

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## MAVEN WIRELESS

*Levererar på välfylld orderbok*

2022-08-03

Analytiker: 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)

## LEVERERAR PÅ VÄLFYLLD ORDERBOK



Med Q2-rapporten presenterad står det klart att Maven Wireless AB ("Maven" eller "Bolaget") avslutar det första halvåret starkt med rapporterade intäkter i det andra kvartalet år 2022 om 22 MSEK, i kombination med en orderbok om ca 90 MSEK, vilket Bolaget förväntas fortsätta leverera på. Analyst Group estimerar att Maven kommer att materialisera nuvarande orderbok, samt fortsätta att skala upp försäljningen, för att tills år 2023 nå intäkter om ca 251 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % och en målmultipl om EV/S 4x på 2023 års försäljning, ger det ett motiverat nuvärde om 15,9 kr per aktie i ett Base scenario.

### Stark tillväxt trots motvind på marknaden

Eftersläpnings effekter av pandemin i form av komponentbrist påverkar verksamheten fortsatt negativt, samtidigt fortsätter Maven med strategiska inköp av komponenter och moduler vilket bevisligen lindrar effekten. Under Q2-22 har Mavens strategiska arbete med att säkra upp varulagret burit frukt, vilket resulterade i en ökad leveransförmåga tillika en stark nettoomsättning om 21,5 MSEK (13,3), motsvarande en ökning om 62 %. Därtill uppgick orderingången under det andra kvartalet till 21,1 MSEK, vilket summerar orderboken till 89,7 MSEK vid utgången av perioden, något som bäddar för fortsatt god tillväxt under kommande kvartal.

### Rör sig mot svarta siffor

Rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) under Q2-22 uppgick till -0,4 MSEK (-3,2), den positiva resultatutvecklingen är främst hänförligt en god kostnadsutveckling samt ökad leveransförmåga. Givet att Maven kan upprätthålla en hög leverans under kommande kvartal anser Analyst Group att det råder goda möjligheter för Bolaget att nå lönsamhet i slutet på år 2022.

### Positiva indikationer avseende ramavtalet med SBB

Tilldelningsbeslutet gällande ramavtalet med slutkunden SBB har, som tidigare kommunicerat, överklagats av två olika aktörer, där ett slutgiltigt besked ej ännu har tilldelats. Däremot har Maven fått fortsatt förtroende från SBB, vilka har fått klartecken från rätten att påbörja arbetet med de första schweiziska tunnlarna med Mavens DAS-produkter. Bolaget har under den senaste perioden genomfört uppstartsmöten samt produktutbildning med SBB i syfte att starta leveranser och installationer tillsammans med lokala partnern Rhomborg, vilket förväntas utgöra en stark värde drivare i aktien.

### Vi behåller vårt värderingsintervall

Till följd av ett fortsatt kyligt klimat på aktiemarknaden för tillväxtbolag som inte ännu är lönsamma, behåller vi en konservativ ansats i vår värdering. Detta, i kombination med att Maven hittills har utvecklats mer eller mindre i linje med våra förväntningar resulterar i att vi upprepar vårt tidigare värderingsintervall.

## AKTIEKURS | 13,0 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOIS

|                        |                        |                        |
|------------------------|------------------------|------------------------|
| <b>BEAR</b><br>10,7 kr | <b>BASE</b><br>15,9 kr | <b>BULL</b><br>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 (2022-08-02)   | 13,0                             |             |              |              |              |
| Antal Aktier (st.)            | 50 657 700                       |             |              |              |              |
| Market Cap (MSEK)             | 658,6                            |             |              |              |              |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | 2,6                              |             |              |              |              |
| Enterprise Value (MSEK)       | 661,2                            |             |              |              |              |
| V.52 prisintervall (SEK)      | n.a.                             |             |              |              |              |
| Lista                         | Nasdaq First North Growth Market |             |              |              |              |
| UTVECKLING                    |                                  |             |              |              |              |
| 1 månad                       | +16,1 %                          |             |              |              |              |
| 3 månader                     | -10,6 %                          |             |              |              |              |
| 1 år                          | n.a.                             |             |              |              |              |
| YTD                           | -31,3 %                          |             |              |              |              |
| HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)  |                                  |             |              |              |              |
| Gunnar Malmström              | 15,2 %                           |             |              |              |              |
| Fredrik Ekström               | 9,4 %                            |             |              |              |              |
| Göran Grosskopf               | 9,2 %                            |             |              |              |              |
| Almi                          | 7,1 %                            |             |              |              |              |
| Yvonne Adesam                 | 5,9 %                            |             |              |              |              |
| VD OCH ORDFÖRANDE             |                                  |             |              |              |              |
| Verkställande Direktör        | Fredrik Ekström                  |             |              |              |              |
| Styrelseordförande            | Anders Björkman                  |             |              |              |              |
| FINANSIELL KALENDER           |                                  |             |              |              |              |
| Kvartalsrapport #3 2022       | 2022-10-27                       |             |              |              |              |
| Prognos (Base), MSEK          | 2021                             | 2022E       | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| Nettoomsättning               | 44,9                             | 133,0       | 250,6        | 353,6        | 467,2        |
| <b>Bruttoresultat</b>         | <b>31,8</b>                      | <b>61,0</b> | <b>110,6</b> | <b>154,3</b> | <b>203,9</b> |
| Bruttomarginal (adj.)         | 34%                              | 38%         | 42%          | 44%          | 44%          |
| Rörelsekostnader              | -38,5                            | -47,4       | -66,4        | -79,4        | -86,2        |
| <b>EBITDA</b>                 | <b>-8,1</b>                      | <b>9,6</b>  | <b>39,2</b>  | <b>67,8</b>  | <b>108,3</b> |
| EBITDA-marginal (adj.)        | neg.                             | neg.        | 13%          | 19%          | 23%          |
| P/S                           | 14,7                             | 5,0         | 2,6          | 1,9          | 1,4          |
| EV/S                          | 14,7                             | 5,0         | 2,6          | 1,9          | 1,4          |
| EV/EBITDA                     | neg.                             | 68,7        | 16,9         | 9,8          | 6,1          |

# KOMMENTAR Q2-22

## Ökad leveransförmåga resulterade i hög omsättningstillväxt

**62 %  
FÖRSÄLJNING-  
TILLVÄXT**

Under Q2-22 uppgick nettoomsättningen till 21,5 MSEK (13,3), vilket är en ökning om 62 % mot jämförbart kvartal föregående år. Likt vad vi kommunicerade i vår kommentar i samband med första kvartalet år 2022, förväntade vi oss en stark tillväxt under Q2-22 till följd av en ökad leveransförmåga, varför nettoomsättningen kom in mer eller mindre i linje med våra förväntningar. Eftersläpningsgeffekter av pandemin i form av komponentbrist påverkar verksamheten fortsatt negativt, samtidigt ser Analyst Group positivt på att Bolagets strategi att säkra upp mer material har burit frukt under det andra kvartalet och varit en starkt bidragande faktor till den ökade leveransförmågan. Blickar vi framåt ser vi goda möjligheter för Maven att fortsätta uppvisa en stark tillväxt under kommande kvartal, dels till följd av en stigande orderingång samt välfylld orderbok, och dels genom att leveransförmågan fortsätter att öka kvartal efter kvartal, vilket indikerar en positiv trend.

Ett minst sagt utmanande omvärldsläge med bland annat komponentbrist, stigande inflation och energikris har resulterat i höjda råvaru- och bränslepriser, vilket har drivit upp produktionspriserna. Detta anses vara bidragande faktorer till varför bruttomarginalen om 34 % (38 %) är något lägre i det andra kvartalet jämfört med samma period föregående år. Värt att notera dock är att om vi kikar på Mavens konkurrenter är det tydligt att nuvarande situation påverkar hela branschen drivet av externa faktorer, varför Analyst Group ser goda möjligheter för Maven att återta bruttomarginalen kring nivåer runt 40 % i en mer normaliserad miljö.

## Orderboken på fortsatt rekordnivåer

**AFFÄRS-  
POTENTIAL  
OM 167 MSEK**

Orderingången under det andra kvartalet år 2022 uppgick till 21,1 MSEK (20,4) fördelat på 35 orders från 15 olika kunder. I ljuset av flera framgångsrika affärer under det andra kvartalet har Maven bl.a. erhållit Bolagets första order på den indiska marknaden avseende täckning för en järnvägstunnel. Den initiala ordern om 1 MSEK är relativt liten, däremot planerar Indiens statsägda järnvägsbolag att lämna anbud på cirka 10 större järnvägstunnelprojekt fram till 2024, vilket innebär en affärspotential för Maven om ca 167 MSEK. Vidare har Maven ingått ett 3-årigt leverans- och supportavtal med Tele2 avseende repeater och DAS system för den svenska marknaden, samt erhållit en första order om 2,7 MSEK gällande inomhus repeatrar. Detta, tillsammans med fortsatta avrop och leveranser från befintliga kunder, resulterade i att orderboken vid periodens slut uppgick till 89,7 MSEK, vilket Maven arbetar med att fullgöra och leverera på.

**~90 MSEK I  
ORDERBOK**

## Stabil kostnadsbas och ökad försäljning utnyttade i positiv resultatutveckling

Rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) under Q2-22 uppgick till -0,4 MSEK (-3,2), det negativa resultatet är främst hänförligt till ökade kostnader i samband med Bolagets expansion samt senareläggning av produktion orsakad av brist på IC-komponenter. Dock till följd av en god kostnadsutveckling samt ökad leveransförmåga lyckas Maven förbättra rörelseresultatet avsevärt, och givet att Maven kan upprätthålla en hög leverans under kommande kvartal ser vi goda möjligheter för Bolaget att nå svarta siffror i slutet på år 2022.

Sammantaget anser vi att Maven levererar en stark rapport för det andra kvartalet år 2022, där Bolaget uppvisar en hög försäljningstillväxt samt god kostnadskontroll, vilket tillsammans med minskade kundfordringar var starkt bidragande faktorer till att Maven uppvisade ett positivt kassaflöde under Q2-22. Analyst Group ser även positivt på att Maven har fått fortsatt förtroende från slutkunden SBB, vilka har fått klartecken från rätten att påbörja arbetet med de första schweiziska tunnarna med Mavens DAS-produkter. Bolaget har under kvartalet genomfört uppstartsmöten samt produktutbildning med SBB i syfte att starta leveranser och installationer tillsammans med lokala partnern Rhomberg, vilket förväntas utgöra en stark värde drivare i aktien.

# INVESTERINGSIDÉ

**RAMAVTAL  
VÄRT  
213 MSEK**

## Omfångsrika ramavtal som stärker närvaron på befintliga marknader

Under Q2-22 uppgick orderingången till ca 21 MSEK och Maven erhöll orders från 15 olika kunder under perioden, vilket visar på en god diversifiering i intäktsströmmarna. Vidare anser Analyst Group att affärerna bidrar till att såväl stärka närvaron på befintliga marknader som expandera till nya geografiska marknader, vilket anses som strategiskt riktigt och helt i linje med Bolagets expansionsplaner. Idag har Maven ramavtal med fem stora kunder, varav tre avtal tilldelades under Q4-21. 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. 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.

## Starkt 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 utrullning 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 kommersialiserat.

## Flertalet triggas framgent

Fokus under andra halvan av år 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 värde drivare framgent. Maven har vid utgången av Q2-22 en orderbok om ca 90 MSEK, vilket är på fortsatta rekordnivåer, samtidigt som Bolaget flyttar fram sina positioner och genomför strategiska affärer i Norge, Australien, Kina och senast Indien. 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

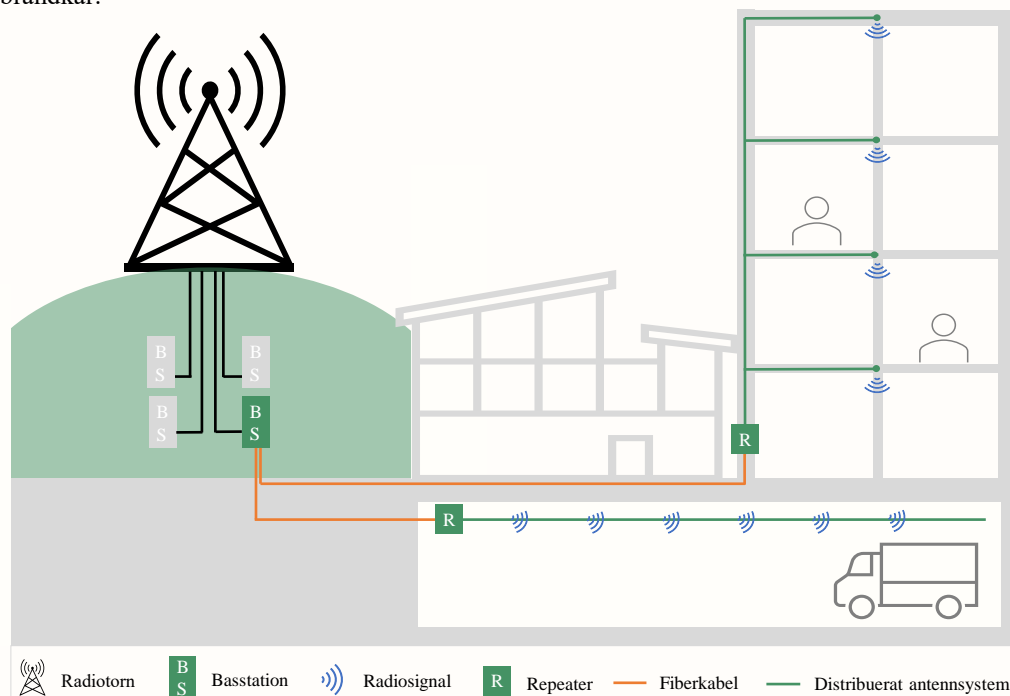
I ett Base scenario estimeras Maven öka försäljningen med en CAGR om 80 % under perioden 2022-2025, för att år 2025 nå en nettoomsättning om ca 467 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är Bolagets förmåga att under kommande 12 månader fortsätta säkra upp leveranser 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.

# BOLAGSBESKRIVNING

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



## Affärsmodell

Bolagets produkter tillverkas hos kontraktstillverkare, därigenom undviker Maven att binda kapital i form av anläggningstillgångar, därtill kan de fasta kostnaderna begränsas då Bolaget inte behöver anställa personal för tillverkning. Kontraktstillverkarna skickar i sin tur produkterna direkt till Mavens slutkund som betalar Bolaget och därefter betalar Maven kontraktstillverkarna, vilket innebär att rörelsekapitalet minimeras. Mavens försäljning sker huvudsakligen genom lokala systemintegratörer och andra partners i respektive region. Dessa samarbetspartners betjänas i sin tur av Mavens säljare, där varje säljare hanterar ett tvåsiffrigt antal partners, varför möjligheterna för att skala upp försäljningen snabbt anses vara goda.

Mavens intäktsmodell består av tre intäktsströmmar; Hårdvaruförsäljning, licensavgifter samt service- och underhållsavgifter. Försäljning av hårdvara, vilket är Bolagets största inkomstkälla, utgör en engångsintäkt, medan licensavgifter samt service- och underhållsavgifter utgör återkommande intäkter till Bolaget. Maven har under åren byggt upp en välrenommerad kundportfölj, där Bolaget har erhållit beställningar från bl.a. Hurtigruten, Öresundsbron och Marina Bay Sands, därtill har Maven ingått ramavtal med fem betydande kunder; Trafikverket, Telenor, TDF (Franska järnvägen - SNCF), SBB (Trafikverket i Schweiz) och ÖBB (Österrikiska trafikverket). 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.

### Urval av kunder



# MARKNADSANALYS

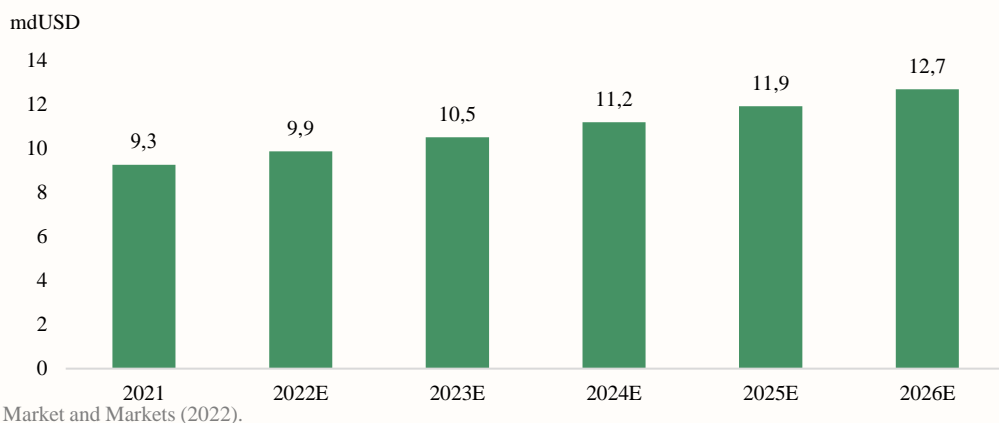
## Flera drivkrafter talar för tillväxt

Maven är verksamma på DAS-marknaden, vilken förväntas nå ett värde om 12,7 mdUSD vid utgången av år 2026, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 6,5 %. 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 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 2026E.

Globala marknaden för DAS (Distributed Antenna System)



## 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 allttjämt 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**

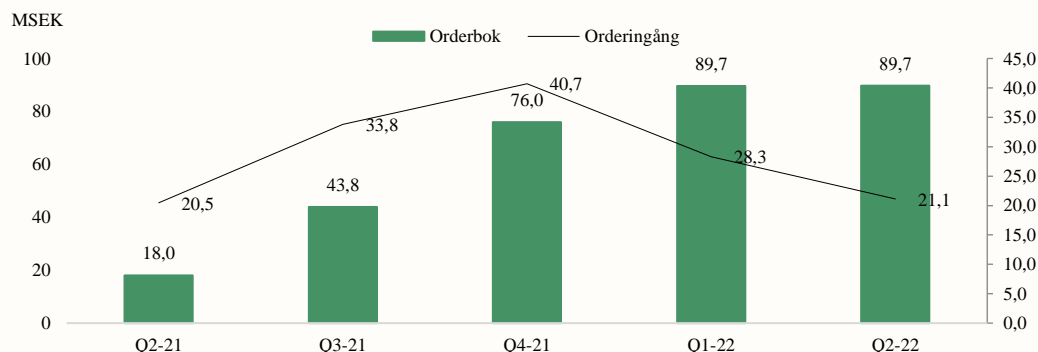
# FINANSIELL PROGNOSE

**ORDERBOK  
UPPGÅR TILL  
~90 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. I spåren av pandemin uppstod det en brist på komponenter, vilket i sin tur har påverkat Bolaget genom ökade produktionskostnader och senarelagda leveranser, varför nettoomsättningen under år 2021 minskade med ca 9 %. Trots detta lyckades Maven vinna orders om drygt 111 MSEK under perioden, vilket är en uppgång med 553 % jämfört med föregående år, varför Analyst Group inte drar några större växlar kring minskningen i nettoomsättningen utan ser istället positivt på att Bolaget ökar sin fakturering trots att leveranser skjuts fram. Vid utgången av Q2-22 uppgick Mavens orderbok till rekordhög ~90 MSEK, vilket bådadar för ökad tillväxt framgent.

**Vid utgången av Q2-22 uppgick orderboken till ~90 MSEK, vilket Maven avser leverera på.**

Orderingång och orderbok per kvartal



Maven Wireless delårsrapporter.

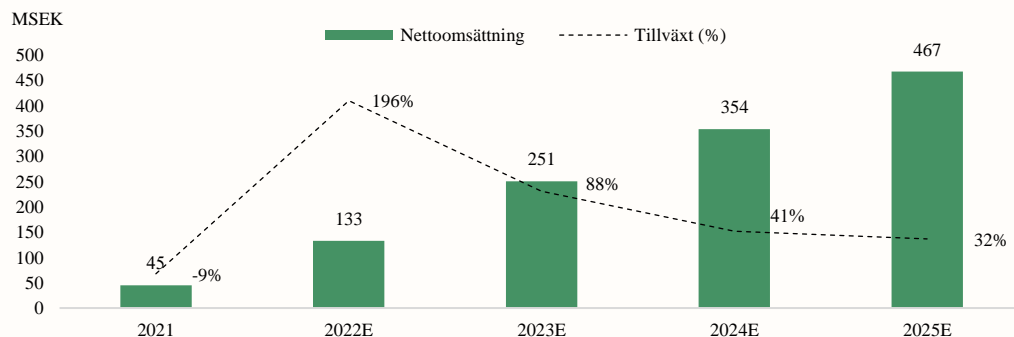
## Omsättningsprognos åren 2022-2025

**AFFÄRS-  
MODELL MED  
ÅTERKOMMANDE  
INTÄKTER**

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 trogrörlighet som återfinns i branschen vilken skapar försäljningsmässiga utmaningar, med det sagt finns det således goda möjligheter för Bolaget att överträffa våra prognoser.

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

Prognostiserad nettoomsättning, årsbasis



Analyst Groups prognoser.



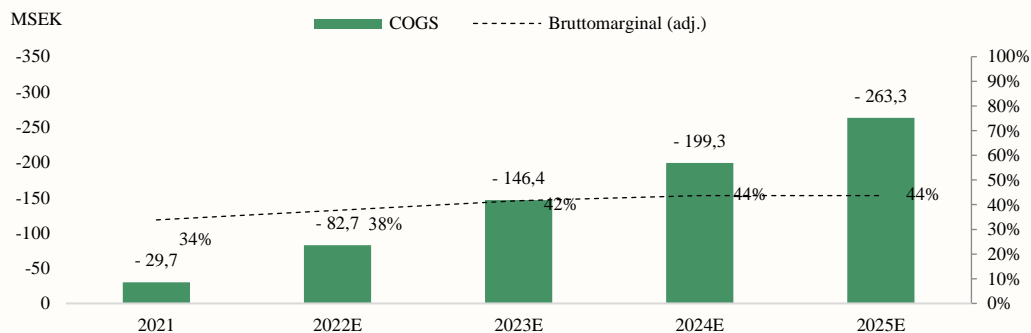
# FINANSIELL PROGNOSE

## 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. Under år 2021 levererade Maven en väsentligt starkare bruttomarginal (34 %), jämfört med år 2020 (5 %), vilket är ett resultat av Bolagets arbete med att minska produktionskostnaderna samt anpassa försäljningen mot en mer lönsam produktmix. Under åren 2022-2023 förväntas emellertid en lägre bruttomarginal, vilket motiveras av fortsatt komponentbrist i spåren av Covid-19 pandemin, vilket leder till högre produktionspriser samt en något sämre produktmix. Från och med Q3-23 förväntas bruttomarginalen stabiliseras omkring 44 %, för att därefter stanna på samma nivå under resterande del av prognosperioden.

### Maven förväntas upprätthålla en långsiktig bruttomarginal om 44 %.

Prognostiserade bruttokostnader (COGS) och bruttomarginal, 2022E-2025E.

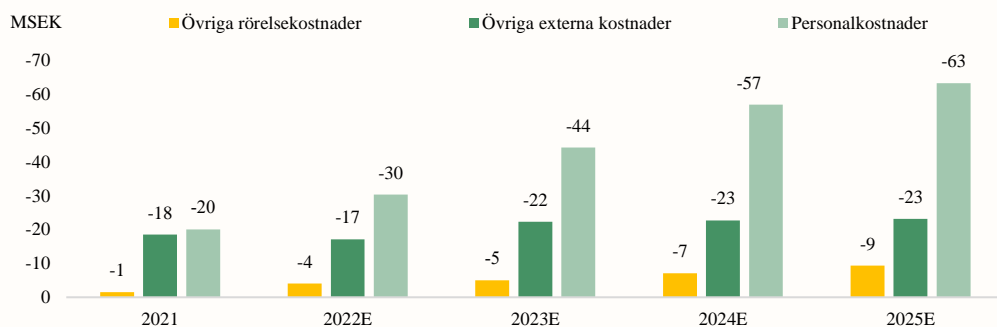


Analyst Groups prognoser.

Bolaget består idag av cirka 33 anställda, vilket genererar en personalkostnad om cirka 200 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 80 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.

Prognostiserade rörelsekostnader, 2022E-2025E



Analyst Groups prognoser.

## Maven estimeras leverera en EBITDA-marginal om 23 % år 2025

Med flertalet prestigefulla ramavtal i ryggen, vilket förväntas skapa ringar på vattnet och leda till att Bolaget fortsätter att vinna stora upphandlingar, i kombination med avrop och leveranser från befintliga kunder samt geografisk expansion, väntas detta leda till ökad försäljning framöver. Detta i sin tur prognostiseras mynna ut i ökade volymer och tillika lägre produktionskostnader, samtidigt som rörelsekostnaderna bör kunna hållas på relativt stabila nivåer givet Bolagets affärsmodell. Analyst Group estimerar därmed att Maven kan stärka lönsamheten under prognosperioden och generera en rörelsemarginal (EBITDA) om 13 % år 2023, för att under år 2025 stiga till ca 23 %.

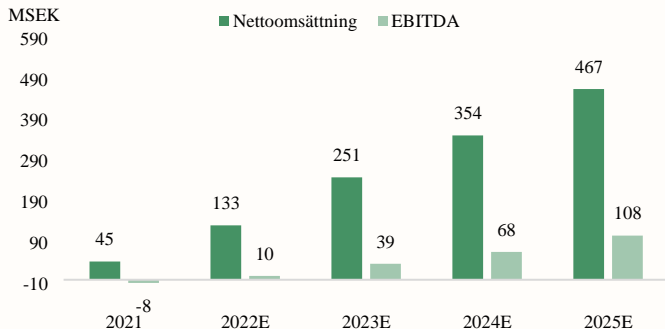
# VÄRDERING

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  |
| <b>Bruttoresultat</b>   | <b>31,8</b> | <b>61,0</b> | <b>110,6</b> | <b>154,3</b> | <b>203,9</b> | 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        | 90   |
| Övriga rörelsekostnader | -1,5        | -4,0        | -5,0         | -7,1         | -9,3         | -10  |
| <b>EBITDA</b>           | <b>-8,1</b> | <b>9,6</b>  | <b>39,2</b>  | <b>67,8</b>  | <b>108,3</b> |      |
| 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.<sup>1</sup>

### 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 trögörlighet bidra till försäljningsmässiga utmaningar vilka bidrar till en försenad tillväxt.
- I ett Bear scenario bedöms det som sannolikt att konkurrenter lyckas utveckla produkter, vilka håller samma standard som Bolagets, i ett högre tempo.

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.<sup>1</sup>

**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

<sup>1</sup>Se Appendix sida 11 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          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>62,4</b>  | <b>61,6</b> | <b>143,7</b> | <b>257,0</b> | <b>353,6</b> | <b>467,2</b> |
| COGS                              | -46,8        | -29,7       | -82,7        | -146,4       | -199,3       | -263,3       |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>15,5</b>  | <b>31,8</b> | <b>61,0</b>  | <b>110,6</b> | <b>154,3</b> | <b>203,9</b> |
| 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         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-16,6</b> | <b>-8,1</b> | <b>9,6</b>   | <b>39,2</b>  | <b>67,8</b>  | <b>108,3</b> |
| EBITDA-marginal (adj.)            | neg.         | neg.        | neg.         | 13%          | 19%          | 23%          |
| <b>Base scenario, nyckeltal</b>   | <b>2020</b>  | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| P/S                               | 13,3         | 14,7        | 5,0          | 2,6          | 1,9          | 1,4          |
| EV/S                              | 13,4         | 14,7        | 5,0          | 2,6          | 1,9          | 1,4          |
| EV/EBITDA                         | neg.         | neg.        | 68,7         | 16,9         | 9,8          | 6,1          |
| <b>Bull scenario, MSEK</b>        | <b>2020</b>  | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 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          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>62,4</b>  | <b>61,6</b> | <b>182,2</b> | <b>307,1</b> | <b>442,0</b> | <b>587,4</b> |
| COGS                              | -46,8        | -29,7       | -104,9       | -170,0       | -240,3       | -319,3       |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>15,5</b>  | <b>31,8</b> | <b>77,3</b>  | <b>137,1</b> | <b>201,8</b> | <b>268,1</b> |
| 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        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-16,6</b> | <b>-8,1</b> | <b>17,2</b>  | <b>52,2</b>  | <b>100,5</b> | <b>150,2</b> |
| EBITDA-marginal (adj.)            | neg.         | neg.        | 4%           | 15%          | 23%          | 26%          |
| <b>Bull scenario, nyckeltal</b>   | <b>2020</b>  | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| P/S                               | 13,3         | 14,7        | 3,8          | 2,2          | 1,5          | 1,1          |
| EV/S                              | 13,4         | 14,7        | 3,9          | 2,2          | 1,5          | 1,1          |
| EV/EBITDA                         | neg.         | neg.        | 38,5         | 12,7         | 6,6          | 4,4          |
| <b>Bear scenario, MSEK</b>        | <b>2020</b>  | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 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          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>62,4</b>  | <b>61,6</b> | <b>130,7</b> | <b>198,4</b> | <b>257,2</b> | <b>316,3</b> |
| COGS                              | -46,8        | -29,7       | -82,9        | -126,7       | -161,0       | -198,0       |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>15,5</b>  | <b>31,8</b> | <b>47,8</b>  | <b>71,7</b>  | <b>96,2</b>  | <b>118,3</b> |
| 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         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>-16,6</b> | <b>-8,1</b> | <b>3,8</b>   | <b>14,4</b>  | <b>32,8</b>  | <b>49,0</b>  |
| EBITDA-marginal (adj.)            | neg.         | neg.        | neg.         | 4%           | 13%          | 15%          |
| <b>Bear scenario, nyckeltal</b>   | <b>2020</b>  | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| P/S                               | 13,3         | 14,7        | 5,5          | 3,4          | 2,6          | 2,1          |
| EV/S                              | 13,4         | 14,7        | 5,5          | 3,4          | 2,6          | 2,1          |
| EV/EBITDA                         | neg.         | neg.        | 173,6        | 45,8         | 20,1         | 13,5         |

# 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.

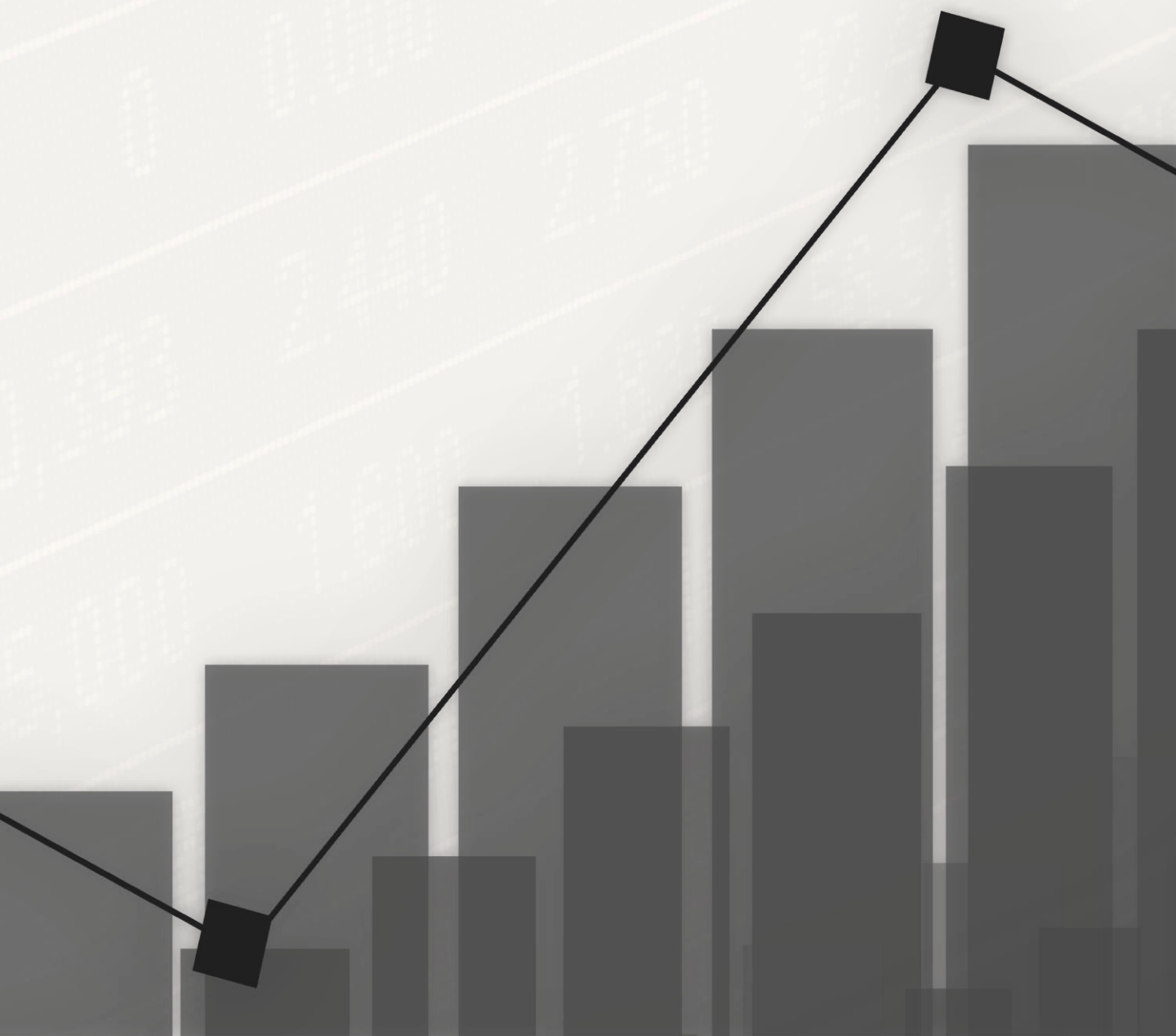
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm