



Analyst Group

# GREATER THAN

PÅFYLLD KASSA OCH REDO ATT ÖKA HASTIGHETEN

2019-11-04

## BULL & BEAR-ANALYS

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 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 16 års erfarenhet av att mäta och förstå risk, till enskild bil. Med över 50 miljarder analyserade kilometer har Bolaget byggt en databas med över 500 miljoner unika referensprofiler, där varje profil innehåller kostnad för risk som relateras till körbeteendet. Baserat på den kunskapen erbjuder Greater Than nu AI-baserad prissättning av risk och olika digitala bilförsäkringslösningar till försäkringsbolag som vill få bättre riskinsikt, sänka skadekostnaderna och erbjuda konsumenten transparenta, och mer individanpassade produkter. Istället för att vänta 12 till 24 månader för att se det finansiella utfallet, ersätter Greater Thans AI-baserade premiemodell ett gammalt system vilket möjliggör för att varje enskild biltur kan prissättas individuellt baserat på realtidsdata

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q3-19	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



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

4



### 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 september 2019 uppgick till ca 40 % (vilket då är exklusive den riktade emissionen om 27 MSEK under oktober 2019).

3



### Riskprofil

Den traditionella försäkringsbranschen är trögrörlig 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.

3



### 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 ca 48 %.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

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 REDO ATT ÖKA HASTIGHETEN



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 16 MSEK och år 2022 prognostiseras Greater Than ha nått en omsättning omkring 135 MSEK. Med en diskonteringsränta om 8 % och en målmultipel härledd från en relativvärdering, ger det ett nuvärde per aktie om 73 kr i ett Base scenario.

## ▪ Tredje kvartalet – tillväxten fortsätter

Under Q3 uppgick omsättningen till 4,2 MSEK (3,5), motsvarande en tillväxt om 20 % mot jämförbart kvartal 2018, och 5 % högre omsättning jämfört med föregående kvartal (Q2-19). Likt våra estimat var försäljnings-tillväxten och intäkterna framförallt hänförliga från försäljning av tjänster på försäkringsplattformen Enerfy till försäkringsbolag. Det är något vi ser mycket positivt på, eftersom att det är vad som krävs för att kunna fortsätta driva värderingen av Bolaget framöver.

## ▪ Ökar antalet betalande försäkringsavtal med 45 %

Greater Than håller på att bygga upp ett kraftigt fundament av kunder, där antalet betalande försäkringsavtal som använder Bolagets teknologi växte med 45 % under Q3-19 jämfört mot Q2-19. Denna del i affärsmodellen är vad som möjliggör en successivt stigande försäljning Q-Q.

## ▪ Har tecknat stort avtal i Asien

Under början av september ingick Greater Than partnerskap med MS First Capital Insurance och ComfortDelGro Insurance Brokers i Singapore, för att distribuera regionens första AI-baserade bilförsäkring. Försäkringen är helt digital och baserad på Greater Thans teknikplattform. MS First Capital Insurance innehar förstaplatsen som regionens högst rankade och bästa skadeförsäkringsbolag.

## ▪ Den riktade emissionen har stärkt balansräkningen

Utifrån Greater Thans historiska *burn rate* och rapporterad kassa vid utgången av juni, prognostiserade vi i vår föregående analys (2019-09-04) att Bolaget skulle vara finansierade tills omkring oktober 2019. Prognosen föll ut väl med tanke på den riktade emissionen om 27 MSEK som Greater Than genomförde den 9 oktober. Greater Than har nu således stärkt sin balansräkning väsentligt, något som minskar den finansiella risken på kort sikt. Med nuvarande kassa, tillsammans med vår uppdaterade prognos för Greater Thans *burn rate* under kommande kvartal, estimerar vi att Bolaget är finansierade tills omkring oktober/november 2020.

## AKTIEKURS | 70 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2022 ÅRS PROGNOIS

<b>BEAR</b> 45 kr	<b>BASE</b> 73 kr	<b>BULL</b> 90 kr
----------------------	----------------------	----------------------

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

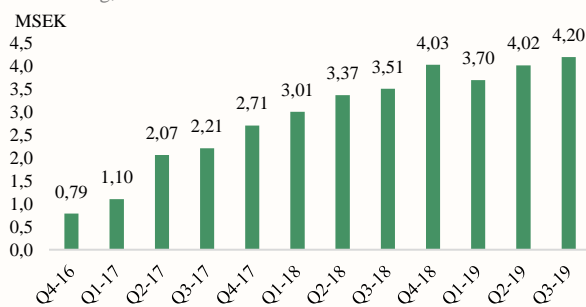
GREATER THAN				
Stängningskurs (2019-11-01)	70,0			
Antal Aktier	10 520 771			
Market Cap (MSEK)	736,5			
Nettokassa(-)/skuld(+)	-16,2			
Enterprise Value (EV)	720,3			
V.52 prisintervall (SEK)	28,0 – 90,0			
Lista	Stockholm First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	-1,4 %			
3 månader	+32,1 %			
1 år	+120,8 %			
YTD	+73,3 %			
HUVUDÄGARE (PER 2019-09-30)				
Sten Forseke	37,3 %			
Keel Capital	11,2 %			
Handelsbanken Fonder	6,6 %			
Karin Forseke	4,9 %			
Roger Karlsson	3,6 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Liselott Johansson			
Styrelseordförande	Lars M. Berg			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport Q3-19	2020-02-20			
PROGNOS (BASE), MSEK	2017	2018	2019E	2020E
<b>Nettoomsättning</b>	8,1	13,9	17,0	31,0
<i>Omsättningstillväxt</i>	132%	71,9%	22,2%	82,3%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>12,8</b>	<b>25,7</b>
<i>Bruttomarginal (adj.)</i>	65,8%	46,0%	52,0%	83,0%
<b>EBIT</b>	<b>-14,8</b>	<b>-18,9</b>	<b>-21,3</b>	<b>-13,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-241,8%	-166,6%	-148,9%	-43,7%
P/S	91,0	53,0	43,3	23,8
EV/S	89,0	51,8	42,4	23,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.

# KOMMENTAR Q3-19

Inför Q3-rapporten var vår blick vänd mot hur försäljningen har utvecklats under kvartalet, där frågan var om Greater Than kunde överträffa försäljningen om ca 4,0 MSEK under Q2-19, och därmed fortsätta den successivt stigande trenden Q-Q. Greater Thans rapport visade detta då Bolaget under Q3 visade på en omsättning om ca 4,2 MSEK (3,5), motsvarande en tillväxt om 20 % mot jämförbart kvartal 2018, och 5 % högre omsättning jämfört med föregående kvartal (Q2-19). Likt våra estimat var försäljningstillväxten och intäkterna hänförliga framförallt från försäljning av tjänster på försäkringsplattformen Enerfy till försäkringsbolag. Greater Than skriver i rapporten att de fortsatt fokuserar på att öka koncernens repetitiva intäkter genom att skapa fler B2B-affärer med globala aktörer så som försäkringsbolag och fordonstillverkare. Det är något vi ser mycket positivt på, eftersom att det är vad som krävs för att kunna fortsätta driva värderingen av Bolaget framöver. Tolv månader rullande försäljning uppgår nu till ca 16 MSEK.

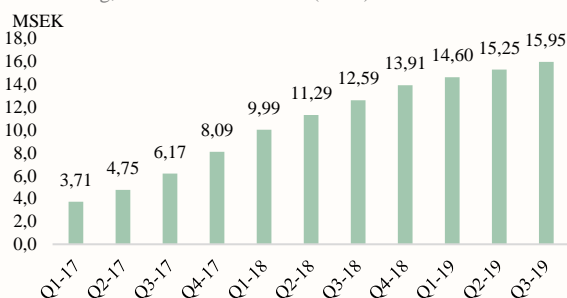
Med Q3-rapporten 2019 står det klart att Greater Than fortsätter den uppåtgående trenden Q-Q med successivt stigande försäljning.

Omsättning, kvartalsbasis



Källa: Greater Than

Omsättning, tolv månader rullande (LTM)



Källa: Greater Than

**45%**

TILLVÄXT I  
BETALANDE  
FÖRSÄKRINGS-  
AVTAL

## Fortsätter att öka kundbasen

Greater Than håller på att bygga upp ett kraftigt fundament av kunder, där antalet betalande försäkringsavtal som använder Bolagets teknologi växte med 45 % under Q3-19 jämfört mot Q2-19. Denna del i affärsmodellen är vad som möjliggör en successivt stigande försäljning Q-Q.

## Starka avtal tecknade i Asien

Under början av september ingick 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. Försäkringen är helt digital och baserad på Greater Thans teknikplattform. MS First Capital Insurance ägs av japanska Mitsui Sumitomo Insurance Company, som är en del av MS&AD Group. MS First Capital Insurance innehar förstaplatsen som regionens högst rankade och bästa skadeförsäkringsbolag.

## Finansiell ställning säkrad via riktad emission om 27 MSEK

Likviditetsmässigt uppgick kassan vid utgången av september till ca 0,5 MSEK. Efter periodens utgång har dock en riktad emission genomförts, vilken tillförde Bolaget ca 27 MSEK före emissionskostnader (vilka vi räknar med ha varit relativt låga). Greater Than har således stärkt sin balansräkning väsentligt, något som minskar den finansiella risken på kort sikt.

## Aktuellt värderingsintervall

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q3-19	Efter Q3-19
Base, nuvärde av 2022 års prognos:	67	73
Bull, nuvärde av 2022 års prognos:	77	90
Bear, nuvärde av 2022 års prognos:	40	45

# 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 16 MSEK och år 2022 prognostiseras Greater Than ha nått en omsättning omkring 135 MSEK. Med en diskonteringsränta om 8 % och en målmultipel härledd från en relativvärdering, ger det ett nuvärde per aktie om 73 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 som kan mäta och prissätta risk i realtid och den teknologiska plattformen för att analysera ny data, 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 plattformen 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, 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 135 MSEK år 2022. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 8 % och P/S 7 som målmultipel på 2022 års försäljning, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 73 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 24,7 MSEK per sista oktober 2019 och en estimerad genomsnittlig *burn rate* om 2 MSEK/månad framgent, är Greater Than finansierade tills oktober/november 2020 (se sida 17 för gjorda beräkningar och antaganden).

FÖRSÄKRINGS-  
BRANSCHEN  
HÅLLER PÅ  
ATT  
FÖRÄNDRAS

ATTRAKTIVT  
ERBJUDANDE  
FÖR BÅDE  
FÖRSÄKRINGS-  
BOLAG OCH  
FÖRSÄKRINGS-  
TAGARE

135 MSEK  
OMSÄTTNING  
PÅ 2022 ÅRS  
PROGNOS

# BOLAGSBESKRIVNING

FÖRDELAR MED  
GREATER THANS  
TEKNIK

FÖRSÄKRINGS-  
BOLAG KAN;

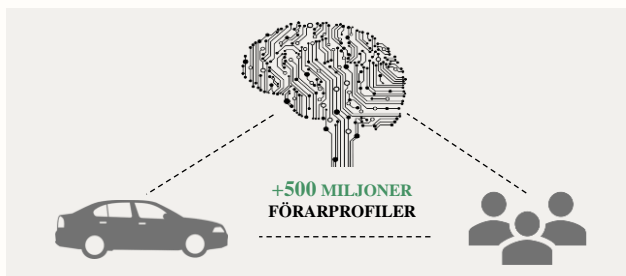
Bättre hantera de  
finansiella utfallen

Öka  
behållningsgraden  
av kunder

Minska  
skadefrekvensen

Greater Than har över 16 års erfarenhet av att förstå bilförare och med över 50 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.

*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 16 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

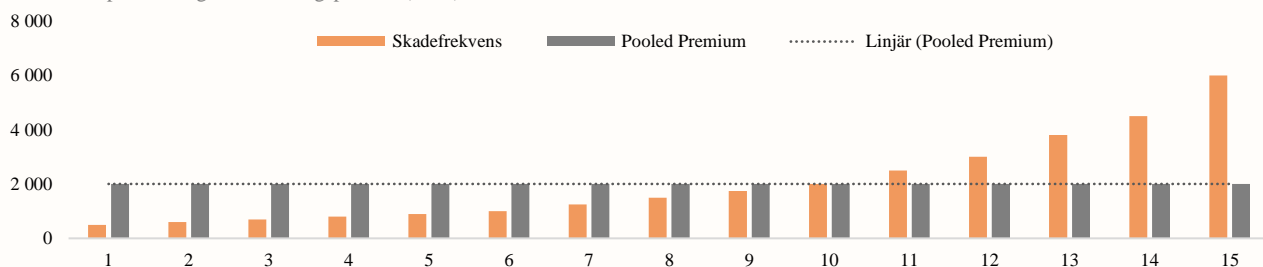
# GREATER THANS TEKNIK

## 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

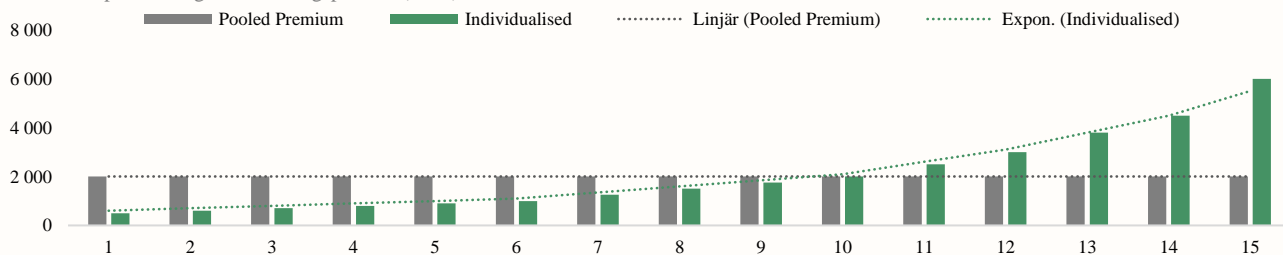
Den slutsats som kan dras från ovan diagram är alltså att de individer som befinner sig inom grupp 11-15 betalar samma försäkringspremie som de som befinner sig inom grupp 1-10. Samtidigt är det grupp 11-15 som står för högst skadefrekvens, och som således är de individer som driver upp försäkringspremien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

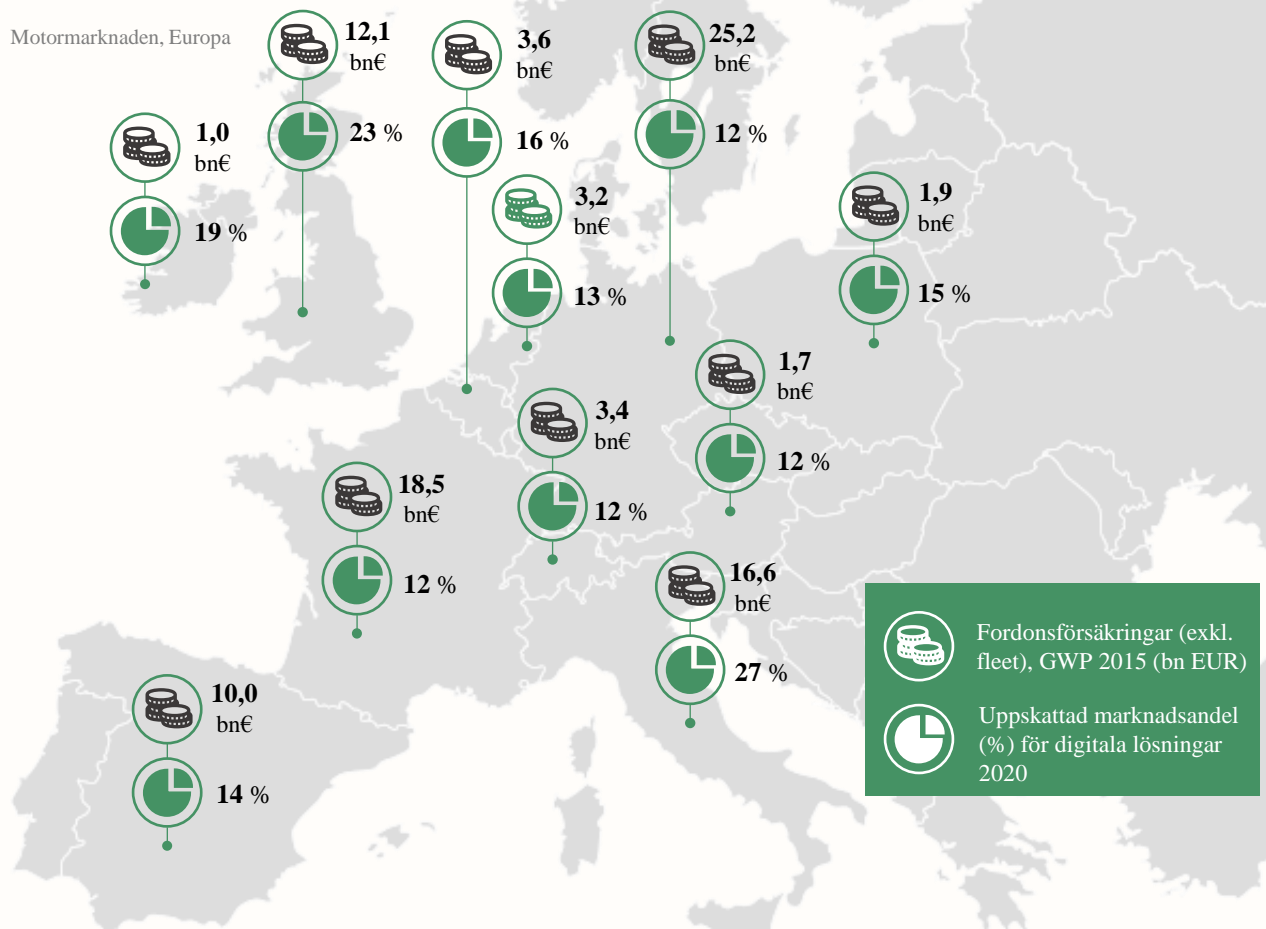
Försäkringsbranschen har länge varit oförändrad, där strukturell trögrörlighet hämmat utvecklingen. Till följd av den digitala utvecklingen har dock branschen börjat förändras. Intresset för InsurTech, att med ny teknologi (t.ex. Artificiell Intelligens (AI) och IoT) förändra den traditionella försäkringsmodellen,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

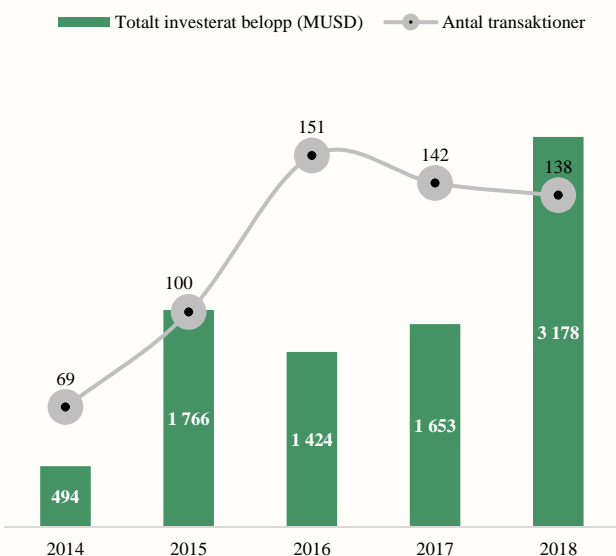
**100 MILJONER**  
ANVÄNDAR-  
BASERADE BIL-  
FÖRSÄKRINGAR  
2020

## 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 %. 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.<sup>1</sup>

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

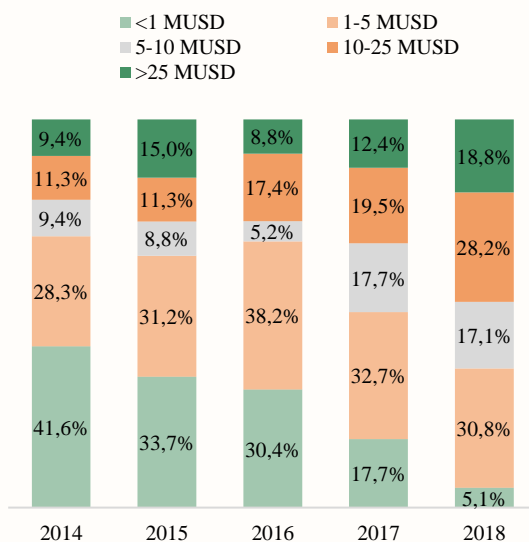
Antal gjorda affärer och belopp investerat



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)

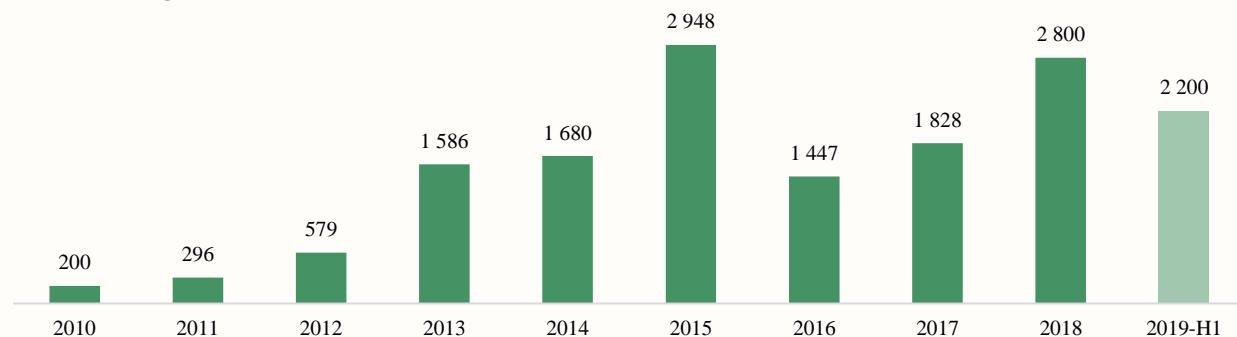
<sup>1</sup>Fintech Global (2019), ANNUAL INVESTMENTS IN INSURTECH DOUBLED LAST YEAR

# 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.

**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 2018 uppgick försäljningen till 2,4 mdUSD, med en EBITDA-marginal på 47 %.

## 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.



EXEMPEL PÅ  
AKTÖRER SOM  
HAR LIKHETER  
MED GREATER  
THAN



# 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
<b>Uppskattat antal personbilar Europa 2018-2019</b>	<b>261 451 040</b>

ADRESSERAR  
EN ANDEL OM  
38 % AV DEN  
EUROPEISKA  
MARKNADEN

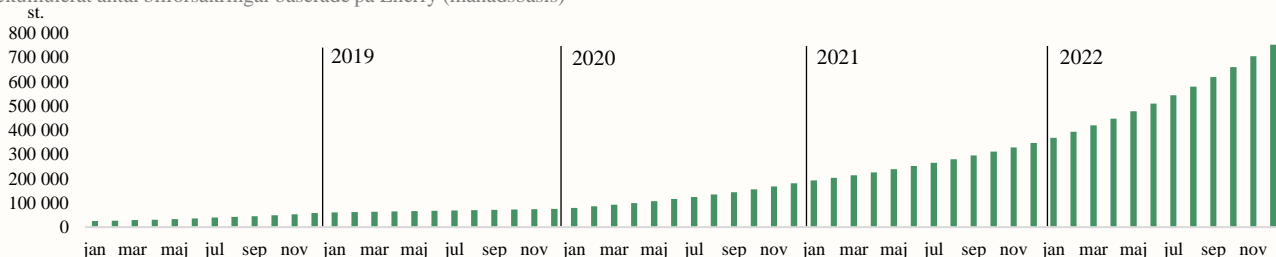
Från ett försäkringsbolags perspektiv kan det sägas att inte alla tjänar på Greater Thans bilförsäkring, beroende på t.ex. hur mycket du kör per år skulle andra försäkringar kunna vara mer tillämpliga. Greater Than uppskattar själva att antalet bilanvändare som hade tjänat på en bilförsäkringsmodell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

Accumulerat antal bilförsäkringar baserade på Enerfy (månadsbasis)



# FINANSIELL PROGNOSS

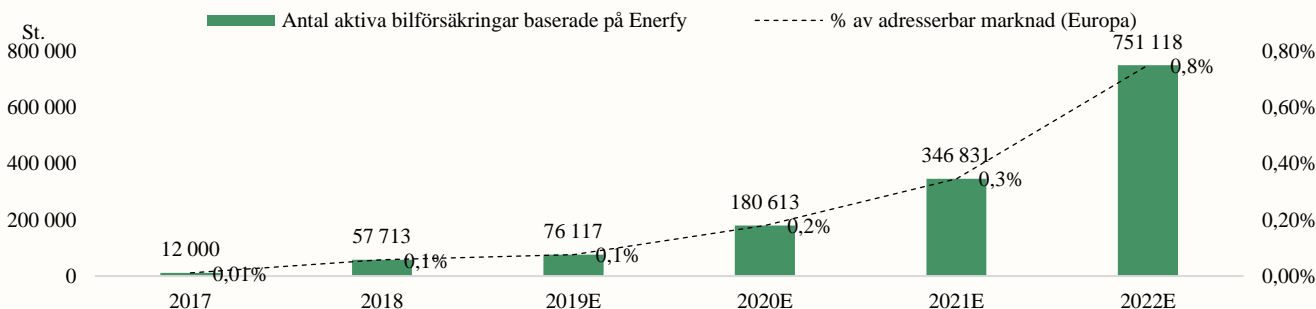
Användartillväxten kopplad till Enerfy antas förutsätta flera parametrar, och utgöra en kombination av bolagsspecifika delar relaterade till Greater Than samt faktorer relaterade till försäkringsbranschen i helhet. Greater Than måste aktivt bearbeta försäkringsbolagen och övertala dessa att använda sig 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 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 0,7 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 0,8 % år 2022, mätt i antal bilförsäkringar i Europa baserade på Enerfy.**

Antal bilförsäkringar baserade på Enerfy, 2019-2022E



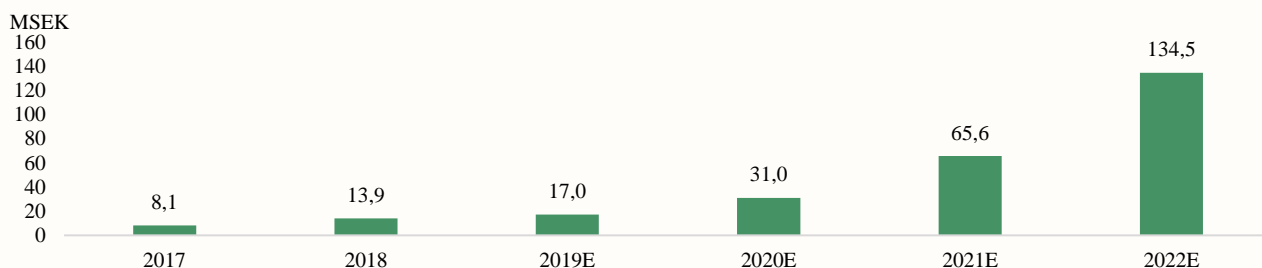
Analyst Groups prognos

## 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

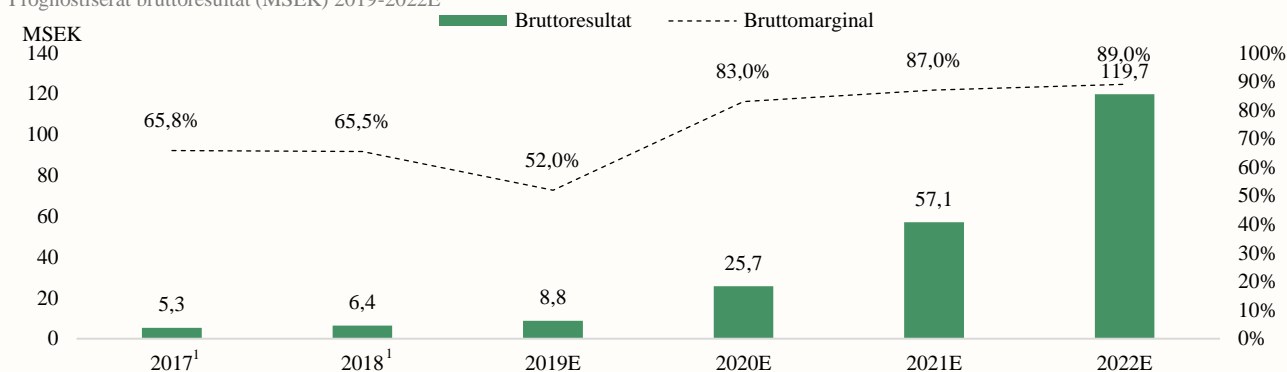
# FINANSIELL PROGNOSES

## Bruttomarginaler, rörelsekostnader och lönsamhet

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



Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Bruttomarginal, exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

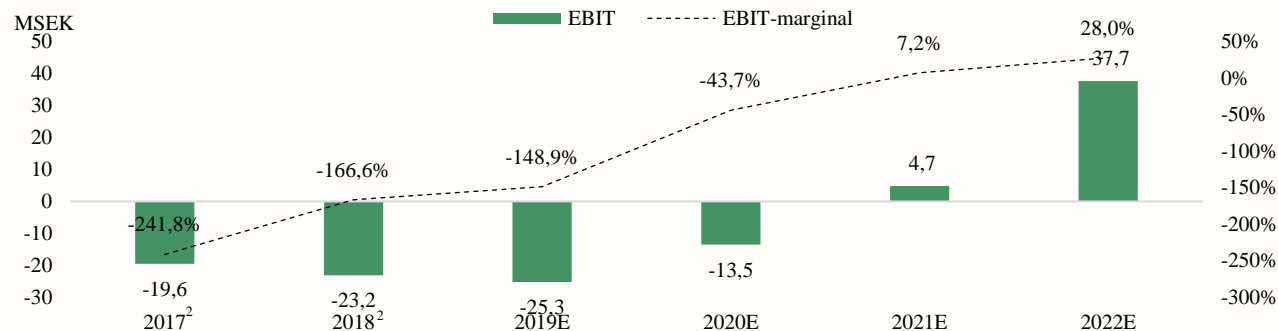
Greater Than har en affärsmodell som innebär att de via egen organisation bearbetar försäkringsbolag för att sälja in Enerfy som en White-label lösning.

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



Analyst Groups prognos

<sup>2</sup>EBIT-marginal, exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

# VÄRDERING

Analyst Groups prognos - Base scenario	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	8,1	13,9	17,0	31,0	65,6	134,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,7	4,3	4,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>12,8</b>	<b>18,2</b>	<b>21,0</b>	<b>31,0</b>	<b>65,6</b>	<b>134,5</b>
Handelsvaror	-2,8	-7,5	-8,2	-5,3	-8,5	-14,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>12,8</b>	<b>25,7</b>	<b>57,1</b>	<b>119,7</b>
Bruttomarginal (adj)	65,8%	46,0%	52,0%	83,0%	87,0%	89,0%
Rörelsekostnader	-22,2	-26,1	-29,0	-34,6	-45,8	-71,3
<b>EBITDA</b>	<b>-12,2</b>	<b>-15,3</b>	<b>-16,2</b>	<b>-8,9</b>	<b>11,3</b>	<b>48,4</b>
EBITDA-marginal (adj)	-208,9%	-141,4%	-118,9%	-28,7%	17,2%	36,0%
Av- och nedskrivningar	-2,7	-3,5	-5,1	-4,6	-6,6	-10,8
<b>EBIT</b>	<b>-14,8</b>	<b>-18,9</b>	<b>-21,3</b>	<b>-13,5</b>	<b>4,7</b>	<b>37,7</b>
EBIT-marginal (adj)	-241,8%	-166,6%	-148,9%	-43,7%	7,2%	28,0%
P/S	91,0	53,0	43,3	23,8	11,2	5,5
EV/S	89,0	51,8	42,4	23,3	11,0	5,4
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	151,7	19,1

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 (2019-11-01) 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 (2019-11-01) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 1,7 mdSEK, med en EBIT-marginal på 29,8 %.

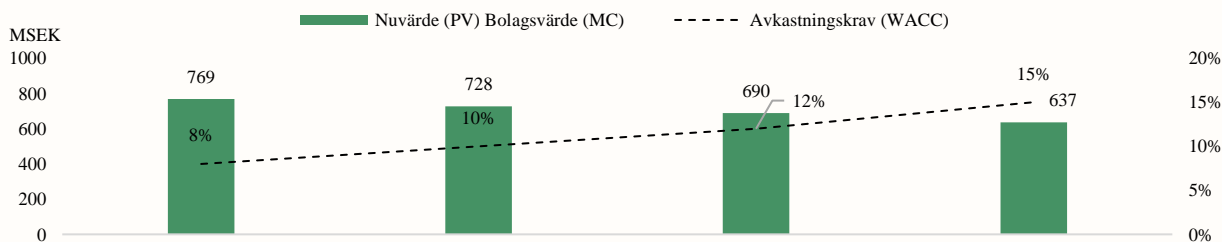
Då Greater Than prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen. Medelvärde av ovan nämnda företags P/S-multiplar är 3,6. Sapiens har en bredare organisation, medan NetEnt och Greater Thans affärsmodell har mer likheter (även om slutkund skiljer sig). Givet en målmultipel omkring P/S 7, vilket därmed är över NetEnt, motiverat av andra förutsättningar för tillväxt, på 2022 års prognostiserad försäljning om ca 135 MSEK, ger det ett värde om ca 1 000 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 73 kr i ett Base scenario.

**73 KR**

PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO  
(NUVÄRDE)

Vid 8 % diskonteringsränta, ger det ett nuvärde om ca 770 MSEK, jämfört med ca 736 MSEK idag (2019-11-01).

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 premiemodell 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) 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.

### Bull-faktorer i urval

- **Stark strukturell tillväxt**

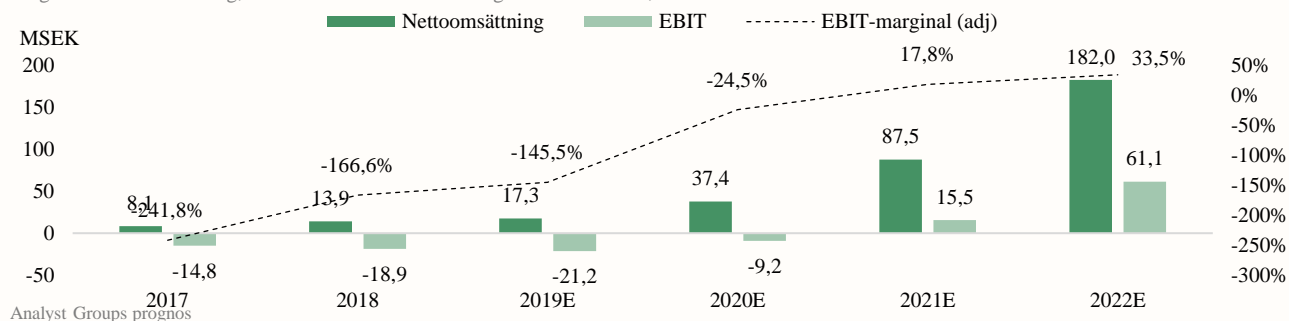
FinTech kan argumenteras för att ha nått sin fulla potentiell, medan InsurTech fortfarande har en lång period av förväntad tillväxt framför sig. Den strukturella tillväxten i branschen kan komma att skynda på Greater Thans tillväxt ytterligare.

- **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 2019-2022E, Bull scenario



Analyst Groups prognos

**90 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 90 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 upprepad 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**

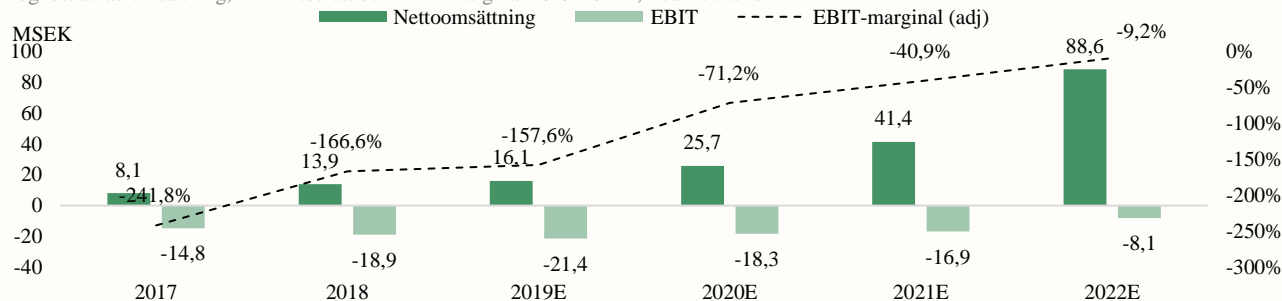
En långsammare förändring, där den digitala omställningen av försäkringsindustrin tar längre tid än väntat, kan resultera i ett lågt antal anslutna slutanvändare till Enerfy-plattformen, och således lägre intäkter för Greater Than.

- **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.

**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

**45 KR**

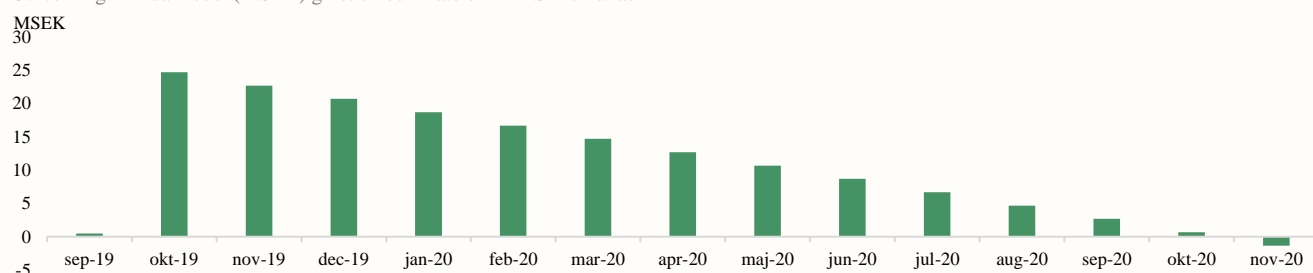
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 8 %, en målmultipel om P/S 7 på 2022 års försäljning ger det ett nuvärde per aktie om 45 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 ökar med 20 % och antalet försäkringstagare som nyttjar er teknologi fortsätter öka mot föregående kvartal (+45 %). Under tredje kvartalet, vad är du mest nöjd med?**

Vi bygger på basen med kunder och vi utvecklas väl med de stora primärkunder som vi har. Dessutom uttrycker kunderna att dom är nöjda med både vår service och kvalitén på produkterna, framför allt hur vår prognoser för skadekostnader stämmer överens med det verkliga utfallet.

**I rapporten skriver ni att, "[...] för att kunna ta hand om intresset från marknaden från stora globala försäkringsbolag, har ni ökat antalet anställda under första kvartalet vilket har medfört högre personalkostnader under året, och att teamet för närvarande känns bra balanserat för att kunna skala upp affärerna". För kommande kvartal, ser ni att ni har ett mindre behov av att fortsätta anställa personal, och att ni med nuvarande nivå klarar av att hantera den tillväxtkurva ni vill klara av att hålla?**

Vi har nu en bra kostym för att hålla servicen uppe mot befintliga kunder och ta in nya affärer. Vi har utvecklat en effektiv *onboarding*-plattform som vi släppte tidigare i år, den har lett till att våra kunder kan på ett snabbt och enkelt sätt komma igång att använda våra tjänster utan stora insatser från oss. Vi följer vår strategi, färre men större kunder, och vi har all anledning att förvänta oss ett bra år 2020 vad gäller nya kunder.

**Under början av september ingick ni partnerskap med MS First Capital Insurance Limited och ComfortDelGro Insurance Brokers Pte Ltd, i Singapore. Kan du berätta lite mer om dessa partnerskap och vilka möjligheter du ser för Greater Than?**

MitsuiSumitomo är ett jätteföretag och rankad etta i Asien inom sakförsäkringar. MS First Capital har täckning över hela Sydostasien, inkluderat Japan såklart och vårt avtal syftar till att MS First Capital ska prissätta och riskhantera sina digitala försäkringar på vår plattform över hela deras marknadsområde. Dessutom har MS First Capital köpt hela vårt paket, allt från online shop, betalningslösning, prissättning och försäkringslösningar inklusive skaderapportering.

ComfortDelGro är redan en partner till oss och nu utökar vi samarbetet. ComfortDelGro Insurance Brokers har stora ambitioner att förändra försäkringsmarknaden där våra digitala tjänster, framför allt vår AI-prissättning passar in i deras planer. De är dessutom redan idag en stor distributionskanal åt MS First Capital.

Möjligheterna ihop med dessa partners är stora och Asien är en tillväxtmarknad där bilåkandet ökar och befolkningen är både digitala och kostnadsmedvetna.

**Samtidigt som försäljningen ökar och antalet försäkringstagare som nyttjar er teknologi ökar mot föregående kvartal, sjönk bruttomarginalen till ca 43 % under Q3-19, att jämföra med ca 48 % under Q3-18. Kan du berätta lite mer om vad detta beror på?**

Vi har en klar strategi att ta fram och sälja generiska produkter som vi lätt kan skala upp till stora volymer globalt. Vårt fokus är försäljning genom en s.k. *subscription*-modell där vi tar betalt per fordon och månad. Dock så tar vi betalt för hårdvara och ibland kan vi ta betalt för utveckling vilket påverkar säljmixen.

Den 28 oktober 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 Kommittén 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

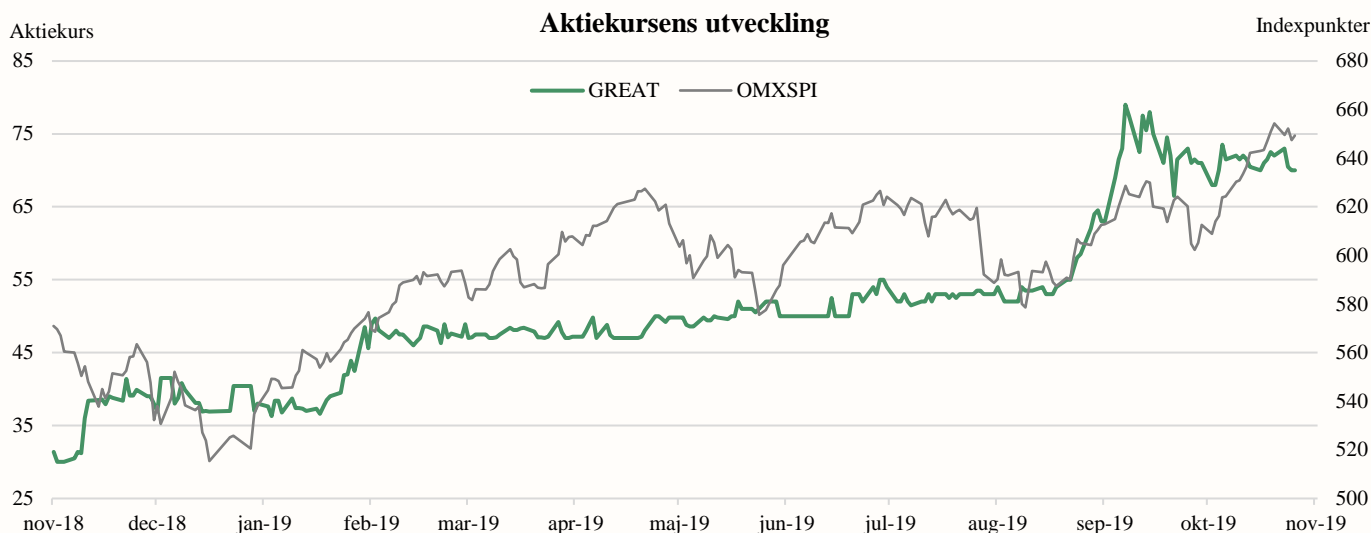
Roger Karlsson har arbetat inom energiindustrin med både eldistribution och -produktion. Han grundade företaget Scandem 1995 i Örebro. Företaget växte till att bli Nordens största innehavsbolag för tunga industrier med en omsättning på cirka 1,3 miljarder kronor. Företaget såldes till Jämtkraft AB i 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



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
<b>Summa intäkter</b>	<b>4 732 913</b>	<b>5 721 350</b>	<b>6 278 406</b>	<b>12 839 196</b>	<b>18 217 222</b>
Handelsvaror	-1 557 595	-1 640 030	-1 298 177	-2 766 600	-7 504 072
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3 175 318</b>	<b>4 081 320</b>	<b>4 980 229</b>	<b>10 072 596</b>	<b>10 713 150</b>
	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
<b>EBITDA</b>	<b>-8 452 998</b>	<b>-8 970 111</b>	<b>-9 614 801</b>	<b>-12 157 758</b>	<b>-15 348 121</b>
	-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
<b>EBIT</b>	<b>-8 890 394</b>	<b>-10 719 695</b>	<b>-11 369 985</b>	<b>-14 813 389</b>	<b>-18 862 559</b>
	-238,5%	-276,5%	-406,0%	-241,8%	-166,6%
Ränteutgifter 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
<b>EBT</b>	<b>-8 905 963</b>	<b>-10 662 407</b>	<b>-11 496 319</b>	<b>-15 209 875</b>	<b>-19 132 241</b>
Skatt	0	245	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8 905 963</b>	<b>-10 662 162</b>	<b>-11 496 319</b>	<b>-15 209 875</b>	<b>-19 132 241</b>
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](http://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](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)