



## Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 15 juli 2024

# Maven Wireless

## 2024 blir ett finansiellt mellanår

### Tillväxtsatsningarna ledde till högre kostnader

I det andra kvartalet minskade omsättningen med 19% y/y och EBITDA-marginalen sjönk till 5% (17%). Utvecklingen ska ses i ljuset av att bolaget växte extremt snabbt under hela 2023, vilket innebär att jämförelsetalen kommer att vara tuffa även under H2. Den lägre marginalen beror på lägre omsättning och högre kostnader. De högre kostnaderna kan hänföras till de tillväxtsatsningar som Maven fortsätter att göra. Dessa satsningar inkluderar färdigställandet av Nimbus, typgodkännande av amerikanska produkter samt anställning av ytterligare en säljare i Atlanta, USA. Den starka utvecklingen under 2023 har möjliggjort att Maven idag kan göra dessa framåtlutade satsningar för att främja tillväxt i USA och på den cellulära marknaden.

### Lägre orderingång än försäljning gör att vi sänker estimaten

Orderingången för perioden uppgick till 39 MSEK, vilket är 14% högre jämfört med föregående år men 16% lägre jämfört med föregående kvartal. Med en orderingång lägre än omsättningen sjönk orderboken till 58 MSEK. Kombinationen av att vi underskattat längden på försäljningscyklerna och att lanseringen av Nimbus blivit försenad gör att vi sänker våra tillväxtprognoser, främst för 2024. Kvartalet visade att bolaget i dagsläget prioriterar tillväxt framför lönsamhet, vilket leder till att vi förväntar oss fortsatt högre kostnader och lägre marginaler. Vi ser därför 2024 som ett mellanår rent finansiellt, men ett mycket viktigt år för att visa att tillväxtsatsningarna ger resultat.

### Försiktiga för 2024 men fortsatt positiva på sikt

Långsiktigt är vi fortsatt positiva till bolaget, tack vare att de har bevisat att verksamheten kan generera höga marginaler och starkt kassaflöde. Experter i branschen bekräftar att Mavens produkter ligger i teknologisk framkant. Vi ser därför det ökade fokuset på den cellulära marknaden och expansionen till nya geografier som positiva, även om det tar längre tid än vi initialt förväntat oss. Nimbus ser vi som en viktig komponent för att vinna marknadsandelar inom det cellulära segmentet, och geografiskt ser vi störst potential i USA och Indien. Vi sänker det motiverade värdet till 15-19 kr per aktie. Sänkningen beror både på ändrade estimat och på en förändrad jämförelsegrupp med lägre EV/S-multipel.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	15,0 - 19,0 kr
Totala intäkter	-19,8%	-27,0%	-35,5%	238	235	294	351	Aktiekurs	14,3 kr
EBITDA, just.	-55,8%	-57,0%	-62,9%	134%	-1%	25%	20%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-65,4%	-66,0%	-67,7%	44	29	47	60	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	37	20	36		
Q3 - rapport	18 oktober 2024			EPS, just.	0,7	0,3	0,6		
Q4 - rapport	07 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	-57%	70%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	2,3	2,5	2,9		
Antal aktier	52m			Utdelning per aktie	0,1	0,1	0,3		
Börsvärde	742			EBIT-marginal	15,6%	8,6%	12,4%		
Nettoskuld	0			ROE, just.	39,4%	13,5%	20,3%		
EV	742			ROCE, just.	35,9%	15,6%	25,1%		
Free float	60%			EV/Sales	2,7x	3,2x	2,5x		
Daglig handelsvolym, snitt	35k			EV/EBITDA	14,8x	25,9x	15,9x		
Bloomberg Ticker	MAVEN SS EQUITY			EV/EBIT	17,5x	36,9x	20,3x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	17,7x	44,0x	25,8x		
Hugo Lisjo				P/EK	5,8x	5,7x	4,9x		
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	0,8%	0,9%	2,3%		
				FCF yield	4%	Neg.	1%		
				Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-1,0x	-0,7x		

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

**Strukturella förändringar driver marknaden:** Marknadens tillväxt drivs av en i grunden ökande befolkning och ökat internetanvändande globalt. En tydlig trigger i närtid är utbyggnaden av 5G-nät och behoven av tillhörande DAS-system. För att möta samhällets efterfrågan på högre hastigheter och kortare svarstider för att exempelvis använda självkörande bilar eller att problemfritt ringa videosamtal måste 5G-signalerna sändas på högre frekvenser. Problemet med högfrekvenssignaler är att de inte räcker lika långt och inte har lika bra penetrationsförmåga som lägre frekvenser. Det medför att det för att täcka samma yta krävs fler antenner, och i tunnlar och byggnader DAS-system.

**Ökad användning av produkter som kräver höghastighetsnät:** När nya generationers mobilnät släpps utvecklas snabbt nya, bättre produkter som kan använda den nya nättekniken. Exempel på detta är självkörande fordon, både på vägar och i gruvor, spridning av IoT-produkter och olika säkerhetslösningar. När nya produkter som använder den nya nättekniken säljs ökar kraven från användarna på att det ska fungera, vilket ställer högre krav på näten. Fler och mer avancerade uppkopplade enheter ökar datamängden och behöver mer bandbredd och stabilitet, vilket kräver en förstärkt infrastruktur och fler celler för att hantera all data.

**Produkter i världsklass:** I bolagets undersökningar har kunder och partners sagt att de valt Mavens system för att de är i teknologisk framkant, har lägre energiförbrukning, bättre räckvidd och högre hastigheter. Sammantaget gör detta bolagets system prisvärda och marknadsledande. Att nyinstallerade system från konkurrenter monterats ned och ersatts av Mavens system bekräftar att produkterna ligger i framkant.

**En verksamhet med god skalbarhet:** Maven kan driva sin verksamhet med en slimmad organisation tack vare tredjepartsproducenter, ett effektivt säljnätverk och partners eller kunder som sköter installationerna. Därför kommer kostnaderna inte att öka i takt med omsättningen utan generera en tydlig skalbarhet. Bolagsstrukturen är utformad för att vara skalbar och generera goda kassaflöden.

**Marknadsledaren under finansiell stress:** Den klart största aktören på marknaden är CommScope, med en bedömd marknadsandel kring 30%. Under 2019 genomförde detta bolag flera förvärv finansierade med lån, vilket ökade skuldsättningsgraden. Sedan dess har bolaget uppvisat låg omsättningstillväxt och ökande förluster. De finansiella problemen medför att bolaget inte kan investera i samma takt som tidigare och eftersom DAS-system inte är CommScopes främsta affärsområde kommer de sannolikt prioritera andra segment. CommScopes svårigheter förändrar världsmarknaden och skapar möjligheter för Maven att ta marknadsandelar.

### Bolagsprofil

Maven Wireless är ett produktbolag som utvecklar och säljer sina patenterade produkter för heltäckande DAS-system anpassade för inomhus- och tunneltäckning för alla operatörer. Genom att lägga ut produktionen på specialiserade tredjepartsproducenter, låta partners montera och i viss utsträckning använda sig av partnerförsäljare kan Maven med en slimmad organisation driva en skalbar verksamhet med låg kapitalbindning.

Bolagets DAS-system skapar cellulär- och radiotäckning dit makronätet inte klarar av att leverera. Främst är det platser som av olika anledningar skärmar av makronätets signaler, såsom bil- och tågtunnlar eller stora byggnader som arenor, shoppingcenter, hotell eller sjukhus. I exempelvis tunnelsystem monteras cellulär- och radiosystemen parallellt för att säkerställa att radiotäckningen alltid fungerar för blåljus i nödsituationer.

Kunderna består främst av mobiloperatörer som själva vill äga infrastrukturen eller fastighetsägare och neutrala operatörer som äger infrastrukturen och säljer uppkopplingsmöjligheten till mobiloperatörerna. Maven har redan idag vunnit sex ramavtal med exempelvis mobiloperatören Telenor Norge och både de schweiziska och österrikiska banverken. Systemen finns idag installerade i allt från hotell i Filippinerna till sjukhus i Sverige och den danska sidan av Öresundsbron och håller nu på att installeras i Gotthardtunneln, världens längsta tågtunnel.

### Värdering

Vi har valt att jämföra Maven Wireless med bolag noterade på den svenska marknaden med liknande värdeskapande. Med värdeskapande menar vi summan av omsättningstillväxt och EBITDA-marginal. Vi har valt att jämföra bolaget med aktier noterade på OMX Stockholm All Share och First North Stockholm med ett marknadsvärde mellan 0,5–5 mdr och ett värdeskapande mellan 30–60%. Den genomsnittliga EV/Sales-multipeln för dessa bolag uppgick till 3,0x. Applicerar vi målmultipeln på 2025 års förväntade omsättning får vi ett motiverat värde på 15-19 kr kronor per aktie.

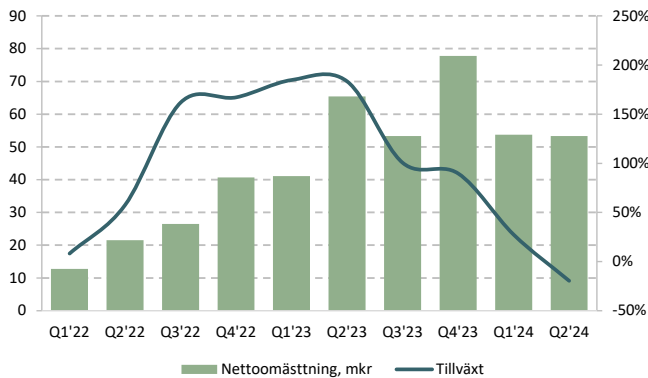
## Kvartalet i korthet

### Finansiellt tufft kvartal, men operationella framgångar

Den extremt starka tillväxten under 2023 har bidragit till tuffa jämförelsetal under 2024. Detta gäller även för det säsongsmässigt svaga tredje kvartalet och det vanligtvis starka fjärde kvartalet. För fortsatt tillväxt är det viktigt att ordergången fortsätter den positiva trend som inleddes för ett par kvartal sedan. Enligt vår förståelse är tillväxt bolagets stora fokus, vilket lett till ökad allokering av resurser till den cellulära marknaden, som är betydligt större än marknaden för blåljus-kommunikation. Nimbus är en central produkt i satsningen på den cellulära marknaden, och det är därför viktigt att den så snart som möjligt går i produktion.

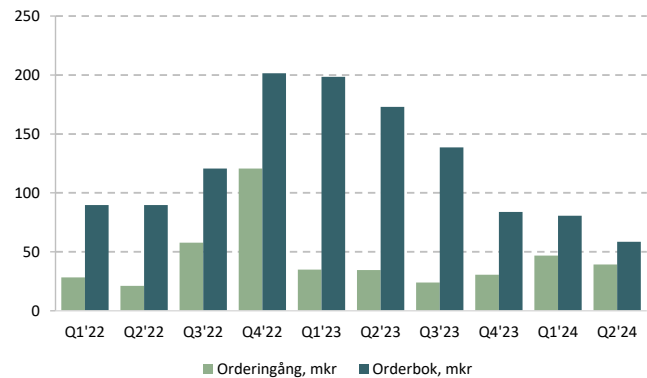
Tillväxtsatsningarna med färdigställandet av Nimbus, typgodkännande för amerikanska produkter och anställningen av ytterligare en säljare i USA innebär initiala kostnader och pressar marginalen, men är viktiga steg för bolagets fortsatta tillväxt. Under kvartalet har Maven genomfört flera cellulära installationer i Europa. Detta är positivt eftersom installationerna fungerar som referensprojekt och stärker relationerna med de involverade aktörerna. Referensprojekt är viktiga för att vinna fler och större projekt i framtiden.

Första kvartalet med negativ tillväxt, men omsättningen på en historiskt hög nivå



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

Ordergången kan variera mellan kvartalen beroende på om bolaget vinner några större ordar



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar och prognoser

### Prognosförändringar

Vi genomför en större justering för innevarande år till följd av att ordergången inte har matchat de senaste kvartalets omsättning, vilket har lett till att orderboken successivt har minskat. Eftersom lanseringen av Nimbus har blivit försenad och förväntas ske i slutet av Q3, ser vi inte att ordergången kommer att förbättras tillräckligt för att möta våra tidigare prognoser.

Vidare tolkar vi bolaget som att de kommer att prioritera tillväxt. Därmed förväntar vi oss fortsatt högre kostnader till följd av tillväxtinitiativ. Vi förväntar oss att initiativen kommer att ge resultat under 2025 när Nimbus har lanserats och försäljningen i USA tar fart. Därför ser vi 2024 som ett finansiellt mellanår.

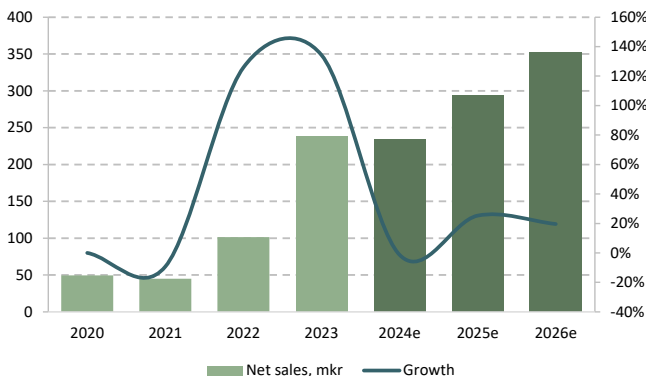
Vi räknar med att 2024 blir ett finansiellt mellanår

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	238	235	294	351	293	403	545	-20%	-27%	-36%
Övriga rörelseintäkter & aktiveringar	24	18	16	15	22	22	23	-18%	-27%	-36%
<b>Summa rörelseintäkter m.m.</b>	<b>261</b>	<b>253</b>	<b>310</b>	<b>366</b>	<b>315</b>	<b>424</b>	<b>568</b>	<b>-20%</b>	<b>-27%</b>	<b>-36%</b>
<b>Bruttovinst</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>132</b>	<b>158</b>	<b>126</b>	<b>181</b>	<b>245</b>	<b>-20%</b>	<b>-27%</b>	<b>-36%</b>
<i>Bruttomarginal, %</i>	39%	43%	45%	45%	43%	45%	45%	0,0 pp	0,0 pp	0,0 pp
Handelsvaror	-144	-134	-162	-193	-167	-221	-300	-20%	-27%	-36%
Övriga externa kostnader	-33	-38	-40	-44	-35	-38	-41	8%	8%	7%
Personalkostnader	-39	-52	-61	-69	-48	-57	-66	8%	7%	4%
<b>EBITDA</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>108</b>	<b>160</b>	<b>-56%</b>	<b>-57%</b>	<b>-63%</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	18%	12,2%	16%	17%	22,1%	27%	29%	-9,9 pp	-11,0 pp	-12,5 pp
Av- och nedskrivningar	-7	-9	-10	-12	-9	-11	-13	-2%	-5%	-8%
<b>EBIT</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>98</b>	<b>148</b>	<b>-64%</b>	<b>-63%</b>	<b>-68%</b>
<i>EBIT-marginal</i>	16%	9%	12%	14%	19%	24%	27%	-10,6 pp	-11,9 pp	-13,5 pp
Räntekostnader och liknande resultatposter	-1	-1	0	0	0	0	0	13%	0%	0%
<b>EBT</b>	<b>36</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>97</b>	<b>148</b>	<b>-65%</b>	<b>-63%</b>	<b>-68%</b>
Skatt	3	-3	-7	-10	-7	-13	-30	-60%	-42%	-68%
<b>Periodens resultat</b>	<b>39</b>	<b>17</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>49</b>	<b>85</b>	<b>117</b>	<b>-65%</b>	<b>-66%</b>	<b>-68%</b>

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

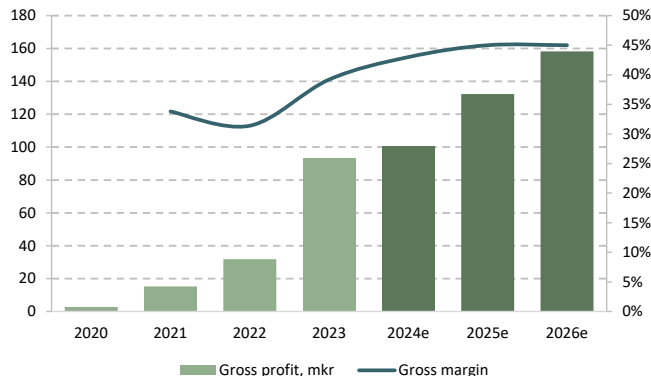
### Prognoser

Tuffa jämförelsetal och förseningar i lanseringen av Nimbus gör att vi räknar med negativ tillväxt under 2024



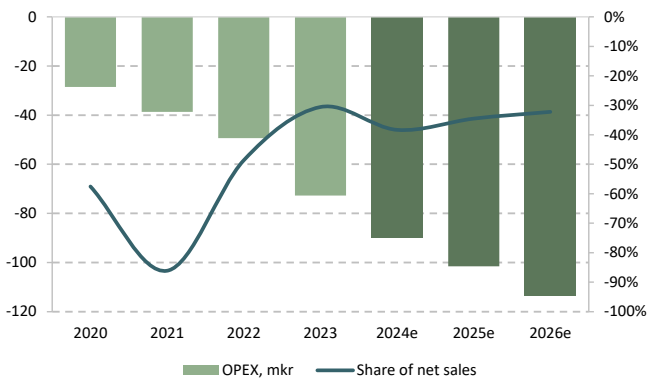
Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

Bolaget har sedan pandemin visat på en successivt stigande brutomarginal



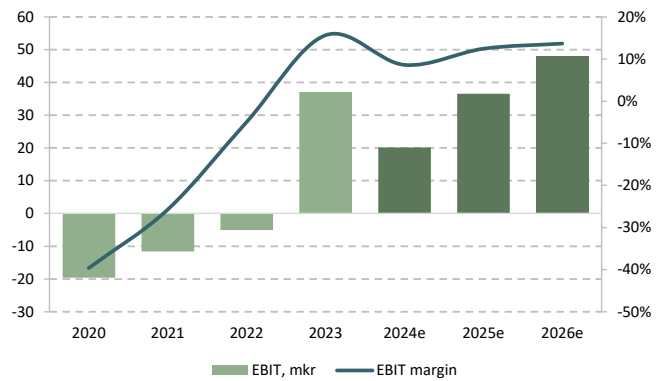
Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

**Förväntar oss att tillväxten under 2025 kommer att öka kostnaderna under 2024**



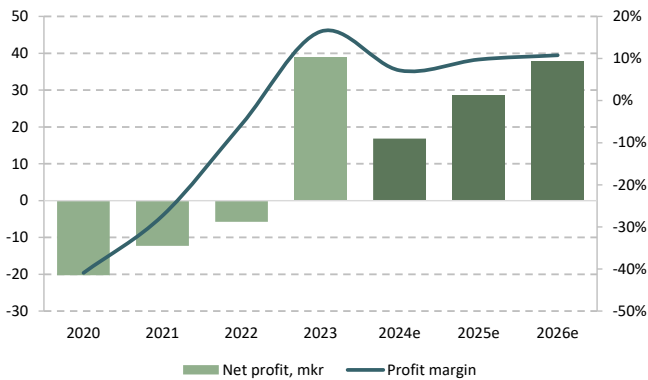
Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

**Räknar med att 2024 blir ett mellanår innan skalfördelarna åter kan skönjas under 2025**



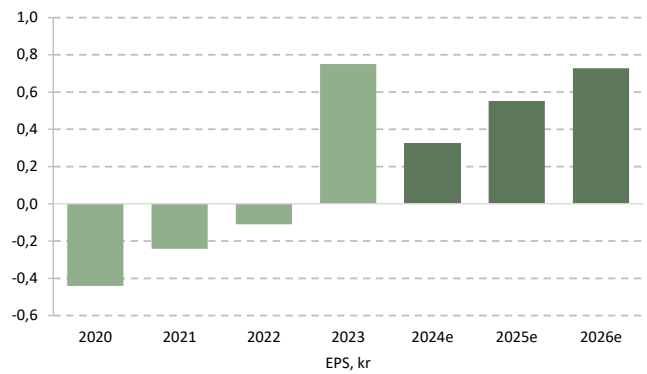
Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

**Vinsten följer EBIT**



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

**Räknar med högre kostnader för tillväxt kommande år**



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

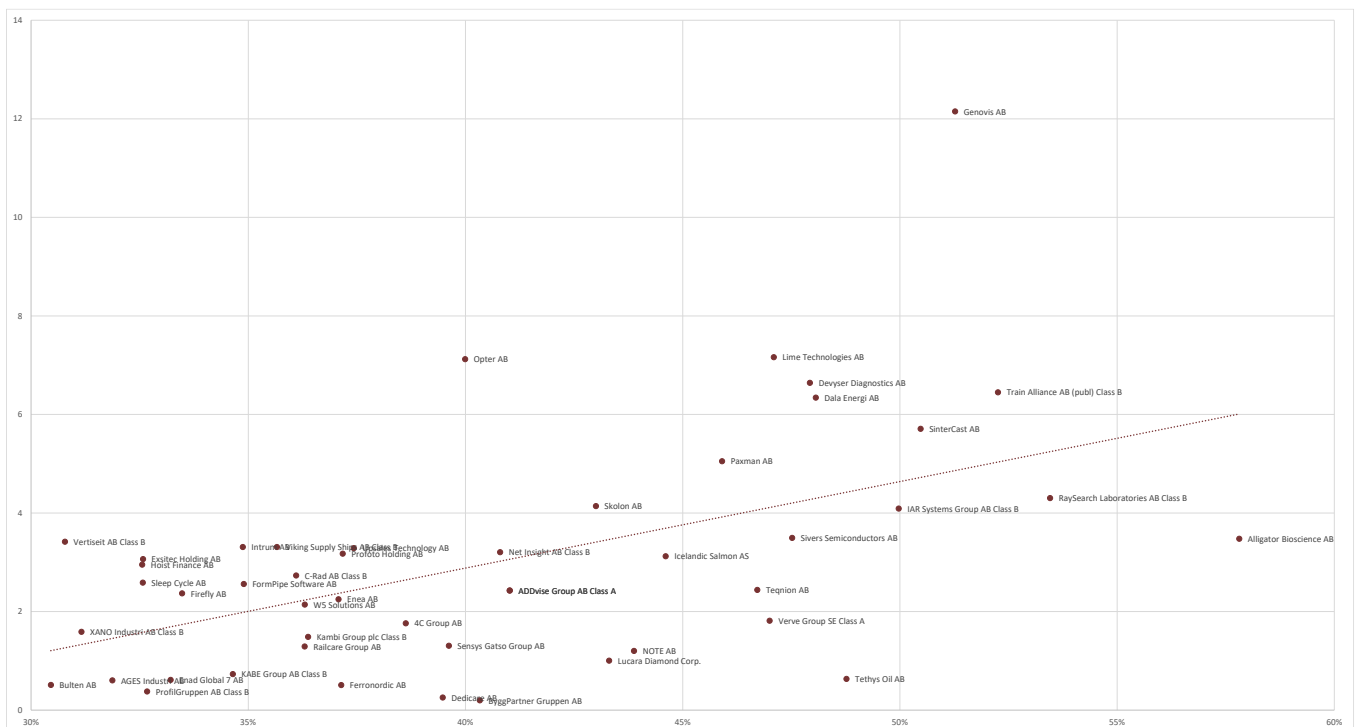
## Värdering

Det finns inga noterade bolag, varken i eller utanför Sverige, som är så nischade mot endast DAS som Maven Wireless är. Några av marknadens största aktörer finns noterade på den amerikanska marknaden, men till skillnad från Maven är inte DAS deras enda verksamhet. Vidare tycker vi att det är irrelevant att jämföra Maven med mognare och betydligt större aktörer noterade i USA. De amerikanska aktörerna växer betydligt långsammare, är inte lika nischade samt är noterade på den amerikanska börsen, som värderas annorlunda mot den svenska.

För att värdera bolaget använder vi oss av en relativ/multipelvärdering. Som jämförelsegrupp har vi tittat på bolag med liknande värdeskapande som Maven och som har ett marknadsvärde mellan 0,5–5 mdkr, exkluderat finanssektorn. Med värdeskapande menar vi genomsnittlig omsättningstillväxt + EBITDA-marginal under de senaste tre åren eller, om det finns estimat, för de kommande tre åren. Vi har sorterat fram bolag som uppvisar värdeskapande mellan 30–60%, marknadsvärde inom tidigare nämnda intervall och som är noterade på OMX Stockholm All Share eller First North Stockholm. Sedan har vi tagit snittet av bolagens EV/Sales multipel och applicerat på Mavens förväntade omsättning 2025e.

Vi har valt att använda en snittvärdering då det är 55 bolag som matchar våra specifikationer och för att värderingsansatsen inte tar hänsyn till bransch utan bara värdeskapande. Vi anser därmed snittet vara det bästa värdet. Medelvärderingen för gruppen uppgick till 3,0x. I grafen nedan återfinns vilka bolagen är, deras värdeskapande samt värdering. På Y-axeln visas bolagets EV/Sales multipel och på X-axeln visas bolagets värdeskapande.

### Värdering för bolag med ett värdeskapande på 30-60%, marknadsvärde på 0,5-5,0 mdkr



Källa: Factset, Penser by Carnegie

När vi applicerar snittvärderingen 3,0x på 2025 års förväntade omsättning får vi ett motiverat värde på 17 kr per aktie. Vi väljer att sänka vårt motiverade värde till 15-19 kr från tidigare 20-24 kr per aktie. Vårt att notera är att när vi sänkte värdeskapandet till 30-60% från tidigare 40-80% sjönk multipeln till 3,0x från att tidigare varit kring 4,0x.

Multipelvärdering		Känslighetsanalys					
Nettoomstättning 2025e, mkr	294						
EV/S	3,0						
Motiverat företagsvärde, mkr	882						
Nettoskuld 2024e, mkr	0						
Motiverat värde	882						
Aktier, m	52,0						
<b>Värde per aktie</b>	<b>17</b>						

		EV/Sales, 2025					
		1,8	2,4	3,0	3,6	4,2	
Sales, 2025E, mkr	235	8	11	14	16	19	
	265	9	12	15	18	21	
	294	10	14	17	20	24	
	323	11	15	19	22	26	
	353	12	16	20	24	28	

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Källa: Factset, Penser by Carnegie

### Kassaflödesanalys (DCF)

I vår absolutvärdering har vi använt en traditionell DCF-modell för att diskontera kassaflöden. Vi anser att värderingsansatsen inte lämpar sig speciellt väl för tillväxtbolag, som Maven, då värderingsansatsen inkluderar värdet på kassaflöden långt fram i tiden som har högt osäkerhetsvärde. Vi har satt ett avkastningskrav på 14% som består av en riskfri ränta på 2,5%, en riskpremie på 5,5%, en småbolagspremie på 4% och extra riskpremie på 2%. Vi har antagit 3% långsiktig tillväxt och en uthållig EBIT-marginal på 20%. Med dessa antaganden landar vårt fundamentala värde på 18 kr per aktie.

### DCF- huvudantaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	369	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	561	Riskpremium 5,5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>930</b>	Småbolagspremie 4,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	0,2	Extra risk-premie 2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0,0	<b>WACC 14,0%</b>
<b>Eget kapital</b>	<b>930</b>	Långsiktig tillväxt 3,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	52,4	Långsiktig EBIT-marginal 20,0%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>18</b>	Avskrivningar, % av omsättning 3,0%
		Capex, % av omsättning 3,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning 8,7%
		Skattesats 20,6%

Källa: Penser by Carnegie

### DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%
WACC	10,0%	31	33	35	37	39	18	26	35	43	51
	12,0%	22	23	24	25	26	13	19	24	30	35
	14,0%	17	17	18	18	19	10	14	18	22	26
	16,0%	13	13	14	14	14	8	11	14	17	19
	18,0%	10	10	11	11	11	6	8	11	13	15

Källa: Penser by Carnegie

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>101</b>	<b>238</b>	<b>235</b>	<b>294</b>	<b>351</b>
Kostnad sålda varor	-47	-30	-70	-144	-134	-162	-193
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>132</b>	<b>158</b>
Administrationskostnader	-15	-20	-30	-39	-52	-61	-69
Övriga rörelsekostnader	-5	-3	-2	-10	-20	-25	-29
<b>EBITDA</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>60</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>60</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>60</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-3	-3	-5	-7	-9	-10	-12
<b>EBIT</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
Finansnetto	-1	-1	-1	-1	-1	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>36</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>36</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>48</b>
Total skatt	0	0	0	3	-3	-7	-10
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>39</b>	<b>17</b>	<b>29</b>	<b>38</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>39</b>	<b>17</b>	<b>29</b>	<b>38</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	-9%	126%	134%	-1%	25%	20%
Bruttomarginal	5,4%	33,8%	31,4%	39,2%	43,0%	45,0%	45,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,6%	8,6%	12,4%	13,6%
EPS, justerad	-0,44	-0,24	-0,11	0,75	0,32	0,55	0,73
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-57%	70%	32%

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-20	-12	-5	37	20	36	48
Övriga kassaflödesposter	3	3	3	6	5	2	2
Förändringar i rörelsekapital	9	-12	5	5	-7	-11	-10
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-7</b>	<b>-21</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>39</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-2	-3	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-12	-13	-14	-19	-16	-16	-15
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-14</b>	<b>28</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	<b>21</b>
Nyemission / återköp	23	58	17	0	0	0	0
Förändring av skulder	3	0	-2	-2	-1	-1	-1
Utdelningar	0	0	0	0	-5	-7	-17
Övriga poster	-6	-9	-1	1	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>20</b>	<b>49</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-18</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>-8</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>5</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-37</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-36</b>

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie



## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	39	49	59	73	82	90	95
Materiella anläggningstillgångar	0	1	2	4	6	7	8
Övriga anläggningstillgångar	3	4	4	5	5	5	5
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>82</b>	<b>93</b>	<b>102</b>	<b>108</b>
Varulager	0	8	10	20	11	15	18
Kundfordringar	2	11	32	32	40	53	67
Övriga omsättningstillgångar	1	2	2	6	5	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	14	14	42	34	35	38
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>34</b>	<b>59</b>	<b>100</b>	<b>90</b>	<b>108</b>	<b>129</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>46</b>	<b>88</b>	<b>124</b>	<b>181</b>	<b>183</b>	<b>210</b>	<b>237</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	29	69	79	119	131	153	173
<b>Summa eget kapital</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>119</b>	<b>131</b>	<b>153</b>	<b>173</b>
Långfristiga räntebärande skulder	6	5	3	3	3	2	1
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	1	2	2	2	2
Leverantörsskulder	4	7	28	46	35	38	42
Övriga kortfristiga skulder	6	7	12	10	12	15	18
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>61</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>46</b>	<b>88</b>	<b>124</b>	<b>181</b>	<b>183</b>	<b>210</b>	<b>237</b>

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	-9%	126%	134%	-1%	25%	20%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-35%	63%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-46%	81%	31%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-57%	70%	32%
Bruttomarginal	5,4%	33,8%	31,4%	39,2%	43,0%	45,0%	45,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	18,5%	12,2%	15,9%	17,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	18,5%	12,2%	15,9%	17,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	15,6%	8,6%	12,4%	13,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,6%	8,6%	12,4%	13,6%
Vinstmarginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	16,4%	7,2%	9,8%	10,8%

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	39%	14%	20%	23%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	36%	16%	25%	29%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	49%	22%	33%	37%

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	-	17%	10%	8%	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	4%	24%	32%	14%	17%	18%	19%
Leverantörsskulder / KSV	8%	22%	41%	32%	26%	24%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	15%	26%	41%	30%	24%	22%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	-15%	15%	4%	1%	4%	7%	9%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	0,6x	1,2x	1,9x	1,7x	1,9x	2,0x

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	5	-8	-10	-37	-30	-32	-36
Soliditet	64%	78%	64%	66%	72%	73%	73%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	-0,1x	-0,1x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	194,3x	-0,8x	-1,0x	-0,7x	-0,6x

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,44	-0,24	-0,11	0,75	0,32	0,55	0,73
EPS, justerad	-0,44	-0,24	-0,11	0,75	0,32	0,55	0,73
FCF per aktie	-0,44	-0,71	-0,26	0,53	-0,03	0,17	0,40
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,13	0,33	0,44
Eget kapital per aktie	0,64	1,35	1,52	2,29	2,51	2,93	3,33
Antal aktier vid årets slut, m	46,0	50,8	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	46,0	50,8	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

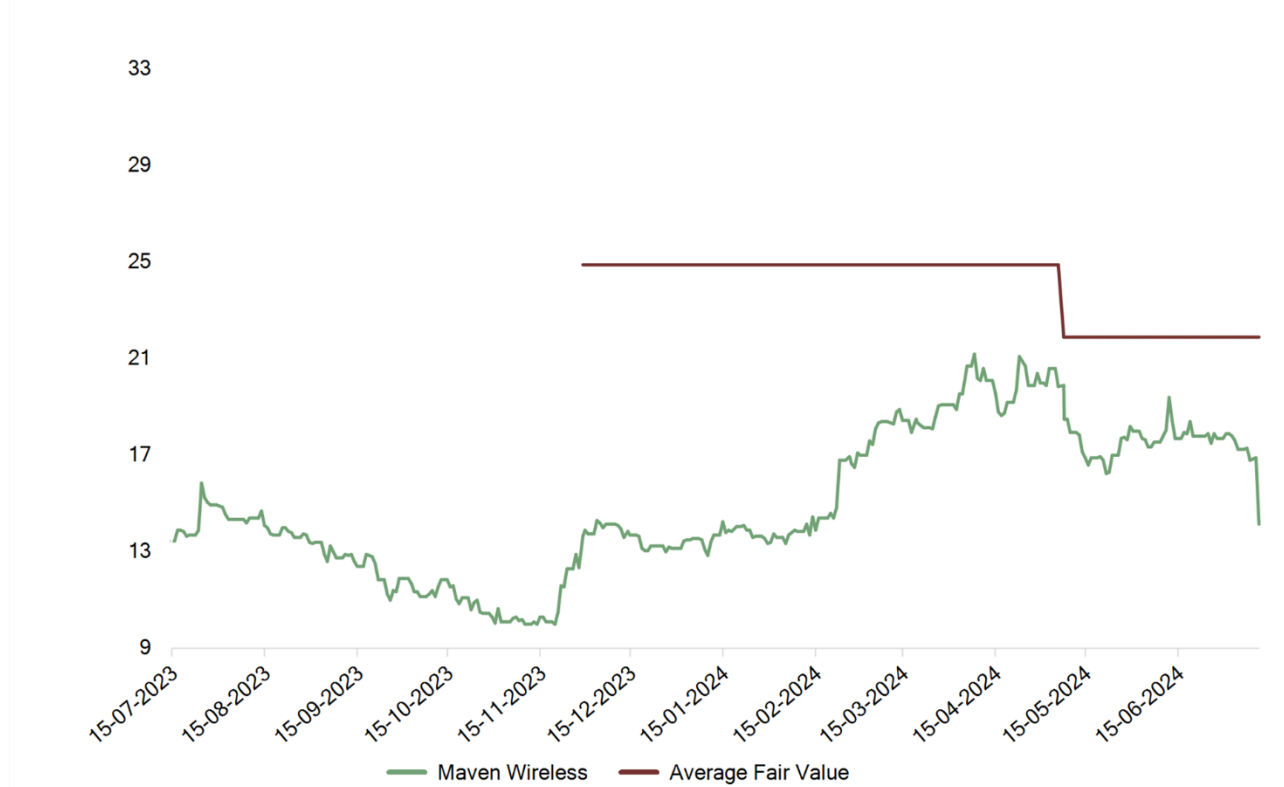
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	17,7x	44,0x	25,8x	19,6x
P/EK	22,3x	14,0x	9,6x	5,8x	5,7x	4,9x	4,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	24,9x	Neg.	85,7x	35,2x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	4%	Neg.	1%	3%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,9%	2,3%	3,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	13,3%	40,0%	60,0%	60,0%
EV/Sales	Neg.	21,1x	7,3x	2,7x	3,2x	2,5x	2,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	14,8x	25,9x	15,9x	12,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	17,5x	36,9x	20,3x	15,5x
EV	Neg.	950	742	651	742	742	742
Aktiekurs	14,3	18,9	14,5	13,3	14,3	14,3	14,3

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Maven Wireless (MAVEN SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95