



Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 14 december 2023

Maven Wireless

Världsledande produkter och huvudkonkurrenten under press

Den nordamerikanska marknaden är den stora potentialen och risken

I närtid ser vi extra god tillväxtpotential i Nordamerika, världens största marknad, som utgör ca 1/3 av världsmarknaden. I våra prognoser räknar vi med fortsatt tillväxt på alla geografier, men majoriteten av tillväxten i närtid räknar vi med kommer att genereras i Nordamerika. Maven har nyligen fått sina produkter slutgodkända och vunnit sitt första projekt som kommer att levereras under inledningen av 2024. Marknaden är extra intressant just nu eftersom marknadsledaren CommScope är under stor finansiell press. I den senaste kreditrapporten från CreditRiskMonitor fick CommScope den lägsta ratingen och bedöms ha 10-50 gånger högre risk att gå i konkurs jämfört med ett genomsnittligt noterat bolag. Att marknadsledaren är finansiellt pressad underlättar Mavens organiska tillväxt och kan skapa intressanta förvärvsmöjligheter.

Världsledande produkter för tunnel- och inomhustäckning

Enligt en studie genomförd av Ericsson spenderar vi 90% av vår tid inomhus och använder där 1,5-2,0x mer data. I kombination med nya generationers nät som är betydligt snabbare, men som har svårare att ta sig genom mark, väggar, fönster m.m. kommer det inte att fungera att bara förlita sig på makronäten. För att klara framtida efterfråga krävs det att näten för tunnel- och inomhustäckning byggs ut. För att möta den ökade efterfrågan har Maven utvecklat världsledande produkter med den senaste tekniken som hanterar alla typer av radio och telefoni. Produkterna är designade för att vara modulära, vilket tillsammans med tekniken framtidssäkrar systemen och gör dem mer attraktiva för kunderna.

God tillväxtpotential och skalbarhet

Kombinationen av produkter i teknikens framkant och en världsledande aktör under press gör att vi ser fortsatt god tillväxtpotential. Vad som kan vara bra att ha i åtanke är att bolaget fortfarande är relativt litet och att orderarna kan vara stora vilket medför att orderingången kan vara slagig mellan kvartalen. Därför bör man jämföra orderingången på rullande tolv månadersbasis. Maven är ett produktbolag som lagt ut tillverkning på tredjepartsproducenter, installation genomförs av partners eller kunden själv. Upplägget gör att de kan växa med en fortsatt relativt liten organisation, vilket medför en tydlig skalbarhet.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	24,0 - 26,0 kr
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	101	239	345	491	Aktiekurs	13,7 kr
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	>100%	>100%	44%	43%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	0	43	85	148	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-5	37	76		
Q4 - rapport				EPS, just.	-0,1	0,6	1,3	2,1	
23 februari 2024				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	56%	
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	1,5	2,2	3,3	4,6	
Antal aktier	52m			Utdelning per aktie	0,0	0,2	0,8	1,3	
Börsvärde	713			EBIT-marginal	Neg.	15,3%	21,9%	27,9%	
Nettoskuld	-2,08			ROE, just.	Neg.	35,0%	48,8%	52,9%	
EV	711			ROCE, just.	Neg.	37,0%	52,2%	66,1%	
Free float	56%			EV/Sales	7,3x	3,0x	2,1x	1,4x	
Daglig handelsvolym, snitt	99k			EV/EBITDA	Neg.	16,4x	8,4x	4,8x	
Bloomberg Ticker	MAVEN SS EQUITY			EV/EBIT	Neg.	19,4x	9,4x	5,2x	
Analytiker				P/E, just.	-131,7x	21,3x	10,3x	Intressekonflikter	
Hugo Lisjo				P/EK	9,6x	6,3x	4,1x	Yes	No
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	0,0%	1,4%	5,8%	Likviditetsgarant	✓
				FCF yield	-2%	1%	8%	Certified adviser	✓
				Nettoskuld/EBITDA	194,3x	-0,5x	-0,8x	Transaktioner 12m	✓

Investment case

Strukturella förändringar driver marknaden: Marknadens tillväxt drivs av en i grunden ökande befolkning och ökat internetanvändande globalt. En tydligare 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 krävs fler antenner för att täcka samma yta 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: CommScope är marknadens klart största aktör med en bedömd marknadsandel kring 30%. Under 2019 genomförde bolaget flera förvärv finansierade med lån vilket ökade skuldsättningsgraden. Sedan dess har bolaget uppvisat låg omsättningstillväxt men med 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 40–80%. Snitt EV/Sales multipeln för dessa bolag uppgick till 4,0x. Applicerar vi målmultipeln på 2024 års förväntade omsättning får vi ett motiverat värde på 26 kr kronor per aktie.

Vi spenderar 90% av vår tid och använder 1,5-2,0x mer data inomhus

Enligt en undersökning som Ericsson genomfört spenderar vi 90% av vår tid inomhus och använder då betydligt mer data än när vi är utomhus. Ändå är makronäten betydligt mer utbyggda än systemen för inomhustäckning, DAS-system. Hittills har samhället i stor utsträckning förlitat sig på Wi-Fi-nätverk eller accepterat att det inte finns täckning. Wi-Fi-nätverken har ofta undermålig hastighet och har generellt lägre säkerhetsklassning. Den lägre säkerheten har lett till att flera företag anser öppna Wi-Fi-nätverk vara ett cybersäkerhetshot och har därför förbjudit de anställda att ansluta till offentliga nätverk. I dagens samhälle där vi alltid vill och förväntas vara uppkopplade är inte Wi-Fi och blinda fläckar en hållbar lösning.

Hela den digitala utvecklingen driver övergången till höghastighets-5G, vilket leder till att platserna med dålig uppkoppling blir allt fler. Det beror på att högre hastigheter kräver högre frekvenser, vilka har sämre penetrationsförmåga och kortare räckvidd. Samtidigt ökar arbetet för att minska energiförbrukningen i världen. Det har bland annat drivit utvecklingen av byggnation av energisnåla byggnader och renoveringar av befintliga byggnader. För att minska energiförbrukningen används i högre utsträckning material som avskärmar signaler mer jämfört med mer traditionella byggnader. Kombinationen av ökade krav på cybersäkerhet, hastighet och täckning tillsammans med nya generationers mobilnät och byggnadskonst ökar efterfrågan på specialiserade DAS-system.

Förbättrad inomhustäckning ökar underhållningsvärdet, produktivitet och minskar klimatpåverkan

5G-tekniken gör att vi i allt större utsträckning kan använda mer avancerad teknik på fler platser i samhället. Det medför att exempelvis arenaägare kan addera lösningar som ökar underhållningsvärdet för besökare. Under ett sportevent kan besökarna via telefonen streama flera kameravinklar samtidigt, spola tillbaka i realtid för att se repriserna av en avgörande händelse med mera. Funktionerna innebär en hel del dataöverföring som måste ske helt utan fördröjning. I dagsläget är det bara 5G-teknik som kan tillgodose dessa krav och samtidigt ge användarna en säker och enkel sömlös lösning som inte kräver lösenord till ett osäkert Wi-Fi nätverk med dålig hastighet.

Andra stora byggnader där många människor samlas är exempelvis flygplatser, universitet eller shoppingcenter. Att sitta och vänta i flera timmar på flygplatsen utan bra Wi-Fi-uppkoppling eller mobiltäckning leder inte bara till irritation utan gör hela vistelsen mindre säker. I dessa fall är det viktigt för både fastighetsägarna, besökarna, hyresgästerna och de som arbetar i lokalen att det finns god uppkoppling. Således är det flera intressenter som kan tänka sig att betala för att det ska installeras ett snabbt och säkert DAS-system.

Även inom produktion och fabriker är 5G en game changer som möjliggör automatisering och självgående robotar på en ny nivå. Självgående robotar ökar produktiviteten och minskar produktionsfel, men de ökar också säkerheten för personalen. Personalen behöver inte utföra arbetsuppgifter som leder till förslitningsskador eller utgör en direkt fara. Omställningen till automatiserade fabriker är således inte bara positivt för produktivitet och lönsamhet, utan även för samhälle och miljö då färre fel leder till lägre materialförbrukning och färre skador.

5G ökar underhållningsvärdet samtidigt som det driver effektivitet, lönsamhet och minskar skador inom industrin



Källa: Carnegie Research, Ericsson

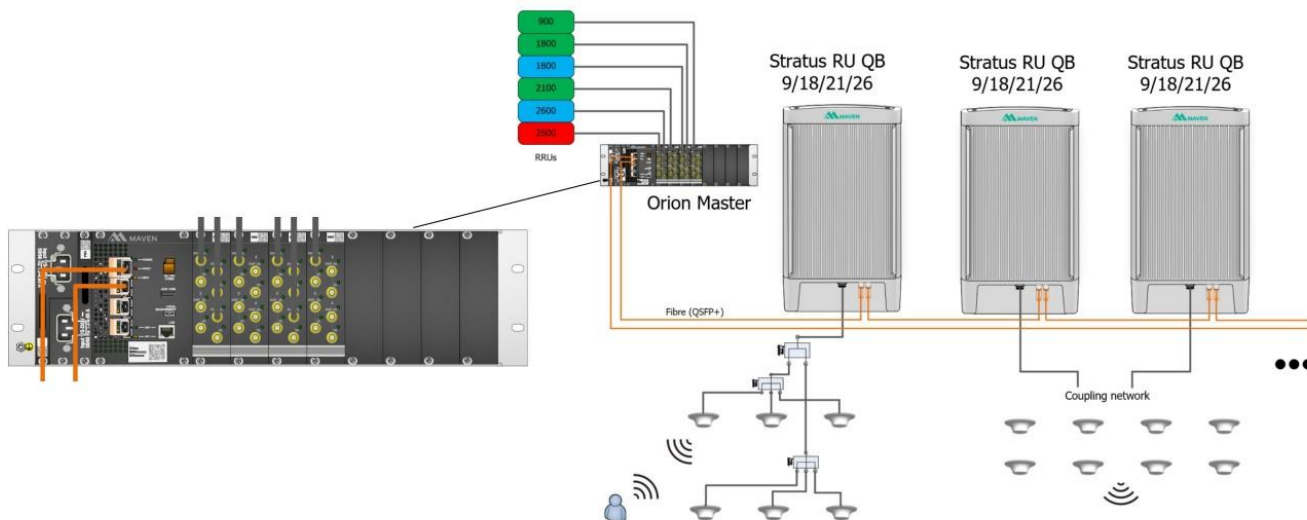
Systemdesign och produkter

Mavens produkter är utvecklade för att generera både Public Safety och cellulär (2G/3G/4G/5G) täckning till platser där makronätet inte räcker till. I korthet är det en lösning för att distribuera signaler inomhus, vari signalkällan är antingen signaler som tas från luften (off-air) eller en basstation (via kabel). Vilken metod som är bäst beror främst på storleken av den yta som skall täckas, tillgängligheten av basstationer, och hur stor datamängd som skall hanteras. På exempelvis en arena där det under event samlas många personer på samma plats måste de cellulära signalerna tas direkt från en basstation. Om det endast rör sig om en kontorslokal och datamängden består av normal mobilanvändning räcker det att med hjälp av en repeater ta signalerna via luften från närmsta mast, förstärka och sända ut dem i det interna nätet.

Produkterna kan delas in i två produktkategorier, DAS och off-air repeaters, där båda kategorierna erbjuder public safety och cellulär täckning. Mavens produkter är de aktiva produkterna i systemen och kan liknas vid systemens hjärna. Signalerna sänds åt två håll: nedlänk och upplänk. Om man tittar på nedlänken, alltså från basstation till t ex mobil, består DAS av en masterenhet (som antingen tar signalerna från luften via donörantenn, eller via kabel från basstationen) ihopkopplade över fiber med önskat antal remotes (Stratus) av olika effektklasser. Stratus skickar i sin tur ut signalen till ett antennnät inne i en byggnad eller tunnel. Ju fler påkopplade Stratus, desto större yta kan täckas. Off-air repeaters är i motsats till DAS inte ett system bestående av flera noder. En off-air repeater tar helt enkelt emot signalen från luften via en donörantenn, förstärker den, och skickar ut signalen i antennnätet inom byggnaden (och motsatt ordning för upplänken).

Den första produktkategorin, DAS, visas i illustrationen nedan. Signalen tas i detta fall direkt från basstationen via kabel. De gröna, blå och röda rektanglarna symboliserar olika operatörers signaler (inom angivet band). Mavens masterenhet Orion installeras i samma rum som basstationen där flera olika operatörer kan koppla in sig för att sända sina signaler i nätet. Via fiber kan signalen skickas vidare från mastern till remotes i en byggnad upp till 40 kilometer bort. I exemplet nedan är det fyra band som används, 900/1800/2100/2600 MHz. Orionenheten omvandlar de analoga signalerna till digitala signaler och distribuerar dessa via fiber till i detta fall högeffektsremotes (Stratus) som förstärker och omvandlar de digitala signalerna tillbaka till analoga, och sänder ut dem till användarna genom antenner eller läckande kabel.

Illustrationen demonstrerar ett nät där signalen tas med kabel direkt från basstationen



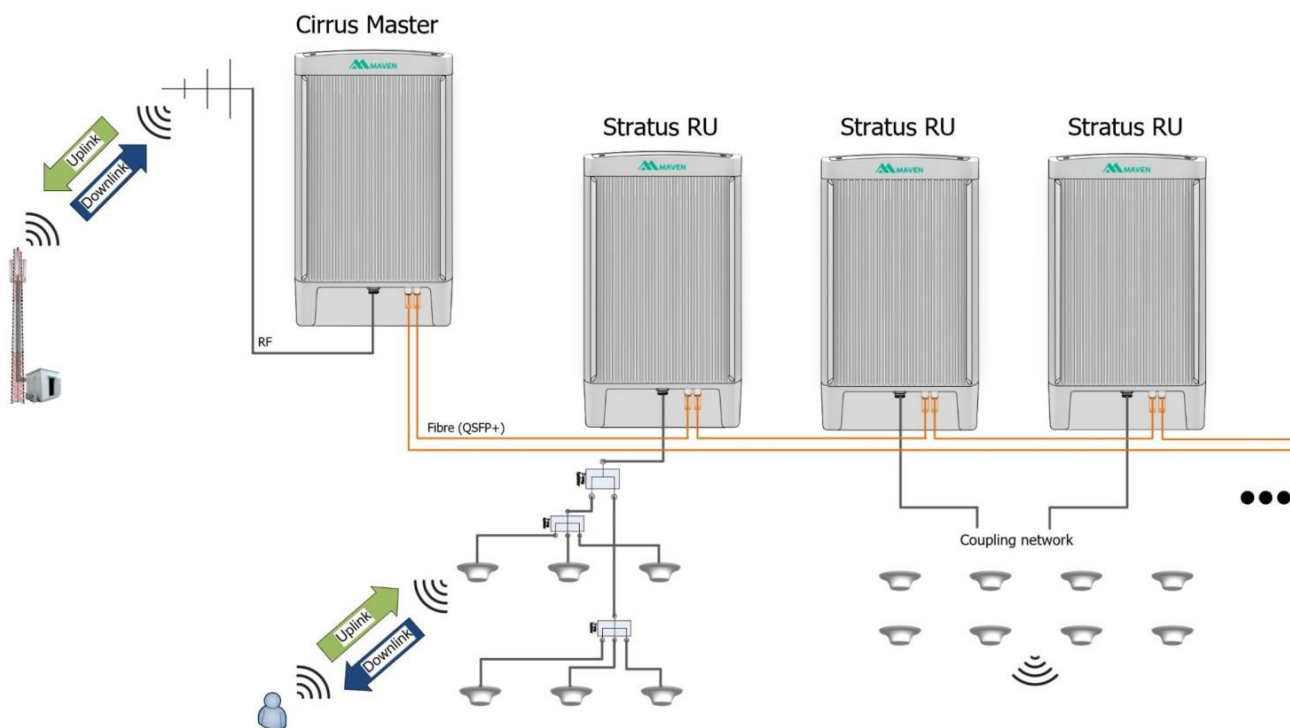
Källa: Carnegie Research, Maven Wireless

Om en basstation inte är tillgänglig, kan signalerna tas från luften med en Cirrus-masterenhet. I de fall då en hög grad av användare och data är förväntad, är Orion den bästa lösningen då man kan "sektorisera", alltså utnyttja kapaciteten av flera basstationer, t ex i en arena eller skyskrapa. Vidare för Orion-lösningen med sig högre tillförlitlighet då en kabel är mindre mottaglig för störningar och allmänna luftburna relaterade radioproblem.

Den andra produktkategorin, off-air repeaters, är som sagt inte ett system bestående av flera noder och lämpar sig därför väl när det rör sig om mindre lokaler/byggnader.

Båda produktkategorierna utnyttjar faktumet att signalen omvandlas till den digitala domänen, var för sig signal kan konfigureras helt oberoende av andra signaler med avseende på till exempel förstärkning, vart signalen skall distribueras, och uteffekt. Det är med andra ord en "multi-operatör"-lösning. Dessutom klarar systemet av MIMO-lösningar. Lösningen kan även uppnå höga grader av redundans, vilket är särskilt viktigt för public safety (till exempel blåljus radio, RAKEL/TETRA). Här kan DAS-systemet uppnå en hög grad av redundans genom bland annat olika fibertopologier (t ex ring, mesh). Om en fiberkabel skulle gå sönder, kan systemet automatiskt ändra signalvägen till redundanta fibervägar. För att säkra upp systemen finns det möjlighet att koppla systemet mot både en fysisk basstation och luftburna signaler utifrån basstationen (eller signalerna i luften) skulle bli otillgängliga.

När det inte finns en basstation nära har Maven system för att ta signalerna via luften



Källa: Carnegie Research, Maven Wireless

Det är även möjligt att i olika grader kombinera Public Safety och cellulära tjänster i samma system för att minska kostnaden (t ex att dela masterenhet eller/och remote-enhet), av säkerhetsskäl är det i praktiken vanligt att dessa tjänster är systemmässigt separerade. I flertalet situationer är det absolut viktigaste att felminimera Public Safety-systemen så att räddningstjänst kan kommunicera även under nödsituationer.

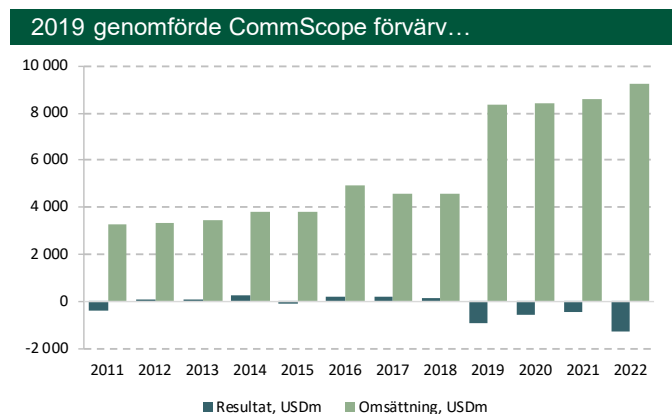
Det är svårt att göra en tydlig jämförelse mellan Mavens system och konkurrenternas. Det beror på att alla situationer ser olika ut beroende på vad kunden efterfrågar. Av vissa kunder i vissa situationer efterfrågas produkter med två frekvensband medan i andra efterfrågas sex frekvensband. Ju fler frekvensband produkterna kan hantera desto högre blir priset. Om leverantören inte har produkter som kan hantera det antal frekvensband som kunden efterfrågar kan leverantören addera ytterligare hårdvara. Det vill säga, om kunden efterfrågar sex frekvensband men leverantörernas produkter endast hanterar två eller fyra kan de installera en av varje produkt för att leverera sex band. Således blir det svårt att jämföra hur systemen ser ut och vad prisskillnaden blir.

Enligt bolaget, vilket också bekräftas av de ordrar de vunnit, är deras produkter inte billigast var för sig, men som system är de mest prisvärda och över hela systemets livslängd billigast. Det beror på teknikhöjden och att produkterna är modulära, vilket gör att hela systemet enkelt kan justeras, byggas ut eller uppgraderas i ett senare skede. Tack vare modulariteten kan en fastighetsägare installera ett system redan idag, trots att det inte finns 5G eller att fastighetsägaren tänkt att bygga ut om två år. När 5G blir aktuellt är det enkelt att addera en produkt och med mjukvara uppdatera hela systemet så att det blir 5G-kompatibelt. När utbyggnaden är klar är det enkelt att koppla ihop det nya systemet med det gamla utan några störningar. Modulariteten skapar flexibilitet som gör hela systemet framtidssäkrat och billigare över tid.

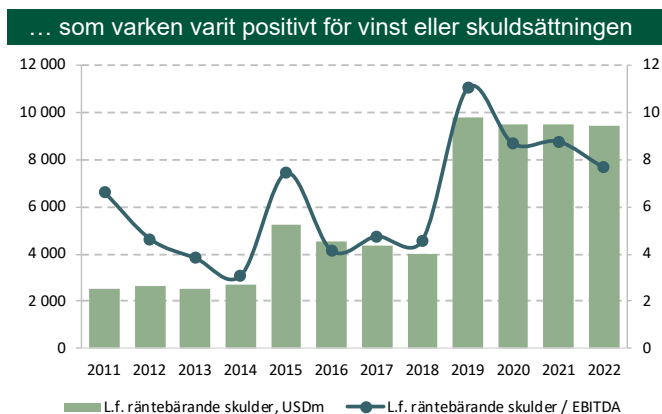
Med bakgrund av att det inte finns några "normala" projekt ligger ordervärdet generellt mellan EUR 0,2-1m.

USA – den stora potentialen...

Maven har nyligen expanderat in på den nordamerikanska marknaden, världens enskilt största marknad. Expansionen krävde några mindre justeringar av produkterna och godkännande för att passa nordamerikansk standard. Godkännande är på plats och när omsättningen från geografien ökar är tanken att starta upp produktion i Kitrons amerikanska fabrik för att kunna stämpla produkterna "Made in America", för att göra produkterna än mer attraktiva på marknaden. Mavens största konkurrent i USA är CommScope, vilka just nu lider av stora ekonomiska problem. Den finansiella ställningen är ett resultat av tidigare lånefinansierade förvärv.



Källa: Carnegie Research, Factset



Källa: Carnegie Research, Factset

Kreditanalysbolaget CreditRiskMonitor släppte den 27 september 2023 en analys av CommScope. Enligt analysen är risken 10-50 gånger högre att CommScope går i konkurs än ett genomsnittligt noterat bolag. Enligt rapporten uppgick skulderna till 15x marknadsvärdet vilket gör det svårt att rekapitalisera. Enligt CreditRiskMonitors tiogradiga skala, där poäng under fem är ett tydligt varningstecken, graderades CommScope i den senaste uppdateringen till ett, vilket är den lägsta ratingen och innebär mycket hög risk. För att klara sin finansiella ställning måste antingen vinsten öka dramatiskt, vilket får anses osannolikt med tanke på de senaste kvartalens negativa tillväxt, eller en jätteemission som innebär stor utspädning eller avyttring av delar av verksamheten.

Den finansiella pressen gör CommScope till en oattraktiv motpart för många aktörer. De inser att bolaget kan ha svårt att leverera både produkter och service i framtiden. För Maven innebär detta två intressanta tillväxtpotentialer. Den första är att marknaden öppnas upp vilket gynnar en relativt ny aktör som Maven. Kunderna väljer då mellan en aktör som kanske inte kommer att finnas kvar och en mindre känd aktör med bevisat bra produkter. Utvecklingen underlättar därmed Mavens organiska tillväxtpotential.

Den andra möjligheten är att det medför attraktiva förvärvsmöjligheter. Maven har varit tydliga med att om det dyker upp intressanta förvärvsobjekt så kommer de att agera. Intressanta förvärv är främst verksamheter som inte går speciellt bra men som har en stor installerad bas som behöver uppgraderas. Således skulle förvärv av CommScopes verksamhet passa bra in i Mavens förvärvsagenda.

... och risken

En betydande del av den tillväxt vi räknar med är beroende av att Mavens expansion på den nordamerikanska marknaden går bra. För att lyckas riktigt bra på den nordamerikanska marknaden är det viktigt att komma in hos de stora operatörerna som AT&T, Verizon, T-Mobile m.fl. eller hos de stora neutrala operatörerna som exempelvis American Tower, dHost och Wireless Infrastructure Group. Lyckas Maven attrahera någon eller flera av dessa aktörer kan tillväxten bli klart högre än vi räknat med. Om de inte lyckas med det finns risken att tillväxten inte blir så hög som vi räknat med. Lyckas Maven addera dessa som kunder finns också risken för växtvärk och att organisationen inte hinner med att skala upp för att möta efterfrågan. Således är den nordamerikanska marknaden både den största potentialen i närtid och den största risken.

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	50	45	101	239	345	491	688
Kostnad sålda varor	-47	-30	-70	-148	-200	-270	-378
Bruttoresultat	3	15	32	91	145	221	310
Administrationskostnader	-15	-20	-30	-39	-46	-55	-64
Övriga rörelsekostnader	-5	-3	-2	-9	-14	-18	-24
EBITDA	-17	-8	0	43	85	148	221
EBITDA, justerad	-17	-8	0	43	85	148	221
EBITA, justerad	-17	-8	0	43	85	148	221
Avskrivningar immateriella tillgångar	-3	-3	-5	-7	-9	-11	-13
EBIT	-20	-12	-5	37	76	137	208
EBIT, justerad	-20	-12	-5	37	76	137	208
Finansnetto	-1	-1	-1	0	0	0	0
Resultat före skatt	-20	-12	-6	36	75	137	208
Resultat före skatt, justerad	-20	-12	-6	36	75	137	208
Total skatt	0	0	0	-3	-6	-28	-43
Nettoresultat	-20	-12	-6	33	69	109	165
Nettoresultat, justerad	-20	-12	-6	33	69	109	165
Intäkstillväxt	-	-9%	>100%	>100%	44%	43%	40%
Bruttomarginal	5,4%	33,8%	31,4%	38,0%	42,0%	45,0%	45,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,3%	21,9%	27,9%	30,3%
EPS, justerad	-0,44	-0,24	-0,11	0,64	1,33	2,09	3,18
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	56%	52%

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-20	-12	-5	37	76	137	208
Övriga kassaflödesposter	3	3	3	3	3	-18	-30
Förändringar i rörelsekapital	9	-12	5	-8	4	-17	-9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-7	-21	3	32	82	102	169
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-3	-3	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-12	-13	-14	-19	-21	-22	-24
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-13	-15	-16	-23	-24	-25	-27
Fritt kassaflöde	-20	-36	-14	9	58	77	142
Nyemission / återköp	23	58	17	0	0	0	0
Förändring av skulder	3	0	-2	-1	-1	-1	-1
Utdelningar	0	0	0	0	-10	-42	-65
Övriga poster	-6	-9	-1	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	20	49	14	-1	-11	-42	-66
Kassaflöde	0	13	0	9	47	34	76
Nettoskuld	5	-8	-10	-20	-68	-103	-180

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	39	49	59	72	86	99	113
Materiella anläggningstillgångar	0	1	2	4	6	7	7
Övriga anläggningstillgångar	3	4	4	4	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	42	54	65	81	96	111	125
Varulager	0	8	10	19	8	11	14
Kundfordringar	2	11	32	36	55	84	117
Övriga omsättningstillgångar	1	2	2	2	3	5	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	14	14	23	70	105	181
Summa omsättningstillgångar	4	34	59	81	137	204	319
SUMMA TILLGÅNGAR	46	88	124	162	233	315	444
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	29	69	79	112	172	239	339
Summa eget kapital	29	69	79	112	172	239	339
Långfristiga räntebärande skulder	6	5	3	3	2	1	0
Summa långfristiga skulder	6	5	4	3	2	1	0
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	7	28	34	41	49	69
Övriga kortfristiga skulder	6	7	12	12	18	25	35
Summa kortfristiga skulder	10	14	41	46	59	75	104
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	46	88	124	162	233	315	444

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	-9%	>100%	>100%	44%	43%	40%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	95%	75%	50%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	81%	52%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	56%	52%
Bruttomarginal	5,4%	33,8%	31,4%	38,0%	42,0%	45,0%	45,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	18,1%	24,5%	30,1%	32,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	18,1%	24,5%	30,1%	32,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	15,3%	21,9%	27,9%	30,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,3%	21,9%	27,9%	30,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	14,0%	20,1%	22,1%	24,0%

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	35%	49%	53%	57%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	37%	52%	66%	72%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	46%	77%	>100%	>100%

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	-	17%	10%	8%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	4%	24%	32%	15%	16%	17%	17%
Leverantörsskulder / KSV	8%	22%	41%	23%	21%	18%	18%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	15%	26%	41%	24%	23%	22%	22%
Rörelsekapital / totala intäkter	-15%	15%	4%	5%	2%	5%	5%
Kapitalomsättningshastighet	1,4x	0,6x	1,2x	2,1x	2,0x	2,0x	2,0x

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	5	-8	-10	-20	-68	-103	-180
Soliditet	64%	78%	64%	70%	74%	76%	76%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	-0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,4x	-0,4x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-0,3x	1,0x	194,3x	-0,5x	-0,8x	-0,7x	-0,8x

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,44	-0,24	-0,11	0,64	1,33	2,09	3,18
EPS, justerad	-0,44	-0,24	-0,11	0,64	1,33	2,09	3,18
FCF per aktie	-0,44	-0,71	-0,26	0,18	1,12	1,48	2,73
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,19	0,80	1,25	1,91
Eget kapital per aktie	0,64	1,35	1,52	2,16	3,30	4,59	6,51
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, Carnegie

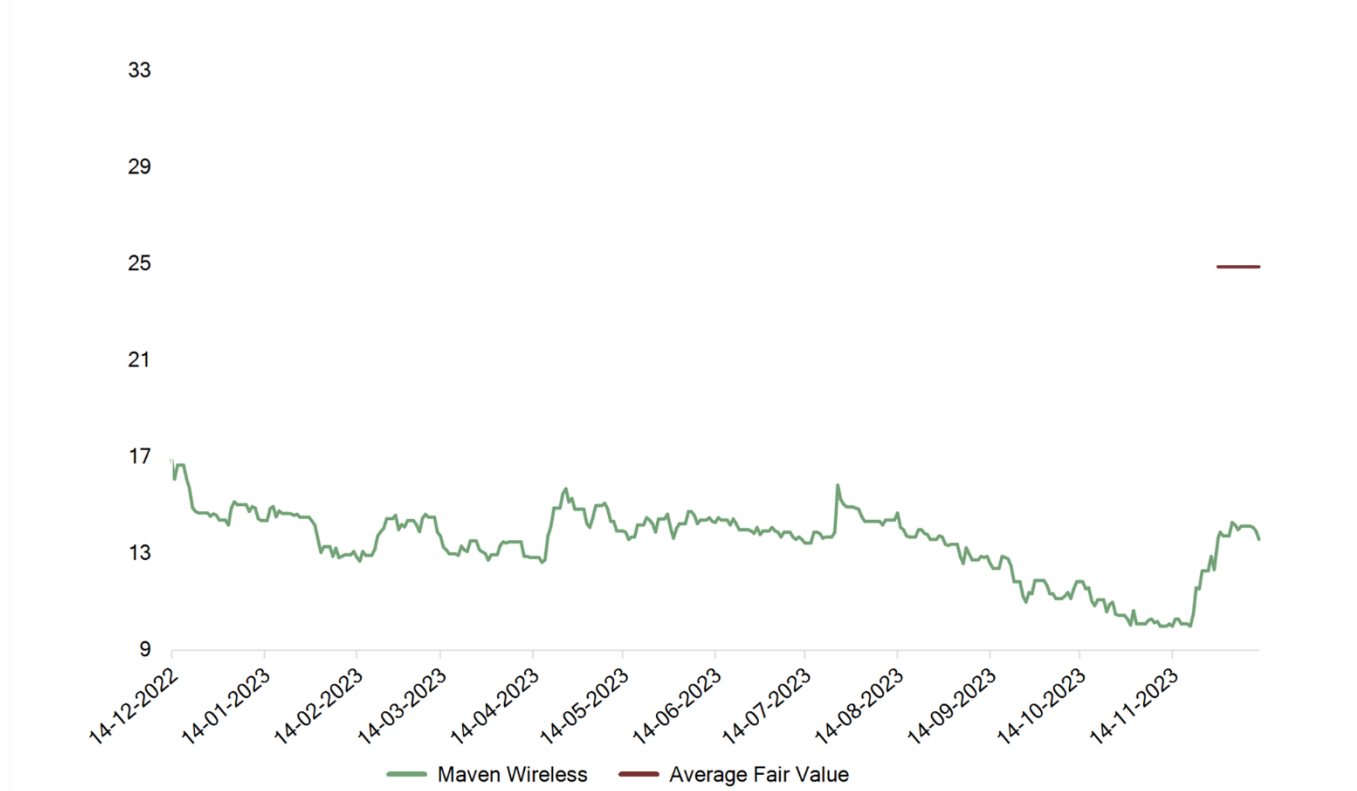
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	21,3x	10,3x	6,6x	4,3x
P/EK	21,5x	14,0x	9,6x	6,3x	4,1x	3,0x	2,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	75,3x	12,3x	9,3x	5,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	8%	11%	20%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	5,8%	9,1%	13,9%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	60,0%	60,0%	60,0%
EV/Sales	Neg.	21,1x	7,3x	3,0x	2,1x	1,4x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	16,4x	8,4x	4,8x	3,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	19,4x	9,4x	5,2x	3,4x
EV	Neg.	950	742	711	711	711	711
Aktiekurs	-	18,9	14,5	12,5	12,5	13,7	13,7

Källa: Maven Wireless, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Maven Wireless (MAVEN SS EQUITY)



Källa: 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 tidigare har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys 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](#).

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 följskada, 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 © 2023 Carnegie

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