



## Penser Access by Carnegie

Kommunikation | Sverige | 07 maj 2024

# Maven Wireless

## Rekordhög bruttomarginal, men något lägre ordergång än vi hoppats på

### Fortsatt god tillväxt och lönsamhet

Efter ett rekordstarkt 2023 med en tillväxt på 134% inledde Maven Wireless 2024 med fortsatt god tillväxt om 31% under kvartalet. Q1 var det kvartal där bolaget fortfarande mötte relativt lätta jämförelsetal. Det var under Q2 2023 som tillväxten verkligen tog fart. Under 2023 visade bolaget att de uppnått en nivå av omsättning där de konsekvent uppvisar en vinstmarginal över 10% och Q1'24 var inget undantag med en vinstmarginal på 12%. Efter Q4'23 nämnde vi att bolaget nått en stabil finansiell nivå och att allt fokus inför inledningen av 2024 var på ordergången för att möta de höga förväntningar som vi har på 2024. Ordergången uppgick till 46,8 mkr, vilket är i linje med den normaliserade ordergången sedan H2'22, men lite under vad vi hoppats på.

### Lägre ordergång än vad vi hoppats på gör att vi sänker estimaten

Inledningen av 2024 var solid och bra, men ordergången lite låg för att möta våra högt ställda förväntningar på året efter det starka 2023. Vi sänker därför våra tillväxtförväntningar för både innevarande och kommande år. Vi ser fortsatt hög tillväxtpotential och drivarna av tillväxt är intakta. Tillväxttakten och när den inträffar justeras dock. Den främsta drivaren räknar vi är Nordamerika som för 2024 är en helt ny marknad för bolaget. Nordamerika står för ungefär 1/3 av världsmarknaden och bedöms omsätta mellan 10-15 mdr per år. Ytterligare en viktig tillväxt drivare är bolagets nya produktsläpp Nimbus som hjälper bolaget ta högre marknadsandelar inom den cellulärmarknaden.

### Sänker det motiverade värdet till 20-24 kr per aktie

För resterande del av 2024 räknar vi med att effekterna av USA lanseringen och Nimbus främst kommer att synas under andra halvan av året. Vidare förväntar vi oss att se att värdet per order kommer att öka under året. Anledningen är att när bolaget växer så blir de mer aktuella för större ordrar, samt att ordervärdet inom det cellulära segmentet generellt är större än inom segmentet för kritisk blåljuskommunikation. Vi sänker det motiverade värdet till 20-24 kr per aktie från tidigare 24-26 till följd av sänkta prognoser, vilket kompenseras av något högre värdering av jämförelsebolagen. Då vi värderar bolaget med EV/S och fortsätter räkna med att bolaget uppvisar den fina skalbarhet de hade under 2023 blir förändringarna på vinsten större, men vi anser att de implicita multiplarna för innevarande år fortfarande är rimliga.

| Estimatändring | 2024 |     |     |
|----------------|------|-----|-----|
|                | 24e  | 25e | 26e |

|                 |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|
| Totala intäkter | -14,5% | -17,5% | -20,2% |
| EBITDA, just.   | -20,6% | -25,8% | -26,7% |
| EPS, just.      | -23,1% | -21,2% | -28,3% |

### Kommande händelser

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| Q2 - rapport | 12 juli 2024    |
| Q3 - rapport | 18 oktober 2024 |

### Bolagsfakta (mkr)

|                            |                 |
|----------------------------|-----------------|
| Antal aktier               | 52m             |
| Börsvärde                  | 1 041           |
| Nettoskuld                 | -4,28           |
| EV                         | 1 037           |
| Free float                 | 60%             |
| Daglig handelsvolym, snitt | 68k             |
| Bloomberg Ticker           | MAVEN SS EQUITY |

### Analytiker

|                        |  |
|------------------------|--|
| Hugo Lisjo             |  |
| hugo.lisjo@carnegie.se |  |

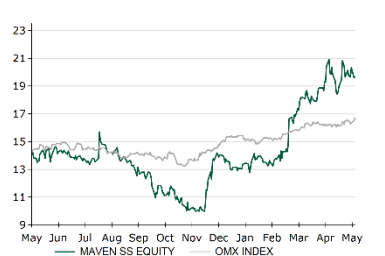
| Prognos (mkr) | 2024 |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |

|                     |       |       |       |       |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Totala intäkter     | 238   | 293   | 403   | 545   |
| Tillväxt            | 134%  | 23%   | 38%   | 35%   |
| EBITDA, just.       | 44    | 65    | 108   | 160   |
| EBIT, just.         | 37    | 56    | 98    | 148   |
| EPS, just.          | 0,7   | 0,9   | 1,6   | 2,3   |
| EPS-tillväxt, just. | N.m.  | 25%   | 73%   | 39%   |
| EK/aktie            | 2,3   | 3,1   | 4,2   | 5,5   |
| Utdelning per aktie | 0,1   | 0,6   | 1,0   | 1,4   |
| EBIT-marginal       | 15,6% | 19,2% | 24,3% | 27,1% |
| ROE, just.          | 39,4% | 34,7% | 44,4% | 46,7% |
| ROCE, just.         | 35,9% | 38,6% | 50,4% | 58,2% |
| EV/Sales            | 2,7x  | 3,5x  | 2,6x  | 1,9x  |
| EV/EBITDA           | 14,8x | 16,0x | 9,6x  | 6,5x  |
| EV/EBIT             | 17,5x | 18,5x | 10,6x | 7,0x  |
| P/E, just.          | 17,7x | 21,3x | 12,3x | 8,9x  |
| P/EK                | 5,8x  | 6,4x  | 4,8x  | 3,7x  |
| Direktavkastning    | 0,8%  | 2,8%  | 4,9%  | 6,8%  |
| FCF yield           | 4%    | 2%    | 6%    | 8%    |
| Nettoskuld/EBITDA   | -0,8x | -0,9x | -0,8x | -0,7x |

| Värde och risk | 2024            |                |
|----------------|-----------------|----------------|
|                | Motiverat värde | 20,0 - 24,0 kr |

|           |         |
|-----------|---------|
| Aktiekurs | 20,0 kr |
| Riskenivå | Medel   |

### Kursutveckling 12 mån



### 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:** 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 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 tåg tunnlar 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 tåg tunnel.

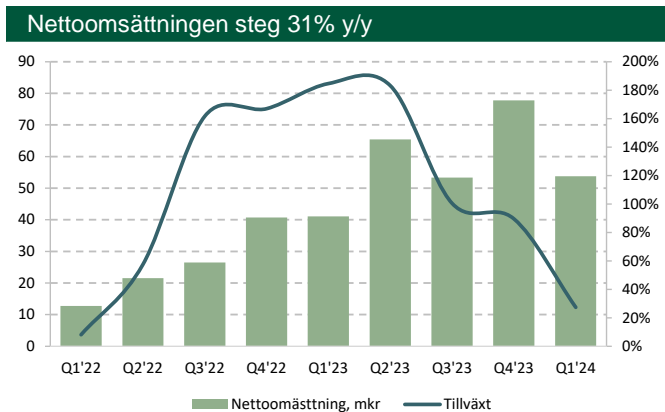
### Värdering

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%. Den genomsnittliga EV/Sales-multipeln för dessa bolag uppgick till 3,9x. Applicerar vi målmultipeln på 2024 års förväntade omsättning får vi ett motiverat värde på 20-24 kr kronor per aktie.

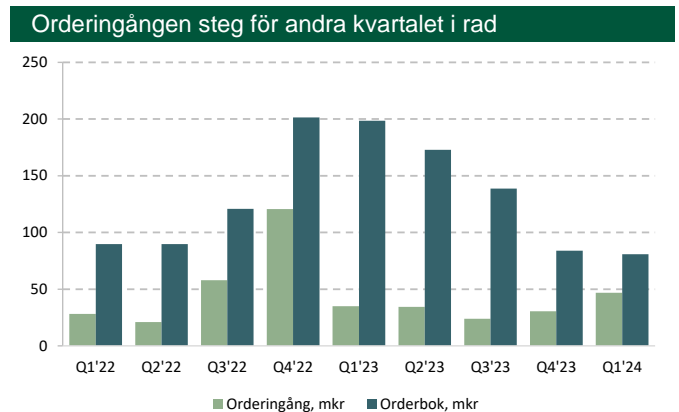
## Kvartalet i korthet

### Rekordhög bruttomarginal och fortsatt vändning i ordergången

Maven Wireless fortsatte att utvecklas väl under det första kvartalet. Tillväxten uppgick till 31% och bruttomarginalen var rekordhöga 47% jämfört med 37% samma period föregående år. 31% tillväxt är högt, om än något lägre än vi räknat med för helåret, och Q1 var det kvartalet med lättast jämförelsetal för 2024. Ordergången visar för andra kvartalet i rad att den vänder upp och uppgick för perioden till 46,7 mkr. Det är i linje med ordergången sedan Q2'22 om vi normaliserar den fram till detta kvartal.



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

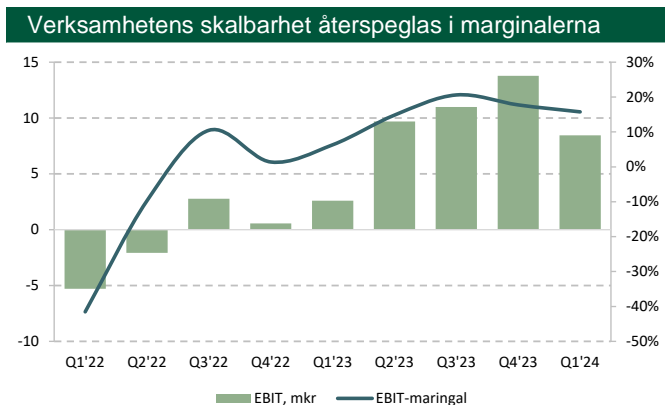


Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

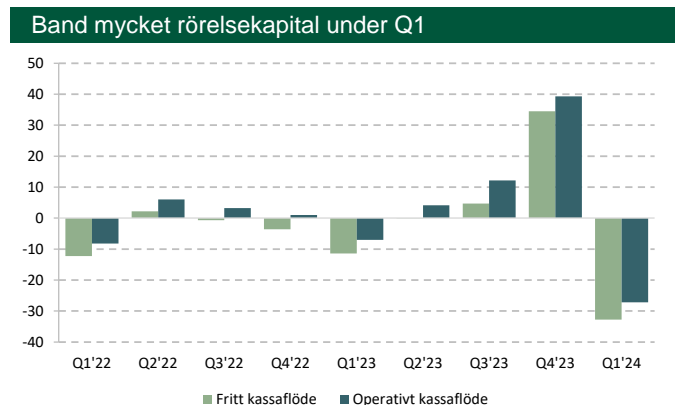
### Fortsatt god lönsamhet, men hög rörelsekapitalbindning påverkar kassaflödet

Bolaget fortsätter att uppvisa god lönsamhet trots att Q1 är ett säsongsmässigt svagare kvartal och att de adderat ytterligare säljare i Nordamerika. EBIT-marginalen uppgick till 16% jämfört med föregående års 6%. Det motsvarar en EBIT tillväxt över 200% och återspeglar skalbarheten i affärsmodellen när omsättningen stiger. Vi förväntar oss att denna kommer fortsätta att materialiseras när bolaget fortsätter att växa. I och med att produktionen är utlagd på tredjepartsproducenter behöver inte bolaget själva investera i någon produktionsanläggning eller anställa personer för produktion. Tack vare att installationen utförs av partners och kunder behöver bolaget inte heller anställa installatörer världen över. Detta medför att Maven inte behöver öka sina kostnader i samma takt som intäkterna.

Kassaflödet fick sig en törn under kvartalet. Utvecklingen är hänförlig att kundfordringarna steg samtidigt som de betalade av leverantörsskulder. En del av kundfordringarna betalades under april och minskningen av leverantörsskulder är hänförliga betalning av produktion. Vi anser inte detta vara något problem i dagsläget, utan räknar med att det kommer att normaliseras.



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

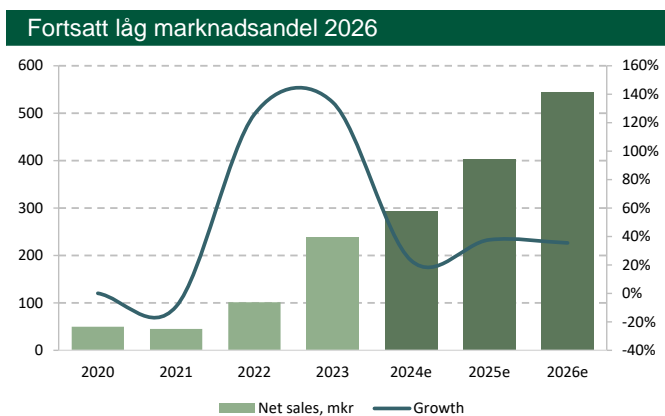
# Prognoser och prognosförändringar

## Expansion till Nordamerika, nya produkter och regelverk driver tillväxten

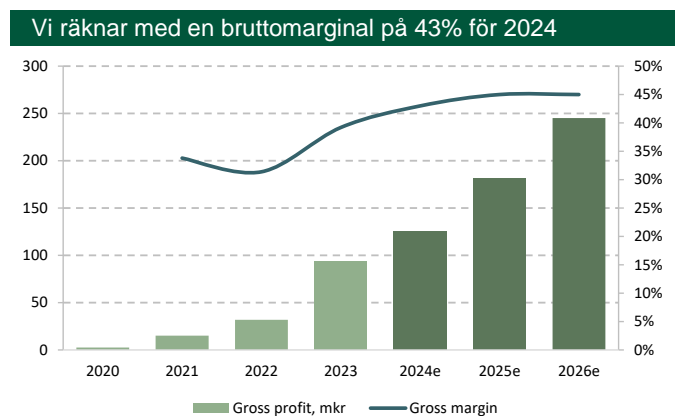
Den främsta tillväxt drivaren under 2024 anser vi vara expansionen till den Nordamerikanska marknaden. Denna marknad är världens enskilt största och står för ca 1/3 av den totala marknaden. Vad som gör marknaden extra intressant just nu är att en av de marknadsledande aktörerna, Commscope, är under stor finansiell stress. Detta har lett till att Commscope har vidtagit kostnadsbesparingsprogram, tagit upp tillgångar till försäljning i balansräkningen och redan avyttrat vissa delar av verksamheten. För Maven bidrar detta med två möjligheter. Det underlättar tillväxt då den största aktören blir en osäkrare motpart, samt att de inte har samma möjlighet till R&D-investeringar. En annan möjlighet är förvärv. Då Commscope har många gamla installerade system finns det en stor kundbas som kommer att vilja byta ut dessa. Det skulle innebära en snabbare expansion på den nya marknaden.

I vår alltmer digitaliserade värld blir cybersäkerhet en allt viktigare fråga. För att adressera dessa utmaningar har EU tagit fram en uppdaterad version av NIS direktivet, NIS2. Det nya direktivet ställer högre krav och omfattar fler organisationer än tidigare. Det innebär bland annat organisationer som har öppna Wi-Fi:s är ansvariga för säkerheten i nätverket och kan få böter om de inte upprätthåller denna. I kombination med att flera företag förbjuder sina anställda att koppla upp sig på offentliga Wi-Fi:s, för att det är för osäkert, förväntar vi oss att användningen av Wi-Fi på sikt kommer att ersättas av olika repeater och DAS-system, vilket gynnar Maven.

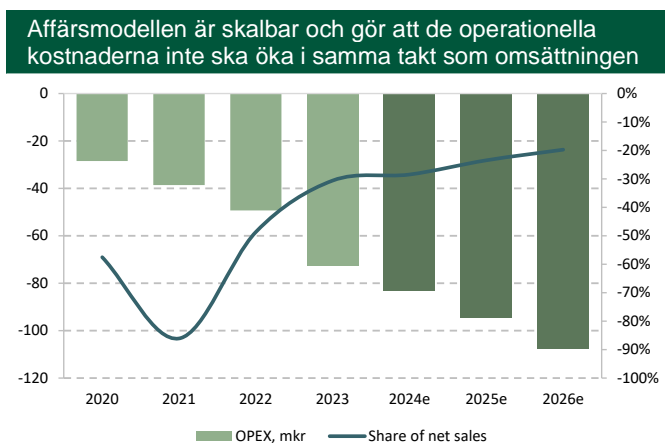
Utöver ovanstående drivare räknar vi med att produktlanseringen Nimbus, utökad DAS 5G utbyggnad i USA och EPBD direktivet för energieffektivisering av fastigheter också kommer att påverka Mavens tillväxt positivt. Vi ser således flera trender som är gynnsamma för Mavens fortsatta tillväxt.



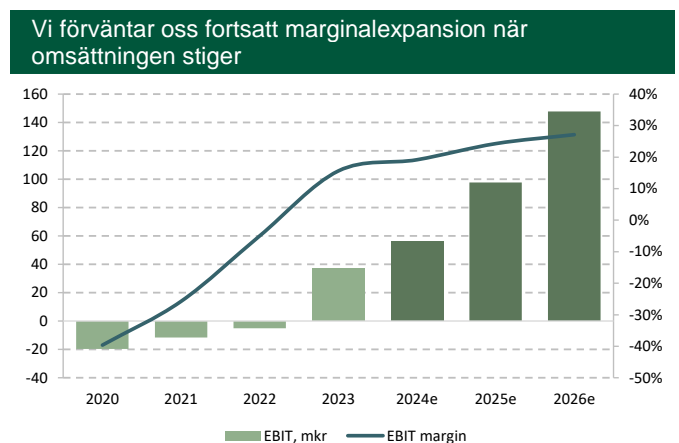
Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

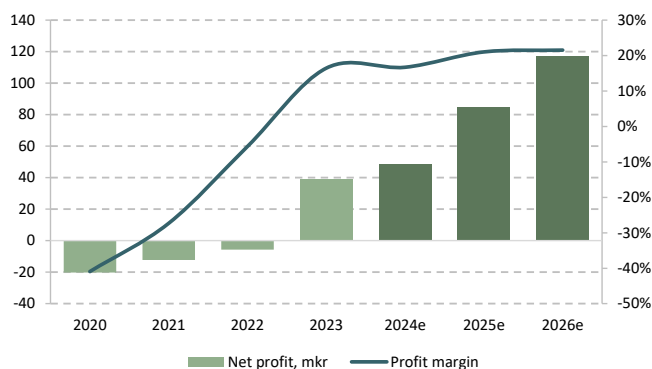


Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie



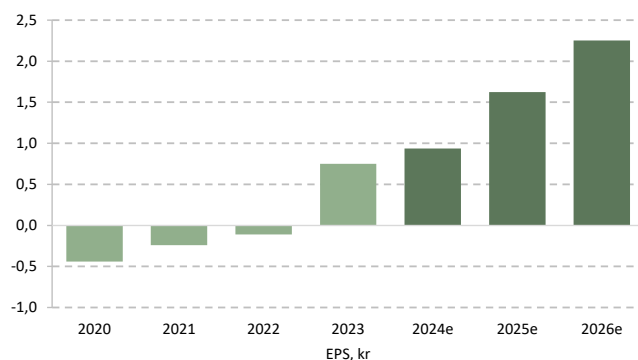
Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

### Låg skuldsättning får stor effekt på vinsten



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

### Räknar med en vinst per aktie på 0,9 kr 2024



Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Prognosförändringar

Tillväxten i det första kvartalet var lite lägre än den årstakt vi räknat med. Tillsammans med att ordergången inte var så hög som vi hoppats på, samt att Q1 är det kvartal med lägst jämförelsetal sänker vi våra prognoser för tillväxttakten. Vi förväntar oss fortsatt hög tillväxttakt framöver då vi ser tydliga drivare för efterfrågan på Mavens system. Vi förväntar oss också att ordervärdet kommer att stiga framöver. I takt med att Maven blir en större och mer välkänd aktör blir de en aktuell motpart även i större upphandlingar. Vad vi förstått har förarbetet för upphandlingar av flera större projekt börjat. Det är fortfarande väldigt tidigt i processerna så det är oklart om Maven kommer att vinna dessa eller inte.

### Prognosförändringarna baseras på att ordergången var lägre än vi hoppats på

| SEKm                                       | Nya prognoser |            |            |            | Gamla prognoser |            |            | Förändring (%) |             |             |
|--|---------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|----------------|-------------|-------------|
|  | 2023          | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2024e           | 2025e      | 2026e      | 2024e          | 2025e       | 2026e       |
| Nettoomsättning                            | 238           | 293        | 403        | 545        | 342             | 488        | 683        | -15%           | -17%        | -20%        |
| Övriga rörelseintäkter & aktiveringar      | 24            | 22         | 22         | 23         | 21              | 22         | 24         | 8%             | -1%         | -4%         |
| <b>Summa rörelseintäkter m.m.</b>          | <b>261</b>    | <b>315</b> | <b>424</b> | <b>568</b> | <b>363</b>      | <b>510</b> | <b>707</b> | <b>-13%</b>    | <b>-17%</b> | <b>-20%</b> |
| <b>Bruttovinst</b>                         | <b>93</b>     | <b>126</b> | <b>181</b> | <b>245</b> | <b>144</b>      | <b>219</b> | <b>307</b> | <b>-12%</b>    | <b>-17%</b> | <b>-20%</b> |
| <i>Bruttomarginal, %</i>                   | 39%           | 43%        | 45%        | 45%        | 42%             | 45%        | 45%        | 1,0 pp         | 0,0 pp      | 0,0 pp      |
| Handelsvaror                               | -144          | -167       | -221       | -300       | -198            | -268       | -375       | -16%           | -17%        | -20%        |
| Övriga externa kostnader                   | -33           | -35        | -38        | -41        | -36             | -40        | -48        | -2%            | -6%         | -14%        |
| Personalkostnader                          | -39           | -48        | -57        | -66        | -47             | -55        | -64        | 3%             | 3%          | 3%          |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>44</b>     | <b>65</b>  | <b>108</b> | <b>160</b> | <b>81</b>       | <b>146</b> | <b>219</b> | <b>-21%</b>    | <b>-26%</b> | <b>-27%</b> |
| <i>EBITDA-marginal</i>                     | 18%           | 22,1%      | 27%        | 29%        | 23,8%           | 30%        | 32%        | -1,7 pp        | -3,0 pp     | -2,6 pp     |
| Av- och nedskrivningar                     | -7            | -9         | -11        | -13        | -9              | -11        | -13        | 0%             | 0%          | 0%          |
| <b>EBIT</b>                                | <b>37</b>     | <b>56</b>  | <b>98</b>  | <b>148</b> | <b>73</b>       | <b>135</b> | <b>206</b> | <b>-23%</b>    | <b>-28%</b> | <b>-28%</b> |
| <i>EBIT-marginal</i>                       | 16%           | 19%        | 24%        | 27%        | 21%             | 28%        | 30%        | -2,1 pp        | -3,5 pp     | -3,1 pp     |
| Räntekostnader och liknande resultatposter | -1            | 0          | 0          | 0          | 0               | 0          | 0          | 0%             | 0%          | 0%          |
| <b>EBT</b>                                 | <b>36</b>     | <b>56</b>  | <b>97</b>  | <b>148</b> | <b>72</b>       | <b>135</b> | <b>206</b> | <b>-23%</b>    | <b>-28%</b> | <b>-28%</b> |
| Skatt                                      | 3             | -7         | -13        | -30        | -9              | -28        | -42        | -23%           | -54%        | -28%        |
| <b>Periodens resultat</b>                  | <b>39</b>     | <b>49</b>  | <b>85</b>  | <b>117</b> | <b>63</b>       | <b>107</b> | <b>163</b> | <b>-23%</b>    | <b>-21%</b> | <b>-28%</b> |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

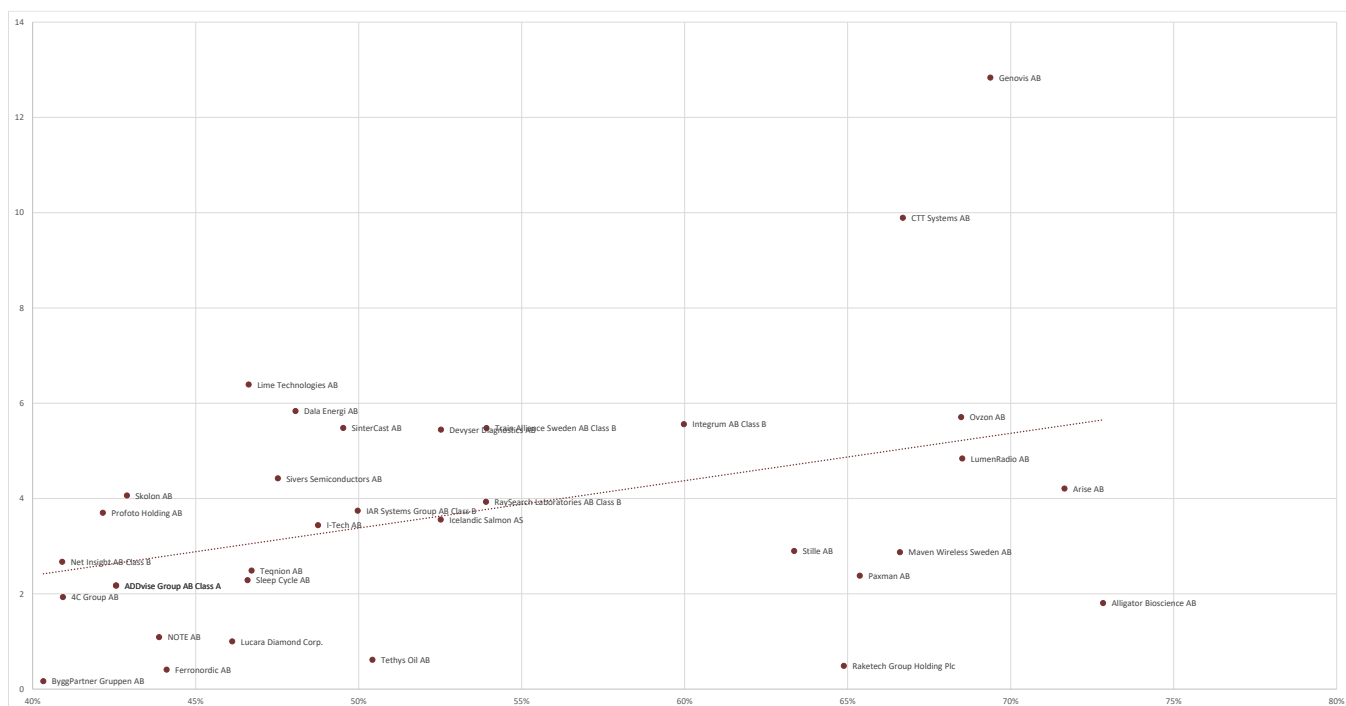
## Värdering

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 medel 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 40–80%, 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 2024e.

Vi har valt att använda snittvärderingen då det är 35 stycken bolag som matchar våra specifikationer och för att värderingsansatsen inte tar hänsyn till bransch utan bara värdeskapande anser vi snittet vara det bästa värdet. Medelvärderingen för gruppen uppgick till 3,9x. 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 40-80%, marknadsvärde på 0,5-5,0 mdkr



Källa: Factset, Penser by Carnegie

När vi applicerar snittvärderingen 3,9x på 2024 års förväntade omsättning får vi ett motiverat värde på 22 kr per aktie. Vi väljer att sänka vårt motiverade värde till 20-24 kr från tidigare 24-26 kr per aktie. Vårt att notera är att multipeln stigit 0,3x sedan vår senaste uppdatering.

### Multipelvärdering

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| Nettoomästning 2024e, mkr    | 293       |
| EV/S                         | 3,9       |
| Motiverat företagsvärde, mkr | 1 141     |
| Nettoskuld 2024e, mkr        | 0         |
| Motiverat värde              | 1 141     |
| Aktier, m                    | 52,0      |
| <b>Värde per aktie</b>       | <b>22</b> |

### Känslighetsanalys

|                   |            | EV/Sales, 2024 |     |           |     |     |
|-------------------|------------|----------------|-----|-----------|-----|-----|
|                   |            | 2,4            | 3,2 | 4,0       | 4,8 | 5,6 |
| Sales, 2024E, mkr | 234        | 11             | 14  | 18        | 22  | 25  |
|                   | 263        | 12             | 16  | 20        | 24  | 28  |
|                   | <b>293</b> | 13             | 18  | <b>22</b> | 27  | 31  |
|                   | 322        | 15             | 20  | 25        | 30  | 35  |
|                   | 351        | 16             | 22  | 27        | 32  | 38  |

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 35 kr per aktie.

### DCF – huvudantaganden och slutsatser

| Värdering                               | WACC-antaganden   | Antaganden terminalvärde        |
|---|-------------------|---------------------------------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden            | Risikfri ränta    | Långsiktig tillväxt             |
| 970                                     | 2,5%              | 3,0%                            |
| Nuvärdet av terminalvärde               | Riskpremium       | Långsiktig EBIT-marginal        |
| 833                                     | 5,5%              | 20,0%                           |
| <b>Företagsvärde (EV)</b>               | Småbolagspremie   | Avskrivningar, % av omsättning  |
| <b>1 804</b>                            | 4,0%              | 3,0%                            |
| Nettoskuld, senast rapporterad          | Extra risk-premie | Capex, % av omsättning          |
| -4,3                                    | 2,0%              | 3,0%                            |
| Minoritetsintressen och övrigt          | <b>WACC</b>       | Rörelsekapital, % av omsättning |
| 0,0                                     | <b>14,0%</b>      | 7,5%                            |
| <b>Eget kapital</b>                     |                   | Skattesats                      |
| <b>1 808</b>                            |                   | 20,6%                           |
| Antal utstående aktier, full utspädning |                   |                                 |
| 52,0                                    |                   |                                 |
| <b>Eget kapital per aktie</b>           |                   |                                 |
| <b>35</b>                               |                   |                                 |

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%        | 56                  | 59   | 62        | 66   | 71   | 37                       | 50    | 62        | 75    | 87    |
|      | 12,0%        | 42                  | 43   | 45        | 47   | 50   | 28                       | 37    | 45        | 54    | 62    |
|      | <b>14,0%</b> | 33                  | 34   | <b>35</b> | 36   | 37   | <b>23</b>                | 29    | <b>35</b> | 41    | 47    |
|      | 16,0%        | 26                  | 27   | 28        | 29   | 29   | 19                       | 23    | 28        | 32    | 37    |
|      | 18,0%        | 22                  | 22   | 23        | 23   | 24   | 16                       | 19    | 23        | 26    | 30    |

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>293</b> | <b>403</b> | <b>545</b> |
| Kostnad sålda varor                   | -47        | -30        | -70        | -144       | -167       | -221       | -300       |
| <b>Bruttoresultat</b>                 | <b>3</b>   | <b>15</b>  | <b>32</b>  | <b>93</b>  | <b>126</b> | <b>181</b> | <b>245</b> |
| Administrationskostnader              | -15        | -20        | -30        | -39        | -48        | -57        | -66        |
| Övriga rörelsekostnader               | -5         | -3         | -2         | -10        | -13        | -16        | -18        |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>-17</b> | <b>-8</b>  | <b>0</b>   | <b>44</b>  | <b>65</b>  | <b>108</b> | <b>160</b> |
| <b>EBITDA, justerad</b>               | <b>-17</b> | <b>-8</b>  | <b>0</b>   | <b>44</b>  | <b>65</b>  | <b>108</b> | <b>160</b> |
| <b>EBITA, justerad</b>                | <b>-17</b> | <b>-8</b>  | <b>0</b>   | <b>44</b>  | <b>65</b>  | <b>108</b> | <b>160</b> |
| Avskrivningar immateriella tillgångar | -3         | -3         | -5         | -7         | -9         | -11        | -13        |
| <b>EBIT</b>                           | <b>-20</b> | <b>-12</b> | <b>-5</b>  | <b>37</b>  | <b>56</b>  | <b>98</b>  | <b>148</b> |
| <b>EBIT, justerad</b>                 | <b>-20</b> | <b>-12</b> | <b>-5</b>  | <b>37</b>  | <b>56</b>  | <b>98</b>  | <b>148</b> |
| Finansnetto                           | -1         | -1         | -1         | -1         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Resultat före skatt</b>            | <b>-20</b> | <b>-12</b> | <b>-6</b>  | <b>36</b>  | <b>56</b>  | <b>97</b>  | <b>148</b> |
| <b>Resultat före skatt, justerad</b>  | <b>-20</b> | <b>-12</b> | <b>-6</b>  | <b>36</b>  | <b>56</b>  | <b>97</b>  | <b>148</b> |
| Total skatt                           | 0          | 0          | 0          | 3          | -7         | -13        | -30        |
| <b>Nettoresultat</b>                  | <b>-20</b> | <b>-12</b> | <b>-6</b>  | <b>39</b>  | <b>49</b>  | <b>85</b>  | <b>117</b> |
| <b>Nettoresultat, justerad</b>        | <b>-20</b> | <b>-12</b> | <b>-6</b>  | <b>39</b>  | <b>49</b>  | <b>85</b>  | <b>117</b> |
| Omsättningsstillväxt                  | Neg.       | -9%        | 126%       | 134%       | 23%        | 38%        | 35%        |
| Bruttomarginal                        | 5,4%       | 33,8%      | 31,4%      | 39,2%      | 43,0%      | 45,0%      | 45,0%      |
| EBIT-marginal, justerad               | Neg.       | Neg.       | Neg.       | 15,6%      | 19,2%      | 24,3%      | 27,1%      |
| EPS, justerad                         | -0,44      | -0,24      | -0,11      | 0,75       | 0,94       | 1,62       | 2,25       |
| EPS-tillväxt, justerad                | N.m.       | N.m.       | N.m.       | N.m.       | 25%        | 73%        | 39%        |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

|   | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024e      | 2025e      | 2026e       |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| EBIT  | -20        | -12        | -5         | 37         | 56         | 98         | 148         |
| Övriga kassaflödesposter                              | 3          | 3          | 3          | 6          | 1          | -3         | -18         |
| Förändringar i rörelsekapital                         | 9          | -12        | 5          | 5          | -9         | -10        | -20         |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>-7</b>  | <b>-21</b> | <b>3</b>   | <b>49</b>  | <b>48</b>  | <b>85</b>  | <b>110</b>  |
| Investeringar i anläggningstillgångar                 | 0          | 0          | -1         | -2         | -3         | -3         | -3          |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar    | -12        | -13        | -14        | -19        | -20        | -22        | -23         |
| 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>-24</b> | <b>-25</b> | <b>-26</b>  |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>-20</b> | <b>-36</b> | <b>-14</b> | <b>28</b>  | <b>25</b>  | <b>60</b>  | <b>84</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         | -29        | -51         |
| 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>-30</b> | <b>-52</b>  |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>0</b>   | <b>13</b>  | <b>0</b>   | <b>28</b>  | <b>19</b>  | <b>30</b>  | <b>32</b>   |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>5</b>   | <b>-8</b>  | <b>-10</b> | <b>-37</b> | <b>-56</b> | <b>-87</b> | <b>-120</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         | 86         | 99         | 112        |
| 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>97</b>  | <b>111</b> | <b>124</b> |
| Varulager                                  | 0         | 8         | 10         | 20         | 14         | 14         | 16         |
| Kundfordringar                             | 2         | 11        | 32         | 32         | 50         | 72         | 104        |
| Övriga omsättningstillgångar               | 1         | 2         | 2          | 6          | 6          | 7          | 8          |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 1         | 14        | 14         | 42         | 60         | 90         | 123        |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>         | <b>4</b>  | <b>34</b> | <b>59</b>  | <b>100</b> | <b>130</b> | <b>184</b> | <b>251</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>                    | <b>46</b> | <b>88</b> | <b>124</b> | <b>181</b> | <b>226</b> | <b>295</b> | <b>375</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>            |           |           |            |            |            |            |            |
| Eget kapital                               | 29        | 69        | 79         | 119        | 163        | 218        | 284        |
| <b>Summa eget kapital</b>                  | <b>29</b> | <b>69</b> | <b>79</b>  | <b>119</b> | <b>163</b> | <b>218</b> | <b>284</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         | 44         | 52         | 60         |
| Övriga kortfristiga skulder                | 6         | 7         | 12         | 10         | 15         | 20         | 27         |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>          | <b>10</b> | <b>14</b> | <b>41</b>  | <b>58</b>  | <b>60</b>  | <b>74</b>  | <b>89</b>  |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>      | <b>46</b> | <b>88</b> | <b>124</b> | <b>181</b> | <b>226</b> | <b>295</b> | <b>375</b> |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

|                           | 2020 | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäkstillväxt            | Neg. | -9%   | 126%  | 134%  | 23%   | 38%   | 35%   |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 47%   | 67%   | 48%   |
| EBIT-tillväxt, justerad   | Neg. | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 51%   | 74%   | 51%   |
| EPS-tillväxt, justerad    | N.m. | N.m.  | N.m.  | N.m.  | 25%   | 73%   | 39%   |
| Bruttomarginal            | 5,4% | 33,8% | 31,4% | 39,2% | 43,0% | 45,0% | 45,0% |
| EBITDA-marginal           | Neg. | Neg.  | Neg.  | 18,5% | 22,1% | 26,9% | 29,4% |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg.  | Neg.  | 18,5% | 22,1% | 26,9% | 29,4% |
| EBIT-marginal             | Neg. | Neg.  | Neg.  | 15,6% | 19,2% | 24,3% | 27,1% |
| EBIT-marginal, justerad   | Neg. | Neg.  | Neg.  | 15,6% | 19,2% | 24,3% | 27,1% |
| Vinstmarginal, justerad   | Neg. | Neg.  | Neg.  | 16,4% | 16,7% | 21,0% | 21,5% |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Avkastning

|                | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad  | Neg. | Neg. | Neg. | 39%  | 35%   | 44%   | 47%   |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 36%  | 39%   | 50%   | 58%   |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 49%  | 59%   | 82%   | >100% |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

|  | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter                    | -    | 17%  | 10%  | 8%   | 5%    | 4%    | 3%    |
| Kundfordringar / totala intäkter               | 4%   | 24%  | 32%  | 14%  | 17%   | 18%   | 19%   |
| Leverantörsskulder / KSV                       | 8%   | 22%  | 41%  | 32%  | 26%   | 24%   | 20%   |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 15%  | 26%  | 41%  | 30%  | 26%   | 25%   | 23%   |
| Rörelsekapital / totala intäkter               | -15% | 15%  | 4%   | 1%   | 4%    | 5%    | 7%    |
| Kapitalomsättningshastighet                    | 1,4x | 0,6x | 1,2x | 1,9x | 1,8x  | 1,8x  | 1,9x  |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

|                        | 2020 | 2021  | 2022   | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld             | 5    | -8    | -10    | -37   | -56   | -87   | -120  |
| Soliditet              | 64%  | 78%   | 64%    | 66%   | 72%   | 74%   | 76%   |
| Nettoskulsättningsgrad | 0,2x | -0,1x | -0,1x  | -0,3x | -0,3x | -0,4x | -0,4x |
| Nettoskuld / EBITDA    | N.m. | N.m.  | 194,3x | -0,8x | -0,9x | -0,8x | -0,7x |

Källa: Maven Wireless, Penser by Carnegie

## Aktiedata

|                                      | 2020  | 2021  | 2022  | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| EPS                                  | -0,44 | -0,24 | -0,11 | 0,75 | 0,94  | 1,62  | 2,25  |
| EPS, justerad                        | -0,44 | -0,24 | -0,11 | 0,75 | 0,94  | 1,62  | 2,25  |
| FCF per aktie                        | -0,44 | -0,71 | -0,26 | 0,53 | 0,47  | 1,16  | 1,61  |
| Utdelning per aktie                  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,10 | 0,56  | 0,97  | 1,35  |
| Eget kapital per aktie               | 0,64  | 1,35  | 1,52  | 2,29 | 3,12  | 4,19  | 5,46  |
| 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

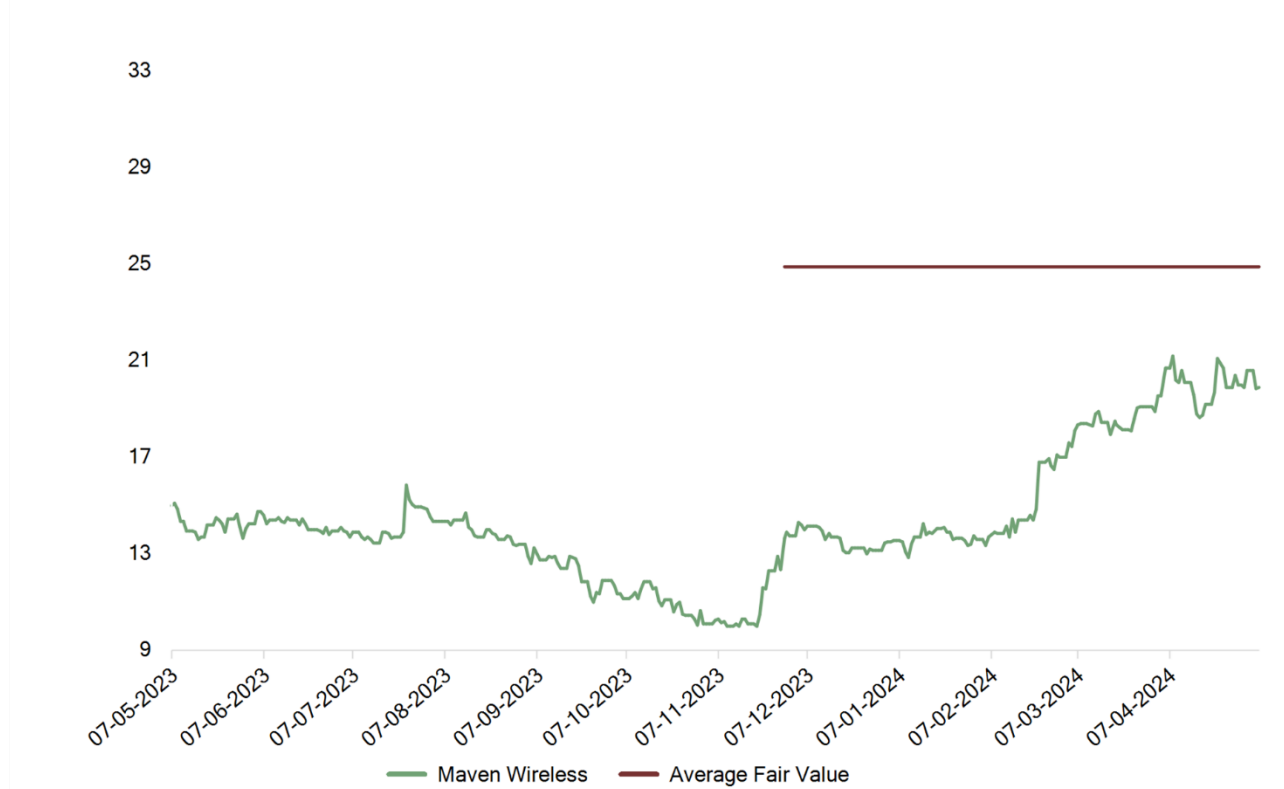
## Värdering

|                           | 2020  | 2021  | 2022 | 2023  | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad             | Neg.  | Neg.  | Neg. | 17,7x | 21,3x | 12,3x | 8,9x  |
| P/EK                      | 31,3x | 14,0x | 9,6x | 5,8x  | 6,4x  | 4,8x  | 3,7x  |
| P/FCF                     | Neg.  | Neg.  | Neg. | 24,9x | 42,3x | 17,3x | 12,4x |
| FCF-yield                 | Neg.  | Neg.  | Neg. | 4%    | 2%    | 6%    | 8%    |
| Direktavkastning          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0% | 0,8%  | 2,8%  | 4,9%  | 6,8%  |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0%  | 0,0%  | 0,0% | 13,3% | 60,0% | 60,0% | 60,0% |
| EV/Sales                  | Neg.  | 21,1x | 7,3x | 2,7x  | 3,5x  | 2,6x  | 1,9x  |
| EV/EBITDA, justerad       | Neg.  | Neg.  | Neg. | 14,8x | 16,0x | 9,6x  | 6,5x  |
| EV/EBIT, justerad         | Neg.  | Neg.  | Neg. | 17,5x | 18,5x | 10,6x | 7,0x  |
| EV                        | Neg.  | 950   | 742  | 651   | 1 037 | 1 037 | 1 037 |
| Aktiekurs                 | 20,0  | 18,9  | 14,5 | 13,3  | 20,0  | 20,0  | 20,0  |

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, analytikers rapporteringslinjer och analytikers 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 analytikers 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 ansvarar 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