



Analyst Group

GREATER THAN

PÅFYLLD KASSA OCH BRA MOMENTUM BORGAR
FÖR STARK UTVECKLING 2019

2019-03-12

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
PATRIK OLOFSSON



ept. Oct. July. June. Aug. 5



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Greater Than AB ("Greater Than" eller "Bolaget") har över 15 års erfarenhet av att förstå bilförare, och med över 15 miljarder analyserade kilometer har Bolaget byggt en databas med över 500 miljoner referensprofiler. Baserat på den erfarenheten erbjuder Greater Than AI-baserade bilförsäkringar till försäkringsbolag som vill digitalisera för att sänka skadefrekvensen och erbjuda konsumenten transparenta, bättre och billigare produkter.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q4-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Greater Thans teknik	8
Marknadsanalys	9-11
Finansiell prognos	12-14
Värdering	15
Bull & Bear	16-17
VD-intervju, Liselott Johansson	18
Ledning & styrelse	19-20
Appendix	21
Disclaimer	22



Värde drivare

Växande intresse för *InsurTech*, ökat antal användare av försäkringar baserade på Enerfy, ökad *white label*-försäljning och möjliga licensbaserade affärer är alla exempel på befintliga och potentiella värde drivare. Med hänsyn även till Greater Thans databas och teknikhöjd, är det inte otänkbart att Bolaget kan ses som en potentiell uppköpskandidat framgent.



Historisk Lönsamhet

Greater Than är ännu inte lönsamma och utifrån den potentiella nivån är omsättningen fortfarande låg. Bolaget har tidigare varit i behov av nyemissioner för att fortsätta driva sin verksamhet. Detta har dock bidragit till ökat aktiekapital och således ökad soliditet, vilken per sista december 2018 uppgick till ca 23 %. Dock fyllde Bolaget på kassan med 25 MSEK under januari 2019 via en nyemission, vilket stärkt balansräkningen.



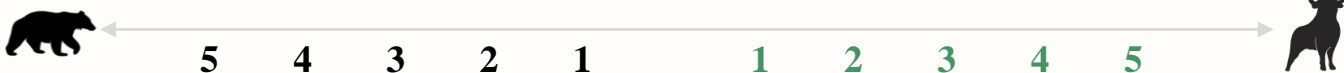
Riskprofil

Den traditionella försäkringsbranschen är trögriklig vilket på kort sikt leder till utmaningar för Greater Than. Framtida tillväxt kommer även till viss del bero på kapaciteten hos nyckelpersoner i Bolaget. Tillväxt i sig är dessutom ofta kostsamt och positiva marginaler kan dröja, med nyligen påfylld kassa minskar dock risken på kort sikt. Bolagets redan omfattande databas och goda teknikhöjd kan ha givit ett *first-mover advantage* vilket minskar risken.



Ledning & Styrelse

VD Liselott Johansson har varit verksam i Bolaget sedan 2008 och grundare Sten Forseke är aktiv i det operativa arbetet. Att Sten fortfarande har ett stort ägande ingjuter ytterligare förtroende. Styrelsen bedöms även bestå av individer med rätt typ av kompetens för Greater Thans framtida utveckling. Gemensamt aktieinnehav för ledning och styrelse uppgår till 47 %.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

GREATER THAN AB (GREAT)

PÅFYLLD KASSA OCH BRA MOMENTUM BORGAR FÖR STARK UTVECKLING 2019



Greater Than har samlat data i över 15 år. Känsligheten i den AI-baserade plattformen fångar upp minsta förändring i körmonster och korrelerar körpoängen mot en skadefrekvens. Det resulterar i miljardtals analytiska slutsatser. Greater Thans AI-plattform genererar faktisk försäljning, där tolv månade rullande omsättning uppgår till ca 14 MSEK. Nyligen tecknat avtal med FIA förväntas vara en stark värde drivare i investeringscasen. År 2022 prognostiseras Greater Than ha nått en omsättning över 100 MSEK, vilket med en diskonteringsränta om 8 % och en målmultipel härledd från en relativvärdering, ger ett nuvärde per aktie om 51 kr i ett Base scenario.

8:e kvartalet i rad med ökad omsättning

Med Q4-rapporten publicerad står det klart att Greater Than har ökat omsättningen för åttonde kvartalet i rad. Under Q4-18 uppgick omsättningen till ca 4 MSEK, en ökning med 49 % mot jämförbar period 2017 och 15 % mot föregående kvartal i år. Den fortsatt stigande omsättningen förklaras av Greater Thans intäktsmodell som baseras på repetitiva intäkter, vilka ökar när fler slutanvändare adderas till plattformen.

Kassan påfylld med 25 MSEK

Under januari 2019 genomförde Greater Than en företrädesemission som tillförde Bolaget ca 25 MSEK före emissionskostnader. Den finansiella ställningen är således stark och kostnadskontrollen är fortsatt god med en *burn rate* om ca 1-1,5 MSEK/månad. Sammantaget sänker det den bolagsspecifika risken och öppnar upp för en premie i värderingen.

Avtal med FIA ger Greater Than nya möjligheter att växa i en snabbare takt

FIA har över 80 miljoner medlemmar i 145 länder. Att den internationella motorsportvärlden väljer samma teknik som Greater Thans försäkringskunder är ett genombrott på global nivå. Med den validering Greater Thans teknik får underlättas Bolagets införsäljning mot nya försäkringsbolag. Ett samarbete med en sådan stor och internationell organisation som FIA sänder starka signaler till potentiellt nya försäkringskunder och är att anse som en dörröppnare för Greater Than.

Flera genombrottsavtal tecknade senaste året

Greater Than har sålt till aktörer som Moderna Försäkringar i Sverige, Tryg Danmark, Tryg Norge och LähiTapiola i Finland. Under 2018 har även avtal tecknats med Zurich Insurance UK och Sixt på Irland som innefattar att Sixt Irland integrerar Greater Thans plattformslösning i hela sin bilflotta på Irland som består av ca 3 500 fordon. I Singapore kommer ComfortDelGro erbjuda sina kunder digitala bilförsäkringar baserade på Greater Thans teknik. ComfortDelGro har totalt på sina marknader runtom i världen en flotta på över 42 000 fordon.

AKTIEKURS | 47,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2022 ÅRS PROGNOIS

BEAR 28 kr	BASE 51 kr	BULL 69 kr
----------------------	----------------------	----------------------

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2022 års prognostiserade försäljning. Eventuell uppvärdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

GREATER THAN	
Stängningskurs (2019-03-11)	47,5
Antal Aktier	10 112 404
Market Cap (MSEK)	480,3
Nettokassa(-)/skuld(+)	-20,2
Enterprise Value (EV)	460,1
V.52 prisintervall (SEK)	22,70 – 51,60
Lista	First North Stockholm

UTVECKLING	
1 månad	+0,9 %
3 månader	+24,7 %
1 år	+78,2 %
YTD	+17,3 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: MODULAR FINANCE PER 2018-12-31) ¹	
Sten Forseke	39,91 %
Keel Capital	11,23 %
Handelsbanken Fonder	7,30%
Karin Forseke	4,15 %
Håkan Roos	3,27 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Liselott Johansson
Styrelseordförande	Lars M. Berg

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q1-19	2019-05-27

PROGNOS (BASE), MSEK	2017	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	8,1	13,9	26,5	42,7
<i>Omsättningstillväxt</i>	132%	71,9%	90,8%	61,0%
Bruttoresultat	10,1	10,7	19,1	35,5
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	65,8%	46,0%	72,0%	83,0%
EBIT	-14,8	-18,9	-15,3	-8,1
<i>EBIT-marginal (adj.)</i>	-241,8%	-166,6%	-57,7%	-18,9%
P/S	59,4	34,5	18,1	11,2
EV/S	56,9	33,1	17,3	10,8
EV/EBIT	-31,1	-24,4	-30,0	-57,1

¹Roger Karlssons innehav har justerats för försäljning gjord efter 31/12 2018, han är därmed ej längre topp-5 ägare.

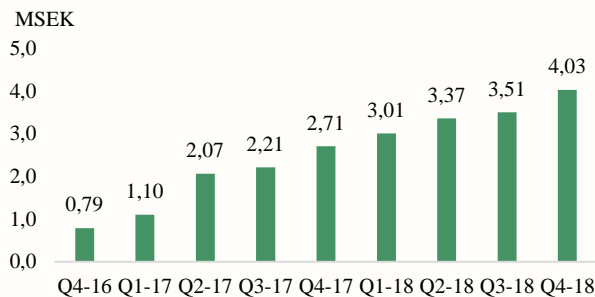
KOMMENTAR Q4-18

8 KVARTAL I RAD MED STIGANDE OMSÄTTNING

Med Q4-rapporten publicerad står det klart att Greater Than har ökat omsättningen för åttonde kvartalet i rad. Under Q4-18 uppgick omsättningen till ca 4 MSEK, en ökning med 49 % mot jämförbar period 2017 och 15 % mot föregående kvartal i år. Den fortsatt stigande omsättningen förklaras av Greater Thans intäktsmodell som baseras på repetitiva intäkter, vilka ökar när fler slutanvändare adderas till plattformen.

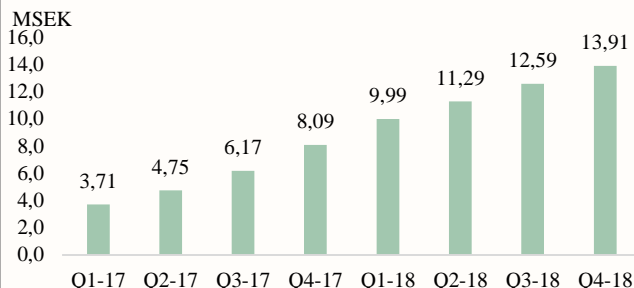
I samband med Q4-rapporten 2018 står det klart att Greater Than ökar omsättningen för åttonde kvartalet i rad.

Omsättning, kvartalsbasis

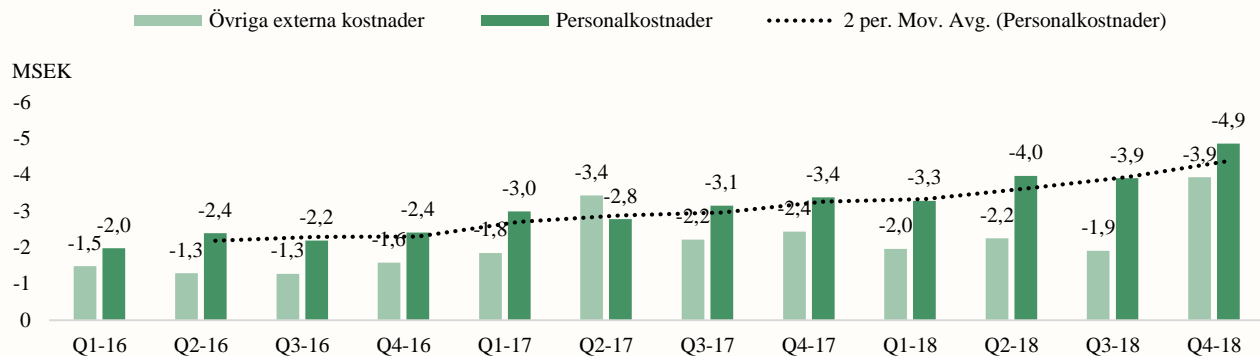


Källa: Greater Than

Omsättning, tolv månader rullande (LTM)



Källa: Greater Than



Källa: Greater Than

Finansiell ställning – kassan stärkt under januari 2019

Vid utgången av december uppgick kassan till ca 3,3 MSEK, att jämföra med ca 6,5 MSEK vid utgången av september. Bolagets *burn rate* senaste tre rapporterade månaderna är således ca 1 MSEK/månad vilket är i linje med tidigare kvartal. Greater Than har således en god kostnadskontroll under avslutningen av 2018. Under januari 2019 genomförde Greater Than en företrädesemission som tillförde Bolaget ca 25 MSEK före emissionskostnader, den finansiella ställningen är därmed stark. Då Greater Than ännu inte är lönsamma är det därför att anse som positivt att kassan är påfylld och att Bolaget har en bra kostnadskontroll.

Höjt värderingsintervall

Greater Than fortsätter att öka sin försäljning i linje med våra estimat. Tillsammans med fortsatt god kostnadskontroll, låg *burn rate* och en kassa som under januari 2019 fylldes på med ca 25 MSEK, är den finansiella positionen stark. Det i sin tur anser vi sänker den operativa risken i verksamheten och motiverar en premie i värderingen. Dessutom anser vi att Greater Thans ägarbild ser mer intressant ut idag, där Keel Capital gått in om större ägare (ca 11 %). I samband med Q4-rapporten för 2018 höjer vi vårt värderingsintervall.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q4-18	Efter Q4-18	Förändring
Base, nuvärde av 2022 års prognos:	39	51	30 %
Bull, nuvärde av 2022 års prognos:	54	69	28 %
Bear, nuvärde av 2022 års prognos:	17	28	65 %

INVESTERINGSIDÉ

Greater Than har samlat data i över 15 år. Känsligheten i den AI-baserade plattformen fångar upp minsta förändring i körmonster och korrelerar körpoängen mot en skadefrekvens. Det resulterar i miljardtals analytiska slutsatser. Greater Thans AI-plattform genererar faktisk försäljning, där tolv månade rullande omsättning uppgår till ca 14 MSEK. Nyligen tecknat avtal med FIA förväntas vara en stark värde drivare i investeringscasen. År 2022 prognostiseras Greater Than ha nått en omsättning över 100 MSEK, vilket med en diskonteringsränta om 8 % och en målmultipel härledd från en relativvärdering, ger ett nuvärde per aktie om 51 kr i ett Base scenario.

Den förändring som pågår i försäkringsbranschen gynnar Greater Than

McKinsey (2017) drar slutsatsen att försäkringsbranschen, med sin traditionella affärsmodell, står inför stora förändringar till följd av digitaliseringen. En trend som identifierats är den växande konkurrenskraften hos de bolag som äger stora volymer data (s.k. *Big Data*), ofta mätt i realtid, med kapaciteten att analysera denna på detaljnivå. För bilförsäkringar kan det argumenteras att data mätt i realtid över hur riskbenäget och hur många mil någon kör, är mer värdefullt för att avgöra försäkringspremien än t.ex. ålder, bostadsområde och olyckshistorik. Att Greater Than har en stor mängd detaljerad realtidsdata och den teknologiska plattformen för att analysera den, ger Bolaget en attraktiv position i det pågående trendsiftet i försäkringsbranschen.

AI-plattformen gynnar både försäkringsbolagen och försäkringstagare

Greater Thans AI-plattform skapar mervärde för både försäkringsbolagen och försäkringstagaren. Via den AI-baserade teknikplattformen kan försäkringsbolag hantera sin lönsamhet bättre, minska verksamhetsrisken och mer effektivt beräkna förväntade *loss ratio* (skadeprocent) där uppföljning sker i realtid. Med individuell prissättning kan skadefrekvensen minska, och försäkringsbolag kan erbjuda mer attraktiva försäkringspremier. För försäkringstagaren innebär lösningen en transparent och individuell prissättning, vilken föraren själv kan påverka. Med Greater Thans plattform kan försäkringsbolag minska skadefrekvensen med 40 %, och för konsumenter innebär lösningen en 17 % lägre premie. Det är starka argument i en dialog med nya försäkringsbolag och för att öka antalet slutanvändare.

FIA har över 80 miljoner medlemmar i 145 länder – det öppnar nya dörrar för Greater Than

FIA Smart Driving Challenge är ett mästerskap i smart bilkörning och ett globalt initiativ för trafiksäkerhet som arrangeras av FIA. Det är ett öppet mästerskap där "vanliga" bilförare kan delta genom att köra smart, säkert och miljövänligt under sin vardagskörning med sin egna bil. Körningen mäts och betygssätts med hjälp av Greater Thans teknikplattform Enerfy. FIA har över 80 miljoner medlemmar i 145 länder och att den internationella motorsportvärlden nu väljer samma teknik som Greater Thans försäkringskunder, är ett genombrott på global nivå. Avtalet anses innebära en helt ny expansionstakt för Bolaget. Det ska även tilläggas att avtalet i sig kan generera betydande kassaflöden för Greater Than, avtalet med FIA inkluderar nämligen en *revenue share*-modell som innebär att den årsavgift en deltagare betalar för att delta i FIA Smart Driving Challenge fördelas mellan Greater Than och FIA. Även om samtliga av FIA:s 80 miljoner medlemmar inte kommer delta, kan redan en mindre andel deltagare komma att resultera i betydande intäkter för Greater Than.

Affärsmodellen kan resultera i snabb tillväxt givet ökat antal slutanvändare

Greater Than har under senaste året ingått flera samarbeten med aktörer inom Norden, Europa och Asien. Under 2018 är det viktigt att Bolaget på ett fortsatt effektivt vis tillvaratar sitt momentum och de möjligheter som finns. Under augusti har befintliga kunder kommunicerat att de kommer skala upp försäljningen av försäkringar baserade på Greater Thans teknik, vilket är att anse som positivt och en bekräftelse på att erbjudandet är efterfrågat. I ett Base scenario förväntas Greater Than omsätta ca 100 MSEK år 2022. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 8 % och P/S 6,5 som målmultipel på 2022 års försäljning, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 51 kr.

Marknaden är fortfarande omogen – förändring kan ta längre tid än väntat

Om den digitala omställningen av försäkringsindustrin tar längre tid än väntat, kan det resultera i ett lågt antal anslutna slutanvändare till Enerfy-plattformen. Med en estimerad kassa om ca 25 MSEK per sista februari 2019 och en estimerad genomsnittlig *burn rate* om 1,4 MSEK/månad framgent, är Greater Than finansierade tills mitten av 2020 (Se sida 17 för gjorda beräkningar och antaganden). Greater Than växer sin omsättning kvartal till kvartal, och med nuvarande finansiella position anses den finansiella risken som låg. Vi ser ingen större nyemissionsrisk kommande 12-18 månaderna.

FÖRSÄKRINGS-
BRANSCHEN
HÅLLER PÅ
ATT
FÖRÄNDRAS

ATTRAKTIVT
ERBJUDANDE
FÖR BÅDE
FÖRSÄKRINGS-
BOLAG OCH
FÖRSÄKRINGS-
TAGARE

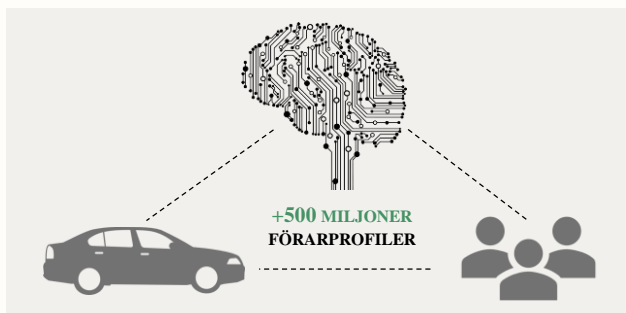
>100 MSEK
OMSÄTTNING
PÅ 2022 ÅRS
PROGNOS

BOLAGSBESKRIVNING

Greater Than har över 15 års erfarenhet av att förstå bilförare och med över 15 miljarder analyserade kilometer har Bolaget byggt en databas på över 500 miljoner referensprofiler. Baserat på den erfarenheten möjliggör Greater Than för försäkringsbolag att prissätta sina försäkringar baserat på AI, och som vill digitalisera för att sänka sin skadefrekvens och samtidigt erbjuda konsumenten transparenta, bättre och billigare produkter. Greater Thans AI-baserade premiemodell ersätter ett gammalt system för att prissätta försäkringar, och istället för kollektiv prissättning som baseras på äldre skadestatistik prissätter deras AI varje enskild biltur baserat på realtidsdata. Individuell prissättning resulterar i sänkta kostnader och med Bolagets AI-modell blir prissättningen granulär, transparent och påverkbar för konsumenten. I genomsnitt innebär Greater Thans försäkringslösning 17 % lägre premie för konsumenten och 40 % lägre skadefrekvens för försäkringsbolaget.

**40 %
LÄGRE
SKADE-
FREKVENNS**

Med en kombination av Big Data (data som är för omfattande och komplex för traditionella mjukvaruprogram) och algoritmer baserade på artificiell intelligens (AI), möjliggör Enerfy att få ett specifikt värde ur en stor mängd kördata. Det har resulterat i miljontals förarprofiler vilka bearbetas av Bolagets AI.



Affärs- och intäktsmodell

Greater Than erbjuder digitala bilförsäkringar som en komplett nyckelfärdig produkt med kundens egna design och varumärke. För att ytterligare förenkla kräver Bolagets paketlösningar ingen integration med försäkringsbolagens IT-system, vilket innebär att kunder kan börja sälja digitala produkter till nya segment inom loppet av några veckor.

Vid en licensaffär med ett försäkringsbolag där aktören använder sig av Enerfy-plattformen via eget varumärke (s.k. *white label*), erhåller Greater Than följande intäkter:

- En fast ersättning per användare och månad och,
- en linjär ersättning som bestäms utifrån antal användare.

Affärsmodellen är skalbar och ger således upphov till skalbara intäkter och goda bruttomarginaler för Greater Than. Bolagets AI-plattform genererar intäkter redan idag, där tolv månader rullande omsättning uppgår till ca 14 MSEK.

Kostnadsdrivare

Greater Than har utvecklat plattformen Enerfy under lång tid och har tagit stora delar av de investeringskostnader som är relaterade till en sådan utveckling. Plattformen säljs som en färdigpaketerad lösning till försäkringsbolag, och det finns ingen direkt begränsning i hur många användare plattformen kan hantera. Efter att Greater Than sålt in lösningen till ett försäkringsbolag är det upp till bolaget att addera försäkring kunder, från vilka Greater Than erhåller en återkommande intäkt. Skalbarheten i detta resulterar i låga bruttokostnader och således hög bruttomarginal. Kostnader för Greater Than bedöms primärt bestå av overhead-kostnader, t.ex. egen personal.

Strategi och förutsättningar

Greater Than har samarbete med flera olika aktörer, t.ex. Moderna Försäkringar, danska Tryg Forsikring A/S, norska Tryg Norge och finska LähiTapiola. Greater Than har på knappt ett år därmed skapat sig en närvaro i hela Norden. Under september 2018 tecknade Greater Than även ett avtal med ComfortDelGro i Singapore. Det innebär att Greater Than tar steget utanför Norden och Europa och in på den asiatiska marknaden. Nyligen tecknat avtal med FIA förväntas även innebära en helt ny expansionstakt framgent för Greater Than.

Greater Than kommer fortsatt att fokusera på licensaffärer med försäkringsbolag som får tillgång till Enerfy-plattformen, varpå Greater Than får en återkommande intäkt per användare. Det är dessutom tänkbart att Greater Than kan identifiera en eller flera strategiska partners som redan har försäkringsbolag som kunder, och på så vis nå snabbare ut i marknaden.

**ÅTERKOMMANDE
INTÄKTER
MÖJLIGGÖR HÖG
BRUTTO-
MARGINAL**

**WHITE LABEL-
FÖRSÄLJNING
ÄR FOKUS...**

**... SAMT ATT
HITTA
STRATEGISK
PARTNER**

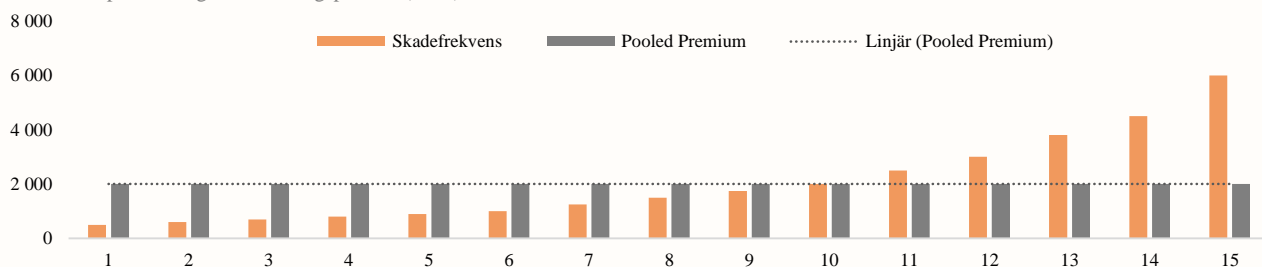
GREATER THANS TEKNIK

Räkneexempel: traditionell prissättning av premium och skadefrekvens

Traditionellt prissätts bilförsäkringar per år och med ett pris som baseras på hela kollektivet. Från försäkringsbolagets perspektiv fördelas försäkringspremien som ett genomsnitt, jämnt fördelat över alla försäkringstagare av en given försäkring. Således blir kostnadsdistributionen helt linjär. Följande är ett illustrativt exempel för en fordonsgrupp bestående av 1 000 bilar, med en premie om 2 000 EUR/bil. Den uppskattade skadekostnaden är 1,5 MEUR.

Med traditionella metoder prissätts försäkringspremier baserat på hela kollektivet, som i sin tur erhåller samma försäkringspremie.

Traditionell prissättning av försäkringspremier (EUR)



Källa: Greater Than

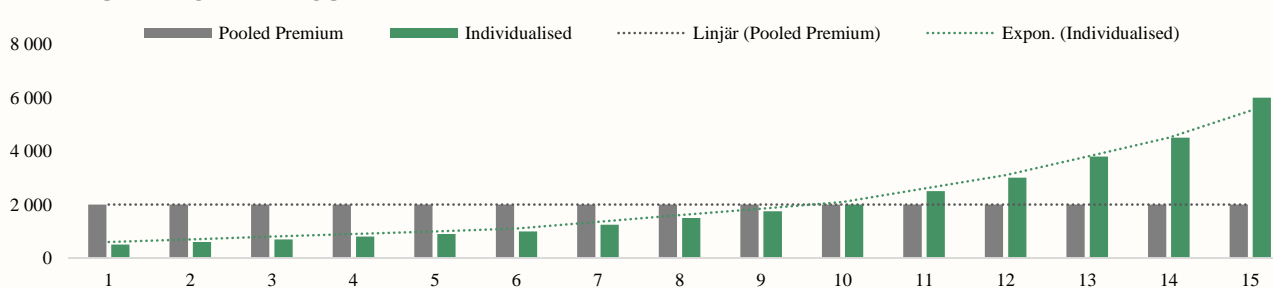
Den slutsats som kan dras från ovan diagram är alltså att de individer som befinner sig inom grupp 11-15 betalar samma försäkringspremie som de som befinner sig inom grupp 1-10. Samtidigt är det grupp 11-15 som står för högst skadefrekvens, och som således är de individer som driver upp försäkringspremien för hela gruppen. Prissättning sker alltså kollektivt, jämnt fördelat, istället för på individnivå. Detta är såklart problematiskt, dels då det missgynnar de bilförare som förtjänar en lägre premie, dels då försäkringsbolagen saknar förmågan att i realtid veta vilken individ som tillhör vilken grupp. Om försäkringsbolag skulle ha realtidsinformation om respektive individ och bilförare, skulle försäkringsbolaget kunna strukturera om sin försäkringsportfölj, justera premier löpande och om nödvändigt göra sig av med s.k. "bad risk". Detta skulle innebära en lägre skadefrekvens för försäkringsbolagen, och möjliggöra en lägre premie för flera bilförare.

Räkneexempel: prissättning av premium baserat på AI

Med Greater Thans teknik erhåller försäkringsbolagen detaljerad kördata på individnivå. Bolaget har idag en databas som består av miljontals olika förarprofiler och ur denna *Big Data*-miljö har Greater Than härlett ett poängsystem. Att ha en omfattande databas är såklart värdefullt, men det stora värdet ligger i att Greater Than tillhandhåller just nämnda poängsystem till försäkringsbolagen. Baserat på poängsystemet som t.ex. kan sträcka sig från 1 (lägst riskprofil) till 15 (högst riskprofil), matchar Greater Thans AI-plattform bilförarens körbeteende i realtid. Beroende på vilken grupp föraren befinner sig i, kan försäkringsbolagen enkelt prissätta premien baserat på förväntad skadefrekvens.

Med Greater Thans AI kan försäkringspremier prissättas individuellt och i realtid, vilket ger en mer korrekt bedömning av aktuell riskprofil.

AI-baserad prissättning av försäkringspremier (EUR)



Källa: Greater Than

Som det framgår av de gröna området ovan erhåller försäkringsbolagen detaljerad information på individnivå om varje försäkringstagare och kan därefter prissätta deras försäkringspremie individuellt. Det gör att försäkringsbolaget på ett bättre sätt kan hantera sin försäkringsportfölj, balansera risk och försäkringstagare får en individuellt prissatt premie, en premie som de även kan påverka genom sitt faktiska körbeteende.

MARKNADSANALYS

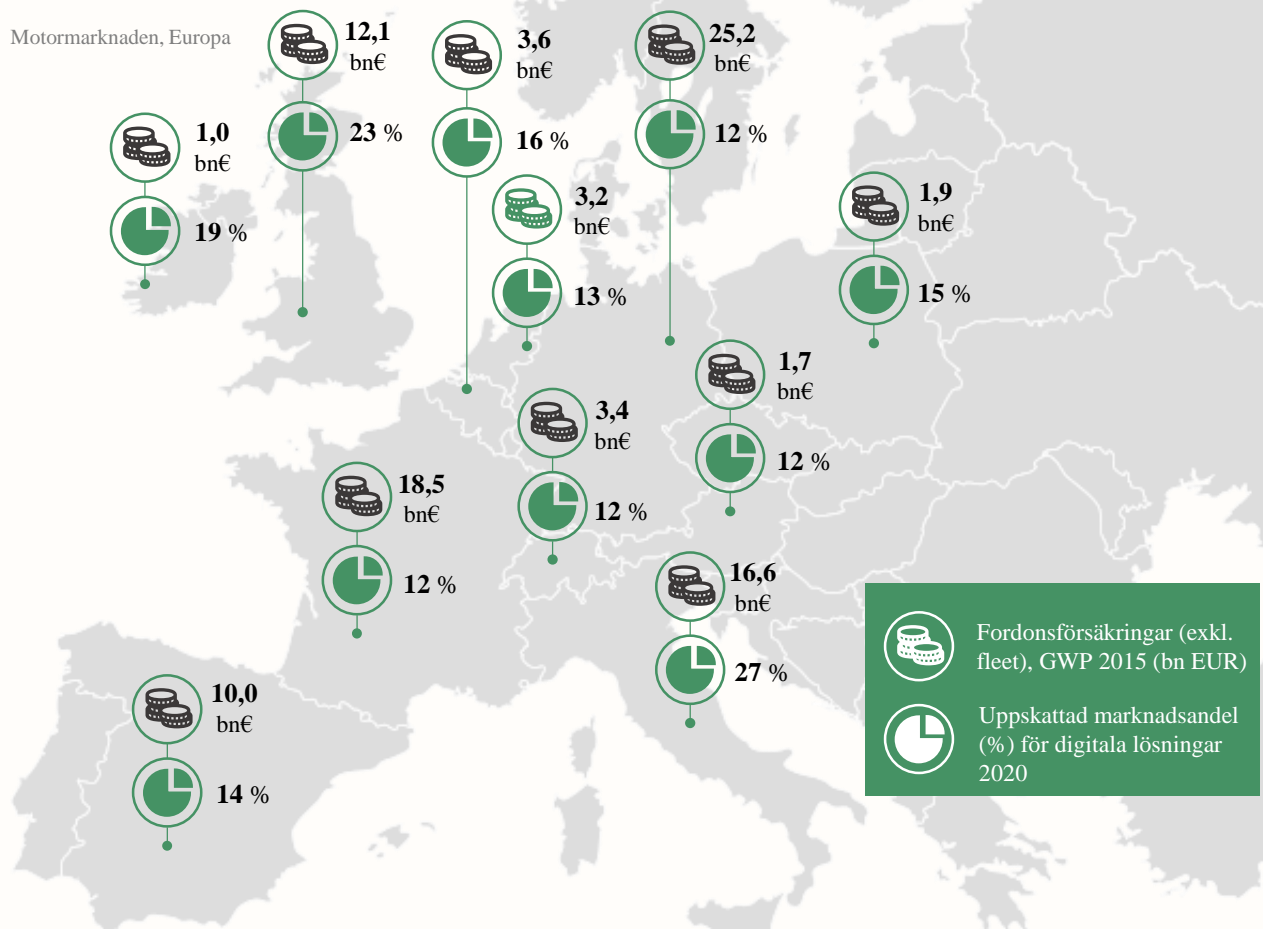
Försäkringsbranschen har länge varit oförändrad, där strukturell trögrörlighet hämmat utvecklingen. Till följd av den digitala utvecklingen har dock branschen börjat förändras. Intresset för InsurTech, att med ny teknologi (t.ex. Artificiell Intelligens (AI) och IoT) förändra den traditionella försäkringsmodellen, har ökat och globalt så har riskkapitalister investerat miljardbelopp. Även om försäkringsbranschen är trögrörlig, finns det ett stort behov av teknik som möjliggör en mer individuell försäkringskostnad.

Inträdesbarriären till försäkringsmarknaden består av en komplex regulatorisk miljö och stora försäkringsbolag med starka balansräkningar, god tillgång till kapital och stora historiska databaser har länge begränsat nya aktörers konkurrenskraft. Dessa faktorer har bidragit till varför försäkringsbranschen inte har haft ett lika utbredd behov av att utvecklas, som många andra sektorer. McKinsey (2017) menar att försäkringsbranschens traditionella affärsmodell nu möter allt större utmaningar till följd av den digitala utvecklingen. Bolag med tillgång till omfattande mängd detaljerad realtidsdata, med den teknologiska plattformen för att analysera den, har en potentiellt värdefull roll i den framtida försäkringsindustrin.

Med detaljerad data och rätt teknologisk plattform kan aktörer handplocka kunder med låg riskprofil och erbjuda dem skräddarsydda lösningar, t.ex. en individuellt prissatt bilförsäkring. Om dessa aktörer når ut till en tillräckligt bred massa, kan den traditionella försäkringsmodellen som bygger på att kunder med låg riskprofil kompenseras för kunder med hög riskprofil kollapsa.

Deloitte (2016) anger i sin rapport *European Motor Insurance Study* att den potentiella marknadsstorleken för elva europeiska länder (se nedan figur) för digitala fordonsförsäkringar kan uppgå till 15 mdEUR till år 2020. Deloitte drar slutsatsen att digitala fordonsförsäkringar är på god väg att bli ett viktigt erbjudande mot konsumenter.

Deloitte's marknadsrapport visar att försäkringsbolag i allt högre grad kommer att övergå till mer digitala erbjudanden.



Källa: Deloitte (2016), *European Motor Insurance Study – The rise of digitally-enabled motor insurance.*

MARKNADSANALYS

Försäkringsbolag erbjuder:

- Kollektiv försäkringspremie
- Fasta premier
- Inlåsningsavtal



Försäkringstagare vill ha:

- Individuell prisättning
- Användarbaserad premie
- Frihet att byta



I McKinseys marknadsrapport 2017 framgår att en av de viktigaste faktorerna för försäkringsindustrin är "[...] *the need to commit to speed*".

"Försäkringsbolagen måste snabbt anpassa sig till den digitaliserade världen, och i stor skala."

De aktörer som ej gör detta, eller agerar för sent, riskerar att uppleva en minskad konkurrenskraft som blir svår att återta.

I en artikel publicerad i Forbes (2017) anges framtiden i huvudsak utgöras av användarbaserade bilförsäkringar, där användaren baserat på hur du kör, när du kör och var du kör, får en individuell prissättning. Samma artikel refererar till en studie genomförd

av Frost & Sullivan som bedömer att antalet användarbaserade bilförsäkringar kan nå ett antal om 100 miljoner år 2020, där Italien, Storbritannien och USA står för störst andel av marknaden.

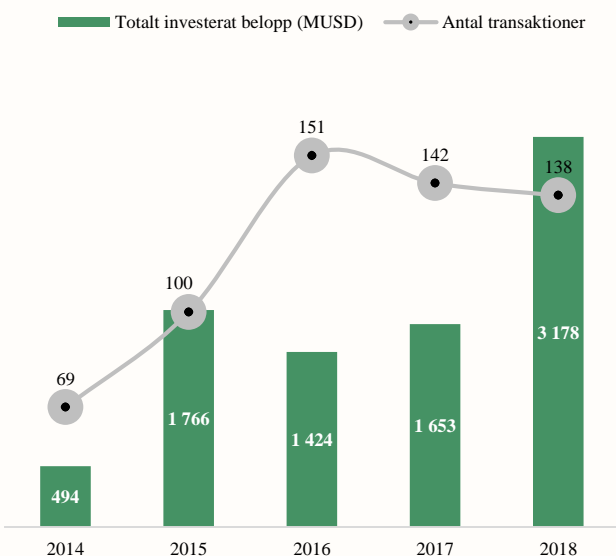
100 MILJONER
ANVÄNDAR-
BASERADE BIL-
FÖRSÄKRINGAR
2020

Mellan 2014 och 2018 har investeringarna i InsurTech ökat med 545 %

Mängden kapital som investerats i InsurTech-start ups uppgick till ca 3,1 miljarder dollar 2018, vilket nästan motsvara en dubbling mot föregående år och jämfört med 2014 motsvarar en ökning om 545 %. Investerare börjar i allt högre grad inse de möjligheter som InsurTech-lösningar skapar, och vilken skalbarhet det [generellt] innebär för företagen som tillhandahåller lösningen. Tillväxten har minst sagt varit kraftig och under de senaste fem åren har över 8,5 miljarder dollar investerats globalt i totalt 600 transaktioner.¹

Intresset för InsurTech har ökat under de senaste åren, med fler transaktioner och större belopp.

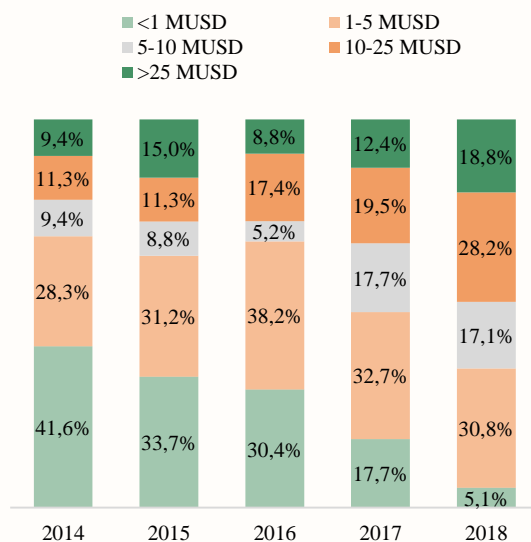
Antal gjorda affärer och belopp investerat



Källa: Fintech Global (2019)

Global fördelning av investerat belopp utifrån transaktionsstorlek, där investeringar över 25 MUSD utgjorde 18,8 % 2018.

Kapitalanskaffning – fördelning utifrån storlek (globalt)



Källa: Fintech Global (2019)

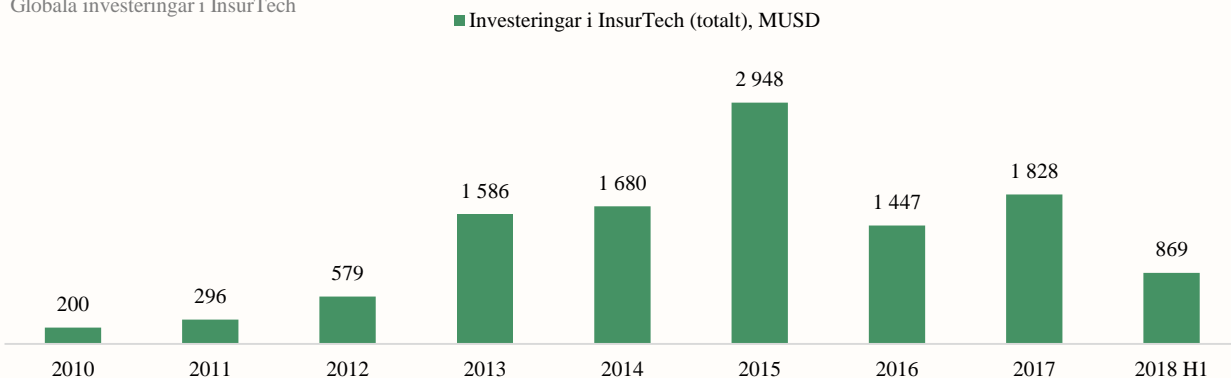
¹Fintech Global (2019), ANNUAL INVESTMENTS IN INSURTECH DOUBLED LAST YEAR

MARKNADSANALYS

I en rapport från Deloitte (2018) kan det utläsas att investeringar i InsurTech håller höga nivåer och att intresset från riskkapitalister är fortsatt högt. Jämförs t.ex. 2017 mot 2012 har investeringar globalt stigit från 579 MUSD till ca 1 800 MUSD, motsvarande en ökning om 210 %.

Investeringarna i InsurTech fortsätter att ligga på en hög nivå.

Globala investeringar i InsurTech



Källa: Deloitte (2018)

Transaktioner

Idag finns ett antal aktörer på marknaden verksamma inom samma, eller närliggande, område som Greater Than. I USA finns t.ex. Zubie och Progressive som erbjuder *Pay-As-You-Drive*, Metromile som erbjuder *Pay-As-You-Go*, och Automatic. Hösten 2016 förvärvade Metromile försäkringsbolaget Mosaic Insurance Alliance för ca 200 MUSD.

Automatic, ett bolag likt Greater Than, förvärvades maj 2017 av SiriusXM för ca 100 MUSD. I Sverige finns t.ex. Automile som utvecklar tjänster som möjliggör för företag att koppla upp sina bilar och erhålla information om t.ex. bilens skick och förarens körvanor. År 2017 tog Automile in 280 MSEK i riskkapital, där en av investerarna var Skypes grundare Niklas Zennström.

Bolag	Land	Valuta	Grundat	Omsättning	Värdering	Värderingstidpunkt	P/S-multipel	Ansk. kapital
Zubie		USD	2012	5 MUSD	75 MUSD	2016	x15	25,9 MUSD
Zendrive		USD	2013	5,5 MUSD	n/a	n/a	n/a	20 MUSD
Metromile		USD	2011	100 MUSD	n/a	n/a	n/a	205,5 MUSD
Automatic Labs		USD	2011	8 MUSD	115 MUSD	2017	x14	24 MUSD
Automile		SEK	2014	15 MSEK	500 MSEK	2016	x33	>350 MSEK

FINANSIELL PROGNOSS

Adresserbar marknad – mätt utifrån antal potentiella bilförsäkringar

Greater Than adresserar olika aktörer som verkar inom och/eller har exponering mot transport-, fordons- eller försäkringsbranschen. Övergripande kan det sägas att Greater Thans adresserbara marknad i slutändan består av personbilar och bilförare, absolut majoritet av försäljningen sker dock via en B2B-modell där Greater Than tillhandahåller sin plattform till exempelvis försäkringsbolag, bolag med stora fordonsflottor m.m.. Likväl kan en mätning av antalet personbilar i marknaden ge en indikation om hur omfattande slutmarknaden är.

I en rapport av *The International Council on Clean Transportation (ICCT)* prognostiseras antalet personbilar globalt öka från ca 1 miljard år 2017 till ca 1,7 miljarder år 2030, en ökning med 70 %. I EU prognostiseras antalet personbilar öka med 31 % till 2030. Greater Than adresserar en global marknad och Enerfy-plattformen kan tillämpas av i stort sett alla aktörer som vill få möjligheten att mäta och bedöma risk i realtid när det kommer till körbeteende. En typisk kund är som nämnt t.ex. ett försäkringsbolag, där Greater Thans AI-baserade premiemodell ersätter ett gammalt system för att prissätta försäkringar. Även om Greater Than adresserar en global marknad kan potentialen ses redan i Europa. Antalet personbilar i Europa uppgick till ca 277 miljoner år 2016, vilket motsvarar ungefär 0,5 personbilar per person. År 2017 uppgick antalet invånare i Europa till ca 511 miljoner, vilket skulle innebära ungefär 245 miljoner bilar år 2017, givet 0,5 per person. I genomsnitt uppskattas antalet personbilar i Europa vara ca 260 miljoner styck under 2018-2019.

Input/mät punkt	Värde
Antal personbilar i Europa 2016	277 051 496
Antal personbilar per 1000 invånare, Europa 2016	481
Ratio per 1 person	0,5
Antal invånare Europa 2017	511 522 671
Antal personbilar Europa 2017, uppskattning	245 850 584
Uppskattat antal personbilar Europa 2018-2019	261 451 040

ADRESSERAR
EN ANDEL OM
38 % AV DEN
EUROPEISKA
MARKNADEN

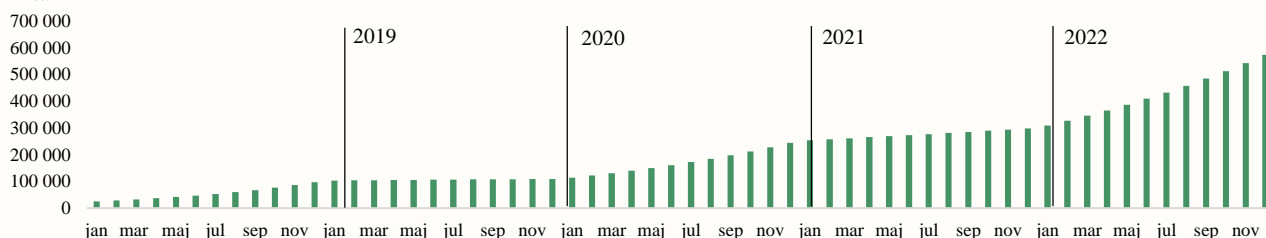
Från ett försäkringsbolags perspektiv kan det sägas att inte alla tjänar på Greater Thans bilförsäkring, beroende på t.ex. hur mycket du kör per år skulle andra försäkringar kunna vara mer tillämpliga. Greater Than uppskattar själva att antalet bilanvändare som hade tjänat på en bilförsäkringsmodell där försäkringspremien baseras på faktisk sträcka, och hur trafiksäkert fordonet framförs, uppgår till ca 100 miljoner på EU-nivå. När Greater Than väl sålt in sin plattform till en försäkringsaktörer, t.ex. som Zurich Insurance, Tryg Danmark/Norge, LähiTapiola i Finland m.fl., är försäljningspotentialen för försäkringsbolagen stor. Baserat på 100 000 miljoner potentiella försäkringskunder där premien och riskprofilen beräknas baserat på Greater Thans teknik, så motsvarar det ett adresserbart marknadssegment om ca 38 % i [enbart] Europa för försäkringsbolagen.

Försäkringstagare – slutanvändare

Greater Than har samarbeten med flera olika försäkringsbolag, vilket är en viktig faktor för att öka antalet försäkringstagare anslutna till Enerfy-plattformen. Greater Than plattform kan sägas "tillverka" alla typer av bilförsäkringar, varför det inte finns någon direkt begränsning i hur stor andel av marknaden Bolaget kan nå ut till. Följande visar hur antalet bilförsäkringar baserade på Enerfy skulle kunna utvecklas till år 2022:

Med tanke på att Greater Thans plattform Enerfy inte har några direkta begränsningar i mängd anslutna användare, kan antalet växa snabbt. Utvecklingen inkluderar även användare som byter till annan försäkringslösning (s.k. "churn"), därav en vågformad ökning.

Akkumulerat antal bilförsäkringar baserade på Enerfy (månadsbasis)
st.



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSS

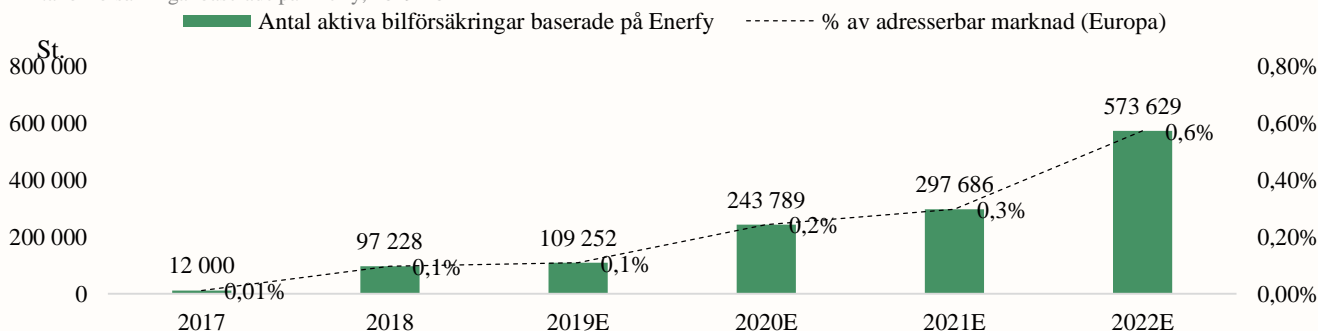
Användartillväxten kopplad till Enerfy antas förutsätta flera parametrar, och utgöra en kombination av bolagsspecifika delar relaterade till Greater Than samt faktorer relaterade till försäkringsbranschen i helhet. Greater Than måste aktivt bearbeta försäkringsbolagen och övertala dessa att använda sig av deras plattform för att i sin tur kunna erbjuda sina kunder individuella bilförsäkringar. Ett argument för detta är att med Greater Thans plattform kan försäkringsbolagen sänka sin kostnader med 40 %. Efter samtal med Bolaget framgår även att implementeringstiden för deras plattform är kort och själva installationen är enkel. Det är viktigt för att undvika trösklar i samband med försäljningsprocessen.

Andra faktorer som Greater Than inte kan kontrollera är de trender som pågår i branschen. Nuvarande trender gynnar Bolaget, där försäkringsbranschen i sin traditionella bemärkelse håller på att förändras. Exakt hur lång tid eller hur snabbt denna omställning kommer ske återstår att se, och är en viktig faktor att ta i beaktning.

Givet antagen tillväxt i antal anslutna användare till Enerfy-plattformen skulle Greater Than vid utgången av 2022, d.v.s. om cirka fem år, ha uppnått närmare 0,6 miljoner bilförsäkringar baserade på Enerfy. Antalet nya försäkringar som adderas till plattformen förväntas ske exponentiellt. Det kan nämnas att enbart finska LähiTapiola, en av Greater Thans nuvarande partners, försäkrar ca 0,8 miljoner personbilar idag.

Gjorda antaganden resulterar i en marknadsandel omkring 0,6 % år 2022, mätt i antal bilförsäkringar i Europa baserade på Enerfy.

Antal bilförsäkringar baserade på Enerfy, 2019-2022E



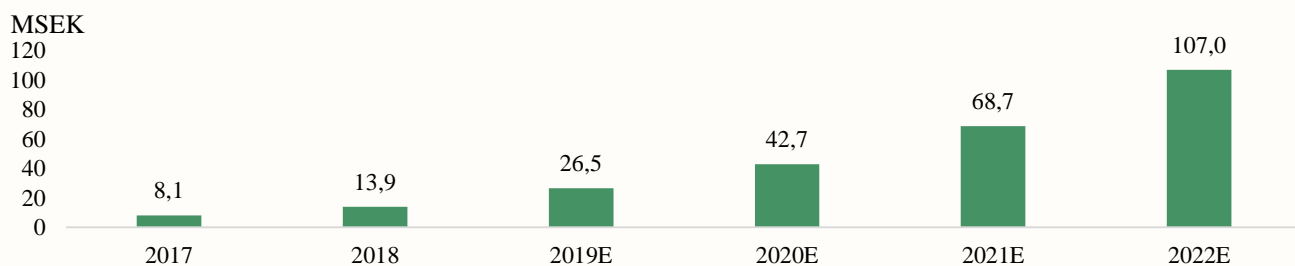
Analyst Groups prognos

Omsättning

Greater Than har inte kommunicerat den prisbild försäkringsbolagen möter när de använder sig av Enerfy-plattformen som en white-label produkt. Prisbilden kommer troligen även att se annorlunda ut framöver, vilket kan motiveras av t.ex. högre användarvolym. Sett till liknande affärsmodeller, d.v.s. där en aktör tillhandahåller en teknikplattform från vilken köparen kan addera användare och erhålla återkommande intäkter, kan det antas att Greater Than erhåller en månadsvis intäkt per användare. Prisbilden är som nämnt okänd, men givet andra liknande affärsmodeller antar Analyst Group en genomsnittlig intäkt per användare (över tid) om ca 20 SEK/månad.

Greater Thans omsättning i ett Base scenario härleds enbart ifrån direktförsäljning av Enerfy-plattformen till försäkringsbolag. Det ska nämnas att Greater Than även kan komma att ingå samarbete med en strategisk partner.

Omsättning från White-label försäljning av Enerfy (exkl. strategisk partner) 2019-2022E



Analyst Groups prognos

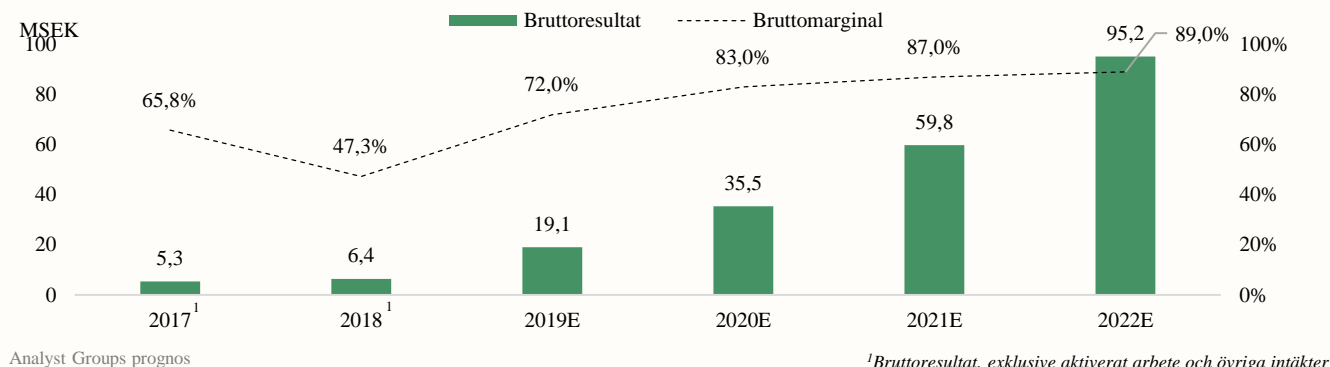
FINANSIELL PROGNOSES

Bruttomarginaler, rörelsekostnader och lönsamhet

För 2018 uppgick den justerade bruttomarginalen till 47 %. Även om vissa justeringar kan antas ske löpande är Enerfy-plattformen redan utvecklad och kommersiell. Greater Thans långsiktiga affärsmodell är att sälja in plattformen som en White-label lösning till försäkringsbolagen, som därefter blir ansvariga för att addera användare till plattformen. För varje ny användare erhåller Greater Than en del av intäkten, vilket således blir högst skalbart. Därmed borde Bolagets bruttomarginal kunna stiga till >90 % i takt med ökat användarantal.

I ett Base scenario antas Greater Than kunna närma sig en bruttomarginal om 90 % till år 2022.

Prognostiserat bruttoresultat (MSEK) 2019-2022E



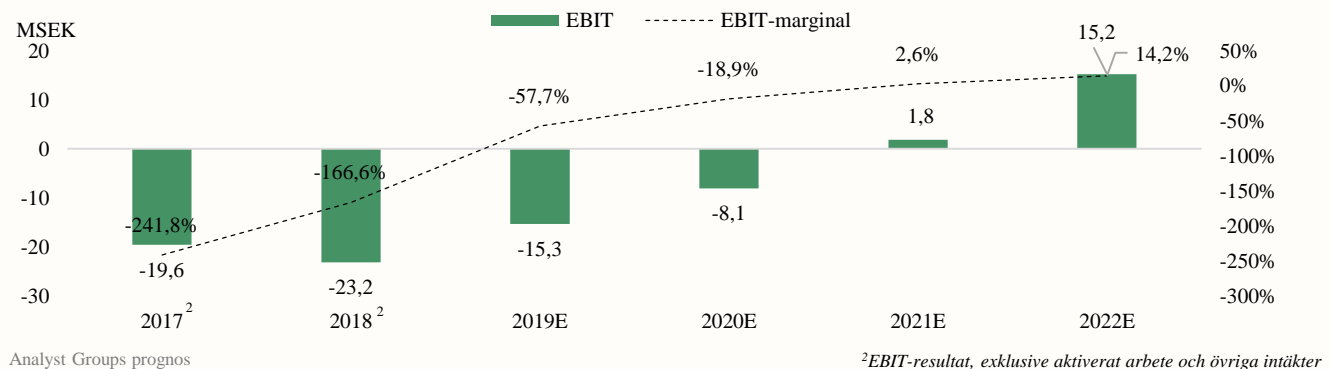
Greater Than har en affärsmodell som innebär att de via egen organisation bearbetar försäkringsbolag för att sälja in Enerfy som en White-label lösning.

Greater Than skriver själva att marknaden för att mäta och jämföra köreffektivitet och säker körning är ny, vilket innebär att Bolaget i stor utsträckning måste upplysa om dessa fördelar för att skapa och utveckla marknaden. Det kan tänkas att Greater Than behöver investera resurser i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen mot mer användarbaserade försäkringar. Denna del i affärsutvecklingen förväntas resultera i ökade rörelsekostnader, vilka påverkar marginalerna. Affärsmodellen förväntas även resultera i att Greater Than kommer anställa mer personal framgent, vilket kan bestå av allt från säljare som aktivt bearbetar marknaden, eller personal med stödfunktioner för den egna organisationen.

Dessa kostnader förväntas dock inte växa i linje med omsättningen, varför framtida rörelsemarginaler prognostiseras stiga.

Greater Thans teknikplattform Enerfy och Bolagets affärsmodell möjliggör högre rörelsemarginaler i takt med att försäljningen ökar.

Prognostiserat EBIT-resultat och EBIT-marginal 2019-2022E, Base scenario



VÄRDERING

Analyst Groups prognos - Base scenario	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	8,1	13,9	26,5	42,7	68,7	107,0
Aktiverat arbete för egen räkning	4,7	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa intäkter	12,8	18,2	26,5	42,7	68,7	107,0
Handelsvaror	-2,8	-7,5	-7,4	-7,3	-8,9	-11,8
Bruttoresultat	10,1	10,7	19,1	35,5	59,8	95,2
Bruttomarginal (adj)	65,8%	46,0%	72,0%	83,0%	87,0%	89,0%
Rörelsekostnader	-22,2	-26,1	-30,7	-38,4	-51,1	-71,4
EBITDA	-12,2	-15,3	-11,6	-2,9	8,7	23,8
EBITDA-marginal (adj)	-208,9%	-141,4%	-43,7%	-6,9%	12,6%	22,2%
Av- och nedskrivningar	-2,7	-3,5	-3,7	-5,1	-6,9	-8,6
EBIT	-14,8	-18,9	-15,3	-8,1	1,8	15,2
EBIT-marginal (adj)	-241,8%	-166,6%	-57,7%	-18,9%	2,6%	14,2%
P/S	59,4	34,5	18,1	11,2	7,0	4,5
EV/S	56,9	33,1	17,3	10,8	6,7	4,3
EV/EBIT	-31,1	-24,4	-30,0	-57,1	253,8	30,2

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *NetEnt AB* och *Sapiens International Corporation* ("Sapiens"). Även om exakt produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och Greater Than avseende affärsmodell, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och till viss del kapitalstruktur.

Sapiens International Corporation är en global leverantör av IT-lösningar för försäkringsbranschen. Bolagets lösningar moderniserar affärsprocesser och gör det möjligt för försäkringsorganisationer och andra företag att snabbt anpassa sig till förändringar. Sapiens modulära lösningar anpassar IT med företags krav på snabbhet, flexibilitet och effektivitet. Sapiens International Corporation är noterade på Nasdaq (USA-börsen), värderas till 685 MUSD (2019-03-11) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 289,7 MUSD, med en EBIT-marginal på 7,9 %.

NetEnt AB är ett B2B-företag som utvecklar och säljer programvara (spel- och systemlösningar) till operatörer av onlinekasino runt om i världen. Speloperatörerna betalar en månatlig royaltyavgift till NetEnt, en procentuell andel av spelöverskottet som kasinot genererar. NetEnt har även en aktiv roll i integrationsarbetet hos nya kunder. NetEnt är noterade på Nasdaq Large Cap, värderas till 8,2 mdSEK (2019-03-11) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 1,8 mdSEK, med en EBIT-marginal på 33,8 %.

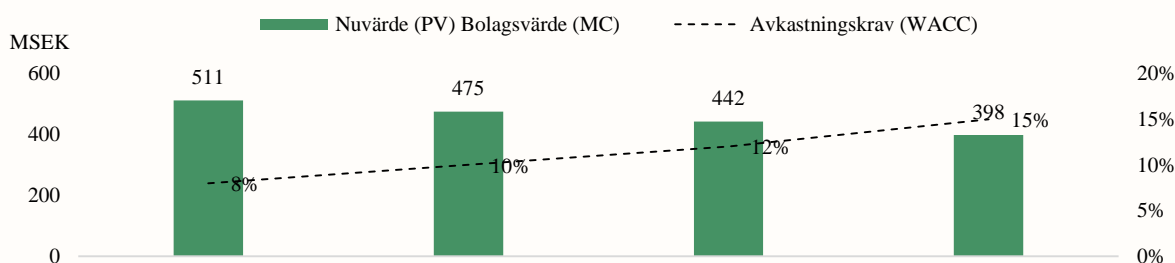
Då Greater Than prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen. Medelvärde av ovan nämnda företags P/S-multiplar är 3,5, där NetEnt ligger i ett högre intervall omkring x5. Sapiens har en bredare organisation, medan NetEnt och Greater Thans affärsmodell har mer likheter (även om slutkund skiljer sig). Givet en målmultipel om P/S 6,5, vilket därmed är något över NetEnt, motiverat av andra förutsättningar för tillväxt, på 2022 års prognostiserad försäljning om ca 107 MSEK, ger det ett värde om ca 700 MSEK. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, illustrerar nedan diagram olika värderingsnivåer. Med 8 % diskonteringsränta erhålls ett fundamentalt nuvärde per aktie om 51 kr i ett Base scenario.

51 KR

PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)

Vid 8 % diskonteringsränta, ger det ett nuvärde om ca 510 MSEK, jämfört med 480 MSEK idag (2019-03-12).

Potentiellt Market Cap (nuvärde) på 2022 års prognos



Analyst Groups prognos

BULL & BEAR

Bull scenario

Försäkringsbranschen befinner sig i ett strukturellt skifte, och Greater Than har ett *first mover advantage*. Den medvind som råder kan således komma att bidra till snabbare tillväxt för Greater Than, vilket visar sig i ökat antal slutanvändare anslutna till Enerfy-plattformen. Greater Than har en uttalad affärsmodell att mot en månatlig avgift per slutanvändare tillhandahålla kompletta digitala försäkringslösningar, som avser att hjälpa traditionella försäkringsbolag att digitalisera och genom en AI-baserad premiömodell sätta priser som ger lägre skadefall. Greater Than säger sig själva kunna hjälpa försäkringsbolag att sänka skadekostnader med 40 %, vilket är en stark ”selling point”.

Greater Than arbetar med direktförsäljning mot försäkringsbolag, där avtal finns med bl.a. Moderna Försäkringar, Tryg (Norge och Danmark), LähiTapiola (Finland) m.fl.

I ett Bull scenario kan det tänkas att Greater Than även etablerar samarbete med en strategisk partner. Ett sådant samarbete kan korta ned tider för införsäljning mot försäkringsbolag, och således bidra till ökat antal anslutna slutanvändare. Dock kan det antas att intäkten per slutanvändare för Greater Than blir lägre, något som vägs upp av en högre volym. Avtalet med FIA kan på sätt och vis ses som ett avtal med strategisk partner, ett samarbetet som antas resultera i en snabbare expansion för Bolaget.

I takt med att organisationen växer, förväntas Greater Than behöva anställa mer personal vilket således genererar en högre kostnadsmassa även i ett Bull scenario. Dessutom kommer resurser troligen behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen och försäljningen av Enerfy-plattformen till försäkringsbolag. Då dessa kostnader inte förväntas växa i takt med omsättningen, prognostiseras rörelsemarginalen stiga framöver.

Det har gjorts flera uppköp av aktörer som har likheter med Greater Than. Exempelvis förvärvades Automatic för ca 115 MUSD (Automatic Labs omsätter ca 0,8 MUSD) under maj 2017. Det motsvarar en P/S-multipel om x144 (!). Det kan tänkas att det finns köpare som dels är intresserade av försäkringsdelen, dels Greater Thans databas och teknologi.

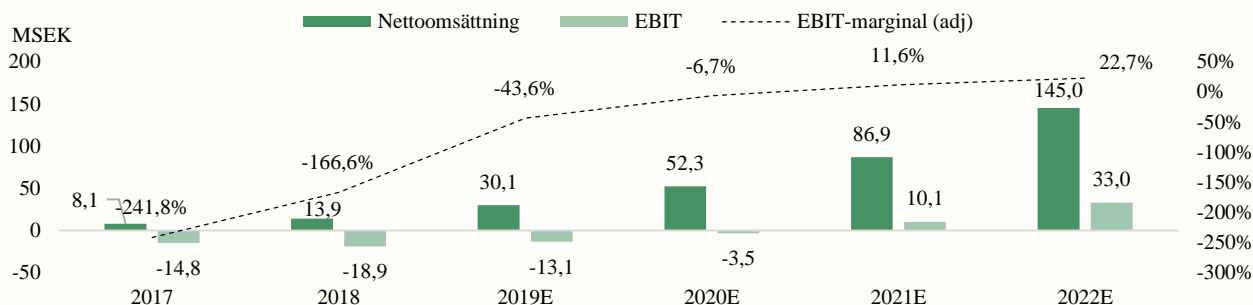
SAMARBETET
MED FIA SES
SOM EN
STARK
DRIVARE I
ETT BULL
SCENARIO

Bull-faktorer i urval

- **Stark strukturell tillväxt** FinTech kan argumenteras för att ha nått sin fulla potentiell, medan InsurTech fortfarande har en lång period av förväntad tillväxt framför sig. Den strukturella tillväxten i branschen kan komma att skynda på Greater Thans tillväxt ytterligare.
- **Samarbete med strategisk parter** Kan resultera i högre tillväxt än vad Greater Than skulle kunna klara av på stand-alone-basis.
- **Samarbetet med FIA kan resultera i en högre tillväxttakt** FIA har över 80 miljoner medlemmar i 145 länder. Avtalet anses innebära en helt ny expansionstakt för Bolaget och i ett Bull scenario får detta bra genomslag i försäljningen.

Starkare strukturell tillväxt än väntat och eventuellt samarbete med en strategisk partner kan öka tillväxten och driva värderingen ytterligare.

Prognostiserad omsättning, EBIT-resultat och EBIT-marginal 2019-2022E, Bull scenario



Analyst Groups prognos

69 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 8 %, en målmultipel om P/S 7 på 2022 års försäljning, ger det ett nuvärde per aktie om 69 kr, i ett Bull scenario. Det ska noteras att prognoserna sträcker över fem år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa. Vid avvikelser från gjorda antaganden som kan komma att ske över tid, både i positiv och negativ bemärkelse, måste antaganden förändras vilket då påverkar nuvärdet på Bolagets aktie.

BULL & BEAR

Bear scenario

Greater Than verkar på en marknad som ännu inte har uppnått mognadsstadiet och som kan komma att uppvisa oförutsägbara rörelser med olika riktningar. Osäkerhetsfaktorerna är flera, och Greater Than är fortfarande en relativt liten aktör i marknaden. I ett Bear scenario lyckas inte Greater Than nå fler slutanvändare till Enerfy-plattformen i tillräckligt hög takt, vilket resulterar i lägre tillväxt. Faktorer bakom detta kan härröras från både den egna organisationens förmåga, men även från branschen som helhet. Om omställningen till en mer digital försäkringsbransch tar längre tid än väntat, kan det bidra till att Bolaget fortsätter dras med förlustresultat. I en sådan situation kan upprepade extern finansiering komma att bli nödvändigt.

Bear-faktorer i urval

- **Trögare omställning än väntat**

Greater Than verkar på en ny marknad och förändringen i biltillverkares och försäkringsbolags inställning till Bolagets teknik kan ta längre tid än väntat. Nya förutsättningar kan göra att Bolaget, som är en liten organisation idag, får svårt att ställa om i tid.

- **Låg användartillväxt**

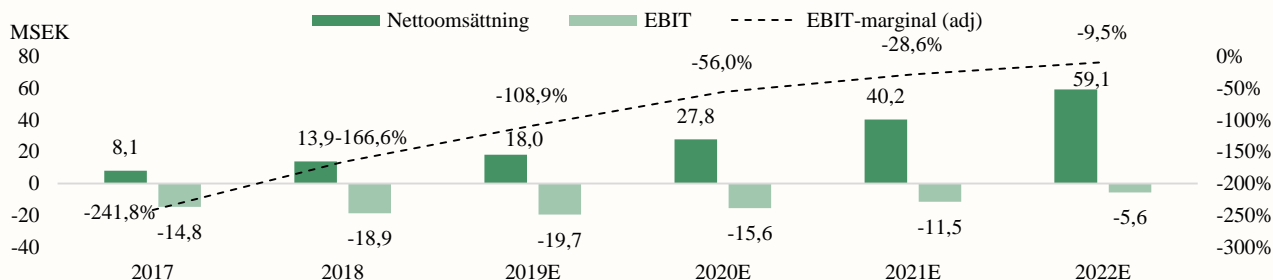
En långsammare förändring, där den digitala omställningen av försäkringsindustrin tar längre tid än väntat, kan resultera i ett lågt antal anslutna slutanvändare till Enerfy-plattformen, och således lägre intäkter för Greater Than.

- **Fortsatt förlustresultat**

Om inte Greater Than lyckas öka omsättningen i tillräckligt hög grad, och ingen annan utomstående faktor inträffar (t.ex. uppköp), kommer Bolaget fortsätta dras med förluster. Behov kommer då finnas av ytterligare externt kapital, t.ex. via nyemission. Med emission jan/feb 2019 är dock kassan påfylld med ca 25 MSEK.

Lägre strukturell tillväxt än väntat och otillräckligt antal anslutna slutanvändare kan resultera i lägre tillväxt och fortsatt förlustresultat.

Prognostiserad omsättning, EBIT-resultat och EBIT-marginal 2019-2022E, Bear scenario



Analyst Groups prognos

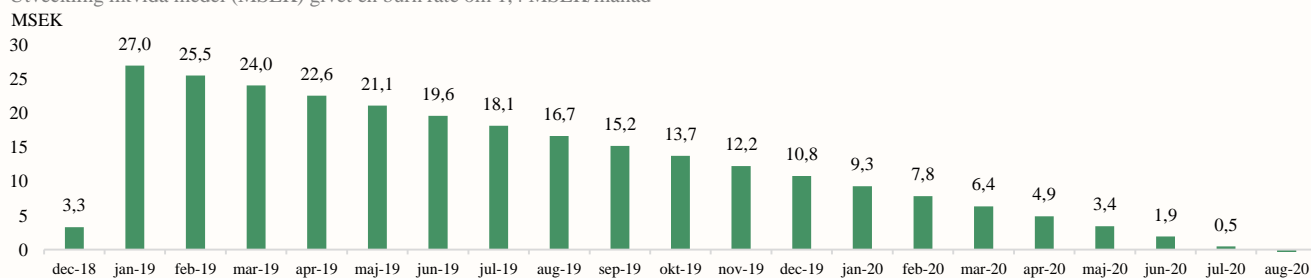
28 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 8 %, en målmultipel om P/S 6,5 på 2022 års försäljning, vilket motiveras av lägre tillväxt än angivet Base scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 28 kr, i ett Bear scenario.

I angivet Bear scenario blir Greater Than inte lönsamma under prognosperioden som sträcker sig till år 2022. Med tanke på det låga resultatet, och hur rörelsekapitalbehovet ser ut, kan det inte uteslutas att Greater Than kan komma att behöva inhämta nytt externt kapital, t.ex. genom nyemission, för att fortsätta finansiera verksamheten. Under januari 2019 genomförde dock Greater Than en företrädesemission som tillförde Bolaget ca 25 MSEK, något som stärkt kassan betydligt.

Greater Than är inte lönsamma idag, men har en bra kostnadskontroll och påfylld kassa. Vi ser ingen större nyemissionsrisk kommande 12-18 månaderna.

Utveckling likvida medel (MSEK) givet en burn rate om 1,4 MSEK/månad



Analyst Groups prognos

VD-INTERVJU, LISELOTT JOHANSSON



Omsättningen ökar för åttonde kvartalet i rad, och ni har stärkt organisationen med flera nyckelpersoner. Under fjärde kvartalet, vad är du nöjd med respektive mindre nöjd med? Om du fick nämna tre saker som ni kunnat förbättra, vad hade det varit?

Det finns alltid saker att förbättra men jag är nöjd med fjärde kvartalet. Om jag ska säga en sak så kan det vara att vi har fått tag på mycket bra personal men vi skulle kanske varit ännu mer aggressiva på att anställa. Det är alltid en balans mellan kostnadskontroll men samtidigt accelerera affären.

Ni har under 2018 tecknat avtal med fler stora internationella aktörer, bl.a. Zurich Insurance i Storbritannien och ComfortDelGro i Singapore. Enligt dig, vilka nyckelfaktorer bedömer du har varit avgörande för att ni har lyckats knyta till er sådana starka kunder?

Det främsta skälet är starka "user cases" med mycket fina resultat.

Ett annat tungt vägande skäl är behovet av information om risk och vårt AI tillför helt ny insikt om "bad/good" risk, i realtid.

Det tredje skälet är behovet av fler och modernare försäkringslösningar. Kunder tycker om att vi har en komplett plattform som gör det enkelt för dem att digitalisera. Den digitala generationen vill ha mer än bara ett försäkringsbrev.

Under hösten 2018 ingick ni ett samarbete med FIA, där deltagare från hela världen kommer att använda er plattform för att tävla i smart bilkörning i FIA Smart Driving Challenge. Nu har några månader fortlöpt sedan lanseringen, kan du berätta mer om hur nuläget och nuvarande momentum ser ut?

Att FIA ger världen en helt ny tävlingsserie, där vanliga bilister får uppmärksamhet och där "Smart Driving" får ett erkännande, som kräver skicklighet, det är nog det största som hänt på trafiksidan sedan rullbältet infördes. Lanseringen skedde i samband med Sweden Rally där fick vi enorm uppmärksamhet bl.a. med Prins Carl Filip som FIA SDC-chaufför. Se gärna filmklippet från lanseringen <https://youtu.be/o88bKP50JUJ>

FIA SDC är något vi bygger över lång tid tillsammans med världens motorklubbar och andra intressenter inom trafiksäkerhet och miljö. Starten har varit en succé och vi ska göra den här tävlingen så stor det bara går.

Under 2018 gjorde ni en hel del nyrekryteringar. Hur ser du på ert personal- och rekryteringsbehov under 2019? Om ni ska utöka er personalstyrka, vad är det för typ av kompetenser ni prioriterar?

Som det ser ut idag så kommer vi anställa fler "Solutions Managers", alltså medarbetare som hjälper kunden med digitaliseringen och att utöka affärerna.

Om du för investerare fick belysa något som är extra viktigt att följa i Greater Thans verksamhet under första halvan av 2019, vad hade det varit?

Vi utvecklar vår digitala plattform så att vi kan expandera och skala upp snabbare. Med de nya lösningarna blir det ännu enklare för kunderna att komma igång. Under våren kommer vi bjuda in till Enerfy TechDay. Den borde de inte missa.

Den 11 mars 2019

LEDNING & STYRELSE



Liselott Johansson, VD

Liselott har varit VD i Greater Than sedan 2008. Hon har lång erfarenhet inom bil- och medicinindustrin och har bl.a. varit projektledare på Stoneridge Electronics, där hon ansvarade för utvecklingen av informations- och utvecklingsystem för fordonstillverkare. Dessa omfattade t.ex. Volvo, Scania, DaimlerChrysler och MAN. Liselott har även haft uppdrag som produktionschef inom medicinteknik och hjälpmedelsprodukter, där hon ansvarade för utveckling, produktion och marknadsföring av nya produkter samt expansion till nya marknader. Liselott är utbildad designingenjör vid Skövdes Högskola (1997).



Sten Forseke, Affärsutvecklare och styrelseledamot

Sten grundade Greater Than 2004 (då i bolagsnamnet Greater Than SA, som numera ingår i koncernen). Han har lång erfarenhet från fordonsindustrin, med spetskompetens inom informationselektronik. År 1988 grundade Sten bolaget Berifors AB. När Berifors AB gick ihop med Stoneridge Inc. 1998 hade bolaget en omsättning på 900 MSEK. Bolaget noterades sedan på New York Stock Exchange (NYSE). Utöver sin roll som Senior affärsutvecklare är Sten även styrelseledamot i Greater Than. Stens examen är DIHM (1982).



Anders Lindelöf, CTO och utvecklingschef

Anders har sedan 1995 erfarenhet inom avancerad mjukvaruutveckling, design och arkitektur. I sin karriär har han goda erfarenheter av att skapa och ta avancerade mjukvaruprodukter från idéstadiet till produktion. Anders har haft ledande roller, både tekniskt och strategiskt, inom Tele2, Icon Medialab och Basset Telecom-lösningar. Han är en av grundarna till Greater Than och skaparen av algoritmen bakom Enerfy. Anders har en ingenjörutbildning inom elektronik från Stockholms Tekniska Institut (1995).



Jimmy Palmqvist, Marknads- och försäljningschef

Jimmy har arbetet inom försäljning och marknadsföring sedan tidigt 90-tal och han har god erfarenhet av företag i uppstartsfas med fokus på tillväxt och lönsamhetsutveckling. Jimmy har erfarenhet från reklambyrån Lowe Brindfors och spelbolaget Paf. Han har arbetat med varumärken som Blend, Lambi och Jack Daniels och har således en hög kompetensnivå när det gäller att skapa framgångsrika försäljningsstrategier. Jimmy har en ekonomiutbildning från IHM (1995).

LEDNING & STYRELSE



Lars Berg, Styrelseordförande

Lars hade mellan 1970 och 1994 flera positioner i Ericsson-koncernen. Bl.a. som medlem av koncernledningen under tio års tid med ansvar för affärsområdena Cables och Business Networks, samt även som vd för dotterbolagen Ericsson Cables AB och Ericsson Business Networks AB. De första 14 åren inom Ericsson tillbringade Lars på flera olika chefspositioner i Argentina, Colombia, Mexico samt Venezuela. Mellan juni 1994 och februari 1999 var Lars vd för Telia AB, den ledande telekomoperatören i såväl Norden som Baltikum. I mars 1999 blev Lars medlem i den verkställande ledningen för Mannesmann AG i Düsseldorf som chef över Mannesmanns telekomverksamhet. Efter att Vodafone tog över Mannesmann under augusti 2000 har Lars verkat som en oberoende styrelseledamot samt konsult åt flera företag inom telekommunikation, media samt finans (Telefonica Mobile, Schibstedt, Ratos, Tele 2, Net Insight, Eniro m.fl.)



Karin Forseke, Styrelseledamot

Karin har studerat ekonomi, sociologi och marknadsföring vid UCLA Extension i Los Angeles. Hon tog emot "*Commander of the Most Excellent Order of the British Empire*" (CBE) 2015. Det inkluderar omfattande erfarenhet av internationellt ledarskap från privata, publika och offentliga organisationer. Karin är för närvarande medlem och verksam i ett antal styrelser, däribland Greater Than AB. Utöver Greater Than omfattar övriga uppdrag bl.a.: ordförande i Placerings Kommittéen i Kungliga Vetenskapsakademien, Drottningholms Teatern och Föreningen Storasyster. Hon är även medlem i Aktiemarknadsnämnden, European Council on Foreign Relations (ECFR), Equileap och Human Rights Watch Stockholm Committee.



Kristina Thörner, Styrelseledamot

Via hennes företag, Tina Thörner Consulting GmbH, har Kristina arbetat som professionell kartläsare för förare som Colin McRae, Ari Vatanen, Nasser Saleh Al-Attiya m.fl. Under hennes tid som kartläsare mellan 1990 – 2011 har hon jobbat i samarbete med biltillverkare som Volvo, Mitsubishi, BMW och Toyota. Efter att hon avslutade sin karriär inom motorsporten har Kristina jobbat som coach och föreläsare med fokus på team building och företagsledning.



Roger Karlsson, Styrelseledamot

Roger Karlsson har arbetat inom energiindustrin med både eldistribution och -produktion. Han grundade företaget Scandem 1995 i Örebro. Företaget växte till att bli Nordens största innehavsbolag för tunga industrier med en omsättning på cirka 1,3 miljarder kronor. Företaget såldes till Jämtkraft AB i slutet av 2009 där Roger jobbade som affärsutvecklare till 31 december, 2014. Utöver Greater Than omfattar övriga uppdrag bl.a.: Styrelseledamot och vd för ScanForce Holding AB, styrelseordförande i Ngenic AB, styrelseledamot för ScanForce AB, PowerTower AB, Seawind Hoburgs Rev AB samt Stall Edel-stoff AB. Suppleant i styrelsen för Vind-Schejkerna på Stjups AB.

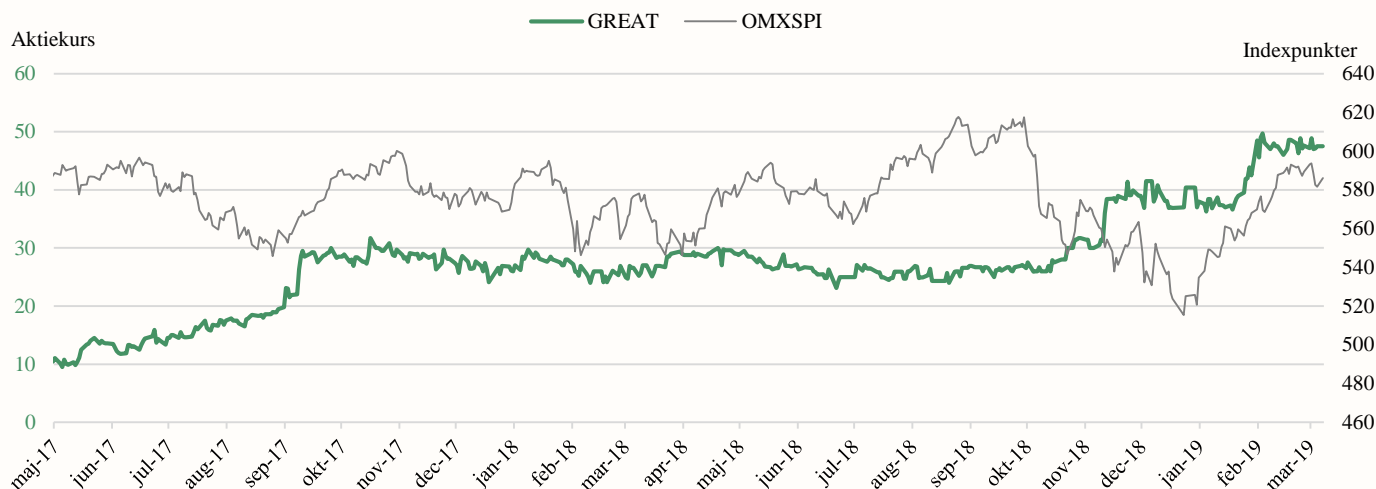


Fredrik Rosencrantz, Styrelseledamot

Fredrik har en lång internationell karriär bakom sig inom försäkringsbranschen, som började 1983 som försäkringsmäklare på Lloyd's i London (1983-1985), därefter inom Trygg-Hansa AB, bl.a. som marknadschef för bolagets tyska verksamhet (1991-1994) samt som chef för divisionen Marin & Industri (1994-1998) och medlem av koncernledningen (1997-1998). Efter detta arbetade Fredrik inom Zurich Insurance Group mellan åren 1998–2017, bl.a. som VD för bolagets nordiska verksamhet (2001–2011) och som chef för bolagets industridivision (Global Corporate Division) inom region EMEA (2011-2016) samt som VD för bolagets franska dotterbolag (2017). Fredrik innehar en civilekonomexamen från Lunds Universitet (1983). Han är engagerad i Greater Than AB som rådgivare på konsultbasis.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



SEK	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsättning	4 024 302	4 367 372	3 488 089	8 091 118	13 905 898
Aktiverat arbete för egen räkning	594 539	1 353 978	2 698 355	4 694 420	4 275 972
Övriga rörelseintäkter	114 072	0	91 962	53 658	35 352
Summa intäkter	4 732 913	5 721 350	6 278 406	12 839 196	18 217 222
Handelsvaror	-1 557 595	-1 640 030	-1 298 177	-2 766 600	-7 504 072
Bruttoresultat	3 175 318	4 081 320	4 980 229	10 072 596	10 713 150
	61,3%	62,4%	62,8%	65,8%	46,0%
Övriga externa kostnader	-6 312 336	-5 752 950	-5 622 178	-9 931 589	-10 045 860
Personalkostnader	-5 315 981	-7 298 482	-8 972 853	-12 298 766	-16 015 411
EBITDA	-8 452 998	-8 970 111	-9 614 801	-12 157 758	-15 348 121
	-227,7%	-236,4%	-355,6%	-208,9%	-141,4%
Av- och nedskrivningar	-437 396	-1 749 584	-1 755 184	-2 655 631	-3 514 438
EBIT	-8 890 394	-10 719 695	-11 369 985	-14 813 389	-18 862 559
	-238,5%	-276,5%	-406,0%	-241,8%	-166,6%
Ränteintäkter och liknande poster	72 543	101 575	22 035	19 190	9 844
Räntekostnader och liknande poster	-88 109	-44 284	-148 365	-415 673	-279 526
EBT	-8 905 963	-10 662 407	-11 496 319	-15 209 875	-19 132 241
Skatt	0	245	0	0	0
Nettoresultat	-8 905 963	-10 662 162	-11 496 319	-15 209 875	-19 132 241
Nettomarginal	-238,9%	-275,1%	-409,6%	-246,7%	-168,6%

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Greater Than AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE