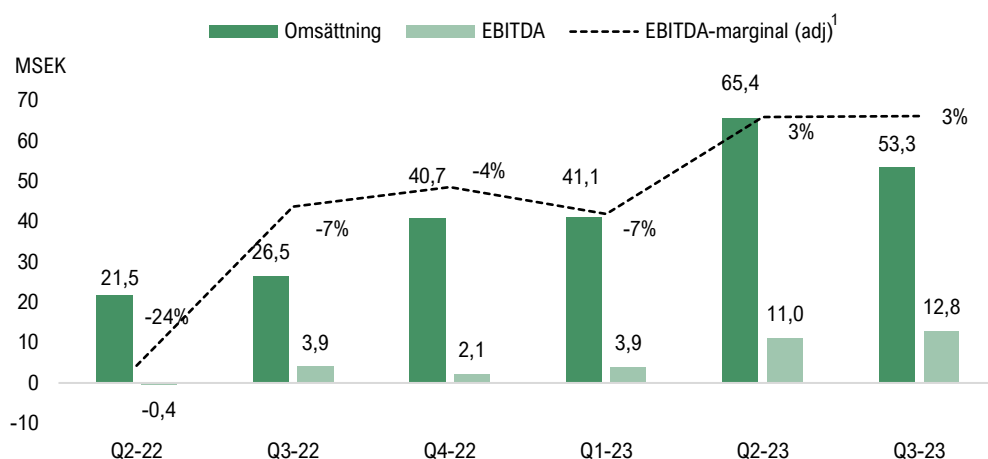
## Förbättrat resultat och kassaflöde

EBITDA-tillväxt om  
226 % Y-Y

Den starka bruttomarginalen medförde även ett rekord avseende EBITDA-resultatet om 12,8 MSEK (3,9) motsvarande en EBITDA-marginal om 24 % (15 %). Justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter uppgick EBITDA-marginalen till 3 % (-7 %). Analyst Group anser fortsatt att Maven besitter en skalbar affärsmodell där organisationen kan hållas slimmad vid en expansion. Givet en stigande bruttomarginal och en fortsatt uppskalning av försäljningen estimerar vi en ytterligare förbättrad lönsamhet framgent.

### Q3-23 utgjorde ännu ett kvartal av lönsamhet och stigande vinst.

Omsättning, EBITDA och justerad EBITDA-marginal, Q2-22-Q3-23



Källa: Maven delårsrapporter, 2022 & 2023

Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital uppgick till 12,2 MSEK (3,2) samt ett fritt kassaflöde om 4,7 MSEK (-0,7). Maven fortsätter binda kapital i lager, vilket bl.a. är hänförligt till IC-komponenter som kommer användas i samband med Koncernens nya produktionspartner Kitron. I takt med att tillgången på komponenter nu har förbättrats samt att produktionen i Kitrons fabrik tar fart förväntar vi oss en lägre kapitalbindning i lager framgent, vilket således väntas ge en positiv effekt på kassaflödet.

## God uppsida

Mavens aktie har under de senaste tre månaderna uppvisat en svag utveckling med en nedgång om 30 % samt 27 % YTD innan rapportdagen, vilket kan jämföras med First North All-Share som har uppvisat en utveckling om -21 % under de senaste tre månaderna samt -20 % YTD, vilket speglar en svag utveckling bland småbolag, dit även Maven räknas. Den stigande räntemiljön har pressat värderingarna på de mindre tillväxtbolagen, vilket First North All Share till stor del utgörs av, och därtill försvårat möjligheterna för finansiering på olika marknader, vilket har medfört att investerare valt att prioritera bort småbolag till förmån för större och stabila bolag. Däremot anser vi att Maven fortsätter utvecklas i rätt riktning operationellt med en stark tillväxt och förbättrad lönsamhet samt att Koncernen inte är i behov av extern kapitalanskaffning, varpå vi ser en god uppsida i aktien från nuvarande nivåer.

**Sammantaget** anser vi att Maven levererade en solid rapport där omsättningen kom in något under våra förväntningar men där bruttomarginalen överraskade på uppsidan, vilket sammantaget medförde ett EBITDA-resultat i nära linje med våra förväntningar. Framgent ser vi det som viktigt att Maven kan öka orderingen i takt med att ramavtalskunder börjar lägga orders igen för att kunna fortsätta tillväxtresan under år 2024 samt leverera på det lager som har byggts upp, för att således fortsätta förbättra det fria kassaflödet framgent.

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

## 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

67 % mindre energiförbrukning med Mavens produkter

Analyst Group anser att den kraftiga ökningen i omsättning under det senaste året är ett bevis på att Maven har ledande produkter på marknaden, både avseende bandbredd och energiförbrukning. Mavens erbjudande innebär 67 % mindre energiförbrukning än konkurrerande lösningar, vilket antas vara en viktig konkurrensfördel, 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. 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 resterande del av år 2023 förväntas vara att 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., samt till Australien och Nya Zeeland genom en ny teknisk säljare baserad i Sydney, för att bli ett globalt täckande bolag. Under Q2-23 erhöll Koncernen en första order på den nordamerikanska marknaden då ett neutralt hostbolag ska använda Mavens DAS-system på ett kasino i Nevada. Nordamerika har den högsta registrerade användningen av smartphones där det stigande antalet internetabbonenter, ökande mobildatatrafik och ökad tonvikt från regeringskansliet i USA på att förbättra telekommunikationsinfrastrukturen, driver DAS-marknaden i området. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Koncernens adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning, varför Analyst Group anser att en fortsatt marknadsexpansion till den amerikanska marknaden utgör en stark värde drivare framgent.

## Sammanfattning av prognos och värdering

18 kr/aktie i ett Base scenario

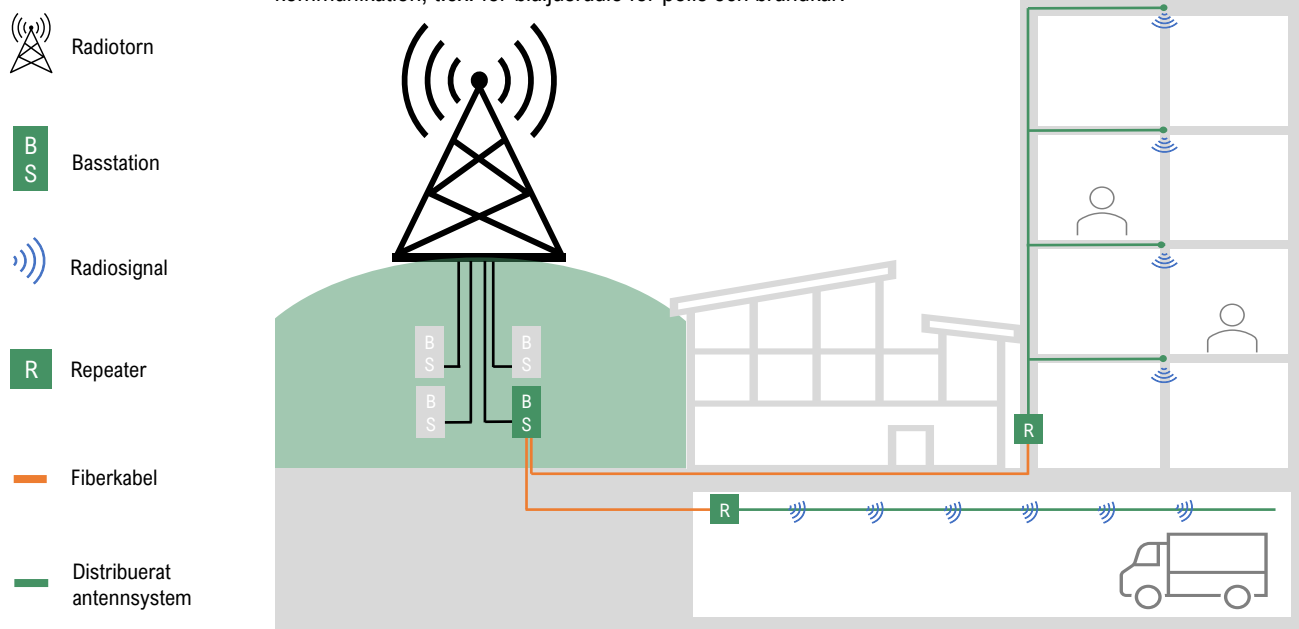
I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 67 % under kommande år, för att år 2025 nå en nettoomsättning om ca 469 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är att öka orderingången under kommande kvartal, för att sedan leverera på dessa med nuvarande kortare leveranstider. 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 3,9x på 2023 års försäljning om 238 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 18,0 kr, i ett Base scenario.

## Låg teknisk risk 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.

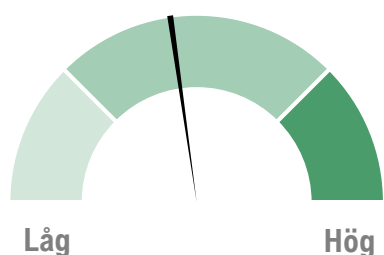
**Exempel på Mavens kunder:** Trafikverket, ÖBB, SBB och ISC (International Security & Communications)

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 hanterat 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. Under Q2-23 tecknade Maven ett produktionsavtal med Kitron, ett skandinaviskt EMS-bolag, för att kunna sprida produktion ytterligare geografiskt då Kitron har fabriker i flertalet länder, däribland USA där produktion kan bli aktuellt i framtiden i takt med att Maven expanderar till den amerikanska marknaden. I samband med detta har ett strategiskt varulager byggts upp i Kitrons fabrik, vilket också medfört en viss ökning i kapitalbindning i varulagret, något som väntas fortsätta tills försäljning av produkter från fabriken startar i slutet av år 2023.

### 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 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.

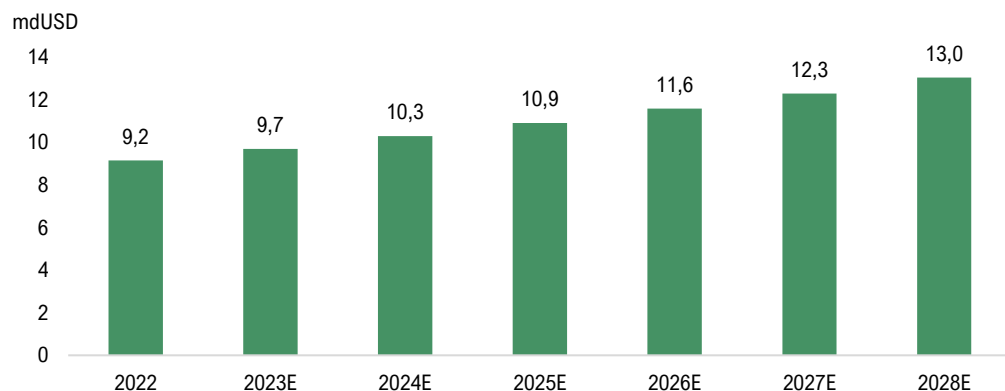
## Flera drivkrafter talar för tillväxt

Maven är verksamma på DAS-marknaden, vilken förväntas nå ett värde om 13 mdUSD vid utgången av år 2028, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 6,2 %. 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 2028E.

Globala marknaden för DAS (Distributed Antenna System)



Källa: Market and Markets (2023)

## 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.

## 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.

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

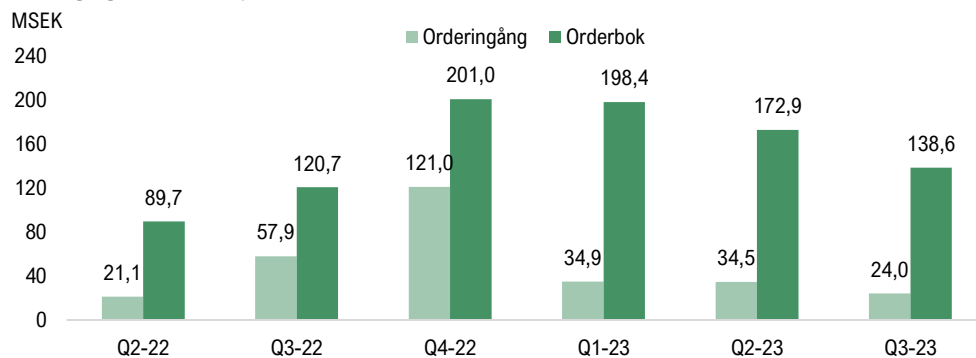


Orderbok uppgår till  
**139 MSEK**

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. Orderingången under Q3-23 uppgick till 24 MSEK fördelat på 34 orders från 19 olika kunder, varav sex helt nya. Maven har under det senaste året erhållit flertalet spännande orders, bland annat fortsätter avrop och leveranser till Telenor, där Koncernen under Q4-22 erhöj en order om 20 MSEK. Vidare har Maven erhållit orders genom ramavtalet med SBB till ett totalt värde om ca 88 MSEK och under Q2-23 erhöj Koncernen en första order i USA genom dotterbolaget Maven Wireless Inc. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Koncernens adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning, varför Analyst Group ser en expansion till marknaden som en viktig tillväxt drivare framgent. Vid utgången av Q3-23 uppgick orderboken till 139 MSEK, vilket Maven arbetar med att fullgöra och leverera på, något som nu görs med en än snabbare leveranstid om 9-16 veckor, vilket innebär en tre gånger snabbare omsättnings hastighet av orderboken jämfört med när den var som längst under pandemin. Den snabbare leveranstiden väntas ha medfört en lägre orderingång under de senaste två kvartalen från ramavtalskunder, då de inte längre behöver lägga orders med lika lång framförhållning, vilket antas vara en bidragande faktor till den sjunkande orderboken. Komponentbristen och de långa ledtider som följde medförde att orderboken har varit onormalt stor under de senaste åren, då kunder behövt lägga orders upp till ett år i förväg. Den sjunkande orderboken är således en naturlig återgång till en mer "normal" storlek i takt med att Maven har förbättrat Koncernens leveranstider.

**Vid utgången av Q3-23 uppgick orderboken till 139 MSEK, vilket Maven avser leverera på.**

Orderingång 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. Hårdvaruintäktarna 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 Koncernens omsättning till ca 101 MSEK, främst drivet av organisk expansion i Norden, Europa, Mellanöstern och Asien. Under resterande del av 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 och erhålla fler orders, samt erhålla enskilda beställningar från kunder i Asien och Mellanöstern, vilket estimeras generera en omsättning om totalt 238 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. Därtill väntas en fortsatt geografisk expansion främst till den amerikanska marknaden under prognosperioden, vilket utgör ytterligare en tillväxt drivare. 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**

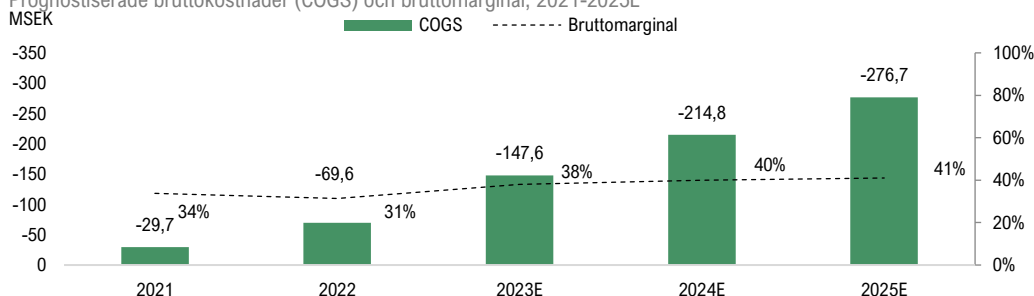
## Brutto- och rörelsekostnader åren 2023-2025

I takt med att Maven växer över tid förväntas COGS utgöra en proportionerligt större del av Koncernens totala kostnadsbas. Till följd av bland annat komponentbrist, stigande inflation, och energikris, vilket i kombination med en svagare krona drev upp produktionskostnaderna, har Mavens bruttomarginal hämmats under de senaste åren. Under år 2023 har vi sett lättnader avseende majoriteten av ovan nämnda makroekonomiska faktorer, och nu anses tillgången på komponenter vara normaliserad, vilket, i kombination med att Maven nu börjar leverera på orders med genomförda prisökningar, estimeras medföra en ökad bruttomarginal framgent. Under år 2023 estimerar Analyst Group att bruttomarginalen uppgår till 38 %, vilken förväntas stabiliseras kring 41 % under år 2025.

**Bruttomarginal om ~41 % år 2025**

**Maven förväntas öka bruttomarginalen till nivåer om 41 % år 2025E.**

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

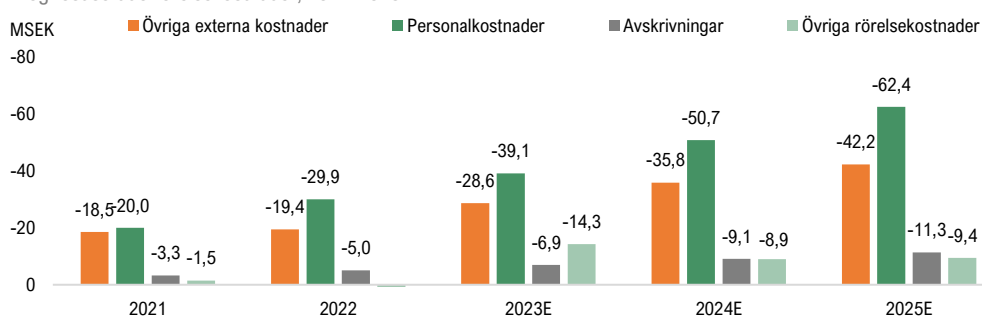


Analyst Groups prognoser

Koncernen består idag av 41 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, vilket vi exempelvis sett bevis på under år 2023 då en global försäljningschef såväl som en teknisk säljare i Australien har anställts. Vi förväntar oss fortsatta rekryteringar inom försäljning för att fortsätta Bolagets expansion, däremot estimeras sjunkande personalkostnader i förhållande till omsättningen. 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 9 % år 2025, främst drivet av effektiviseringar inom organisationen.

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

Prognostiserade rörelsekostnader, 2021-2025E



Analyst Groups prognoser






## Maven estimeras leverera en EBITDA-marginal om 17 % 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 estimeras 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), justerad för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter, om 4 % år 2023, för att under år 2025 stiga till ca 17 %.

**EBITDA-marginal om 17 % 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	138	52%	141%	-65%	0,3	0,3	3,6	2,6	-7,9
 Ovzon	873	27%	29%	-17%	0,4	0,1	2,9	2,5	-26,4
 Sivers Semiconductors	1 592	79%	41%	-10%	0,2	0,1	7,5	5,9	-57,3
 Waystream	130	51%	11%	5%	0,9	1,0	1,0	1,1	21,6
 <b>Maven Wireless</b>	<b>523</b>	<b>35%</b>	<b>69%</b>	<b>4%</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>12,2</b>
Max	1 592	79%	141%	5%	0,9	1,0	7,5	5,9	21,6
<b>Genomsnitt</b>	<b>683</b>	<b>52%</b>	<b>56%</b>	<b>-22%</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-17,5</b>
<b>Median</b>	<b>505</b>	<b>51%</b>	<b>35%</b>	<b>-14%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>-17,2</b>
Min	130	27%	11%	-65%	0,2	0,1	1,0	1,1	-57,3

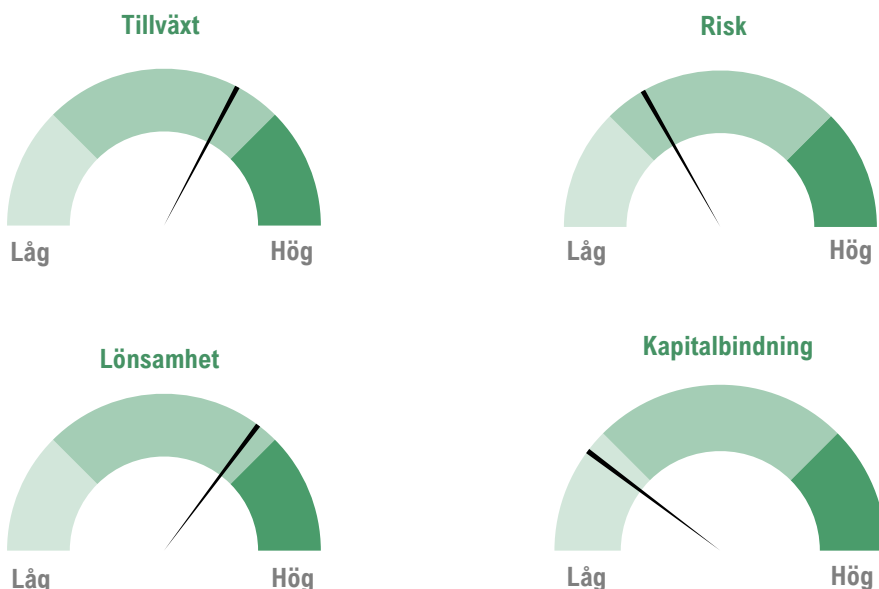
Fokus under kommande år förväntas vara att fortsatt expandera på befintliga marknader i Europa, Asien och Mellanöstern, samtidigt som Maven börjar penetrera den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. På längre sikt bedömer Analyst Group att Koncernens ramavtal kommer vara avgörande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

Maven är i liknande storlek jämfört med *peer*-gruppen, både avseende börsvärde och intäkter. Dock uppvisar Maven en lägre bruttomarginal (LTM) jämfört med snittet, 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. År 2023 estimeras Maven uppvisa en rörelsemarginal (EBITDA), justerad för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter om 4 %, samtidigt som *peer*-gruppen estimeras uppvisa en negativ lönsamhet, vilket bör premieras av investerare, i synnerhet i nuvarande börs klimat 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 Maven bör värderas högre än medianen för *peer*-gruppen. 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



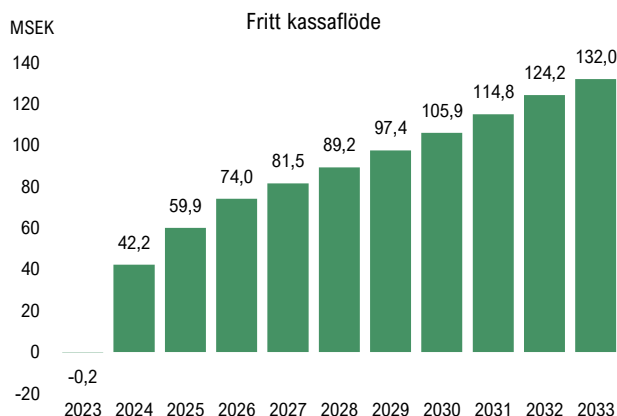
Analyst Groups prognoser.

Med hänsyn till att Maven under de senaste kvartalen har förbättrat konverteringen från orderbok till omsättning till följd av lättnader avseende komponentbristen, samt med hänsyn till tidigare värderingsresonemang, anser Analyst Group att en applicerad EV/S-multipel om 3,9x på 2023 års prognos är motiverad, vilket således är en premie om 30 % jämfört med genomsnittet för peer-gruppen. Givet applicerad multipel på 2023 års estimerade nettoomsättning om 238 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, härleds ett bolagsvärde om ca 936 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 18,0 kr i ett Base scenario.

18,0 kr/aktie  
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 (61 %) till terminalperioden, vilket betyder att det mesta av det genererade värdet sker senare. DCF-modellen indikerar ett potentiellt nuvärde per aktie om 18,4 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 17 % över tid. Den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC) vi använder i kassaflödesmodellen är 11,4 %, med kostnaden för eget kapital på något högre nivåer 11,5 %.

DCF-värdering	
WACC	11,4%
<b>Enterprise Value (nuvärde, MSEK)</b>	<b>949</b>
Nettoskuld (MSEK)	-3,6
<b>Börsvärde (nuvärde, MSEK)</b>	<b>952</b>
Antal aktier	51 866 809
<b>Värde per aktie</b>	<b>18,4</b>



### 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 ordergång under kommande kvartal, estimeras medföra en nettoomsättning om ca 437 MSEK år 2024.
- 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 4,4x på 2023 års estimerade nettoomsättning om 267 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, härleds ett bolagsvärde om ca 1 173 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 22,7 kr i ett Bull scenario.

22,7 kr/aktie  
i ett Bull  
scenario

### Bear scenario

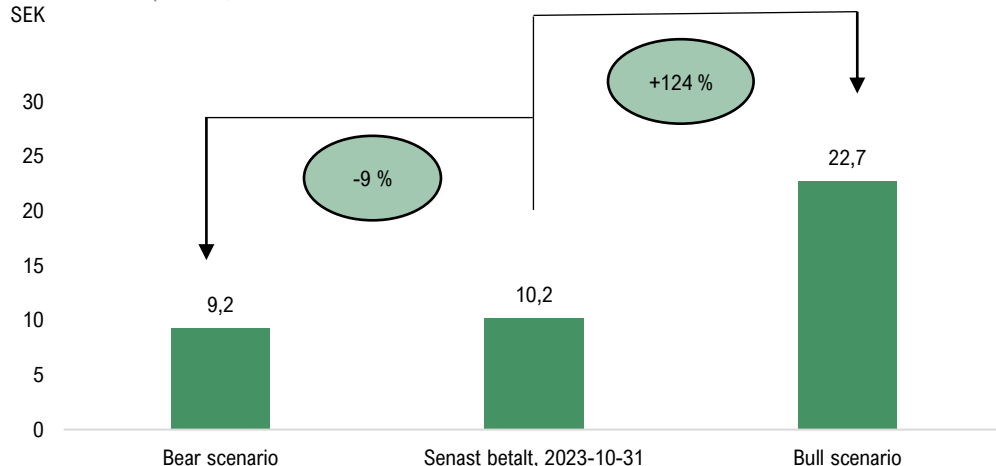
Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Maven är beroende av makroekonomiska faktorer, där framförallt infrastrukturinvesteringar är av vikt. I ett Bear scenario förväntas de långvariga konsekvenserna av 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 trögriklighet 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 2,2x på 2023 års estimerade nettoomsättning om 216 MSEK, samt justerat för Mavens nettoskuld, härleds ett bolagsvärde om ca 476 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 9,2 kr i ett Bear scenario.

9,2 kr/aktie  
i ett Bear  
scenario

#### Illustration av potentiell värdering i ett Bull respektive Bear scenario.

Potentiellt värde per aktie, Bull och Bear scenario  
SEK



Källa: Analyst Groups värdering



## 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 754 250 aktier (1,5 %).*



### 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 1 230 000 aktier (2,4 %).*



### 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 1 682 161 aktier (3,2 %).*



### 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 1 962 560 aktier (3,8 %).*

## 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 7 400 304 aktier (14,3 %).*

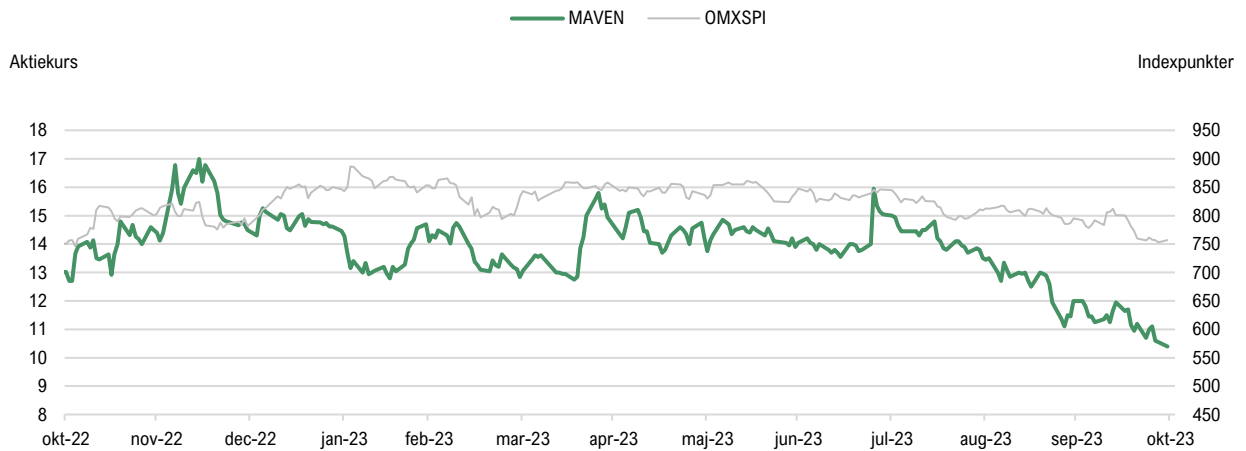
## Karin Edström, Styrelseledamot



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	238,1	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	17,4	7,2	9,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>61,6</b>	<b>115,8</b>	<b>272,5</b>	<b>384,1</b>	<b>498,4</b>
COGS	-46,8	-29,7	-69,6	-147,6	-214,8	-276,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>31,8</b>	<b>46,2</b>	<b>124,9</b>	<b>169,4</b>	<b>221,7</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	5%	34%	31%	38%	40%	41%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-19,4	-28,6	-35,8	-42,2
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-29,9	-39,1	-50,7	-62,4
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	3,1	-14,3	-8,9	-9,4
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>42,9</b>	<b>73,9</b>	<b>107,7</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-59%	-55%	-14%	4%	13%	17%
Avskrivningar	-3,1	-3,3	-5,0	-6,9	-9,1	-11,3
<b>EBIT</b>	<b>-19,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>36,0</b>	<b>64,8</b>	<b>96,4</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-66%	-62%	-19%	1%	11%	14%
Räntekostnader	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>35,3</b>	<b>64,6</b>	<b>96,2</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-14,0	-20,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>35,3</b>	<b>50,7</b>	<b>75,4</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-67%	-64%	-20%	0%	7%	10%
Base scenario, nyckeltal	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	10,6	11,7	5,2	2,2	1,5	1,1
EV/S	10,6	11,6	5,2	2,2	1,5	1,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	12,2	7,1	4,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	14,5	8,1	5,4
P/E	neg.	neg.	neg.	14,9	10,4	7,0

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

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	3,5	3,3	2,9
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>79,7</b>	<b>91,2</b>	<b>101,5</b>
Varulager	0,0	7,6	9,8	19,8	17,7	22,7
Kundfordringar	1,8	10,7	32,1	48,3	60,8	73,2
Övriga fordringar	0,7	1,8	2,4	2,4	3,6	4,7
<b>Summa kortfristiga fordringar</b>	<b>2,6</b>	<b>20,1</b>	<b>44,4</b>	<b>70,5</b>	<b>82,0</b>	<b>100,7</b>
Kassa	1,0	14,1	14,4	17,4	59,0	118,2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3,6</b>	<b>34,3</b>	<b>58,8</b>	<b>87,9</b>	<b>141,0</b>	<b>218,9</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>46,0</b>	<b>88,0</b>	<b>123,9</b>	<b>167,6</b>	<b>232,2</b>	<b>320,4</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	-91,6	-52,3	12,7
<i>Summa fritt eget kapital</i>	<i>-12,0</i>	<i>18,3</i>	<i>18,5</i>	<i>41,6</i>	<i>80,9</i>	<i>145,9</i>
<b>Summa eget kapital</b>	<b>29,3</b>	<b>68,7</b>	<b>79,0</b>	<b>114,3</b>	<b>165,0</b>	<b>240,4</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	38,0	45,9	53,1
Övriga skulder	4,4	6,7	12,3	13,1	19,7	25,8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10,2</b>	<b>13,4</b>	<b>41,3</b>	<b>51,1</b>	<b>65,6</b>	<b>78,9</b>
<b>Summa eget kapital &amp; skulder</b>	<b>46,0</b>	<b>88,0</b>	<b>123,9</b>	<b>167,6</b>	<b>232,2</b>	<b>320,4</b>

# Appendix

Kassaflödesanalys (Base scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Rörelseverksamheten</b>						
Rörelseresultat	-19,6	-11,4	-5,0	36,0	64,8	96,4
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet	3,3	3,3	3,6	6,9	9,1	11,3
Betalda finansiella utgifter	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1
Skatt	0,8	-0,5	0,0	0,0	-14,0	-20,8
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten före för. av RK</b>	<b>-16,1</b>	<b>-9,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>42,3</b>	<b>59,8</b>	<b>86,8</b>
Ökning(-)/Minskning(+) av varulager	0,0	-7,7	-1,6	-10,0	2,2	-5,1
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelsefordringar	20,7	-9,9	-21,0	-16,1	-13,7	-13,5
Ökning(+)/Minskning(-) av rörelseskulder	-11,6	5,7	27,3	10,4	14,5	13,3
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>-7,0</b>	<b>-21,3</b>	<b>2,6</b>	<b>26,5</b>	<b>62,7</b>	<b>81,4</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	-2,6	-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>-21,5</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	3,0	41,6	59,3
Ingående likvida medel	1,3	1,0	14,2	14,4	17,4	59,0
<b>Utgående likvida medel</b>	<b>1,0</b>	<b>14,1</b>	<b>14,4</b>	<b>17,4</b>	<b>59,0</b>	<b>118,2</b>

# Appendix



Resultaträkning (Bull scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	101,4	266,7	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	19,5	17,5	17,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>61,6</b>	<b>115,8</b>	<b>304,1</b>	<b>474,1</b>	<b>604,6</b>
COGS	-46,8	-29,7	-69,6	-162,7	-257,6	-322,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>31,8</b>	<b>46,2</b>	<b>141,5</b>	<b>216,5</b>	<b>282,2</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	5%	34%	31%	39%	41%	43%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-19,4	-30,7	-39,3	-42,4
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-29,9	-43,2	-55,0	-70,2
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	3,1	-14,7	-10,0	-10,2
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>52,9</b>	<b>112,2</b>	<b>159,4</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-59%	-55%	-14%	6%	17%	21%
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>46,1</b>	<b>103,1</b>	<b>147,8</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-66%	-62%	-19%	3%	15%	19%
Räntekostnader	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>45,4</b>	<b>102,9</b>	<b>147,6</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-22,2	-31,9
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>45,4</b>	<b>80,6</b>	<b>115,7</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-67%	-64%	-20%	3%	10%	14%
<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	10,6	11,7	5,2	2,0	1,2	0,9
EV/S	10,6	11,6	5,2	2,0	1,2	0,9
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	9,9	4,7	3,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	11,3	5,1	3,5
P/E	neg.	neg.	neg.	11,6	6,5	4,5

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

Resultaträkning (Bear scenario), MSEK	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	101,4	216,3	230,6	298,4
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	17,3	5,8	7,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>62,4</b>	<b>61,6</b>	<b>115,8</b>	<b>249,6</b>	<b>252,4</b>	<b>321,9</b>
COGS	-46,8	-29,7	-69,6	-138,4	-145,3	-185,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15,5</b>	<b>31,8</b>	<b>46,2</b>	<b>111,2</b>	<b>107,1</b>	<b>136,9</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	5%	34%	31%	36%	37%	38%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-19,4	-28,1	-30,0	-35,8
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-29,9	-35,7	-38,0	-40,8
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	3,1	-15,1	-3,5	-3,0
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>-8,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>32,3</b>	<b>35,7</b>	<b>57,3</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-59%	-55%	-14%	0%	6%	11%
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>26,1</b>	<b>27,8</b>	<b>47,6</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-66%	-62%	-19%	-3%	3%	8%
Räntekostnader	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>25,4</b>	<b>27,6</b>	<b>47,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	-10,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>25,4</b>	<b>21,6</b>	<b>37,2</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-67%	-64%	-20%	-4%	0%	5%
<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	10,6	11,7	5,2	2,4	2,3	1,8
EV/S	10,6	11,6	5,2	2,4	2,3	1,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	16,2	14,6	9,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	20,0	18,8	11,0
P/E	neg.	neg.	neg.	20,7	24,3	14,2

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

# 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.