

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



MAVEN WIRELESS

Fortsatt växande ordergång

2021-08-18

Patrik Olofsson & Lucas Mattsson

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut,
kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

MAVEN WIRELESS (MAVEN)

FORTSATT VÄXANDE ORDERINGÅNG



Under det andra kvartalet för 2021 erhöll Maven orders från fem nya kunder, samtidigt som avrop och leveranser från befintliga ramavtal med ÖBB i Österrike och Telenor i Norge fortsätter. Med befintliga ramavtal, en ökning i orderingen från härligt från både befintliga- såväl som nya kunder samt en stärkt organisation, bedöms omsättningen kunna fortsätta öka under kommande kvartal. Under utgången av Q2-21 erhöll Maven en order om 12,7 MSEK från en partner på Filipinerna, vilket innebär att 6,6 MSEK kommer att intäktas under 2021. Analyst Group estimerar att omsättningen kan stiga till ca 84 MSEK för helåret 2021, därefter räknar vi med att Maven kan fortsätta skala upp sin försäljning, för att tills år 2023 nå intäkter omkring 269 MSEK.

▪ Lägre omsättning YoY – men visar på en återhämtning

Under Q2-21 levererade Maven en nettoomsättning om 13,3 MSEK (29,9), motsvarande en minskning om 55 % YoY och därmed även under våra estimat. Samtidigt är omsättningen under Q2-21 en förbättring om 20 % Q-Q, vilket är ett tydligt besked om ytterligare återhämtning efter pandemin. Den primära förklaringen till minskningen i *top line* är tuffa jämförelsesiffror för Q2-20, då Bolaget gjorde *all time high* innan pandemi-effekterna bredde ut sig. Vi väljer därmed att inte dra några större växlar från den procentuella minskningen jämfört med Q2-20, utan räknar istället med att Maven kan uppvisa en god tillväxt under H2-21.

▪ Väl positionerade för att penetrera den amerikanska marknaden

I samband med listningen på Nasdaq First North kommunicerade Maven att majoriteten av emissionslikviden var öronmärkt för satsningar i Nord- och Sydamerika. Under Q2-21 har Bolaget tagit ett steg i rätt riktning och engagerat amerikanska jurister som förbereder expansionen på den amerikanska marknaden. Mot bakgrund av detta samt att befintliga ramavtal kan agera referensavtal, bedömer Analyst Group att Maven har goda förutsättningar att snabbt etablera sig i Nord- och Sydamerika, regioner som tillsammans utgör cirka 44 % av Bolagets adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning.

▪ Vi justerar vårt värderingsintervall

Nettoomsättningen under Q2-21 var lägre än väntat, samtidigt som bruttomarginalen om 38 % (12) var ett riktigt styrkebesked. Med hänsyn till Q2-rapporten väljer vi att göra vissa revideringar i våra prognoser, där vi utifrån ett antagande om ökad orderingång, en stärkt säljorganisation och en växande efterfrågan från marknaden, räknar med att nettoomsättningen kan stiga successivt tills år 2023 för att då uppgå till ca 269 MSEK i ett Base scenario. Givet en tillämpad målmultipel om 4x EV/Sales och en diskonteringsränta om 10 %, ger det ett nuvärde om 16,5 SEK per aktie i ett Base scenario.

AKTIEKURS | 14,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOIS

BEAR 11,9 kr	BASE 16,5 kr	BULL 21,4 kr
------------------------	------------------------	------------------------

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

MAVEN WIRELESS AB						
Stängningskurs (2021-08-17)	14,5					
Antal Aktier (st.)	50 657 700					
Market Cap (MSEK)	734,5					
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-35,3					
Enterprise Value (MSEK)	699,2					
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.					
Lista	Nasdaq First North Growth Market					
UTVECKLING						
1 månad	+7,0 %					
3 månader	n.a.					
1 år	n.a.					
YTD	n.a.					
HUVUDÄGARE (KÄLLA: PROSPEKT 2021)						
Gunnar Malmström	15,0 %					
Håkan Samuelssons dödsbo	12,0 %					
Fredrik Ekström	9,4 %					
Göran Grosskopf	9,0 %					
Almi Invest Greentech AB	7,21 %					
VD OCH ORDFÖRANDE						
Verkställande Direktör	Fredrik Ekström					
Styrelseordförande	Anders Björkman					
FINANSIELL KALENDER						
Delårsrapport 3 2021	2021-10-27					
Prognos (Base), MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	62,4	83,8	185,2	268,8	370,6	492,3
Bruttoresultat	15,5	34,7	82,3	120,7	166,9	221,7
Bruttomarginal	24,9%	41,4%	44,4%	44,9%	45,0%	45,0%
Rörelsekostnader	-32,1	-48,8	-78,1	-95,8	-117,2	-137,0
EBITDA	-16,6	-14,1	4,2	24,9	49,6	84,7
EBITDA-marginal	neg.	neg.	2,3%	9,3%	13,4%	17,2%
P/S	14,8	8,8	4,0	2,7	2,0	1,5
EV/S	14,1	8,3	3,8	2,6	1,9	1,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	167,1	28,1	14,1	8,3

KOMMENTAR Q2-21

Ökad efterfrågan förväntas bidra till stark tillväxt under kommande kvartal

Vi ser positivt på att Mavens orderingsgång ökade till drygt 20 MSEK under det andra kvartalet för 2021. Totalt under H1-21 erhöll Bolaget orders från nio nya kunder, därmed uppgick orderingsgången till ca 37 MSEK, vilket kan jämföras med ca 14 MSEK under föregående årsperiod. Den ökade orderingsgången, den största utestående offertstocken i Bolagets historia samt den ökade efterfrågan för Bolagets produkter från nya kunder, bäddar för en stark tillväxt under H2-21.

Maven fortsätter att vinna ordrar

Maven levererar en omsättning för Q2-21 om 13,3 MSEK, vilket är ca 55 % lägre än vad Bolaget uppvisade under motsvarande kvartal föregående år. Omsättningsminskningen är hänförlig till tuffa jämförelsesiffror för Q2-20, då Bolaget gjorde *all time high* innan pandemi-effekterna bredde ut sig. Samtidigt visade Q2-rapporten en förbättring om ca 20 % Q-Q, ökad orderingsgång med 400 % jämfört med föregående årsperiod samt order från fem nya kunder under Q2, vilket visar på en återhämtning från pandemin och marknadens ökade medvetenhet om Mavens erbjudande. Under det andra kvartalet har Bolaget sålt ett nytt system för TETRA¹ kombinerat med LTE för räddningstjänsten i Förenade Arabemiraten, vunnit en strategisk testorder för indiska järnvägen, vunnit ytterligare en ny kund för tågrepeatere i Norden, fått en order för inomhustäckning i Singapore och en ny order från en systemintegrator i Sverige. Samtidigt fortsätter avrop och leveranser från befintliga ramavtal med ÖBB i Österrike och Telenor i Norge samt övriga befintliga kunder. De nya ordena som Maven har erhållit under kvartalet ser Analyst Group som ett bevis på att Bolaget har en attraktiv produktportfölj.

Närmre en expansion till den amerikanska marknaden

Under Q2-21 har Maven engagerat amerikanska jurister som förbereder expansionen på den amerikanska marknaden. Detta är en viktig milstolpe för att framgent etablera sig på den nord- och sydamerikanska marknaden, vilka tillsammans utgör cirka 44 % av Mavens adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning. Analyst Group estimerar att Bolaget kommer nå ut på den nord- och sydamerikanska marknaden under år 2022, till följd av att Maven redan nu har engagerat amerikanska jurister, ökat antalet avtal vilka kan agera referensavtal på den amerikanska marknaden, samt att den outsourcade produktionen begränsar rörelsekapitalbindningen och skapar förutsättningar för en snabb expansion. Vidare fortsätter Maven sin marknadsexpansion genom att stärka säljorganisationen i Asien, vilket Analyst Group bedömer är en stark värde drivare framgent för att vinna ytterligare upphandlingar i regionen.

Bruttomarginal över förväntan

Bruttomarginalen uppgick, i det andra kvartalet för år 2021, till 38,5 % (12), trots att Maven fortfarande är ett hårdvaruorienterat bolag samt att pandemin har initialt drivit upp fraktkostnaderna och kostnader för visst material vilket har påverkat bruttomarginalen negativt. Den starka bruttomarginalen är, under kvartalet, högre jämfört med Mavens konkurrenter, vilket visar på den underliggande goda lönsamheten i Bolagets affärsmodell. Samtidigt uppgick rörelseresultatet (EBIT) till -4,0 MSEK (-4,1), vilket dock under Q2-21 har belastats med engångskostnader från den tidigare noteringen på First North. Totalt har Maven haft ca 9 MSEK i kostnader hänförliga till noteringen och nyemissionen av nya aktier.

Bolaget fortsätter att bevisa sig genom dess produkter

Under perioden har Maven genomfört en *Life Cycle Assesment*, d.v.s. en metod för att få en helhetsbild av hur stor den totala miljöpåverkan är under en produkts livscykel. Mavens produkter jämfördes mot två huvudkonkurrenter avseende på konsumtion av koldioxid. Resultatet visade att Mavens produkter reducerar koldioxidutsläpp med 58 % respektive 68 % jämfört mot de ledande konkurrenterna. Detta är ett ytterligare bevis på att Maven erbjuder branschens mest hållbara produkter och lösningar för inomhus- och tunneltäckning, vilket förväntas vara en viktig drivkraft i Bolagets konkurrenskraftighet framgent, i takt med att hållbarhet blir allt viktigare.

¹ Avser en teknisk standard avseende blåljusradio över mobila radiosystem

**+ 400 %
ORDER-
INGÅNG
UNDER Q2-21**

**38,5 %
BRUTTO-
MARGINAL
UNDER Q2-21**

INVESTERINGSIDÉ

Målsättning år 2025 om försäljning överstigande 1 mdSEK

Mavens produkter har erhållit högst betyg avseende tekniken i samtliga upphandlingar Bolaget deltagit, där produkterna bland annat erbjuder fyra gånger högre bandbredd och täcker 40 % större yta än konkurrenterna. Utöver detta är Bolagets produkter helt digitala medan konkurrenternas produkter fortfarande baseras på analog teknik eller är endast delvis digitaliserade. Som ett resultat av den använda tekniken förbrukar Mavens produkter två tredjedelar mindre energi än konkurrenternas, vilket innebär att produkterna inte har något behov av kylfläktar, varför dessa kan göras mindre och installeras snabbare och enklare, samtidigt som produkterna är helt underhållsfria. Detta, kombinerat med en global marknadsstorlek om 2,6-3,2 mdUSD årligen gör att Maven har ambitiösa tillväxtmål. Under den kommande 5-årsperioden är Bolagets målsättning att växa omsättningen med en genomsnittlig CAGR om 80 % för att uppnå en omsättning överstigande 1 miljard kronor år 2025, vilket skulle motsvara en marknadspenetration om cirka 4 %.

FÖRSÄLJNINGSMÅL OM >1 MDSEK ÅR 2025

Ett komplett genomförande av O-RAN, skulle innebära höjda prognoser

Maven adresserar idag ca 56 % av den globala marknaden för DAS-utrustning och en etablering i Nord- och Sydamerika skulle innebära att Bolaget adresserar resterande 44 % av världsmarknaden. Maven står dessutom väl positionerade för att möta kommersialiseringen av O-RAN, vilket skulle innebära att Bolagets adresserbara marknad skulle växa ännu större, fler funktioner integreras i mjukvaran och att Bolagets plattform kan skalas helt efter kundens behov. Analyst Group ser att det finns goda möjligheter för ett komplett genomförande av O-RAN, då ett flertal stora aktörer har anslutit sig till O-RAN ALLIANCE, däribland Verizon, T-Mobile, IBM, Vodafone, Microsoft, Facebook, Nokia och Ericsson. Analyst Group estimerar att ett scenario där O-RAN kommersialiseras skulle leda till högre framtida tillväxt, mer förutsägbara kassaflöden samt högre marginaler, vilket i sin tur skulle innebära en option för att höja prognoserna framgent. Detta till trots, har Analyst Group inte tagit hänsyn till O-RAN i prognoserna, då det ännu inte är standardiserat.

Triggers under kommande 12-36 månader

Med användning av emissionslikviden planerar Bolaget bl.a. att under 2021 etablera säljkontor även i USA, för att därigenom kunna adressera både Nord- och Sydamerika vilka tillsammans utgör cirka 44 % av Bolagets adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning. Maven har idag en utestående offertstock som är den största i Bolagets historia och deltar för närvarande i upphandlingar med ett totalt värde om cirka 450 MSEK, vilka samtliga kommer att avgöras under 2021. Bland dessa upphandlingar återfinns ett femårigt kontrakt med ett totalt värde om cirka 250 MSEK, vilket ensamt på årsbasis motsvarar hela Bolagets försäljning under föregående år. Detta innebär att Maven redan innan uppstart i Nord- och Sydamerika har möjlighet att flerdubbla dagens omsättningsnivåer, endast med nuvarande offertstock och pågående upphandlingar.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 58 % under perioden 2020-2025, för att år 2025 nå en nettoomsättning om 492 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är Bolagets förmåga att under kommande 12 månader skala upp verksamheten och vinna ett antal upphandlingar. Givet ett framgångsrikt arbete erfar Analyst Group att Maven kommer få lättare att skala upp i Nord- och Sydamerika, vilket är kritiskt. Baserat på en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års försäljning om 269 MSEK, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 16,5 SEK.

Låg tekniskrisk men trögrörlig marknad

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

**58 %
CAGR 2020-
2025E**

MARKNADSANALYS

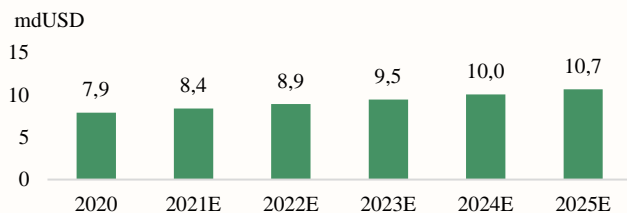
Flera drivkrafter talar för tillväxt

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

67 %
CAGR 2020-
2025E

Mavens adresserbara marknad förväntas nå 10,7 mdUSD år 2025

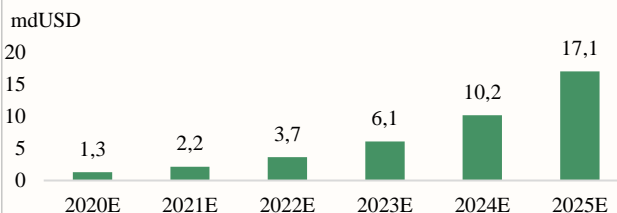
Globala marknaden för DAS (Distributed Antenna System)



Market and Markets (2021)

Maven förväntas kapitalisera på 5G-utrollningen

Globala marknaden för 5G infrastruktur



Market and Markets (2020)

Strukturell tillväxt och starka referenser skapar en bra cocktail

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

Maven är konkurrenskraftiga, både vad det gäller teknikhöjd och miljövänlighet

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

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

FINANSIELL PROGNOSS

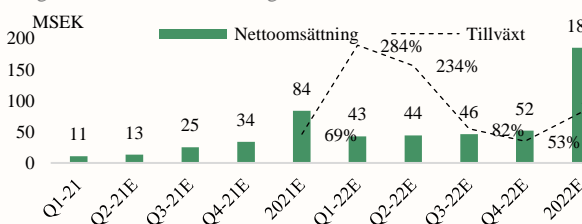
Omsättningsprognos åren 2021-2025

Maven erhåller intäkter dels via engångsförsäljning av Bolagets hårdvara, dels via återkommande intäkter i form av support och licensintäkter samt mjukvaruintäkter. Hårdvaruintäkterna står i dagsläget för cirka 95 % av de totala intäkterna. Vad gäller år 2021 estimerar Analyst Group en omsättning om cirka 83,8 MSEK, främst drivet av avtalen med Telenor och ÖBB, vilka Analyst Group antar kommer att totalt stå för cirka 55 MSEK under året 2021, medan nuvarande offertstock estimeras generera intäkter om cirka 28,8 MSEK under året. Vidare förväntas Maven kunna vinna upphandlingar till ett värde om cirka 100 MSEK inför 2022, vilket kombinerat med befintliga kontrakt estimeras generera en omsättning om totalt 185 MSEK år 2022. Som tidigare nämnt har Bolaget av allt att döma en av de bästa produktportföljerna på marknaden idag, vilket kombinerat med högprofilerade referenskunder i form av Telenor och ÖBB bör ge Maven goda förutsättningar att vinna en stor del av de upphandlingar som Bolaget bjuder på. På längre sikt, och fram till 2025, har Bolaget som målsättning att växa omsättningen med en CAGR om cirka 80 % för att då nå en försäljning överstigande 1 mdSEK. I vårt Base scenario utgår vi från en något mer konservativ tillväxttakt om 58 % för perioden 2020-2025, vilket resulterar i en omsättning om 492 MSEK år 2025. Detta utgör således cirka ~49 % av Bolagets målsättning, vilket primärt motiveras av den trögrörlighet som återfinns i branschen som skapar försäljningsmässiga utmaningar. Vid en försäljning om 492 MSEK år 2025 estimeras Maven nå en global marknadsandel om cirka 2 %, vilket alltså innebär att det finns uppsida till våra estimat.

AFFÄRS- MODELL MED ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Maven förväntas växa QoQ under resterande del av 2021

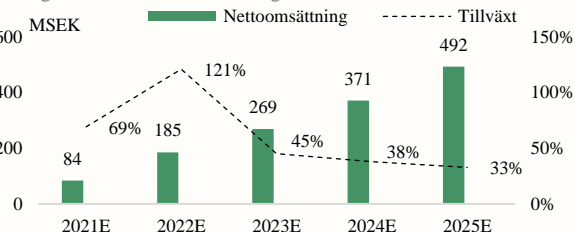
Prognostiserad nettoomsättning, kvartalsbasis



Analyst Groups prognoser

År 2025 förväntas en omsättning nära 500 MSEK

Prognostiserad nettoomsättning, årsbasis



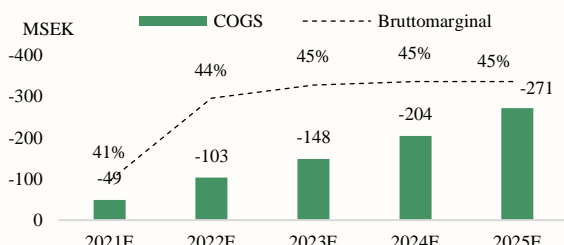
Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2025

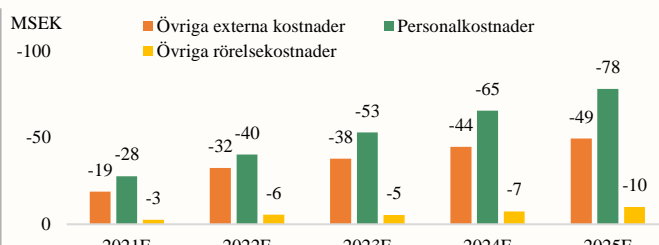
I takt med att Maven växer över tid förväntas COGS utgöra en proportionerligt större del av Bolagets totala kostnadsbas. Maven har som målsättning att på längre sikt uppnå en bruttomarginal om 45 %, vilket Analyst Group bedömer som rimligt med hänsyn till jämförbara företags bruttomarginaler. Under åren 2021-2022 förväntas emellertid en lägre bruttomarginal, vilket motiveras av en något sämre produktmix kombinerat med uppstartskostnader. Från och med Q3-22 förväntas bruttomarginalen stabiliseras omkring 45 %, för att därefter stanna på samma nivå under resterande del av prognosperioden.

Bolaget består idag av cirka 30 anställda, vilket genererar en personalkostnad om cirka 230 TSEK per kvartal per anställd. Som en del i att öka försäljningen kommer Maven behöva skala upp organisationen betydligt, där vi estimerar en personalstyrka om cirka 85 personer år 2025, där större delen av nyrekryteringar förväntas ske inom försäljning. Summerat estimeras en personalkostnad om cirka 78 MSEK år 2025. I övrig kostnadsbas återfinns övriga externa kostnader, vilka som andel av omsättningen förväntas minska från cirka 27 % helåret 2020 till cirka 10 % år 2025, främst drivet av effektiviseringar inom organisationen.

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



Analyst Groups prognoser



Analyst Groups prognoser

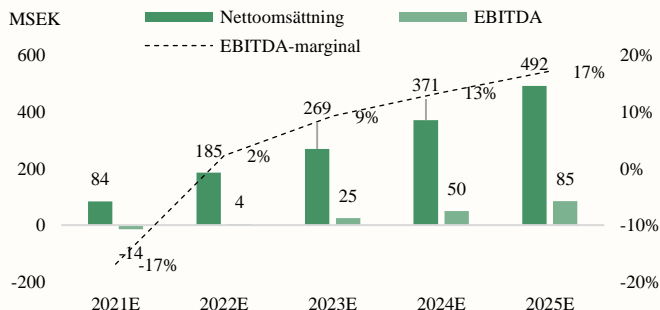
VÄRDERING

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

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	62,4	83,8	185,2	268,8	370,6	492,3
COGS	-46,8	-49,1	-102,9	-148,1	-203,7	-270,6
Bruttoresultat	15,5	34,7	82,3	120,7	166,9	221,7
Bruttomarginal	24,9%	41,4%	44,4%	44,9%	45,0%	45,0%
Externa kostnader	-13,9	-18,7	-32,4	-37,6	-44,5	-49,2
Personalkostnader	-14,6	-27,6	-40,2	-52,8	-65,4	-78,0
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-2,5	-5,6	-5,4	-7,4	-9,8
EBITDA	-16,6	-14,1	4,2	24,9	49,6	84,7
EBITDA-marginal	neg.	neg.	2,3%	9,3%	13,4%	17,2%

Analyst Groups prognoser



Värdering: Base scenario

Under resterande del av 2021 kommer ett antal större upphandlingar att avgöras, vilka förväntas lägga grunden för accelererad tillväxt. På längre sikt bedömer Analyst Group att de upphandlingar som avgörs under år 2021 kommer vara avgörande för Bolagets tillväxttakt under prognosperioden, där ett stort antal vunna upphandlingar förväntas ge en positiv effekt även för framtida försäljning. Till följd av en förväntan om hög tillväxt utgår värderingen från försäljningen, där en EV/S-multipel appliceras. I dagsläget saknar Maven, enligt Analyst Group, direkt jämförbara noterade konkurrenter. Jämförbara företag med liknande marginalprofil och tillväxtutsikter återfinns emellertid alltså. För Maven appliceras en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års förväntade försäljning om cirka 269 MSEK. Givet att Maven är framgångsrika i sin expansion under de kommande två till tre åren bedömer Analyst Group det som sannolikt att Bolaget belönas med en premiemultipel gentemot jämförbara företag, primärt motiverat av Mavens patentportfölj. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 10 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 16,5 SEK idag i ett Base scenario.

16,5 SEK
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

21,4 SEK
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

11,9 SEK
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Bull scenario

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

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

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultipel om EV/S 4 på 2023 års försäljning om 352 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 21,4 SEK. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.¹

Bear scenario

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

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

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om EV/S 4 samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 11,9 SEK i ett Bear scenario.¹

¹Se Appendix sida 7 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	83,8	185,2	268,8	370,6	492,3
Övriga rörelseintäkter	12,9	0	0	0	0	0
Totala intäkter	62,4	83,8	185,2	268,8	370,6	492,3
COGS	-46,8	-49,1	-102,9	-148,1	-203,7	-270,6
Bruttoresultat	15,5	34,7	82,3	120,7	166,9	221,7
Bruttomarginal	24,9%	41,4%	44,4%	44,9%	45,0%	45,0%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,7	-32,4	-37,6	-44,5	-49,2
Personalkostnader	-14,6	-27,6	-40,2	-52,8	-65,4	-78,0
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-2,5	-5,6	-5,4	-7,4	-9,8
EBITDA	-16,6	-14,1	4,2	24,9	49,6	84,7
EBITDA-marginal	neg.	neg.	2,3%	9,3%	13,4%	17,2%

Base scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	14,8	8,8	4,0	2,7	2,0	1,5
EV/S	14,1	8,3	3,8	2,6	1,9	1,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	167,1	28,1	14,1	8,3

Bull scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	98,1	231,6	352,3	508,8	714,5
Övriga rörelseintäkter	12,9	0	0	0	0	0
Totala intäkter	62,4	98,1	231,6	352,3	508,8	714,5
COGS	-46,8	-57,5	-125,2	-190,2	-274,8	-385,8
Bruttoresultat	15,5	40,7	106,4	162,0	234,1	328,7
Bruttomarginal	24,9%	41,4%	45,9%	46,0%	46,0%	46,0%
Övriga externa kostnader	-13,9	-21,7	-40,5	-49,3	-61,1	-71,4
Personalkostnader	-14,6	-27,6	-43,6	-59,7	-75,7	-91,7
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-3,0	-6,9	-7,0	-10,2	-14,3
EBITDA	-16,6	-11,6	15,4	46,0	87,1	151,2
EBITDA-marginal	neg.	neg.	6,6%	13,1%	17,1%	21,2%

Bull scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	14,8	7,5	3,2	2,1	1,4	1,0
EV/S	14,1	7,1	3,0	2,0	1,4	1,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	45,5	15,2	8,0	4,6

Bear scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	66,6	138,0	191,2	250,2	313,3
Övriga rörelseintäkter	12,9	0	0	0	0	0
Totala intäkter	62,4	66,6	138,0	191,2	250,2	313,3
COGS	-46,8	-39,0	-84,5	-114,7	-150,1	-188,0
Bruttoresultat	15,5	27,6	53,5	76,5	100,1	125,3
Bruttomarginal	24,9%	41,4%	38,8%	40,0%	40,0%	40,0%
Övriga externa kostnader	-13,9	-15,1	-25,5	-26,8	-30,0	-31,3
Personalkostnader	-14,6	-27,6	-33,3	-39,0	-44,7	-50,4
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-2,4	-5,5	-5,7	-7,5	-9,4
EBITDA	-16,6	-17,5	-10,8	5,0	17,8	34,2
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	2,6%	7,1%	10,9%

Bear scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	14,8	11,0	5,3	3,8	2,9	2,3
EV/S	14,1	10,5	5,1	3,7	2,8	2,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	141	39,2	20,5

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

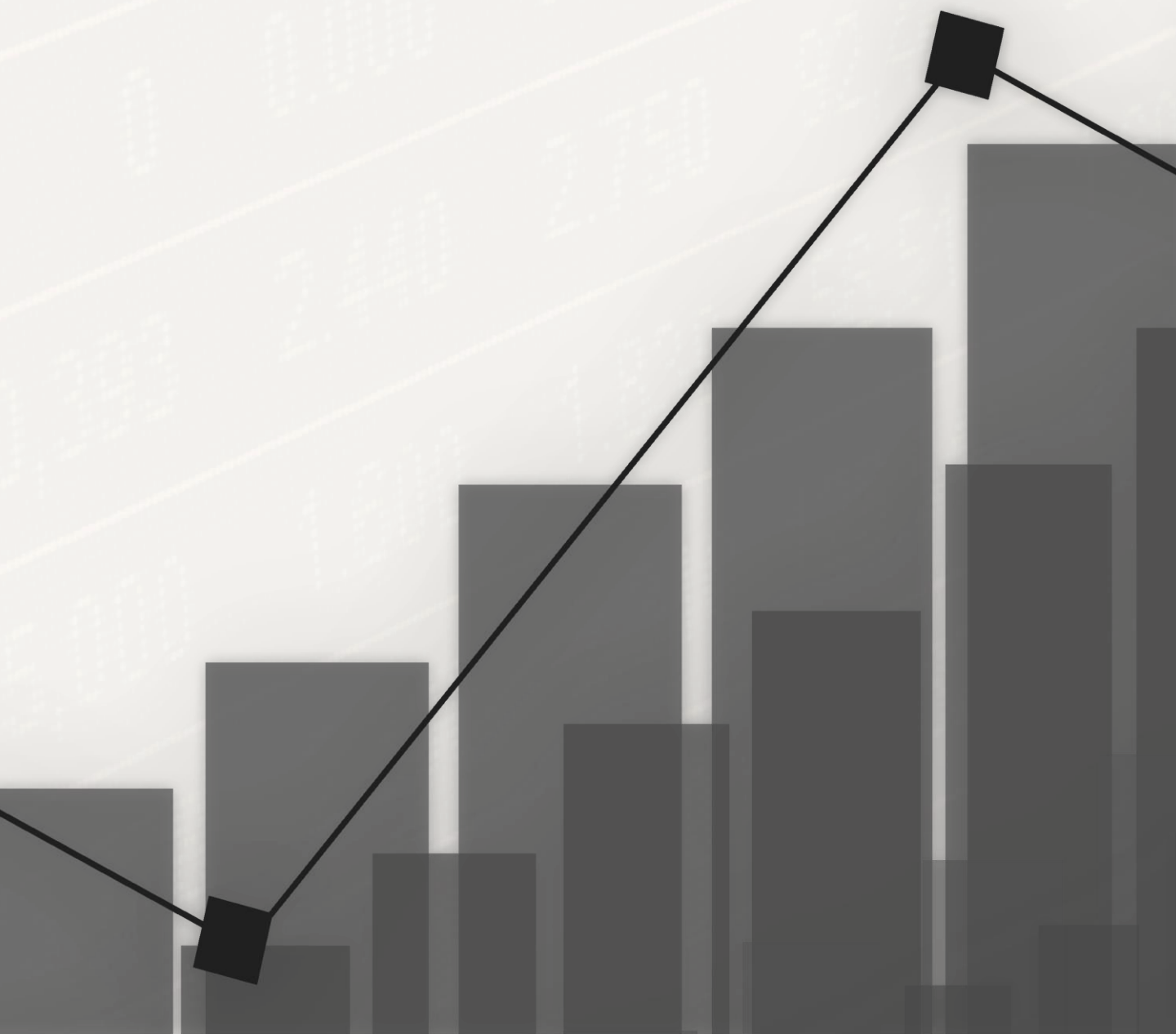
Övrigt

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

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund