



## Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 26 augusti 2024

# Maven Wireless

## En ny större order och förändrad konkurrens

### Vinner avtal värt 17 mkr med option om ytterligare 66 mkr

I fredags meddelade Maven Wireless att det vunnit en order på tågrepeatrar till ett värde av 17 mkr. Ordern sker i samarbete med partnern Strapag, med vilken det tidigare har vunnit liknande ordrar. Leverans är planerad till 2025, vilket stärker vår uppfattning om att 2024 kommer att bli ett mellanår innan företaget återigen växer under 2025. Det som gör denna order särskilt intressant är en option att leverera till ytterligare 66 tågsätt, vilket skulle kunna motsvara en ordervärde på 66 mkr. Huruvida optionen kommer att utnyttjas beror på kundens tillfredsställelse med den initiala installationen. Kunden är en norsk tågoperatör, och vi gissar att det rör sig om Norske Tåg, som har en uttalad strategi att förbättra uppkopplingen på sina tåg.

### Flera fördelar med DAS på tåg

Inom DAS för tåg finns det inte särskilt många aktörer, CommScope är i dagsläget den främsta konkurrenten. Den vanligaste lösningen är att använda Wi-Fi ombord, där signalen hämtas från mobilnätet och omvandlas till en Wi-Fi-signal. Att istället använda cellulärtäckning har flera fördelar. Den främsta är att det ger ett säkrare system och generellt sett snabbare anslutning. Om ett Wi-Fi-nätverk hackas är det lättare att ta sig in i anslutna enheter, och dessutom medför omvandlingen från cellulär täckning till Wi-Fi-signaler en viss hastighetsförlust.

### Största konkurrenten CommScope har sålt sin DAS-verksamhet

Som vi tidigare har skrivit om har den marknadsledande aktören och Mavens största konkurrent, CommScope, finansiella problem. Detta ledde till att CommScope under sommaren sålde sin DAS-verksamhet till Amphenol, känt för att utveckla och tillverka kontakter, antenner och specialkablar. Med detta förvärv tar Amphenol ett steg upp i värdekedjan och positionerar sig som en mer heltäckande leverantör av system. Vi anser att affären har ökat konkurrensen på marknaden, men att Maven Wireless fortfarande har ett teknologiskt övertag. Det nyligen ingångna avtalet för tågrepeaters bekräftar enligt oss att Mavens produkter håller en högre teknologisk standard.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	15,0 - 19,0 kr
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	238	235	294	351	Aktiekurs	13,0 kr
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	134%	-1%	25%	20%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	44	29	47	60	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				37	20	36	48		
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	677			EBIT-marginal	15,6%	8,6%	12,4%		
Nettoskuld	0,24			ROE, just.	39,4%	13,5%	20,3%		
EV	677			ROCE, just.	35,9%	15,6%	25,1%		
Free float	60%			EV/Sales	2,7x	2,9x	2,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	21k			EV/EBITDA	14,8x	23,6x	14,5x		
Bloomberg Ticker	MAVEN SS EQUITY			EV/EBIT	17,5x	33,6x	18,5x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	17,7x	40,1x	23,6x		
Hugo Lisjo				P/EK	5,8x	5,2x	4,4x		
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	0,8%	1,0%	2,5%		
				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 partner 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 partner 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 skapa 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 omsättningstillväxten varit låg och förlusterna ökat. De finansiella problemen medför att bolaget inte kan investera i samma takt som tidigare, och eftersom DAS-system inte är CommScopes främsta affärsområde kommer det sannolikt att 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 partner 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 blåljuspersonal 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 de schweiziska och österrikiska banverken. Systemen finns 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 i Schweiz, 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 på 0,5–5 mdr och ett värdeskapande på 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.

## Största konkurrenten har avyttrat sin DAS verksamhet

CommScope är världens största leverantör av DAS-produkter och därmed en av Maven Wireless största konkurrenter. Som vi tidigare har nämnt, har CommScope kämpat med en hög skuldsättning, vilket har skapat osäkerhet bland des kunder om bolagets överlevnad. I takt med att efterfrågan inom flera av affärsområdena minskat, har detta satt bolaget i en svår ekonomisk situation. En stor del av skulderna behöver refinansieras under 2025, något som bolaget inte klarar utan att avyttra av delar av sin verksamhet. Det var därför väntat att CommScope skulle behöva sälja tillgångar.

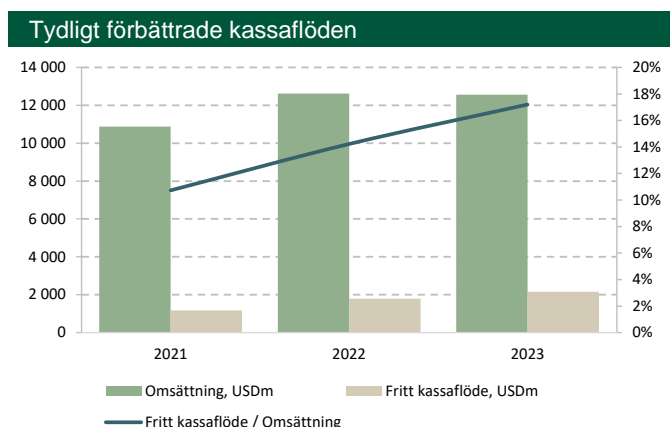
I sitt arbete med att minska skuldbördan har CommScope nu sålt sina verksamheter inom trådlösa nätverk för utomhusbruk och DAS till Amphenol, för ett pris av USD 2,1 mdr. Dessa två affärsområden förväntas generera en omsättning på USD 1,2 mdr och ha en EBITDA-marginal på 25%, vilket motsvarar en värdering på 7x EV/EBITDA. Nätverksverksamheten för utomhusbruk tillhör CommScopes OWN-segment (Outdoor Wireless Networks), medan DAS-verksamheten är en del av NICS-segmentet.

På grund av CommScopes ansträngda finansiella situation hade bolaget ett sämre utgångsläge i förhandlingarna. Detta tvingade dem att acceptera en lägre värdering än önskat. Flera källor menar att Amphenol kunde ha väntat ytterligare för att pressa värderingen ännu mer. På grund av de speciella omständigheterna anser vi dock att affärens värdering inte är direkt relevant för Maven Wireless.

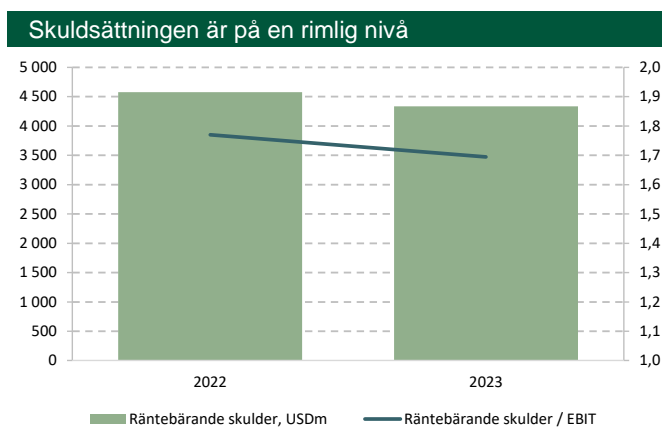
## Amphenol blir en mer heltäckande leverantör av trådlösa system

Amphenol Corporation är en av världens största designer, tillverkare och marknadsförare av elektriska, elektroniska och fiberoptiska kontakter samt sammankopplingssystem, antenner, sensorer och sensorbaserade produkter, liksom koaxial- och högpresterande specialkablar. Traditionellt har Amphenol levererat de komponenter som möjliggör DAS-produkternas funktion, men inte de aktiva produkterna själva. Genom förvärvet tar Amphenol dock ett steg upp i värdekedjan och blir en mer heltäckande leverantör av trådlösa system.

De senaste åren har Amphenol aktivt använt sitt kassaflöde för att förvärva nya verksamheter. Under 2021 förvärvade de bolag för USD 2,2 miljarder, medan de 2022 förvärvade för USD 300 miljoner och under 2023 för USD 970 miljoner. Samtidigt har Amphenol lyckats öka sitt kassaflöde, och för 2023 uppgick det fria kassaflödet till USD 2,2 mdr. Även om Amphenol är skuldsatt, är det inte på någon speciellt hög nivå. Detta ger bolaget möjligheter att fortsätta återinvestera i verksamheten och potentiellt genomföra ytterligare förvärv.



Källa: Amphenol. Penser by Carnegie



Källa: Amphenol. Penser by Carnegie

## **Förändrad konkurrensbild**

Vi anser att Amphenol får en attraktiv marknadsposition när de nu kan erbjuda fler produkter som behövs i ett system, vilket är fördelaktigt för kunder som föredrar att samarbeta med färre leverantörer. Å andra sidan har Amphenol förvärvat en verksamhet som tidigare inte presterat särskilt väl, utan snarare kan ses som en turnaround. CommScopes svaga finansiella ställning har begränsat dess möjligheter att investera tillräckligt i utveckling. Detta har resulterat i att deras produkter inte har nått den kvalitet de kunde ha haft.

Vi står därför fast vid vår bedömning att Maven Wireless produkter håller minst samma, om inte högre, standard som CommScopes. Detta styrks av de två senaste avtalen med Stadler Rail. Tidigare såg vi CommScopes ekonomiska problem som en möjlighet för Maven Wireless att snabbare och enklare vinna marknadsandelar. Nu, med Amphenol som ägare av DAS-verksamheten och dess starka kassaflöde, har förutsättningarna ändrats. Amphenol har kapacitet att investera i produktutveckling igen, om de så önskar. Detta gör en tidigare svag konkurrent något starkare. Trots detta bedömer vi att det inte kommer att ha någon större påverkan på Mavens möjligheter att fortsätta sin expansion.

Givet att Amphenol är en aktiv förvärvare och nu tagit position i DAS-branschen, kan man spekulera i att de kanske ser Maven Wireless och dess teknik som ett potentiellt förvärvsobjekt. Ett företag som Amphenol, med fria kassaflöden på över SEK 20 mdr per år, skulle enkelt kunna förvärva Maven Wireless.

## 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	40,1x	23,6x	17,9x
P/EK	20,4x	14,0x	9,6x	5,8x	5,2x	4,4x	3,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	24,9x	Neg.	78,2x	32,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	4%	Neg.	1%	3%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,0%	2,5%	3,4%
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	2,9x	2,3x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	14,8x	23,6x	14,5x	11,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	17,5x	33,6x	18,5x	14,1x
EV	Neg.	950	742	651	677	677	677
Aktiekurs	13,0	18,9	14,5	13,3	13,0	13,0	13,0

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. Värdepapperen 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