

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



GREATER THAN

Fokus på ytterligare globala samarbeten

2020-02-28

Analytiker: Patrik Olofsson

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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Greater Than AB ("Greater Than" eller "Bolaget") har över 16 års erfarenhet av att mäta och förstå risk, per enskild bil med AI. Med över 135 miljarder analyserade kilometer på sekundnivå har Bolaget byggt en AI-databas som tränas med över 650 miljoner unika referensprofiler, där varje profil innehåller kostnad för risk som relateras till körbeteendet. Baserat på den kunskapen erbjuder Greater Than AI-baserad prissättning av risk genom olika digitala bilförsäkringslösningar till försäkringsbolag och fordonstillverkare, som vill få bättre riskinsikt, sänka skadekostnaderna och erbjuda transparenta och mer individanpassade produkter med större konsumentnytta. Greater Thans AI-baserade premiemodell som baseras på realtidsdata per enskild bil möjliggör att försäkringsbolag snabbare kan bedöma skadefrekvens och kostnad, hitta nya intäktströmmar. Tjänsteutbudet öppnar också upp för helt nya affärsområden för fordonsindustrin.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q4-19	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

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

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, teknikhöjd och insikt i risk, är det inte otänkbart att Bolaget kan ses som en potentiell uppköpskandidat framgent.

HISTORISK LÖNSAMHET

4 av 10

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 2019 uppgick till ca 54 %.

LEDNING & STYRELSE

8 av 10

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 ca 48 %.

RISKPROFIL

7 av 10

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. Bolagets redan omfattande databas och goda teknikhöjd kan ha givit ett *first-mover advantage* vilket minskar risken.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och **Ledning & Styrelse** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

GREATER THAN AB (GREAT)

FOKUS PÅ YTTERLIGARE GLOBALA SAMARBETEN



Greater Than prissätter risk per enskilt fordon i realtid genom djupinsikt i kördata och erbjuder digitala försäkringslösningar till försäkringsbolag och biltillverkare som vill minska skadekostnaderna och kunna erbjuda nya affärsmodeller som möter kraven som nya typer av transporttjänster kräver. Greater Thans AI-plattform genererar försäljning, bl a är ett av världens största försäkringbolag kund. Tolv månader rullande omsättning uppgår till ca 15 MSEK och år 2022 prognostiseras Greater Than ha nått en omsättning omkring 110 MSEK. Med tillämpad målmultipel ger det ett nuvärde per aktie om 95 kr i ett Base scenario, där Greater Thans databas utgör en stor andel av värderingen.

▪ Lägre totalförsäljning under kvartalet – men högre andel återkommande intäkter

Under Q4 uppgick omsättningen till 3,1 MSEK (4,0), motsvarande ett tapp om 22 % mot jämförbart kvartal 2018. I rapporten framgår det att de repetitiva intäkterna ökar stadigt medan engångsintäkterna har varit begränsade under kvartalet. Vi ser det som förklaringen till varför omsättningen sjönk under Q4-19 och varför vi låg något för högt i vårt estimat om ca 5 MSEK i omsättning.

▪ Antalet betalande försäkringsavtal ökade med 226 %

En annan viktig faktor vi ville se närmare på i rapporten var hur antalet återkommande kunder utvecklats under sista kvartalet 2019. Att antalet betalande försäkringsavtal som använder Bolagets teknologi växt med hela 226 % från Q4-18 till Q4-19 är såklart något vi ser som en mycket positiv datapunkt i rapporten. Som vi har skrivit i våra tidigare analyser är denna utveckling nödvändig för att fortsätta driva värderingen av aktien.

▪ Har signerat partneravtal med Microsoft

Avtalet omfattar samarbete avseende gemensamma försäljnings- och marknadsföringsinitiativ, där Greater Than och Microsoft adresserar försäkringsbolag och biltillverkare med erbjudanden för att nå bättre lönsamhet. Genom det så kallade *Microsoft IP Co-Sell*-partnerskapet får Greater Than möjlighet och tillgång till nya kunder som kan möjliggöra snabbare intäkter genom Azure Marketplace; Microsofts molnlager och via deras globala säljteam. Vi ser mycket positivt på avtalet och räknar med att det kan bidra till att fortsätta driva på Greater Thans försäljningstillväxt.

▪ Stärkt finansiell position

Under Q4-19 genomförde Greater Than en riktad emission om ca 27 MSEK, vilket således stärkte kassan. Per den sista december 2019 uppgick kassan till ca 17 MSEK och senaste kvartalets (Q4-19) *burn rate* uppgick till ca 2 MSEK/månad. Givet en fortsatt kapitalförbrukning i linje med senaste kvartalet, är Greater Than finansierade tills sensommaren 2020, allt annat lika.

AKTIEKURS | 105 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2022 ÅRS PROGNOIS

BEAR
60 kr

BASE
95 kr

BULL
120 kr

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

GREATER THAN	
Stängningskurs (2020-02-27)	105,0
Antal Aktier	10 520 771
Market Cap (MSEK)	1 104,7
Nettokassa(-)/skuld(+)	-7,5
Enterprise Value (EV)	1 097,2
V.52 prisintervall (SEK)	46,1 – 125,0
Lista	Stockholm First North Growth Market

UTVECKLING	
1 månad	+27,7 %
3 månader	+51,4 %
1 år	+128,9 %
YTD	+24,0 %

HUVUDÄGARE (PER 2019-12-31)	
Sten Forseke	35,8 %
Keel Capital	13,7 %
Karin Forseke	4,7 %
Roger Karlsson	3,2 %
Henrik Ekelund	3,1 %

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

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q4-19	2020-05-12

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E	2021E
Nettoomsättning	13,9	15,1	21,7	45,6
<i>Omsättningstillväxt</i>	71,9%	8,3%	43,9%	110,2%
Bruttoresultat	10,7	12,5	19,1	41,4
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	46,0%	48,2%	65,0%	80,0%
EBIT	-18,9	-29,5	-25,8	-18,7
<i>EBIT-marginal</i>	-166,6%	-230,8%	-142,0%	-52,0%
P/S	79,4	73,3	51,0	24,3
EV/S	78,9	72,8	50,6	24,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.

KOMMENTAR Q4-19

I vår senast publicerade aktieanalys i samband med Q3-rapporten (oktober 2019), estimerade vi en omsättning omkring 5 MSEK för Q4-19, vilket för 2019 motsvarade en helårsprognos om ca 17 MSEK. Faktisk omsättning under Q4-19 uppgick till ca 3,1 MSEK (4,0), motsvarande en minskning om 22 % mot jämförbart kvartal, och 25 % minskning jämfört med föregående kvartal (Q3-19). Total omsättning under 2019 blev därmed 15 MSEK.

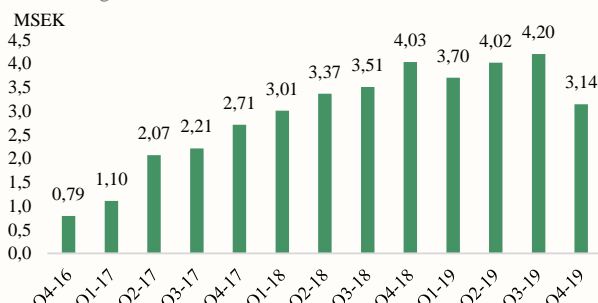
Ökar antalet betalande försäkringsavtal med 226 %

Greater Thans omsättning består av två delar, repetitiva intäkter och engångsintäkter där kunder betalar för speciella utvecklingsjobb eller hårdvarukomponenter. I rapporten framgår det att de repetitiva intäkterna ökar stadigt medan engångsintäkterna har varit begränsade under kvartalet. Vi ser det som förklaringen till varför omsättningen sjönk under Q4-19 och varför vi låg något för högt i våra estimat. En annan viktig faktor vi nämnde att vi skulle titta närmare på i rapporten var hur antalet återkommande kunder utvecklats under sista kvartalet 2019. Att antalet betalande försäkringsavtal som använder Bolagets teknologi växte med hela 226 % under Q4-19 jämfört mot Q4-18 är såklart något vi ser som en mycket positiv datapunkt i rapporten.

226%
TILLVÄXT I
BETALANDE
FÖRSÄKRINGS-
AVTAL

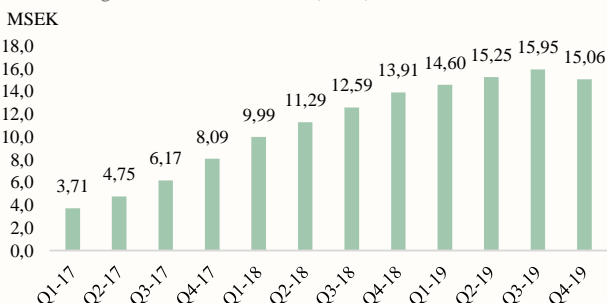
Med Q4-rapporten 2019 står det klart att Greater Than uppåtgående trend Q-Q med successivt stigande försäljning bröts. Förklaringen tros vara färre engångsintäkter under kvartalet.

Omsättning, kvartalsbasis



Källa: Greater Than

Omsättning, tolv månader rullande (LTM)



Källa: Greater Than

Ökade kostnader under kvartalet

Då Greater Than inte är lönsamma är det viktigt att Bolaget kan utvecklas med en god kostnadskontroll. Totala rörelsekostnader, exklusive av- och nedskrivningar, uppgick till 14,2 MSEK under Q4-19, vilket således är en kraftig ökning mot 7,1 MSEK under föregående kvartal (Q3-19). I rapporten framgår dock att fjärde kvartalet har påverkats av en tvist som har lett till Bolaget gjort nedskrivning av kundfordringar som gällde kundspecifik utveckling.

Finansiella ställningen stärktes under kvartalet via riktad emission

Vid utgången av december 2019 uppgick likvida medel till ca 17 MSEK, vilket kan jämföras med 0,5 MSEK vid utgången av september 2019. Under kvartalet har Greater Than genomfört en riktad emission om ca 27 MSEK, vilket således stärkte kassan. Investeringarna var Carn Capital, Lan Invest samt Keel Capital vilka sedan tidigare är en av de större ägarna i Greater Than. Den riktade emissionen gjordes till minst sagt bra villkor, där teckningskursen om 66 kronor per aktie motsvarade en premie om 4,8 % jämfört med aktiens volymvägda genomsnittskurs föregående 45 handelsdagar.

Aktuellt värderingsintervall

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q4-19	Efter Q4-19
Base, nuvärde av 2022 års prognos:	73	95
Bull, nuvärde av 2022 års prognos:	90	120
Bear, nuvärde av 2022 års prognos:	45	60

INVESTERINGSIDÉ

Greater Than prissätter risk per enskilt fordon i realtid genom djupinsikt i kördata och erbjuder digitala försäkringslösningar till försäkringsbolag och biltillverkare som vill minska skadekostnaderna och kunna erbjuda nya affärsmodeller som möter kraven som nya typer av transporttjänster kräver. Greater Thans AI-plattform genererar försäljning, bl a är ett av världens största försäkringbolag kund. Tolv månader rullande omsättning uppgår till ca 15 MSEK och år 2022 prognostiseras Greater Than ha nått en omsättning omkring 110 MSEK. Med tillämpad målmultipel ger det ett nuvärde per aktie om 95 kr i ett Base scenario, där Greater Thans databas utgör en stor andel av värderingen.

Ingick partneravtal med Microsoft under slutet av 2019

Avtalet med Microsoft omfattar samarbete avseende gemensamma försäljnings- och marknadsföringsinitiativ, där Greater Than och Microsoft adresserar försäkringsbolag och biltillverkare med erbjudanden för att nå bättre lönsamhet. Med tanke på hur pass omfattande Microsofts globala nätverk är, och hur pass starkt etablerat företaget är i marknaden, anser vi att detta samarbetsavtal med Greater Than sänder en minst sagt stark signal – en signal som verkligen understryker att Greater Than är här för att förändra försäkringsbranschen. Motorvärlden förändras i allt snabbare takt och det ställs allt högre krav på hållbarhet, mobilitet, flexibilitet, riskkunskap och en mer transparent prissättning av risk i realtid. Med Greater Thans AI-baserade lösning kan dessa krav mötas, något som nu även Microsoft verkar anse. Vi ser mycket positivt på avtalet och räknar med att det kan bidra till att fortsätta driva på Greater Thans försäljningstillväxt. Genom det så kallade Microsoft IP Co-Sell-partnerskapet får Greater Than möjlighet och tillgång till nya kunder som kan möjliggöra snabbare intäkter genom Azure Marketplace; Microsofts molnlager och via deras globala säljteam.

FIA har över 80 miljoner medlemmar i 145 länder, det har öppnat nya dörrar för Greater Than

FIA Smart Driving Challenge (FIA SDC) 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 motorsportsvärlden 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.

Har inlett samarbete med ACA och ny ”bara app”-lösning

Greater Than har inlett ett samarbete med Automobile Club Association (ACA), en organisation som har cirka 1,5 miljoner medlemmar, för att ytterligare nå ut med trafiksäkerhetsinitiativet FIA SDC. Greater Than har på kort tid tecknat avtal med över tolv organisationer och genom detta samarbete nås ytterligare en stor andel användare. Debatter kring ökad trafiksäkerhet, tillsammans med minskning av koldioxidutsläpp, har hög prioritet i flera länder och ämnena får allt större utrymme på den politiska arenan, vilket såklart gynnar Greater Than. En ytterligare positiv händelse är att under våren 2020 avser Greater Than att lansera en OBD-fri lösning för alla bilar med infotainment-system som bygger på högkänslig spårbarhet i appen. Den nya OBD-fria lösningen kommer att förenkla ombordstigning av nya kunder och gör att dörren står vidöppen för alla förare, oavsett fordonstyp eller ålder på fordon. Detta har tidigare varit det enskilt största hindret, dvs. att data har varit tvungen att samlas in via en ”dongle” i bilen (en liten plug-in som en USB-sticka). Nu när ingen hårdvara längre behövs ökar uppskalningsmöjligheten.

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, det med FIA samt ComfortDelGro anses vara särskilt intressanta. Under 2019 är det viktigt att Bolaget på ett fortsatt effektivt vis tillvaratar sitt momentum och de möjligheter som finns och att affärsmodellen bevisar sig i form av en successivt ökande omsättning kvartal till kvartal, tillsammans med en fortsatt tillväxt av antalet betalande försäkringsavtal baserade på Greater Thans teknik. I ett Base scenario estimeras Greater Than nå en omsättning om ca 110 MSEK år 2022. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 8 % och P/S 10 som målmultipel på 2022 års försäljning, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 95 kr, där Greater Thans databas utgör en stor andel av värderingen och motivering till val av målmultipel.

FÖRSÄKRINGS-
BRANSCHEN
HÅLLER PÅ
ATT
FÖRÄNDRAS

ATTRAKTIVT
ERBJUDANDE
FÖR BÅDE
FÖRSÄKRINGS-
BOLAG OCH
FÖRSÄKRINGS-
TAGARE

110 MSEK
OMSÄTTNING
PÅ 2022 ÅRS
PROGNOS

BOLAGSBESKRIVNING

FÖRDELAR MED
GREATER THANS
TEKNIK

FÖRSÄKRINGS-
BOLAG KAN;

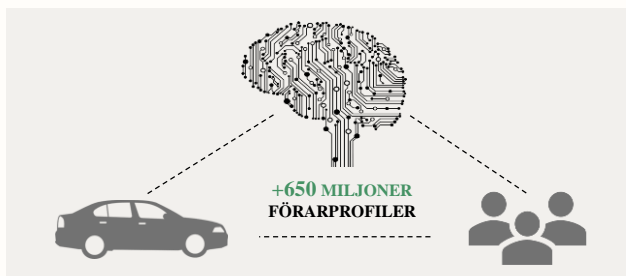
Bättre hantera de
finansiella utfallen

Öka
behållningsgraden
av kunder

Minska
skadefrekvensen

Greater Than har över 16 års erfarenhet av att förstå bilförare och med över 135 miljarder analyserade kilometer varje sekund har Bolaget byggt en databas på över 650 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.

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 intäktmodell

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 och riskinsikt 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 15 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 försäkringskunder, 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. Tecknat avtal med FIA förväntas även innebära en helt ny expansionstakt framgent för Greater Than. Under september 2019 ingick dessutom Greater Than partnerskap med MS First Capital Insurance Limited och ComfortDelGro Insurance Brokers Pte Ltd, i Singapore, för att distribuera regionens första AI-baserade bilförsäkring.

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

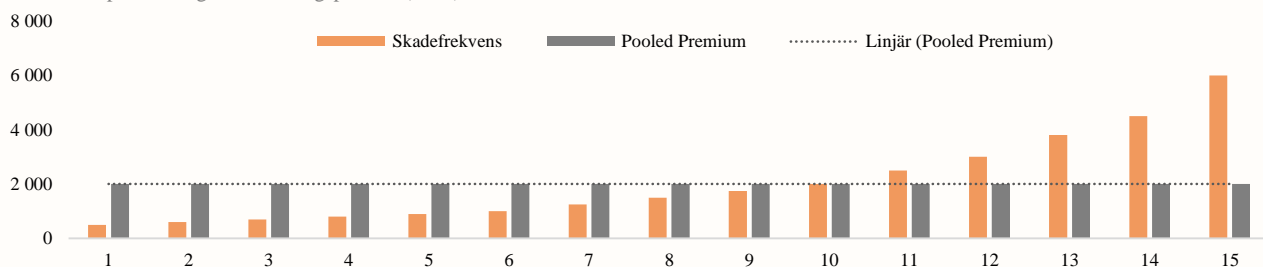
GREATER THANS TEKNIK

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

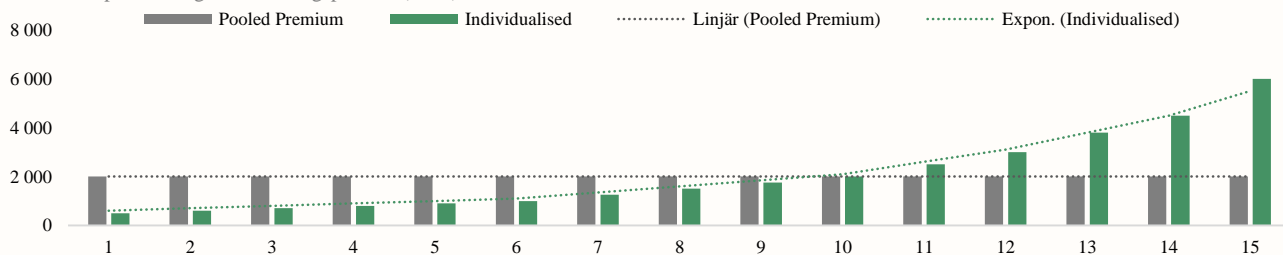
Den slutsats som kan dras från ovan diagram är alltså att de individer som befinner sig inom grupp 11-15 betalar samma försäkringspremie som de som befinner sig inom grupp 1-10. Samtidigt är det grupp 11-15 som står för högst skadefrekvens, och som således är de individer som driver upp försäkringspremien 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 AI-baserat 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 och ge incitament till föraren att förbättra sig.

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

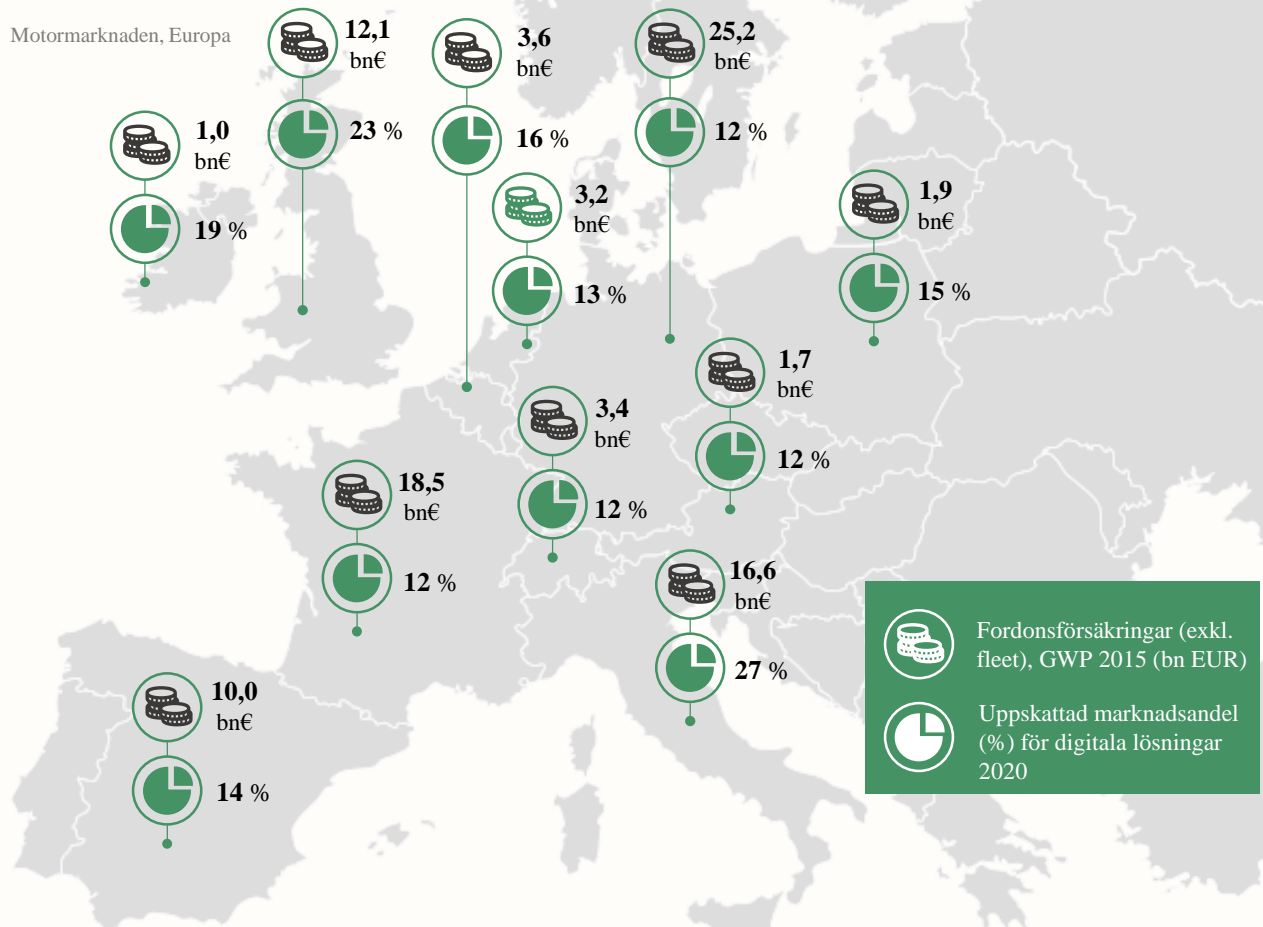
Försäkringsbranschen har länge varit oförändrad, där strukturell trögrörlighet hämmat utvecklingen. Till följd av den digitala utvecklingen har dock branschen börjat förändras. Intresset för InsurTech, att med ny teknologi (t.ex. Artificiell Intelligens (AI) och IoT) förändra den traditionella försäkringsmodellen, 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 utbrett 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 kompenserar för kunder med hög riskprofil kollapsa.

Deloitte 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 mEUR 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 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.

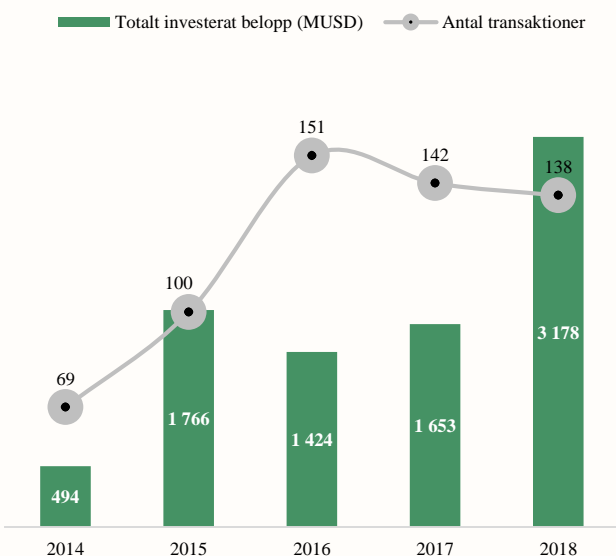
100 MILJONER
ANVÄNDAR-
BASERADE BIL-
FÖRSÄKRINGAR
2020

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 %. Investeringar 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.

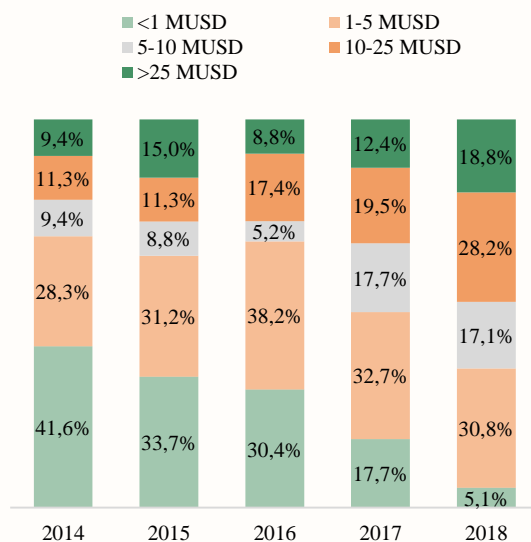
Antal gjorda affärer och belopp investerat



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)

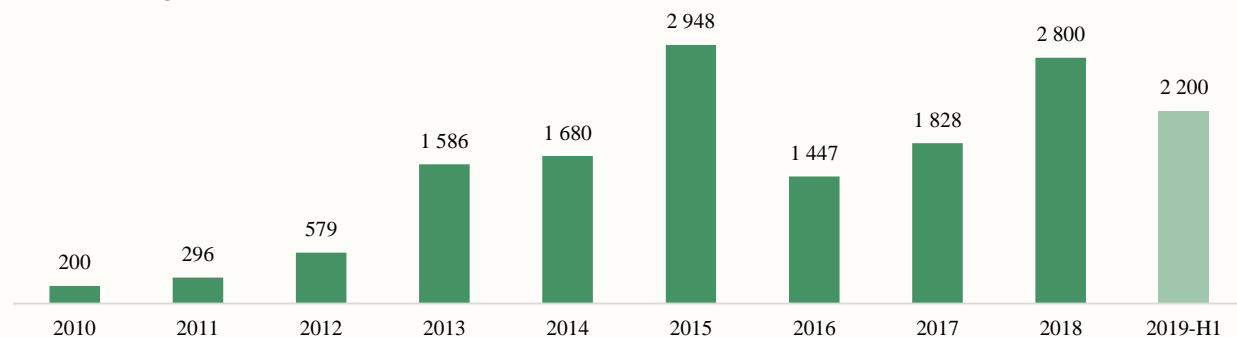
¹Fintech Global (2019), ANNUAL INVESTMENTS IN INSURTECH DOUBLED LAST YEAR

MARKNADSANALYS

I en rapport från Deloitte (2019) kan det utläsas att investeringar i InsurTech håller höga nivåer och att intresset från riskkapitalister är fortsatt högt. Med 2,2 mdUSD som investerats under första halvåret 2019, den fjärde högsta "halvårssumman" och enbart 400 MUSD lägre än helåret 2018, är investeringarna i InsurTech på väg att slå rekordnivån om ca 3 mdUSD under 2015.

Investeringarna i InsurTech fortsätter att ligga på en hög nivå. Med 2,2 mdUSD investerat under H1-19, bedömer Deloitte att den topp som kunde ses 2015, är på god väg att överträffas.

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

Verisk Analytics Inc.



EXEMPEL PÅ
AKTÖRER SOM
HAR LIKHETER
MED GREATER
THAN

Verisk Analytics har vissa likheter med Greater Than. Företaget tillhandahåller dataanalytiska verktyg för djupare insikt till kunder inom bl.a. försäkrings- och energimarknaden, och finansiella tjänster för att hjälpa dessa kunder att fatta bättre, snabbare och mer välgrundade beslut som minimerar risk och maximerar värdet i en given transaktion. För försäkringsbolag möjliggör Verisks lösningar mer specifik riskbedömning och beslutsanalys, där risk kan prissättas på ett mer effektivt vis. Verisk är noterade på Nasdaq i USA, värderas till ungefär 23 mdUSD och har en försäljning omkring 2,4 mdUSD, med en EBITDA-marginal på 45-50 %.

LexisNexis



LexisNexis har också vissa aspekter som liknar Greater Thans erbjudande. Företaget erbjuder lösningar och beslutsverktyg som kombinerar offentligt och branschspecifikt innehåll med avancerad teknik och analys för att hjälpa kunder att utvärdera och förutsäga risk och förbättra den operativa effektiviteten. LexisNexis har bl.a. försäkringsbolag som kunder, vilka de hjälper prissätta premier mer exakt. LexisNexis är ett helägt dotterbolag till RELX Group.

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 2019-2020.

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 2019-2020	261 451 040

ADRESSERAR
EN ANDEL OM
38 % AV DEN
EUROPEISKA
MARKNADEN

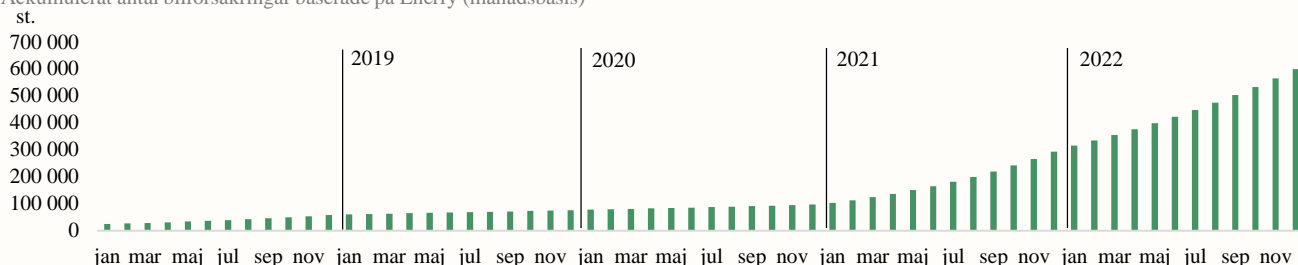
Från ett försäkringsbolags perspektiv kan det sägas att inte alla tjänar på Greater Thans bilförsäkring, beroende på t.ex. hur mycket du kör per år skulle andra försäkringar kunna vara mer tillämpliga. Greater Than uppskattar själva att antalet bilanvändare som hade tjänat på en bilförsäkringsmodell 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 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)



Analyst Groups prognos

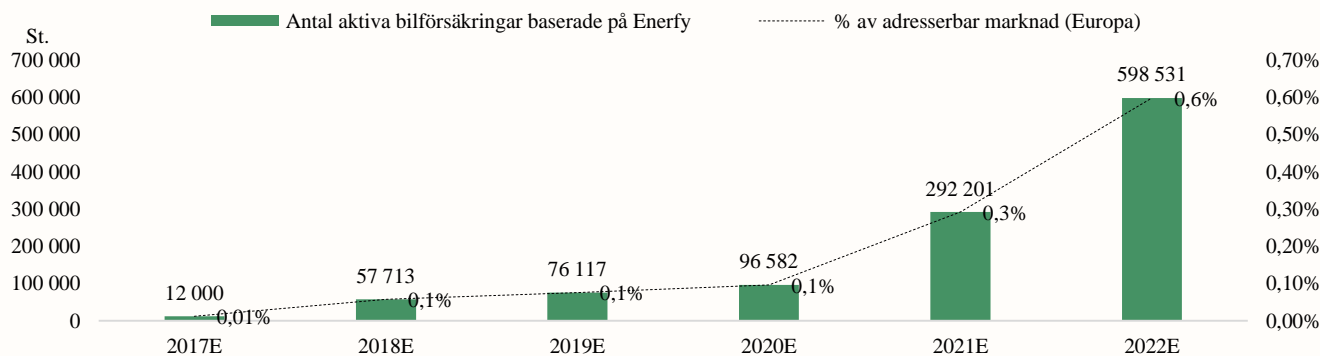
FINANSIELL PROGNOIS

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 sina 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.

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, 2020-2022E



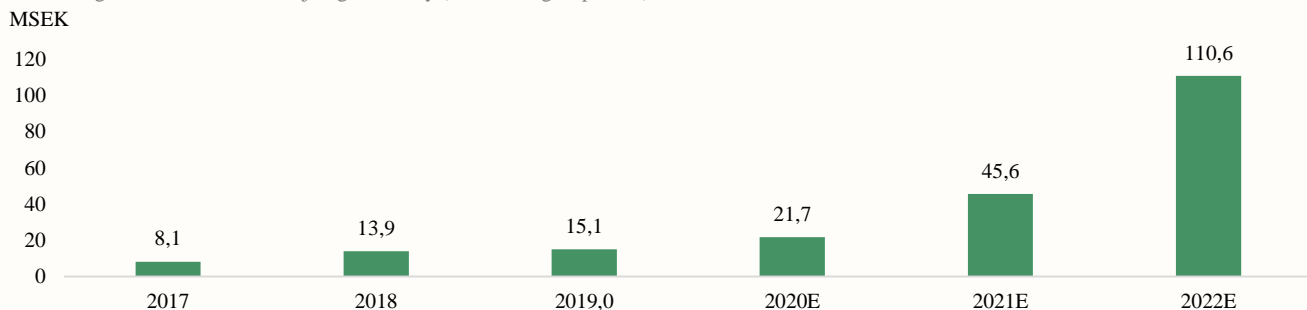
Analyst Groups prognos

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) 2020-2022E



Analyst Groups prognos

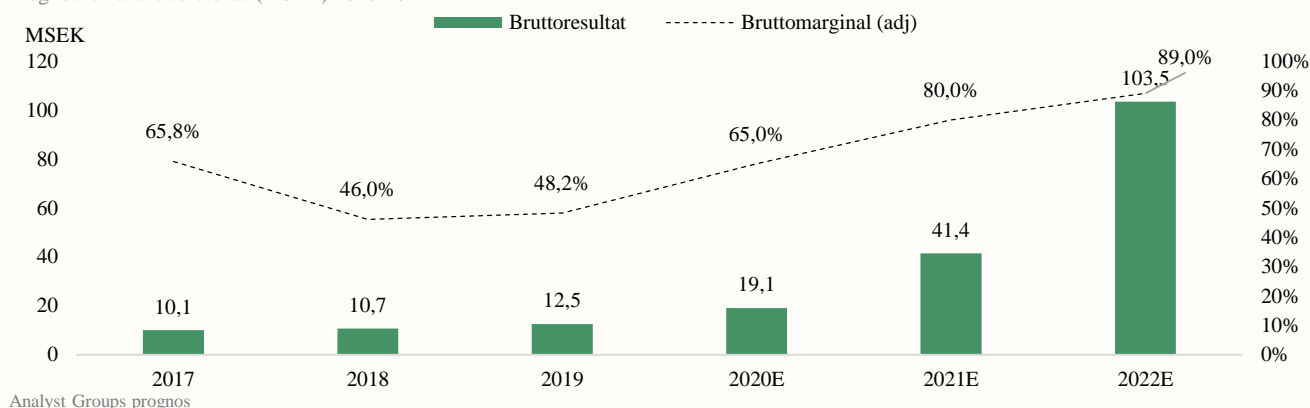
FINANSIELL PROGNOSES

Bruttomarginaler, rörelsekostnader och lönsamhet

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 bruttoreultat (MSEK) 2020-2022E



Analyst Groups prognos

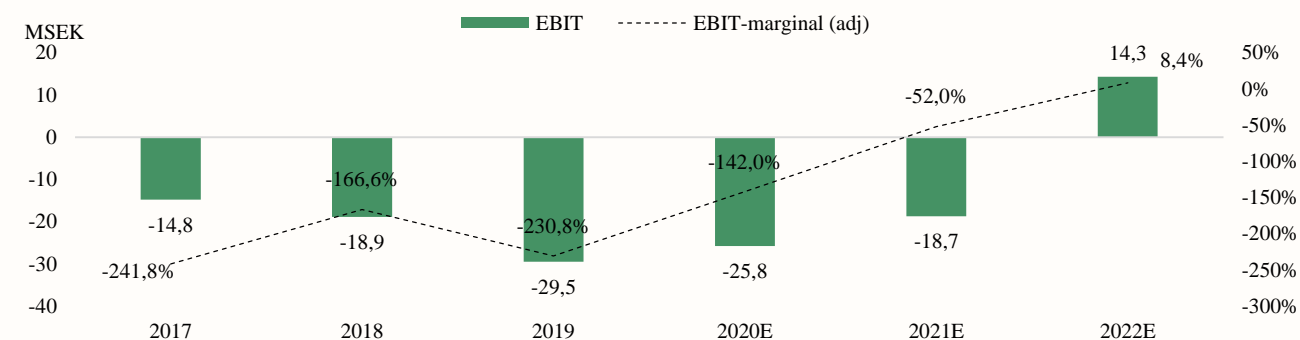
Greater Than har en affärsmodell som innebär att de via egen organisation bearbetar försäkringsbolag för att sälja in Enerfy som en White-label lösning.

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 2020-2022E, Base scenario



Analyst Groups prognos

VÄRDERING

Analyst Groups prognos - Base scenario	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	8,1	13,9	15,1	21,7	45,6	110,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,7	4,3	5,2	5,0	5,0	5,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Summa intäkter	12,8	18,2	20,4	26,7	50,6	115,6
Handelsvaror	-2,8	-7,5	-7,8	-7,6	-9,1	-12,2
Bruttoresultat	10,1	10,7	12,5	19,1	41,4	103,5
Bruttomarginal (adj)	65,8%	46,0%	48,2%	65,0%	80,0%	89,0%
Rörelsekostnader	-22,2	-26,1	-36,9	-39,9	-53,5	-81,2
EBITDA	-12,2	-15,3	-24,4	-20,8	-12,1	22,3
EBITDA-marginal (adj)	-208,9%	-141,4%	-197,0%	-119,0%	-37,5%	15,6%
Av- och nedskrivningar	-2,7	-3,5	-5,1	-5,0	-6,6	-8,0
EBIT	-14,8	-18,9	-29,5	-25,8	-18,7	14,3
EBIT-marginal (adj)	-241,8%	-166,6%	-230,8%	-142,0%	-52,0%	8,4%
P/S	N/M	N/M	73,3	51,0	24,3	10,0
EV/S	N/M	N/M	72,8	50,6	24,1	9,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	79,4

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 1,1 mdUSD (2020-02-27) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 303 MUSD, med en EBIT-marginal på 11,4 %.

NetEnt AB är ett B2B-företag som utvecklar och säljer programvara (spel- och systemlösningar) till operatörer av onlinekasino runtom 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 ca 6,4 mdSEK (2020-02-27) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 1,7 mdSEK, med en EBIT-marginal på 29,8 %.

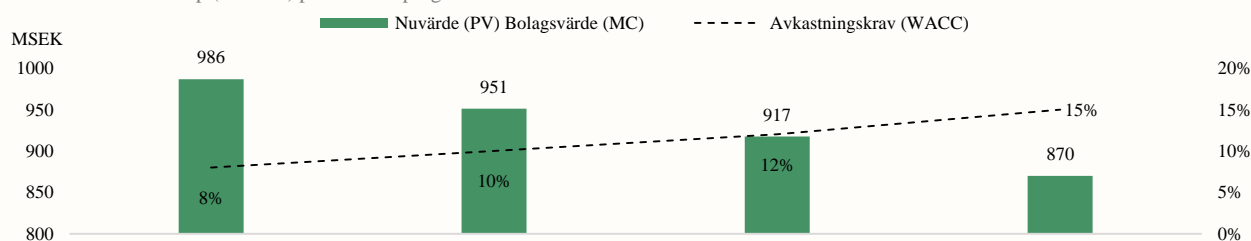
Då Greater Than prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen. Medelvärde av ovan nämnda företags P/S-multiplar är 3,6. Sapiens har en bredare organisation, medan NetEnt och Greater Thans affärsmodell har mer likheter (även om slutkund skiljer sig). Viktigt att belysa, i Greater Thans fall, är att Bolaget har en minst sagt omfattande och avancerad databas och teknikhöjd, något som måste vägas in vid val av målmultipel. Givet en målmultipel omkring P/S 10, vilket därmed är över NetEnt, motiverat av andra förutsättningar för tillväxt, på 2022 års prognostiserad försäljning om ca 110 MSEK, ger det ett värde om ca 1 110 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 95 kr i ett Base scenario.

95 KR

PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)

Vid 8 % diskonteringsränta, ger det ett nuvärde om ca 986 MSEK.

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* med att kunna prissätta risk i realtid per bil. 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 premiomodell sätta priser som ger lägre skadeutfall. 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). Greater Than har även avtal med världsledande globala aktörer som t.ex. Zurich Insurance, MS First Capital Insurance, ComfortDelGro, FIA m.fl., avtal som är minst sagt värdefulla för Greater Than. I ett Bull scenario kan det tänkas att Greater Than etablerar ytterligare samarbeten med strategiska partners. Sådana samarbeten 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 skulle kunna bli lägre, något som vägs upp av en högre volym.

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). 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.

Bull-faktorer i urval

- **Stark strukturell tillväxt**

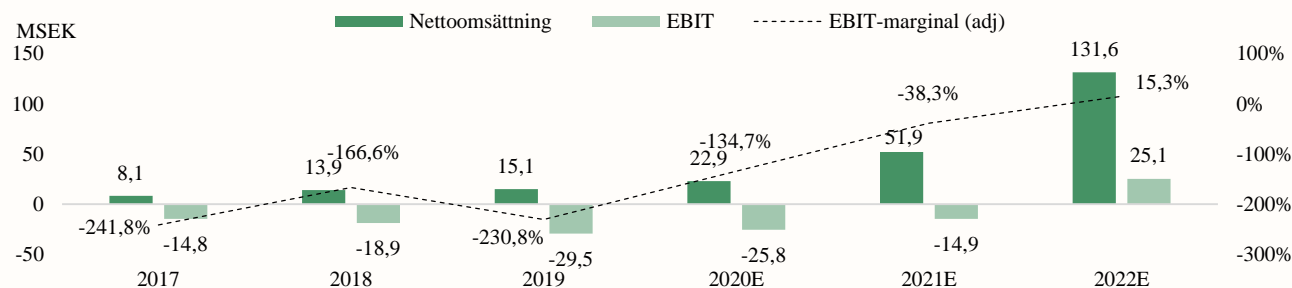
FinTech kan argumenteras för att ha nått sin fulla potentiell, medan InsurTech fortfarande har en lång period av förväntad tillväxt framför sig. Den strukturella tillväxten i branschen kan komma att skynda på Greater Thans tillväxt ytterligare.

- **Samarbeten med strategiska parter**

Kan resultera i högre tillväxt än vad Greater Than skulle kunna klara av på *stand-alone*-basis. Idag har Greater Than samarbeten med stora världsledande organisationer och aktörer som t.ex. Zurich Insurance, MS First Capital Insurance, ComfortDelGro, FIA m.fl. Dessa befintliga avtal, tillsammans med potentiellt nya, kan driva tillväxten ytterligare framgent

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 2020-2022E, Bull scenario



Analyst Groups prognos

120 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 8 %, en målmultipel om P/S 12 på 2022 års försäljning, ger det ett nuvärde per aktie om 120 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 nödvändig.

Bear-faktorer i urval

- **Trögare omställning än väntat**
- **Låg användartillväxt**
- **Fortsatt förlustresultat**

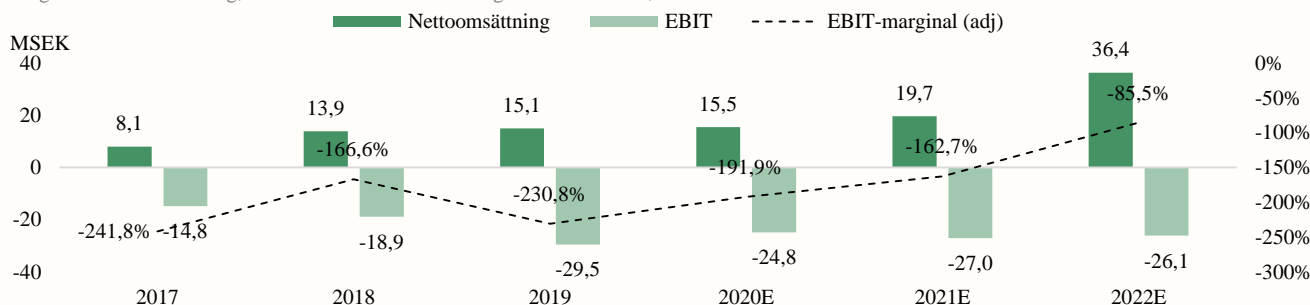
Greater Than verkar på en ny marknad och förändringen i biltillverkares och försäkringsbolags inställning till Bolagets teknik kan ta längre tid än väntat. Nya förutsättningar kan göra att Bolaget, som är en liten organisation idag, får svårt att ställa om i tid.

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.

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.

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 2020-2022E, Bear scenario



Analyst Groups prognos

60 KR

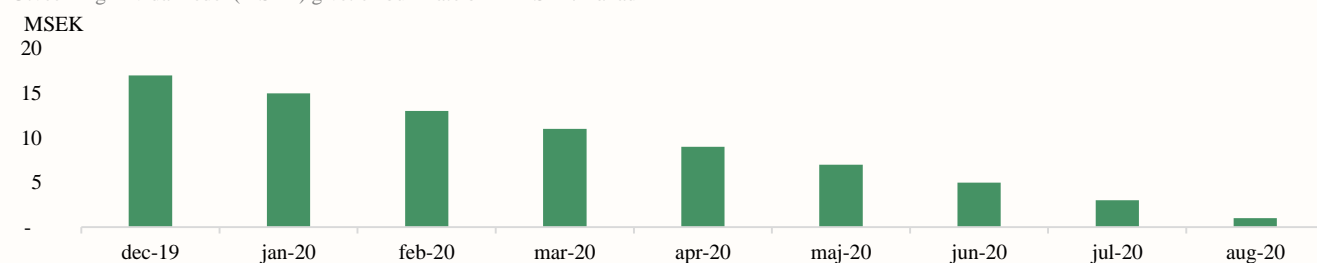
**PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO**

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien, främst motiverat av att Bolaget inte lyckas möta de tillväxtförväntningar som för närvarande kan argumenteras finns inprisade i rådande aktiekurs. Givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel motiveras ett värde per aktie (nuvärde) om 60 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.

Greater Than är inte lönsamma idag, hur kassan utvecklas är till stor del beroende på i hur snabb takt Greater Than kan öka sin försäljning, i kombination med att arbeta effektivt med tillgängligt rörelsekapital (WC).

Utveckling likvida medel (MSEK) givet en burn rate om 2 MSEK/månad



Analyst Groups prognos

VD-INTERVJU, LISELOTT JOHANSSON



Omsättningen minskar med 22 % under sista kvartalet 2019, kan du berätta lite mer om vad minskningen beror på?

Antalet betalande försäkringsavtal som använder vår teknologi är under Q4 2019 226% fler än jämfört mot Q4 2018. Bolagets omsättning består av två delar, repetitiva intäkter och engångsintäkter där kunder betalar för speciella utvecklingsjobb eller hårdvarukomponenter. De repetitiva intäkterna ökar stadigt medan engångsintäkterna har varit begränsade under kvartalet.

Samtidigt har antalet försäkringstagare som nyttjar er teknologi ökat med hela 226 % från Q4-18 till Q4-19. Från vilken geografisk marknad ser ni att antalet användare växer snabbast?

Förutom Norden och EU där vi har kunder med etablerade kontakter sedan flera år tillbaka så ser vi en stark tillväxtpotential i Asien där marknaden är väldigt mogen för digitala produkter. Våra inledande samarbeten där med några av regionens tyngsta försäkringsgivare ger oss en bra bas.

Vilka faktorer bedömer du som avgörande för att ni under 2020 ska kunna fortsätta öka antalet försäkringstagare som nyttjar er teknologi?

Efterfrågan på vår kärnprodukt, riskinsikt, är mycket stor. Datafångst har varit barriären för att enkelt tillhandahålla tjänsten, därför ser vi fram mot mottagandet av vår nya lösning som inte kräver hårdvara i bilen. Vilket innebär en stor förenkling både för oss och kunden att snabbare skala upp. Med den i vår portfölj stärker vi vårt case väsentligt och står än mer konkurrenskraftiga.

Under kvartalet uppgick totala rörelsekostnader till 14,2 MSEK, vilket således är en kraftig ökning mot 7,1 MSEK under föregående kvartal (Q3-19). I rapporten framgår dock att kvartalet har påverkats av en tvist som har lett till att ni gjort nedskrivning av kundfordringar som gällde kundspecifik utveckling. Hur mycket uppgick denna kostnadspost till i resultaträkningen?

En betydande del av ökningen av rörelsekostnaden.

Under 2019 har ni ingått en hel del intressanta och starka avtal med olika aktörer. När du blickar tillbaka, vilket avtal/vilken affär skulle du vilja lyfta fram som särskilt intressant, och då varför?

Vår strategiska satsning på Asien har i alla avseenden varit givande och värdeskapande. Den asiatiska marknaden är mogen för digitala produkter och efterfrågan på riskinsikt är stor vilket tydligt gör avtryck i de möten vi har.

Den 27 februari 2020

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 ingenjörsutbildning 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.

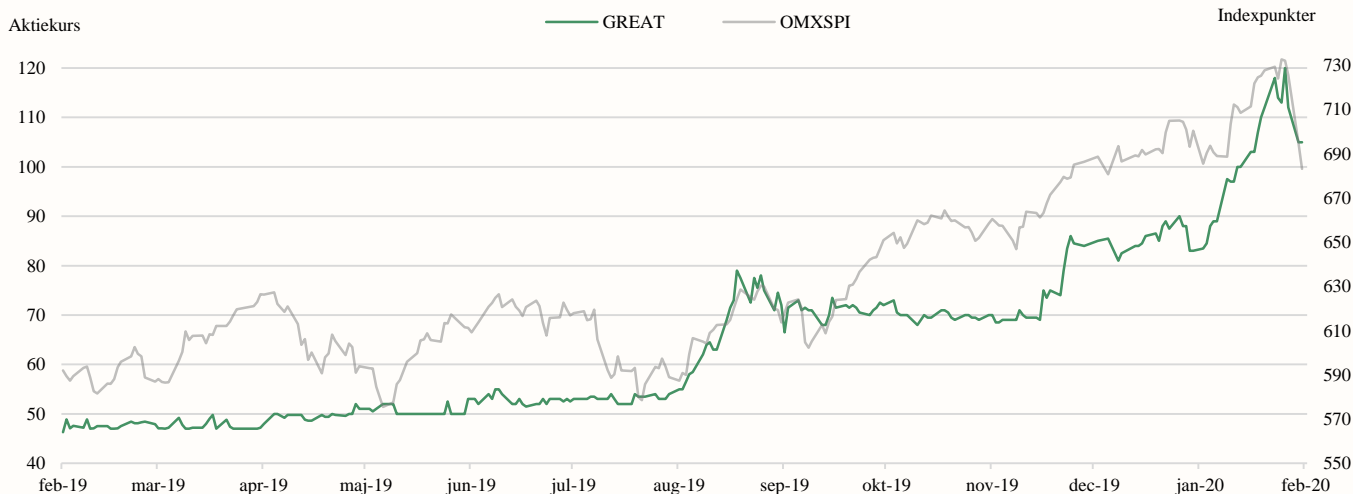


Fredrik Rosencrantz, Styrelseledamot

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 1 år



SEK	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nettoomsättning	4 024 302	4 367 372	3 488 089	8 091 118	13 905 898	15 063 703
Aktiverat arbete för egen räkning	594 539	1 353 978	2 698 355	4 694 420	4 275 972	5 180 344
Övriga rörelseintäkter	114 072	0	91 962	53 658	35 352	106 694
Summa intäkter	4 732 913	5 721 350	6 278 406	12 839 196	18 217 222	20 350 741
Handelsvaror	-1 557 595	-1 640 030	-1 298 177	-2 766 600	-7 504 072	-7 801 905
Bruttoresultat	3 175 318	4 081 320	4 980 229	10 072 596	10 713 150	12 548 836
	61,3%	62,4%	62,8%	65,8%	46,0%	48,2%
Övriga externa kostnader	-6 312 336	-5 752 950	-5 622 178	-9 931 589	-10 045 860	-16 811 288
Personalkostnader	-5 315 981	-7 298 482	-8 972 853	-12 298 766	-16 015 411	-20 125 016
EBITDA	-8 452 998	-8 970 111	-9 614 801	-12 157 758	-15 348 121	-24 387 468
	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-437 396	-1 749 584	-1 755 184	-2 655 631	-3 514 438	-5 092 066
EBIT	-8 890 394	-10 719 695	-11 369 985	-14 813 389	-18 862 559	-29 479 534
	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Ränteutgifter och liknande poster	72 543	101 575	22 035	19 190	9 844	59 175
Räntekostnader och liknande poster	-88 109	-44 284	-148 365	-415 673	-279 526	-925 192
EBT	-8 905 963	-10 662 407	-11 496 319	-15 209 875	-19 132 241	-30 345 551
Skatt	0	245	0	0	0	0
Nettoresultat	-8 905 963	-10 662 162	-11 496 319	-15 209 875	-19 132 241	-30 345 551
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

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 frånsäger 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

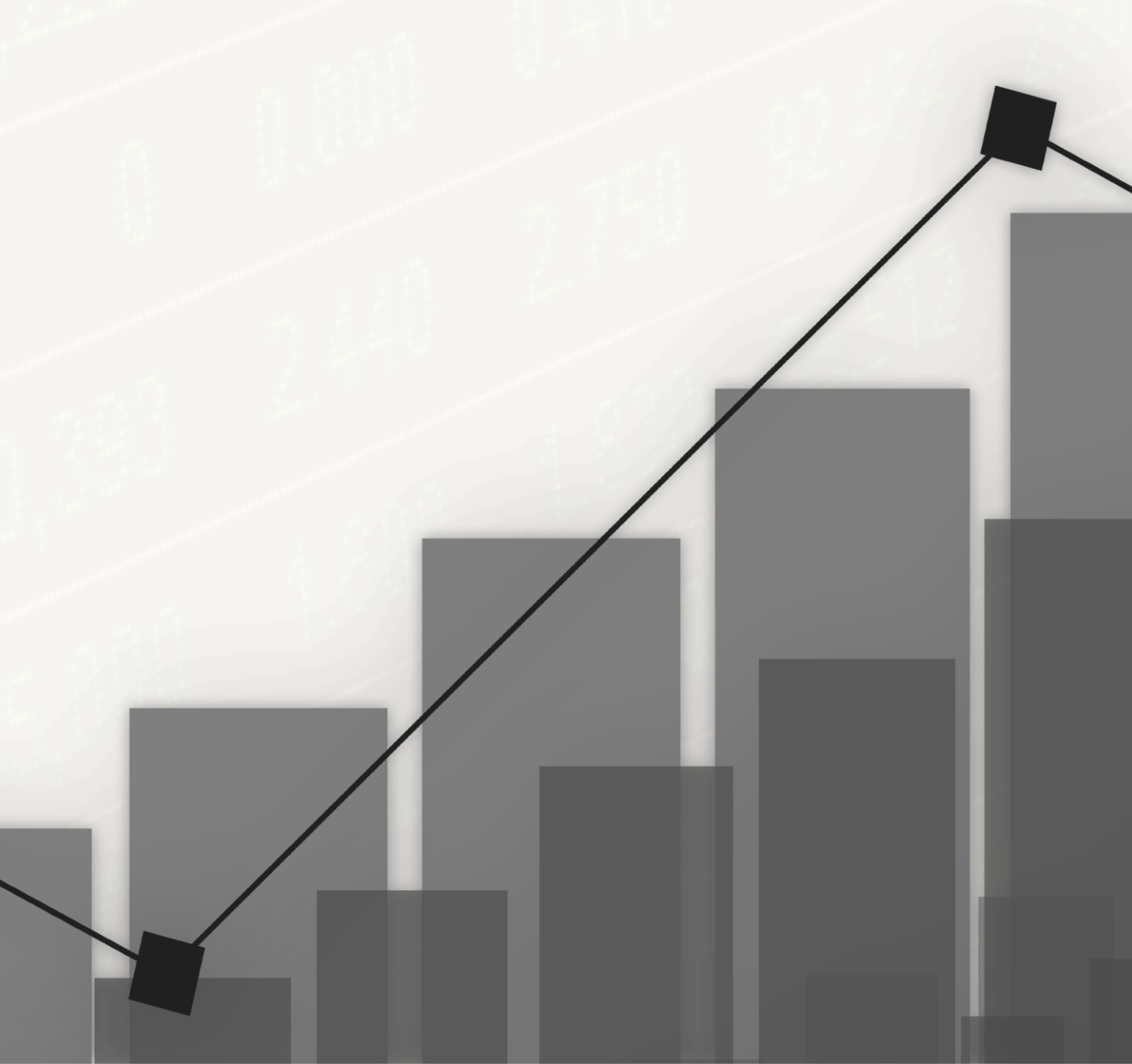
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Greater Than AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat 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 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund