

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



MAVEN WIRELESS

Rekordstor orderbok bäddar för tillväxt

2022-03-04

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)

REKORDSTOR ORDERBOK BÄDDAR FÖR TILLVÄXT



Under det fjärde kvartalet 2021 erhöll Maven orders från sex nya kunder, samtidigt som Bolaget erhållit tre strategiska ramavtal, vilket bäddar för säkrare kassaflöden och merförsäljning framgent. Med hänsyn till detta, samt att Bolaget fortsätter att expandera på samtliga existerande marknader runt om i Europa, Asien och Mellanöstern, estimerar Analyst Group att omsättningen kommer stiga till ca 133 MSEK under år 2022, därefter prognostiseras Maven fortsatt kunna skala upp Bolagets omsättning, för att tills år 2023 nå intäkter om ca 251 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % och en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års försäljning, ger det ett potentiellt nuvärde om 15,9 kr per aktie i ett Base scenario.

Nettoomsättning i linje med våra prognoser

Under Q4-21 uppvisar Maven en nettoomsättning om 11,6 MSEK (1,3), vilket motsvarar en tillväxt om 805 % jämfört med Q4-20, dock från låga nivåer. Ökningen är främst hänförlig till kunder inom Europa, Mellanöstern samt Asien, och är ett tydligt kvitto på det uppdämda behov på Bolagets målmarknader till följd av pandemin. Lyfter vi blicken och tittar på helåret 2021 så levererar Maven en nettoomsättning om 44,9 MSEK (49,5), vilket motsvarar en minskning om 9 % jämfört med 2020. Detta beror till stor del på att pandemin har påverkat tillgången av komponenter vilket i sin tur har påverkat produktionen av nya prototyper och senarelagda leveranser.

Rekordstor orderbok

Under Q4-21 ökade orderingsgången till 40,7 MSEK (5,0), vilket resulterar i en orderbok vid periodens slut om 76 MSEK, vilket förväntas levereras under 2022 och bäddar därmed för fortsatt tillväxt under året. Därtill har Maven nyligen kommunicerat flertalet positiva nyheter, bland annat har Bolaget tilldelats tre strategiska ramavtal. Analyst Group ser positivt på att Maven bevisar Bolagets starka teknikhöjd genom att vinna fler ramavtal, vilka lägger en grund för framtida ”säkrade” avrop och leveranser, samtidigt som det förväntas leda till ett stabilare kassaflöde jämfört med enskilda beställningar.

Vi behåller våra prognoser

Nettoomsättningen under Q4-21 var i linje med våra förväntningar, samtidigt som orderingsgången om 40,7 MSEK (5,0) var ett riktigt styrkebesked. Med hänsyn till Q4-rapporten väljer vi att behålla våra tidigare prognoser, där vi utifrån ett antagande om fortsatt ökad orderingsgång, en starkt säljorganisation och en växande efterfrågan från marknaden, estimerar att nettoomsättningen stiger successivt tills år 2023 för att då uppgå till ca 251 MSEK i ett Base scenario. Vi har dock valt att höja vårt avkastningskrav för Maven till 12 % (10 %), för att reflektera det kyliga klimatet på aktiemarknaden för tillväxtbolag som inte ännu är lönsamma. Detta får således en effekt på värderingsintervallet som minskar till 15,9 kr (16,7) i Base-, 21,4 kr (22) i Bull-, och 10,7 kr (11,5) i ett Bear scenario.

AKTIEKURS | 13,7 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOSS

BEAR 10,7 kr	BASE 15,9 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 (2022-03-03)	13,7				
Antal Aktier (st.)	50 657 700				
Market Cap (MSEK)	694,0				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-8,4				
Enterprise Value (MSEK)	685,6				
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.				
Lista	Nasdaq First North Growth Market				
UTVECKLING					
1 månad	-16,9 %				
3 månader	-39,7 %				
1 år	n.a.				
YTD	-31,3 %				
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)					
Gunnar Malmström	15,2 %				
Fredrik Ekström	9,4 %				
Göran Grosskopf	9,0 %				
Almi	7,1 %				
Miriam Samuelsson	6,0 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Fredrik Ekström				
Styrelseordförande	Anders Björkman				
FINANSIELL KALENDER					
Kvartalsrapport #1 2022	2022-04-27				
Prognos (Base), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	44,9	133,0	250,6	353,6	467,2
Bruttoresultat	31,8	61,0	110,6	154,3	203,9
Bruttomarginal (adj.)	34%	38%	42%	44%	44%
Rörelsekostnader	-38,5	-47,4	-66,4	-79,4	-86,2
EBITDA	-8,1	9,6	39,2	67,8	108,3
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	13%	19%	23%
P/S	15,4	5,2	2,8	2,0	1,5
EV/S	15,3	5,2	2,7	1,9	1,5
EV/EBITDA	neg.	71,2	17,5	10,1	6,3

KOMMENTAR Q4-21

Väl positionerade för nästa steg i Bolagets globala expansion

För det fjärde kvartalet år 2021 uppvisar Maven en nettoomsättning om 11,6 MSEK (1,3), vilket motsvarar en tillväxt om hela 805 % jämfört med motsvarande period föregående år. Ökningen är främst hänförlig till kunder inom Europa, Mellanöstern samt Asien, och är ett tydligt kvitto på det uppdämda behov på Bolagets målmarknader till följd av pandemin. Ordergången under fjärde kvartalet 2021 uppgick till ca 40,7 MSEK (5,0), fördelat på 33 orders från 17 olika kunder. Vid periodens utgång uppgick orderboken till 76 MSEK, vilket bäddar för tillväxt under 2022. Mavens Q4-rapport kom in i linje med våra förväntningar och nedan följer en sammanställning samt jämförelse mellan vårt helårsestimat och faktiskt utfall.

Utfall vs Estimat (MSEK)	2021A	2021E	Diff.
Nettoomsättning	44,9	45,1	-0,2
Aktiverat arbete för egen räkning	13,4	13,1	0,3
Övriga rörelseintäkter	3,2	1,9	1,4
Totala intäkter	61,6	60,1	1,5
			0,0
COGS	-29,7	-29,6	-0,1
Bruttoresultat	31,8	30,5	1,4
Bruttomarginal (adj.)	34%	34%	-
Övriga externa kostnader	-18,5	-14,3	-4,2
Personalkostnader	-20,0	-22,5	2,5
Övriga rörelsekostnader	-1,5	-1,3	-0,2
EBITDA	-8,1	-7,7	-0,5
EBITDA-marginal (adj.)	-55%	-50%	n.a
Avskrivningar	-3,3	-3,3	0,0
EBIT	-11,4	-11,0	-0,4
EBIT-marginal (adj.)	-62%	-58%	n.a

Under 2021 levererar Maven en nettoomsättning om 44,9 MSEK, vilket med aktiverat arbete samt övriga rörelseintäkter summerar till 61,6 MSEK i totala intäkter, således något högre än våra estimat vilket främst beror på att Bolaget erhållit stöd från statliga Covid-19 relaterade åtgärder om 1,5 MSEK. Nettoomsättningen minskade dock med ca 9 %, vilket beror på att pandemin har påverkat tillgången av komponenter vilket i sin tur har påverkat produktionen av nya prototyper och senarelagda leveranser. Med tanke på att Maven är ett hårdvaruorienterat bolag med långa ledtider för att leverera, fokuserar vi snarare på utvecklingen i ordergången och orderboken. För helåret 2021 har Bolaget erhållit orders på drygt 111 MSEK vilket är en uppgång med 553 % jämfört med föregående år, varför vi inte drar några större växlar kring minskningen i nettoomsättningen under året, utan ser istället positivt på att Bolaget ökar sin fakturering trots att leveranser skjuts fram. Rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar under 2021 uppgick till ca -40 MSEK, vilket främst är hänförligt till Bolagets expansion och kostnader i samband med börsnoteringen. Vårt att notera är att Maven minskar sin rörelseförlust (EBITDA) under 2021 till -8,3 MSEK (-16,6), vilket är en förbättring med 50 % jämfört med 2020, trots att Bolaget befinner sig i en expansionsfas vilket medför högre kostnader och att komponentbristen har senarelagt leveranser, samt att noteringskostnader, vilka är av engångskaraktär, har påverkat Bolagets EBITDA negativt med ca 2,3 MSEK. Detta ser vi som ett bevis på att implementerade strategier med minskade produktionskostnader och en mer lönsam produktmix jämfört med 2020 har börjat bära frukt.

Fokus framåt

Maven har under det fjärde kvartalet tilldelats tre strategiska ramavtal. Det gäller SBB i Schweiz, ett ramavtal i Frankrike och slutligen ett ramavtal i Sverige för tunneltäckning åt Trafikverket. Analyst Group ser positivt på att Bolaget bevisar sin goda teknikhöjd genom att vinna fler ramavtal, vilka lägger en grund för framtida säkrade avrop och leveranser, samtidigt som det förväntas leda till ett stabilare kassaflöde jämfört med enskilda beställningar. Under 2022 förväntar vi oss fortsatt brist på vissa typer av IC-komponenter, vilket fortsatt förväntas påverka Bolaget negativt genom sena leveranser av material till produktion. Dock, utifrån vad vi kan tolka av Q4-rapporten, kommer Bolaget fortsätta strategin att säkra upp leveranser av kritiska komponenter för upp till 12 månaders rullande produktion. Detta medför att Maven under slutet av året byggt upp ett eget lager av komponenter och moduler om ca 8 MSEK, vilket leder till en större handlingsfrihet i produktionsledet framgent. Fokus under 2022 förväntas ligga på att fortsatt expandera på befintliga marknader i Europa, Asien och Mellanöstern, samtidigt som Maven börjar penetrera den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. för att bli ett globalt täckande bolag.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

INVESTERINGSIDÉ

**RAMAVTAL
VÅRT
213 MSEK**

Omfångsrika ramavtal som stärker närvaron på befintliga marknader

Under 2021 uppgick orderingsgången till ca 111 MSEK och Maven erhöll orders från 23 nya kunder under året, Analyst Group anser att affärerna bidrar till att stärka närvaron på befintliga marknader vilket anses som strategiskt riktigt och helt i linje med Bolagets expansionsplaner. Den stora höjdpunkten i ljuset av flera framgångsrika affärer är att Maven under Q4-21 har tilldelats tre strategiska ramavtal. Det gäller SBB i Schweiz för tunneltäckning, med ett initialt värde om ca 213 MSEK, ett ramavtal i Frankrike för täckning längs Franska järnvägen, med ett bedömt initialt värde om 120 MSEK och slutligen ett ramavtal i Sverige för tunneltäckning åt Trafikverket, där Maven redan tagit hem orders för sammanlagt 13,2 MSEK. Utöver den ekonomiska effekten, anser Analyst Group att ramavtalen sänder ett starkt signalvärde mot potentiella kunder, samt lägger grunden för framtida ”säkrade” avrop och leveranser, vilket leder till ett stabilare kassaflöde jämfört med enskilda beställningar. Således ser Analyst Group positivt på ytterligare tre ramavtal för Maven, vilka sedan tidigare har ramavtal med Telenor och ÖBB.

Stärkt O-RAN förväntas medföra stark tillväxt

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

Flertalet trigger framgent

Fokus under 2022 förväntas ligga på att fortsatt expandera på befintliga marknader i Europa, Asien och Mellanöstern, samtidigt som Maven börjar penetrera den amerikanska marknaden via dotterbolaget Maven Wireless Inc. för att bli ett globalt täckande bolag. Nord- och Sydamerika utgör tillsammans cirka 44 % av Bolagets adresserbara marknad inom aktiv DAS-utrustning, varför Analyst Group anser att en marknadsexpansion till den amerikanska marknaden utgör en stark värdedrivare framgent. Maven har vid utgången av 2021 en orderbok om 76 MSEK, vilket är den största i Bolagets historia, samtidigt som Bolaget flyttar fram sina positioner och genomför strategiska affärer i Australien och Kina. Detta innebär att Maven redan innan uppstart i Nord- och Sydamerika har möjlighet att skapa en substantiell försäljningstillväxt endast med nuvarande offertstock och marknader.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 80 % under perioden 2022-2025, för att år 2025 nå en nettoomsättning om ca 467 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är Bolagets förmåga att under kommande 12 månader fortsätta säkra upp leveranser av kritiska komponenter, för att kunna leverera orderboken enligt plan. Givet detta, samt att affärsutvecklingsarbetet drivs på ett framgångsrikt sätt, menar Analyst Group att Maven kommer få det lättare att skala upp i Nord- och Sydamerika, vilket är kritiskt. Baserat på en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års försäljning om 251 MSEK, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 15,9 SEK.

Låg teknisk risk men trögrörlig marknad

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

MARKNADSANALYS

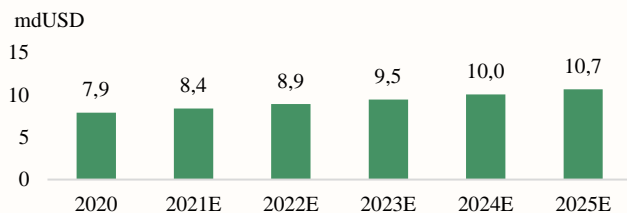
Flera drivkrafter talar för tillväxt

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

67 %
CAGR 2020-
2025E

Mavens adresserbara marknad förväntas nå 10,7 mdUSD år 2025

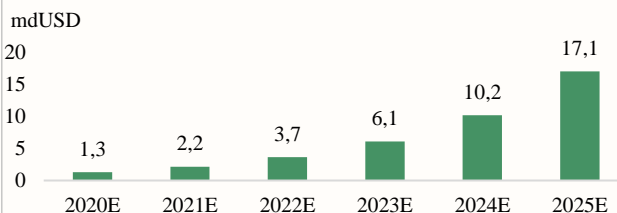
Globala marknaden för DAS (Distributed Antenna System)



Market and Markets (2021)

Maven förväntas kapitalisera på 5G-utrollningen

Globala marknaden för 5G infrastruktur



Market and Markets (2020)

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

Strukturell tillväxt och starka referenser skapar en bra cocktail

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

Maven är konkurrenskraftiga, både vad det gäller teknikhöjd och miljövänlighet

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

FINANSIELL PROGNOSE

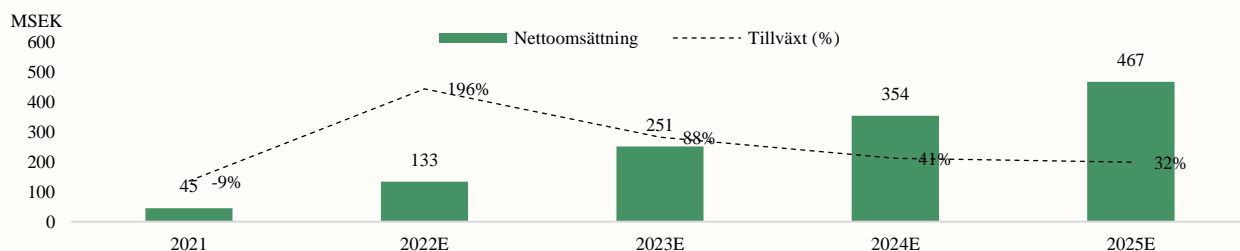
Omsättningsprognos åren 2022-2025

Maven erhåller intäkter dels via engångsförsäljning av Bolagets hårdvara, dels via återkommande intäkter i form av support och licensintäkter samt mjukvaruintäkter. Hårdvaruintäktarna står i dagsläget för cirka 95 % av de totala intäkterna. Vad gäller år 2021 uppgick Bolagets omsättning till cirka 45 MSEK, främst drivet av ramavtalen med Telenor, ÖBB och Trafikverket samt de två större affärerna i Turkiet respektive Filipinerna. Under år 2022 estimerar Analyst Group att Maven erhåller avrop från Bolagets nya kund i Frankrike, beställningar från Telenor och ÖBB fortsätter att öka, samtidigt som Maven förväntas succesivt skala upp verksamheten i USA samt erhålla enskilda beställningar från kunder i Asien och Mellanöstern, vilket estimeras generera en omsättning om totalt 133 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 bl.a. Telenor, ÖBB och SBB bör ge Maven goda förutsättningar att vinna en stor del av de upphandlingar som Bolaget bjuder på. I vårt Base scenario utgår vi från att Bolaget uppnår en tillväxttakt om 80 % för perioden 2022-2025, vilket resulterar i en omsättning om 467 MSEK år 2025. Analyst Group har valt ett konservativt förhållningssätt i estimaten till följd av den trögörslighet som återfinns i branschen vilken skapar försäljningsmässiga utmaningar, med det sagt finns det således goda möjligheter för Bolaget att överträffa våra prognoser.

AFFÄRS- MODELL MED ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Maven förväntas växa med en CAGR om 80 % (2022-2025).

Prognostiserad nettoomsättning, årsbasis



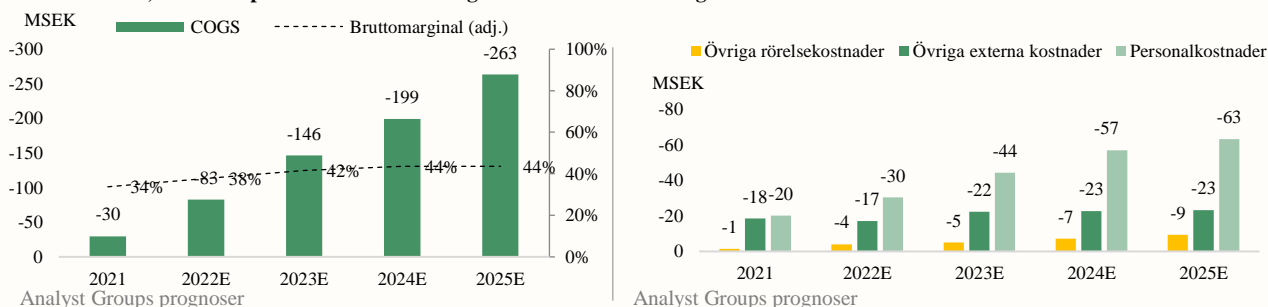
Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader åren 2022-2025

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 2022-2023 förväntas emellertid en lägre bruttomarginal, vilket motiveras av en något sämre produktmix kombinerat med uppstartskostnader. Från och med Q3-23 förväntas bruttomarginalen stabiliseras omkring 44 %, för att därefter stanna på samma nivå under resterande del av prognosperioden.

Bolaget består idag av cirka 31 anställda, vilket genererar en personalkostnad om cirka 176 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 100 personer år 2025, där större delen av nyrekryteringar förväntas ske inom försäljning. Summerat estimeras en personalkostnad om cirka 63 MSEK år 2025. I övrig kostnadsbas återfinns övriga externa kostnader, vilka som andel av omsättningen förväntas minska från cirka 41 % helåret 2021 till cirka 5 % 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

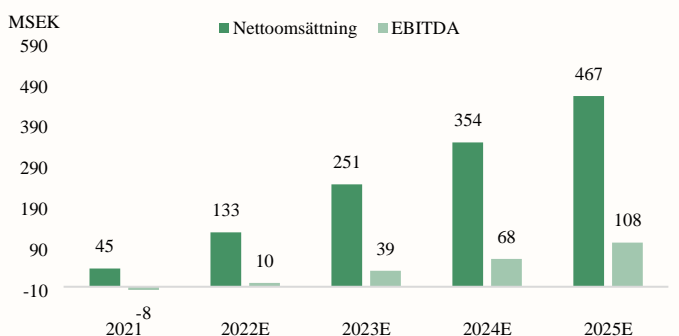
VÄRDERING

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

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	MSEK
Totala intäkter	61,6	143,7	257,0	353,6	467,2	590
COGS	-29,7	-82,7	-146,4	-199,3	-263,3	490
Bruttoresultat	31,8	61,0	110,6	154,3	203,9	390
Bruttomarginal (adj.)	34%	38%	42%	44%	44%	290
Externa kostnader	-18,5	-17,1	-22,2	-22,7	-23,1	190
Personalkostnader	-20,0	-30,3	-44,2	-56,8	-63,1	190
Övriga rörelsekostnader	-1,5	-4,0	-5,0	-7,1	-9,3	90
EBITDA	-8,1	9,6	39,2	67,8	108,3	-10
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	13%	19%	23%	

Analyst Groups prognoser



Värdering: Base scenario

Fokus under 2022 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 de upphandlingar som avgjordes under 2021 kommer vara avgörande för Bolagets tillväxttakt under prognosperioden, där ett stort antal ramavtal förväntas ge en positiv effekt 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 alltjämt. För Maven appliceras en målmultipel om EV/S 4x på 2023 års förväntade försäljning om cirka 251 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 premiultipel 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 12 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 15,9 SEK idag i ett Base scenario.

Bull scenario

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

- Bolaget fortsätter att vinna större upphandlingar, samt ökar andelen offerter som konverteras till 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 en stark position på de nord- och sydamerikanska marknaderna, vilket främst förklaras av att Bolaget i ett sådant scenario har fler referenser vilket bör minska försäljningsmässiga utmaningar.
- 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 12 % och en målmultipel om EV/S 4,5 på 2023 års försäljning om 301 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 trögrörlighet bidra till försäljningsmässiga utmaningar vilka bidrar till en försenad tillväxt.
- I ett Bear scenario bedöms det som sannolikt att konkurrenter lyckas utveckla produkter, vilka håller samma standard som Bolagets, i ett högre tempo.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om EV/S 3,5 samt en diskonteringsränta om 12 % motiveras ett nuvärde per aktie om 10,7 SEK i ett Bear scenario.¹

15,9 SEK
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

21,4 SEK
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

10,7 SEK
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

¹Se Appendix sida 9 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	133,0	250,6	353,6	467,2
Aktiverat arbete för egen räkning	11,9	13,4	10,7	6,4	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	62,4	61,6	143,7	257,0	353,6	467,2
COGS	-46,8	-29,7	-82,7	-146,4	-199,3	-263,3
Bruttoresultat	15,5	31,8	61,0	110,6	154,3	203,9
Bruttomarginal (adj.)	5%	34%	38%	42%	44%	44%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-17,1	-22,2	-22,7	-23,1
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-30,3	-44,2	-56,8	-63,1
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	-4,0	-5,0	-7,1	-9,3
EBITDA	-16,6	-8,1	9,6	39,2	67,8	108,3
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	13%	19%	23%

Base scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	14,0	15,4	5,2	2,8	2,0	1,5
EV/S	13,8	15,3	5,2	2,7	1,9	1,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	71,2	17,5	10,1	6,3

Bull scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	171,4	300,7	442,0	587,4
Aktiverat arbete för egen räkning	11,9	13,4	10,7	6,4	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	62,4	61,6	182,2	307,1	442,0	587,4
COGS	-46,8	-29,7	-104,9	-170,0	-240,3	-319,3
Bruttoresultat	15,5	31,8	77,3	137,1	201,8	268,1
Bruttomarginal (adj.)	5%	34%	39%	43%	46%	46%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-20,3	-30,4	-33,4	-36,8
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-34,7	-48,6	-59,0	-69,4
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	-5,1	-6,0	-8,8	-11,7
EBITDA	-16,6	-8,1	17,2	52,2	100,5	150,2
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	4%	15%	23%	26%

Bull scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	13,3	14,6	3,8	2,2	1,8	1,5
EV/S	13,1	14,4	3,8	2,2	1,7	1,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	46,4	12,9	9,0	7,5

Bear scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	49,5	44,9	120,0	191,9	257,2	316,3
Aktiverat arbete för egen räkning	11,9	13,4	10,7	6,4	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	62,4	61,6	130,7	198,4	257,2	316,3
COGS	-46,8	-29,7	-82,9	-126,7	-161,0	-198,0
Bruttoresultat	15,5	31,8	47,8	71,7	96,2	118,3
Bruttomarginal (adj.)	5%	34%	31%	34%	37%	37%
Övriga externa kostnader	-13,9	-18,5	-13,9	-18,1	-18,5	-18,8
Personalkostnader	-14,6	-20,0	-26,5	-35,3	-39,8	-44,2
Övriga rörelsekostnader	-3,6	-1,5	-3,6	-3,8	-5,1	-6,3
EBITDA	-16,6	-8,1	3,8	14,4	32,8	49,0
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	4%	13%	15%

Bear scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	14,0	15,4	5,8	3,6	2,7	2,2
EV/S	13,8	15,3	5,7	3,6	2,7	2,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	180,0	47,5	20,9	14,0

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.

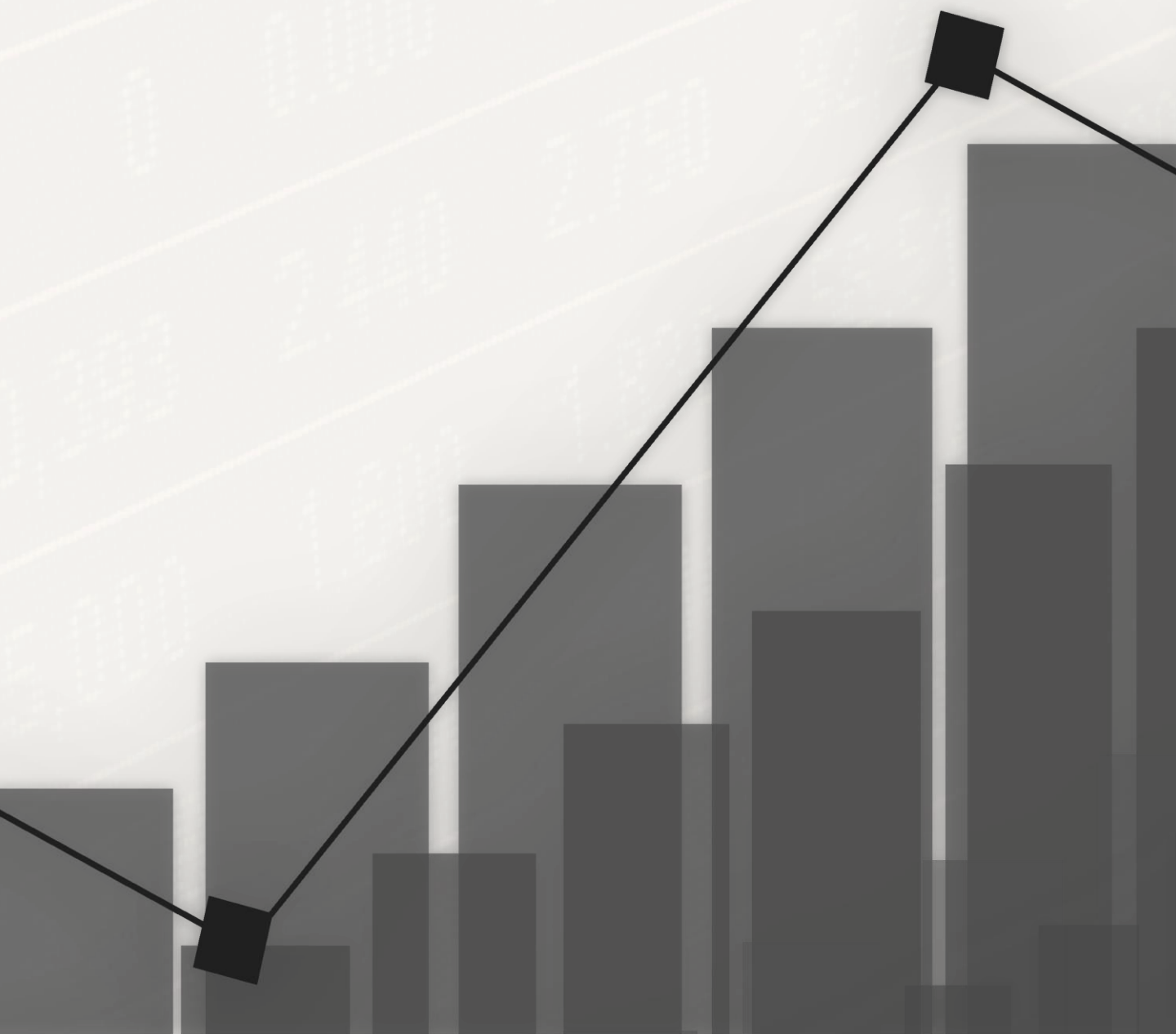
Övrigt

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 2014-2022). 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