

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



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") är ett teknologiföretag som utvecklat AI som predikterar frekvens och kostnader för bilskador, vilket hjälper försäkringsbolag med bättre prissättning av premier, smartare vägar att skapa kundlojalitet och selektiv nyförsäljning. Baserat på företagets spetskompetens inom AI säljer Greater Than produkterna Enerfy Risk Portfolio Tracker, Enerfy Loyalty och Enerfy Insurance lösningar såsom Enerfy PHYD. Därtill tjänster som appar för bildelning, fordonsparker, biluthyrning och *driver gamification*. Greater Than samarbetar med försäkringsföretag som MS First Capital och Zürich och är noterade på Nasdaq First North Growth Market. FNCA Sweden AB, +46 (0) 8-528 00 399, info@fnca.se är certifierad rådgivare. För mer information, se www.greaterthan.eu

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Greater Thans teknik	8
Marknadsanalys	19-11
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 Greater Thans AI-plattform, 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. De långsiktiga marknadstrender är gynnsamma, där allt fler aktörer efterfrågar användarbaserad prissättning av försäkringar, något som blir extra aktuellt i spåren av Covid-19.

HISTORISK LÖNSAMHET

3 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 september 2020 uppgick till ca 57 %. Betyget är endast baserat på Bolagets historik och är ej framåtblickande.

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 46 %. Greater Than har dessutom en stark ägarbild, bl.a. i form av Carn Capital och Keel Capital, som historiskt varit ett starkt finansiellt stöd.

RISKPROFIL

6 av 10

Den traditionella försäkringsbranschen är känd för att vara 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 AI baserade databas och goda teknikhöjd kan ha givit ett *first-mover advantage* vilket minskar risken. Under juni 2020 fyllde Greater Than på sin kassa via en riktad emission om ca 20 MSEK före emissionskostnader, vilket minskat den finansiella risken på kort sikt.

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)

I VÄNTAN PÅ PANDEMINS VÄNDNING



När pandemin lättar bör Greater Than stå väl förberedda för att adressera det påskyndade skiftet i försäkringsmarknaden och hjälpa industrins aktörer att nå bättre lönsamhet med flexibla och personifierade lösningar. Tillgång till rätt sorts data är fortsatt en stark värde drivare för företag som vill förstå och förutse kundbeteende, något som blivit allt tydligare under Covid-19 där efterfrågan av realtidsdata ökar. Greater Thans AI-plattform består av över 1 miljard unika körprofiler som varje dag tränas på ny realtidsdata, en viktig hörnsten i bolagsvärderingen. Omsättningen har varit låg under senaste kvartalen men estimeras kunna stiga till ca 110 MSEK år 2024, där en strukturell tillväxt i marknaden antas ge medvind. Med tillämpad målmultipel härleds ett värde per aktie om 110 kr (115) i ett Base scenario.

Som väntat låg försäljning under tredje kvartalet...

Som väntat var omsättningen under tredje kvartalet låg med en försäljning som uppgick till 1,2 MSEK (4,2), motsvarande en minskning om 71 %. Försäljningstappet förklaras av faktorer relaterade till Covid-19, planenligt minskad hårdvaruförsäljning samt tidigare avslutade försäkringsförmedlingstjänster mot konsumenter. På kort sikt ger det lägre omsättning, samtidigt som nuvarande affärsfokus bör bära bra fukt i takt med att de negativa effekterna från pandemin lättar, där tiden post Covid-19 bör resultera i en ökad efterfrågan av Greater Thans erbjudande och AI-plattform.

... men en hög bruttomarginal

En styrkepunkt i Q3-rapporten är bruttomarginalen som uppgick till 83 %, att jämföra med den genomsnittliga marginalen om 49 % under föregående fyra kvartal. Utöver att vi ser marginalnivån under Q3 som ett bevis på den långsiktiga affärsmodellens lönsamhet bidrog detta, i kombination med relativt god kostnadskontroll i rörelsen, till en stabil *burn rate* under juli-september och således ett balanserat rörelsekapital.

Pandemin skapar både utmaningar och möjligheter

För Greater Than resulterar Covid-19 närmast i lägre användartillväxt och försäljning. När väl pandemin lättar bör dock rådande prövningar resultera i bättre förutsättningar för att skala upp, där AI för bättre kostnadskontroll och digitalisering för billigare processer kommer att få ännu större betydelse för morgondagens motorförsäkringar. Det gynnar Greater Than, som med redan färdigpaketerade lösningar snabbt kan möta en växande efterfrågan både från befintliga och nya kunder.

Vi justerar vårt värderingsintervall

Till följd av en för tillfället sviktande tillväxt väljer vi att revidera våra estimat för 2020, samtidigt som vi bibehåller vår tro om att Greater Than kan leverera hög tillväxt från 2021 och framåt. Justeringarna påverkar vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base, Bull och Bear.

AKTIEKURS | 77,8 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNOIS

BEAR 75 kr	BASE 110 kr	BULL 130 kr
----------------------	-----------------------	-----------------------

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2024 års prognostiserade försäljning. Eventuell uppvärdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

GREATER THAN	
Stängningskurs (2020-11-04)	77,8
Antal Aktier (st.)	10 721 171
Market Cap (MSEK)	834,1
Nettokassa(-)/skuld(+)	-3,0
Enterprise Value (EV)	831,1
V.52 prisintervall (SEK)	68,0 – 125,0
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING	
1 månad	-25,7 %
3 månader	-35,2 %
1 år	+15,3 %
YTD	-8,3 %

HUVUDÄGARE (PER 2020-09-30)	
Sten Forseke	35,1 %
Keel Capital	17,6 %
Karin Forseke	4,7 %
Carn Capital	4,0 %
Henrik Eklund	3,0 %

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

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q4-20	2021-02-18

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	15,1	9,2	25,0	53,6	80,7	110,2
Omsättningstillväxt	8,3%	-39,2%	173,1%	114,2%	50,5%	36,6%
Bruttoresultat	12,5	11,7	20,4	44,4	68,5	96,9
Bruttomarginal (adj.)	48,2%	64,0%	81,5%	82,8%	84,9%	87,9%
EBIT	-29,5	-22,8	-21,9	-10,8	8,5	17,5
EBIT-marginal	-230,8%	-313,0%	-87,5%	-20,1%	10,5%	15,9%
P/S	N/M	N/M	33,3	15,6	10,3	7,6
EV/S	N/M	N/M	33,2	15,5	10,3	7,5
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	N/M	47,4

KOMMENTAR Q3-20

- I linje med våra förväntningar var omsättningen under Q3 låg...
- ... samtidigt som vi hade räknat med ett ökat antal betalande försäkringsavtal.
- Bruttomarginalen om 83 % är ett tydligt tecken på affärsmodellens lönsamhet.
- *Burn rate* och likviditet enligt våra estimat.

Under Q3-20 uppgick Greater Thans omsättning till 1,3 MSEK (4,2), motsvarande en minskning om 71 %. Likt vi skrev i vår kommentar inför Q3-rapporten, räknade vi inte med någon större omsättning under årets tredje kvartal. Den huvudsakliga faktorn bakom den minskade försäljningsvolymen är Covid-19 som påverkat flertalet kunder som tagit sina fordonsflottor ur drift över en längre tid. Då Greater Than får betalt per aktiv användare påverkar detta intäkterna. Intäkterna har också påverkats av att försäljning av hårdvara minskat då fler kunder går över att använda Bolagets App2Car-lösning. Även om försäljningsminskningen var väntad, hade vi ändå räknat med att Greater Than kunnat upprätthålla en fortsatt tillväxt i antalet betalande försäkringsavtal och slutkunder. Det faktiska utfallet visade dock på en minskning om 18 % under Q3-20 jämfört med Q3-19, varför vi underskattade effekten av hur pandemin kortsiktigt påverkar Greater Than.

Ytterligare en faktor som bidragit till en lägre omsättning är att Greater Than tidigare i år avvecklat produkten Enerfy försäkring med Moderna. Samtidigt har beslutet om att sluta förmedla försäkringar till konsument, i kombination med tidigare lansering av App2Car-lösningen, bidragit till att kraftigt stärka Greater Thans bruttomarginal. Senaste fyra kvartalen har den genomsnittliga bruttomarginalen uppgått till 49 %, vilket kan jämföras med 83 % (!) under Q3-20. Även om vissa justeringar kan antas ske löpande är Greater Thans plattform redan utvecklad och kommersiell, där den långsiktiga affärsmodellen med att sälja in plattformen som en White-label lösning till försäkringsbolagen blir högst skalbar och ger upphov till höga marginaler. Därmed räknar vi fortsatt med att Greater Thans bruttomarginal framgent borde kunna överstiga 90 % i takt med ett ökat användarantal.

83 %
BRUTTO-
MARGINAL

Kapitalförbrukning och likviditet

Vid utgången av september uppgick kassan till 14,6 MSEK och under perioden juli-september har ett lån om 2,4 MSEK upptagits från Almi. Bolagets operativa *burn rate* uppgick till -2,3 MSEK/månad under Q3-20, vilket kan jämföras med -1,9 MSEK/månad under Q2-20. Den marginella ökningen under tredje kvartalet var i linje med våra estimat, eftersom Greater Than under våren bl.a. kunde tillgodoräkna sig en tillfällig nedsättning av arbetsgivaravgiften. Om vi istället jämför Greater Thans kapitalförbrukning med den under Q1-20, vilket blir mer rättvisande, innebär Bolagets *burn rate* om -2,3 MSEK/månad under Q3-20 en oförändrad nivå.

STABIL
UTVECKLING AV
RÖRELSE-
KAPITALET

Potentiella värde drivare i närtid

Det är tydligt att även Greater Than har påverkats av rådande pandemi. I VD-ordet skriver dock Greater Than att de räknar med stark återhämtning när världen öppnar upp igen. En ytterligare tänkbar värde drivare i närtid kan komma från projektet för Toyotas Kinto. Kinto är Toyotas varumärke för ny mobilitet och Greater Thans Enerfy-lösning ligger till grund för deras lojalitetsprogram. De första stegen tas nu för utvärdering på den japanska marknaden och i delårsrapporten skriver Greater Than att samarbetet med Kinto dessutom förväntas utökas. Eventuell kommunikation kring detta skulle kunna få en positiv effekt på aktien.

Sammanfattningsvis tycker vi att Greater Thans rapport rent försäljningsmässigt var i linje med våra förväntningar, men att den uteblivna tillväxten i antalet anslutna användare överraskade oss. Bruttomarginalen om 83 % ser vi som ett starkt kvitto på affärsmodellens potential och givet att de makroekonomiska faktorerna kan vända runt, och Greater Than kan öka sin försäljning, bör detta successivt ge bättre effekt på sista raden. I samband med Q3-rapport har vi justerat ned vår helårsprognos för 2020, men vidhåller att Greater Than under perioden 2021-2024 bör kunna uppvisa en hög tillväxt.

INVESTERINGSIDÉ

Greater Than har utvecklat Artificiell Intelligens och en molnbaserad plattform som ger djupinsikt i kördata och prissätter risken per enskilt fordon i realtid. Genom plattformen och riskinsikten erbjuder Greater Than digitala försäkringslösningar till försäkringsbolag och biltillverkare som vill minska skadekostnaderna och samtidigt kunna erbjuda nya lönsamma affärsmodeller vilket nya typer av transporttjänster kräver. Greater Thans AI-plattform och lösningar genererar försäljning, och levereras bland annat till världens största försäkringsbolag.

Marknaden för AI samt användarbaserade fordonsförsäkringar växer snabbt

I en rapport av Markets and Markets (2019) estimeras den globala marknaden för IoT och AI att växa med 26 % årligen (CAGR) fram tills år 2024, för att då nå en storlek om 16,2 miljarder dollar. I rapporten anges en av de huvudsakliga tillväxt drivarna vara det faktum att AI, med hjälp av avancerade förutsägelsemodeller, kan bidra till att effektivisera processer och sänka relaterade kostnader inom en rad olika användningsområden. I en annan rapport av Markets and Markets undersöks den globala marknaden för användarbaserad försäkringar inom fordonsindustrin, vilken enligt analysfirman estimerades vara värderad till 24 miljarder dollar vid utgången av år 2019. Fram tills 2027 estimeras den årliga marknadstillväxten (CAGR) uppgå till 23 %, för att nå en storlek överstigande 125 miljarder dollar. I rapporten anges faktorer som fördelaktigare prissättning av försäkringar, större transparens och ett ökat antal digitala tjänster för bilägare vara några av de drivande krafterna bakom den förväntade marknadstillväxten. Dessa marknadstrender talar tydligt för Greater Thans och bör ge god medvind i Bolagets utveckling.

Har ingått avtal med flera världsledande aktörer

Under 2019 ingicks avtal med Microsoft avseende gemensamma försäljnings- och marknadsföringsinitiativ, där Greater Than och Microsoft adresserar försäkringsbolag och biltillverkare med erbjudanden för 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 stark signal – en signal som verkligen understryker att Greater Than är här för att utveckla försäkringsbranschen. Innan avtalet med Microsoft har avtal även ingåtts med både FIA och ACA (*Automobile Club Association*), organisationer som tillsammans har över 80 miljoner medlemmar världen över, mot vilka det globala initiativet *FIA Smart Driving Challenge (FIA SDC)* marknadsförs. FIA SDC är ett öppet mästerskap där ”vanliga” bilförare kan delta genom att köra smart, säkert och miljövänligt under sin vardagskörning med sin egna bil, där hela konceptet bygger på Greater Thans AI-teknologi och plattform. Utöver dessa avtal har Greater Than idag samarbeten med ytterligare ett flertal stora världsledande organisationer och aktörer som t.ex. Zurich Insurance, MS First Capital Insurance, MSIG, ComfortDelGro, Toyotas Kinto m.fl. Dessa befintliga avtal ser vi som ett bevis på att Greater Thans plattform är attraktiv, vilket tillsammans med potentiellt nya avtal och samarbeten bör kunna resultera i en god tillväxt framgent.

Covid-19 bromsar tillväxten på kort sikt – men kan gynna på längre sikt

Coronaviruset påverkar även Greater Than där tiden under Covid-19 innebär att lönsamhetstrenden förvärras då försäkringsbolag står under press att återbetala premier eftersom fordonsflottor till stora delar står stilla. För Greater Than leder det till lägre intäkter, men samtidigt att antalet konkreta förfrågningar på dynamiskt prissatta försäkringar ökar dramatiskt. Post Covid-19 ser ut att bli vändpunkten för dynamiska bilförsäkringar eftersom både konsumenter och företagskunder lär kräva användarbaserade försäkringar, istället för fasta årliga premier. För Greater Than betyder det att deras AI, som prissätter försäkringar per sekund i realtid, får ytterligare stöd för sin tillväxt.

Affärsmodellen kan resultera i snabb tillväxt givet ökat antal slutanvändare

Sedan pandemins utbrott, i kombination med att Greater Than minskat sin hårdvaruförsäljning till följd av sin App2Car-lösning samt att Bolaget slutat förmedla försäkringar mot konsumenter, har intäkterna varit fallande under de senaste kvartalen. Dock uppgår den senast rapporterade bruttomarginalen till hela 83 % vilket bevisar hur lönsam Greater Thans långsiktiga affärsmodell kan bli. Framöver blir det viktigt att antalet betalande försäkringsavtal baserade på Greater Thans teknik kan öka, vilket med en hög bruttomarginal ger bra effekt på sista raden. I ett Base scenario estimeras Greater Than nå en omsättning om ca 110 MSEK år 2024. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 8 % och tillämplad målmultipel på 2024 års försäljning, erhålls ett nuvärde per aktie om 110 kr, där Greater Thans databas utgör en stor andel av värderingen och motivering till val av målmultipel.

MARKNADEN
ESTIMERAS
VÄXA I HÖG
TAKT

URVAL AV
SAMARBETS-
PARTNERS:



110 MSEK
OMSÄTTNING
PÅ 2024 ÅRS
PROGNOS

BOLAGSBESKRIVNING

FÖRDELAR MED
GREATER THANS
TEKNIK

FÖRSÄKRINGS-
BOLAG KAN;

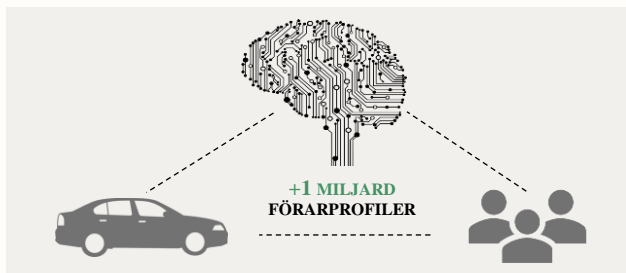
Bättre hantera de
finansiella utfallen

Öka
behållningsgraden
av kunder

Minska
skadefrekvensen

Greater Than har över 17 års erfarenhet av att analysera bilförare. Företagets egenutvecklade AI har tränats i realtid på över 130 miljarder analyserade kilometer per sekund. Bolagets AI databas och plattform består idag av över 1 miljard referensprofiler som möjliggör för försäkringsbolag att digitalisera, prissätta försäkringar dynamiskt sänka sin skadefrekvens och samtidigt erbjuda konsumenten transparenta och dynamiskt prissatta produkter. Greater Thans AI-baserade premiemodell ersätter ett gammalt system för att prissätta försäkringar. Istället för kollektiv prissättning som baseras på äldre skadestatistik möjliggör Greater Than prissättning 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 över 1 miljard 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 Greater Thans plattform 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 10,9 MSEK.

Kostnadsdrivare

Greater Than har utvecklat sitt AI och digitala lösningar över en längre tid och har redan 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 månatlig 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 under åren etablerat samarbeten med flera olika aktörer, t.ex. under 2018 tecknades ett avtal med ComfortDelGro i Singapore och i kombination med bl.a. tecknat avtal med FIA förväntas dessa bidra till en stark expansionstakt för Greater Than. Under 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. Utöver dessa har ytterligare avtal ingåtts, bl.a. med Zurich Insurance, TRYG, Microsoft, Toyotas Kinto m.fl., vilka bidrar till att Greater Than successivt stärker sin marknadsposition.

Greater Than förväntas fortsatt att även 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
PARTNERS

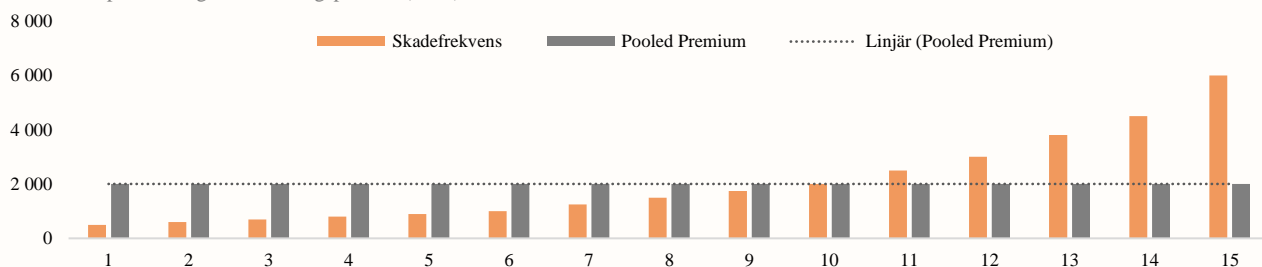
GREATER THANS TEKNIK

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

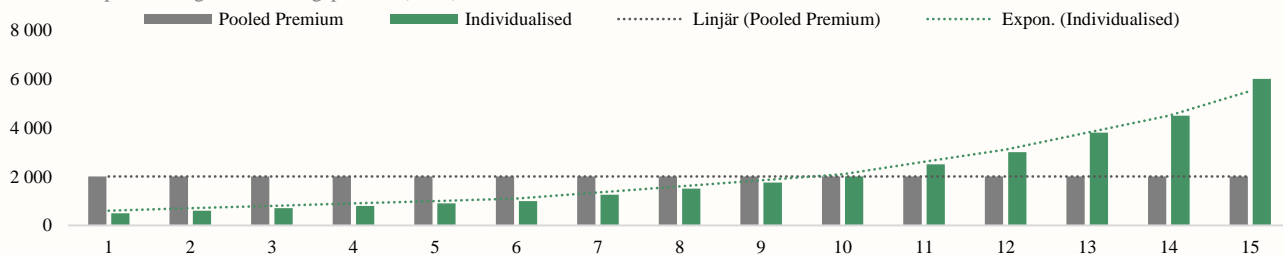
Den slutsats som kan dras från ovan diagram är alltså att de individer som befinner sig inom grupp 11-15 betalar samma försäkringspremie som de som befinner sig inom grupp 1-10. Samtidigt är det grupp 11-15 som står för högst skadefrekvens, och som således är de individer som driver upp försäkringspremien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

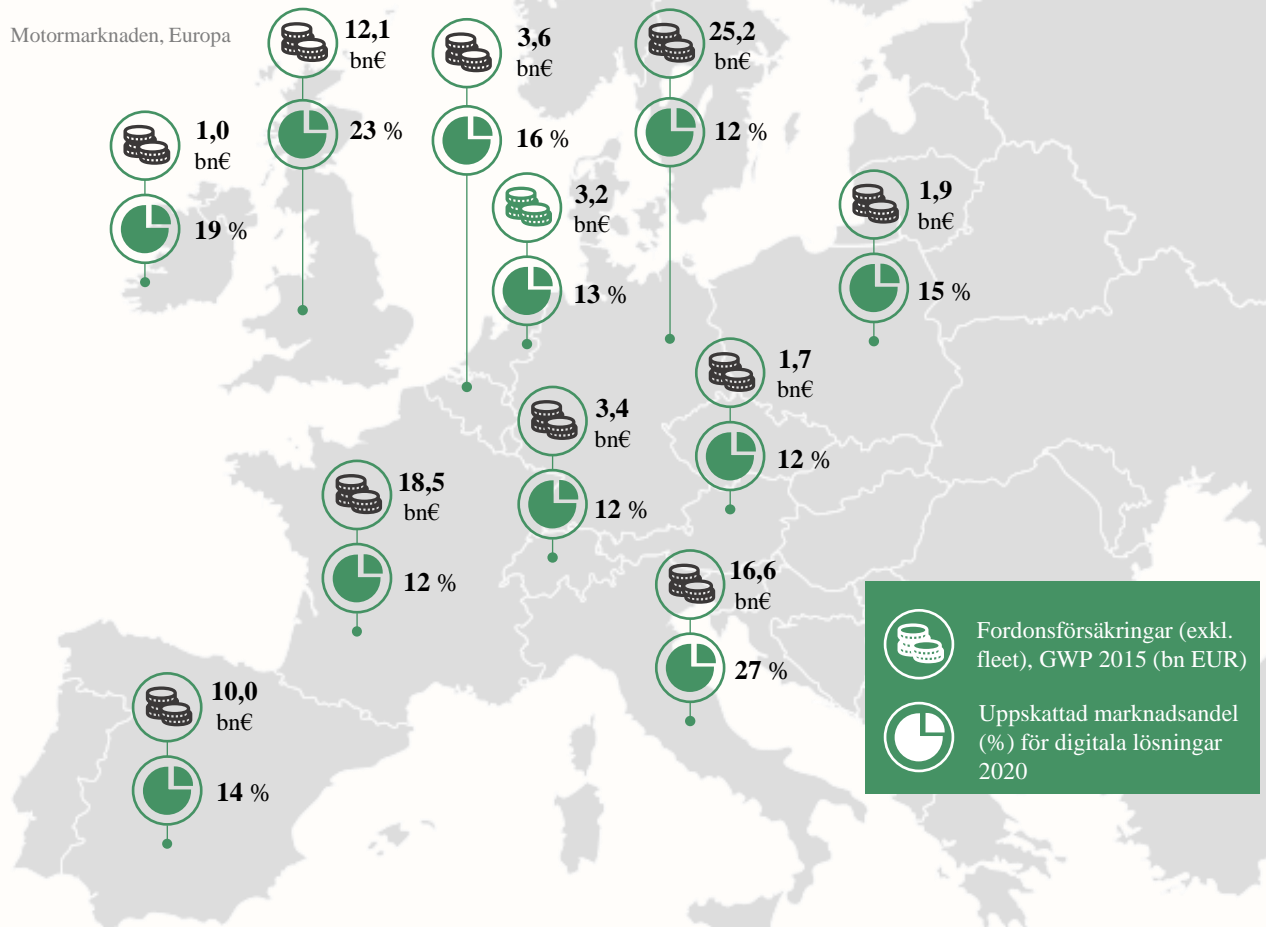
Som det framgår av de gröna området ovan erhåller försäkringsbolagen detaljerad information på individnivå om varje försäkringstagare och kan därefter prissätta deras försäkringspremie individuellt. Det gör att försäkringsbolaget på ett bättre sätt kan hantera sin försäkringsportfölj, balansera risk 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 Covid-19 har marknaden fått en knuff framåt, och den accelererade efterfrågan på digitala tjänster med dynamisk prissättning har fått branschen att förändras. InsurTech bolagen är möjliggörare för denna framåtrörelse. Genom ny teknologi (t.ex. Artificiell Intelligens (AI) och IoT) som kan ersätta eller komplettera traditionella försäkringsmodeller. Efterfrågan på leverantörer med egenutvecklad teknologi ökar globalt, vilket gör att riskkapitalister investerar miljardbelopp. Även om försäkringsbranschen hittills varit trögrörlig, finns det ett nu stort behov av teknik som möjliggör en mer individuell försäkringskostnad.

Inträdesbarriären till försäkringsmarknaden består av en komplex regulatorisk miljö och stora försäkringsbolag med starka balansräkningar, god tillgång till kapital och stora historiska databaser har länge begränsat nya aktörers konkurrenskraft. Dessa faktorer har bidragit till varför försäkringsbranschen inte har haft ett lika utbredd behov av att utvecklas, som många andra sektorer. McKinsey 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 mdEUR 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, European Motor Insurance Study – The rise of digitally-enabled motor insurance.

MARKNADSANALYS

Försäkringsbolag erbjuder:

- Kollektiv försäkringspremie
- Fasta premier
- Inlåsningsavtal



Försäkringstagare vill ha:

- Individuell prissättning
- Användarbaserad premie
- Frihet att byta



I en av McKinseys marknadsrapporter 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 marknadsrapport av Markets and Markets (2019) uppskattades den globala marknaden för användarbaserad försäkringar inom fordonsindustrin vara värderat till 24 mdUSD år 2019 för att fram tills 2027 estimeras växa med

en CAGR om 23 % och då nå en storlek om 125,7 mdUSD. I rapporten anges faktorer som fördelaktigare prissättning, transparens och ett ökat antal digitala tjänster för bilägare vara några av de drivande krafterna bakom den förväntade marknadstillväxten.

23 %

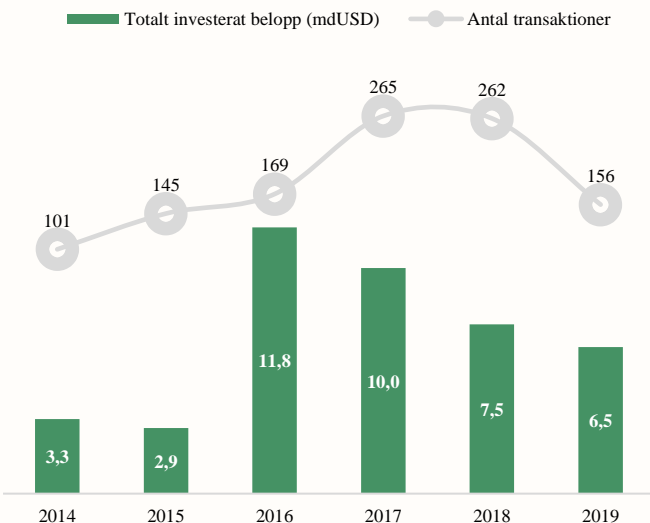
ESTIMERAD
MARKNADS-
TILLVÄXT
ANVÄNDAR-
BASERADE
FÖRSÄKRINGAR

Fortsatt stabila investeringsnivåer i InsurTech

Mängden kapital som investerats i InsurTech-sektorn uppgick till ca 6,5 miljarder dollar 2019, fördelat på 156 transaktioner globalt. Marknaden har påbörjat en mognadsfas, men även om antalet transaktioner var färre under 2019 jämfört med *peak:en* under 2017/2018, höll sig investeringsnivåerna relativt stabila – mycket tack vara några s.k. "mega deals", vilket i sig även är ett tecken på en mognadsfas i marknaden. Under 2020 spår KPMG att InsurTech-lösningar kommer att gå från att tidigare endast ha varit lokala dellösningar i organisationer, till att istället bli helhetsintegrerade företags- och *enterprise*-lösningar, vilket talar för en fortsatt god utveckling i marknaden.¹

Intresset för InsurTech var fortsatt stabilt även under 2019.

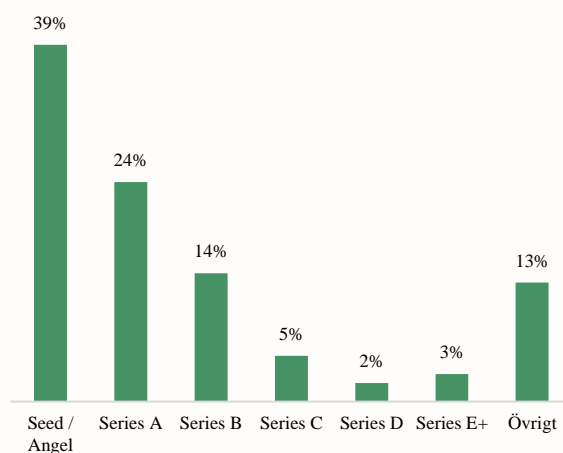
Antal gjorda affärer och investerat belopp



Källa: KPMG, 2020

Absoluta majoriteten av mängden investerat kapital sker i de InsurTech-bolag som befinner sig i ett tidigare skede.

Global andel av totala investeringar i Insurtech (transaktionsskede)



Källa: Statista, 2020

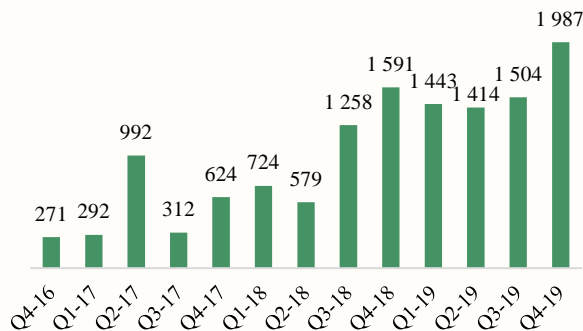
¹KPMG (2020), *Pulse of fintech H2-2019*

MARKNADSANALYS

I en rapport från Business Insider (2020) kan det utläsas att finansieringen av InsurTech-bolag höll en jämn nivå under 2019 och att intresset från riskkapitalister är fortsatt högt. Med 6,3 mdUSD i total finansiering under 2019 via olika finansieringsformer, motsvarar det en tillväxt överstigande 50 % Y-Y jämfört med 2018.

Finansiering av InsurTech låg på en stabil nivå under 2019, med en stark avslutning under årets sista kvartal.

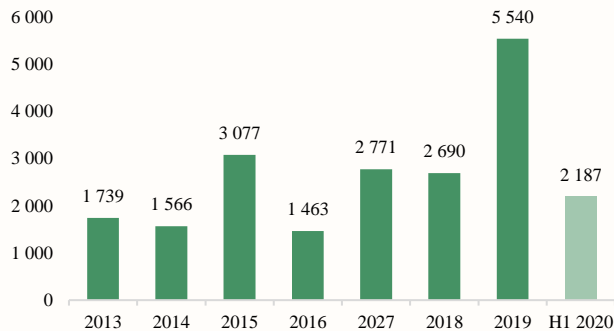
Kvartalsvis finansiering av InsurTech, MUSD



Källa: Business Insider (2020)

Utifrån H1-20 ser helåret 2020 att uppgå till näst högsta investeringsnivån.

Investeringar i InsurTech, årsvis, MUSD



Källa: Deloitte (2020)

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	100-500 MUSD	2019	n/a	94 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	58 MSEK	1 020 MSEK	2017	X17,6	>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 29 mdUSD och har en försäljning omkring 2,6 mdUSD, med en EBITDA-marginal omkring 40 %.

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 280 miljoner år 2016/2017, 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

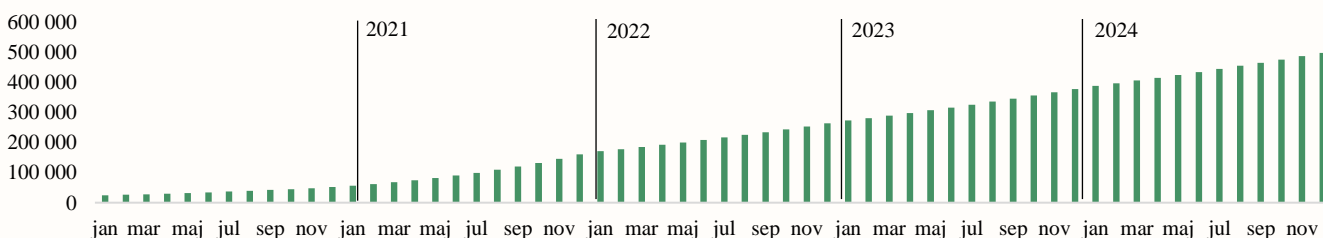
Från ett försäkringsbolags perspektiv kan det sägas att inte alla tjänar på Greater Thans bilförsäkring, beroende på t.ex. hur mycket du kör per år skulle andra försäkringar kunna vara mer tillämpliga. Greater Than uppskattar själva att antalet bilanvändare som hade tjänat på en bilförsäkringsmodell 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 2024:

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

Akkumulerat antal bilförsäkringar baserade på Enerfy (månadsbasis)
st.



Analyst Groups prognos

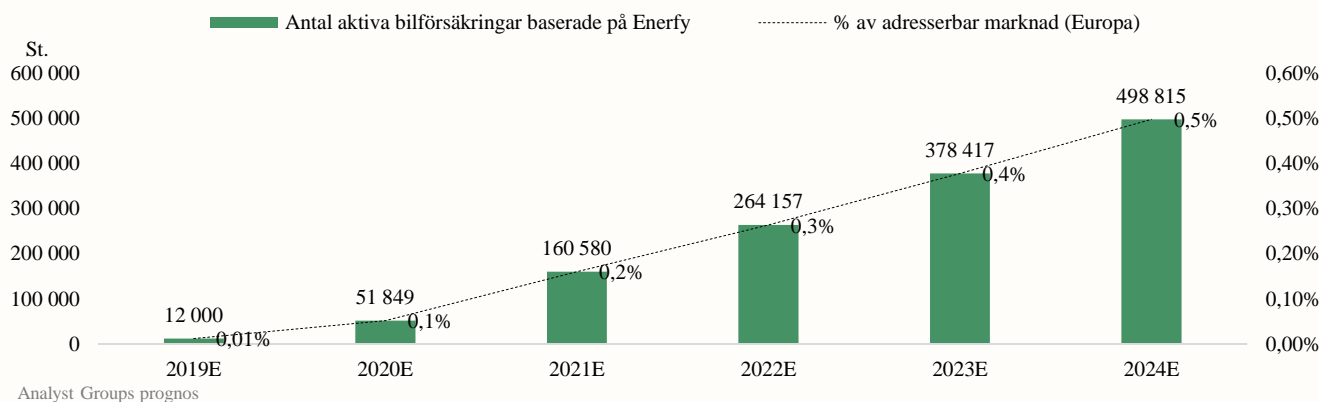
FINANSIELL PROGNOIS

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 omställningen 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 2024, d.v.s. om cirka fem år, ha uppnått närmare 0,5 miljoner bilförsäkringar baserade på Enerfy.

Gjorda antaganden resulterar i en marknadsandel omkring 0,5 % år 2024, mätt i antal bilförsäkringar i Europa baserade på Enerfy.

Antal bilförsäkringar baserade på Enerfy, 2020-2024E

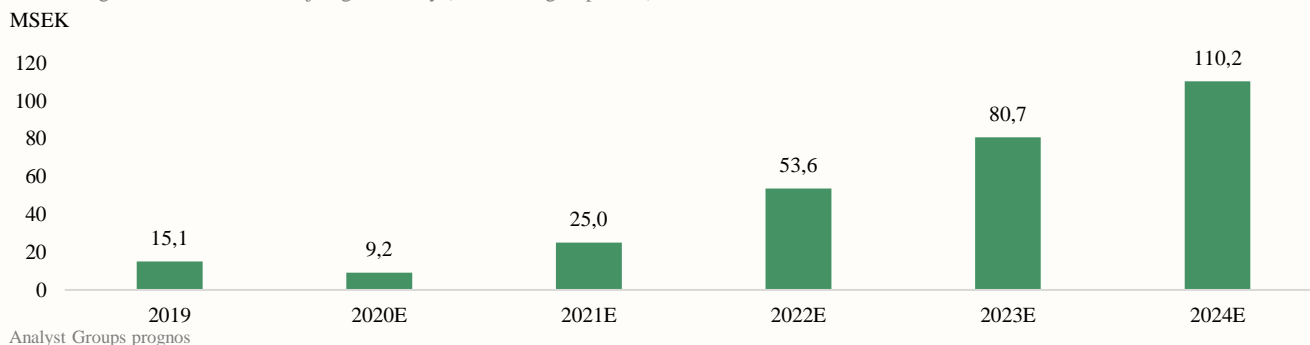


Omsättning

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) 2020-2024E



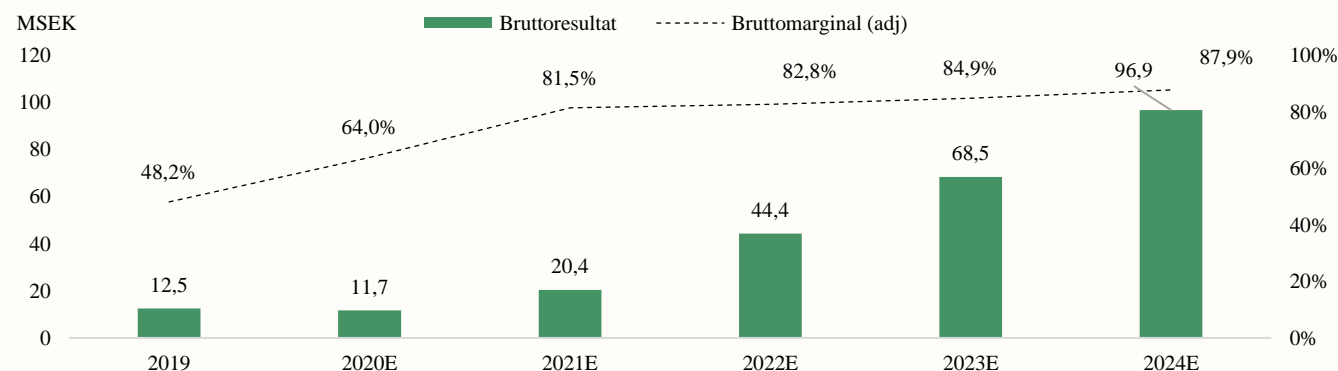
FINANSIELL PROGNOSES

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 2024.

Prognostiserat bruttoresultat (MSEK) 2020-2024E



Analyst Groups prognos

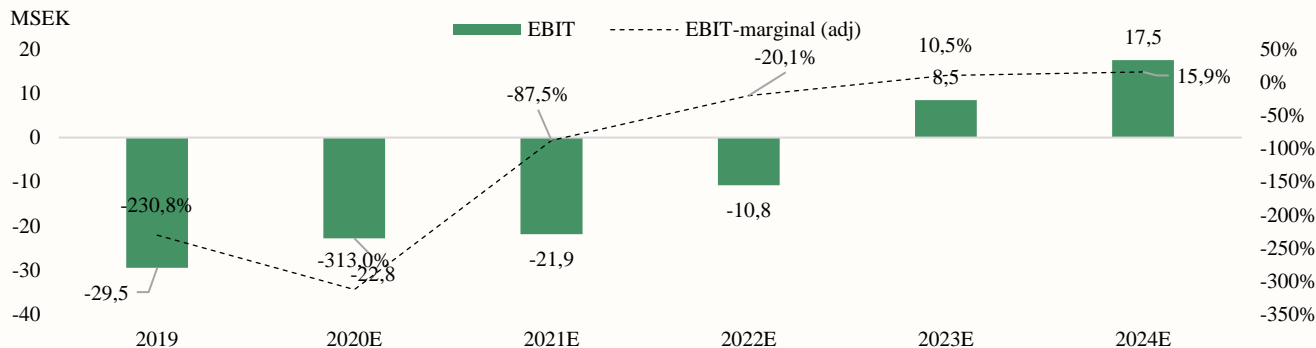
Greater Than har en affärsmodell som innebär att de via egen organisation bearbetar försäkringsbolag för att sälja in Enerfy som en White-label lösning.

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 2020-2024E, Base scenario



Analyst Groups prognos

VÄRDERING

Analyst Groups prognos - Base scenario	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	15,1	9,2	25,0	53,6	80,7	110,2
Aktiverat arbete för egen räkning	5,2	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa intäkter	20,4	15,0	25,0	53,6	80,7	110,2
Handelsvaror	-7,8	-3,3	-4,6	-9,2	-12,2	-13,3
Bruttoresultat	12,5	11,7	20,4	44,4	68,5	96,9
Bruttomarginal (adj)	48,2%	64,0%	81,5%	82,8%	84,9%	87,9%
Rörelsekostnader	-36,9	-29,8	-34,8	-45,5	-49,6	-66,1
EBITDA	-24,4	-18,1	-14,4	-1,1	19,0	30,8
EBITDA-marginal (adj)	-197,0%	-261,0%	-57,5%	-2,1%	23,5%	27,9%
Av- och nedskrivningar	-5,1	-4,8	-7,5	-9,7	-10,5	-13,2
EBIT	-29,5	-22,8	-21,9	-10,8	8,5	17,5
EBIT-marginal (adj)	-230,8%	-313,0%	-87,5%	-20,1%	10,5%	15,9%
P/S	N/M	N/M	33,3	15,6	10,3	7,6
EV/S	N/M	N/M	33,2	15,5	10,3	7,5
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	N/M	47,4

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 1,5 mdUSD (2020-11-05) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 353 MUSD, med en EBIT-marginal på 13,4 %.

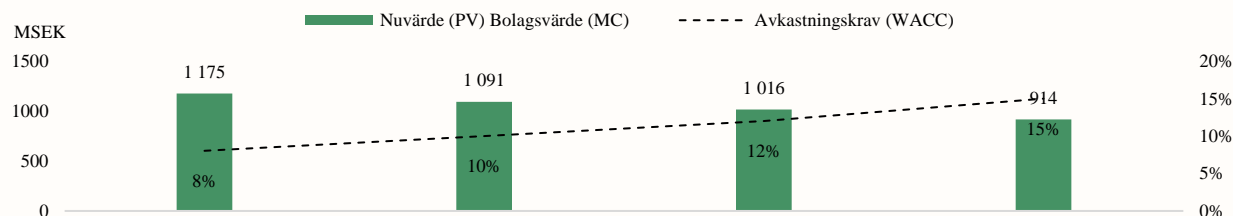
NetEnt AB är ett B2B-företag som utvecklar och säljer programvara (spel- och systemlösningar) till operatörer av onlinekasino runtom i världen. Speloperatörerna betalar en månatlig royaltyavgift till NetEnt, en procentuell andel av spelöverskottet som kasinot genererar. NetEnt har även en aktiv roll i integrationsarbetet hos nya kunder. NetEnt är noterade på Nasdaq Large Cap, värderas till ca 22,5 mdSEK (2020-11-05) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 2,1 mdSEK, med en EBIT-marginal på 32,5 %.

Då Greater Than prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen, samt att en multipel appliceras på värdet av Bolagets databas. Medelvärdet av ovan nämnda företags P/S-multiplar är 7,5. 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 vägd målmultipel omkring P/S 15, vilket därmed är över NetEnt, motiverat av andra förutsättningar för tillväxt, på 2024 års prognostiserad försäljning om ca 110 MSEK, ger det ett värde om ca 1,6 mdSEK. 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 110 kr i ett Base scenario.

110 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO
(NUVÄRDE)

Vid 8 % diskonteringsränta, ger det ett nuvärde om 1 175 MSEK.

Potentiellt Market Cap (nuvärde) på 2024 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 har avtal med världsledande globala aktörer som t.ex. Zurich Insurance, MS First Capital Insurance, ComfortDelGro, FIA, Toyotas Kinto, FIA, MSIG 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 kostnads massa 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.

BEFINTLIGA
SAMARBETEN
MED GLOBALA
VÄRLDS-
LEDANDE
AKTÖRER
SES SOM
STARKA
DRIVARE I ETT
BULL
SCENARIO

Bull-faktorer i urval

- **Stark strukturell tillväxt**

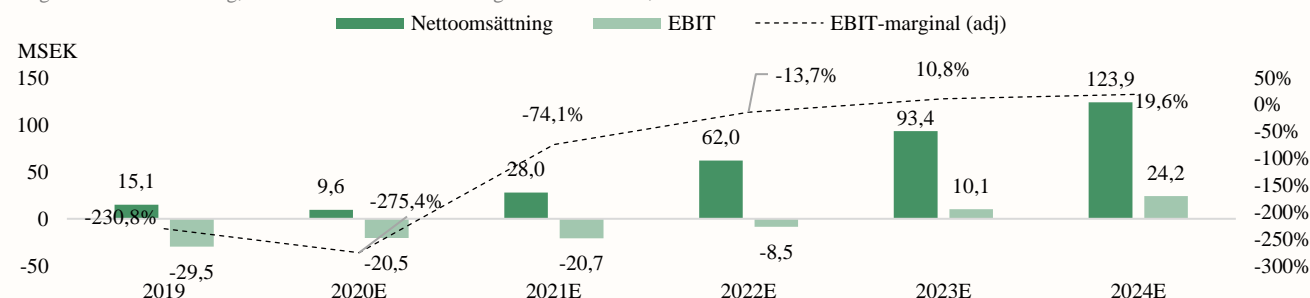
FinTech kan argumenteras för att ha nått sin fulla potentiell, medan InsurTech fortfarande har en lång period av förväntad tillväxt framför sig. Den strukturella tillväxten i branschen kan komma att skynda på Greater Thans tillväxt ytterligare.

- **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, Toyotas Kinto, MSIG 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 2020-2024E, Bull scenario



Analyst Groups prognos

130 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 8 %, en målmultipel om P/S 15 på 2024 års försäljning, ger det ett nuvärde per aktie om 130 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**
- **Låg användartillväxt**
- **Fortsatt förlustresultat**

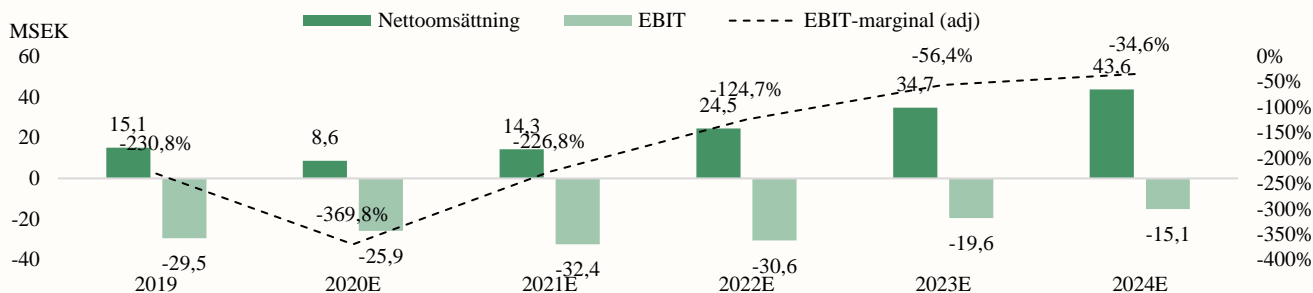
Greater Than verkar på en ny marknad och förändringen i biltillverkares och försäkringsbolags inställning till Bolagets teknik kan ta längre tid än väntat. Nya förutsättningar kan göra att Bolaget, som är en liten organisation idag, får svårt att ställa om i tid.

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 2020-2024E, Bear scenario



Analyst Groups prognos

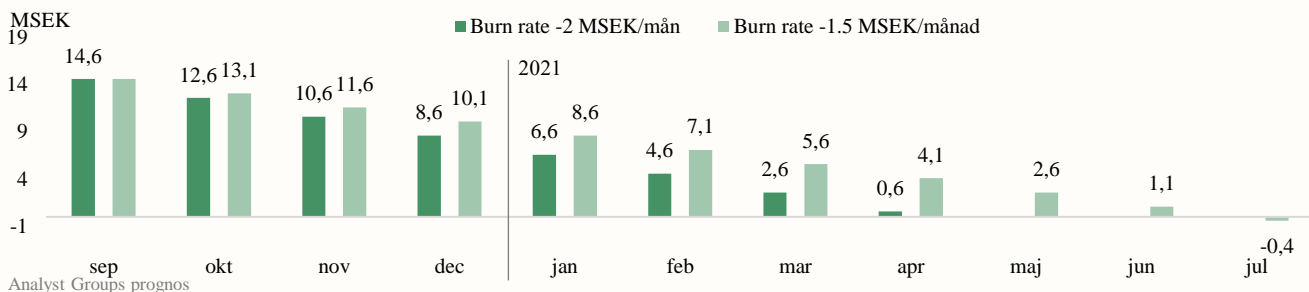
75 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

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 75 kr i ett Bear scenario, där Bolagets databas utgör en viktig "krockkudde" i scenariot.

I angivet Bear scenario blir Greater Than inte lönsamma under prognosperioden som sträcker sig till år 2024. 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 -2,0 MSEK/mån resp. -1,5 MEK/mån



Analyst Groups prognos

VD-INTERVJU, LISELOTT JOHANSSON



I Q3-rapporten skriver ni att ni förväntar er att utöka ert samarbete med Toyotas Kinto. Skulle du kunna utveckla lite mer kring vad en sådan utökning skulle kunna innebära för er och Kinto?

Vi kan tyvärr inte vara mer specifika än att vi (Greater Than och Kinto) har många gemensamma intressen, där vår teknik och tjänster väl matchar vad Kinto vill ha för att utveckla sin affär. Hittills har vårt samarbete varit mycket framgångsrikt, och jag hoppas kunna kommunicera mer framgent kring hur detta eventuellt kan komma att utvecklas ytterligare.

Kan du berätta lite mer om ert verktyg Enerfy Risk Portfolio, hur det fungerar och vilket mervärde det skapar för försäkringsbolag?

Vår *Risk Portfolio Tracker* gör det möjligt för försäkringsbolag, och andra aktörer, att analysera risken och vad den kommer att kosta, i en kundportfölj ner till enskild kund och allt i realtid, till skillnad från att beräkna skadeutfall utifrån historiska data. Riskanalysen skapar en möjlighet till proaktivitet och gör det möjligt att få en bättre kostnadskontroll. Detta är något som både försäkringsbolag och dess kunder kan tjäna på, vilket såklart ger oss en gynnsam position i och med att vår lösning blir ”bryggan” mellan dessa parter.

Under augusti öppnade ni upp ert Software Developer Kit (SDK) för kunder. Vad innebär detta i praktiken, och hur fungerar det för kunder?

Det innebär att vår funktionalitet integreras i kundens befintliga app. Eftersom att alla våra tjänster enkelt kan läggas till i vilken app som helst på marknaden, blir implementeringen mycket enklare och smidigare eftersom vi integreras i en redan befintlig infrastruktur. Det i sig resulterar i lägre införsäljningströsklar då ”teknologiska hinder” som annars kan vara ett problem, inte får någon betydelse i vårt fall.

I och med att ni slutat att förmedla försäkringar till konsumenter har ni tappat en del omsättning, men samtidigt frigjort resurser för att satsa på vad som i rapporten benämns som avgörande affärsprojekt. Kan du utveckla lite mer kring vad det är för typ av affärsprojekt ni kommer fokusera på närmaste tiden?

Försäkringsförmedlingen belastade både resultat, vår likvida ställning, managementfokus och tog framförallt för mycket resurser från vår organisation. Vårt fokus ligger nu 100 % på kärnverksamheten, d.v.s. att hjälpa försäkringsbolag med bättre prissättning, smartare *Customer Retention* samt *Targeted Customer Conversion*. Vi är övertygade om att detta är rätt strategi för att bygga långsiktigt aktieägarvärde i Greater Than.

Den 29 oktober 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 ingenjörutbildning inom elektronik från Stockholms Tekniska Institut (1995).



Jimmy Palmqvist, Marknads- och försäljningschef

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

LEDNING & STYRELSE



Lars Berg, Styrelseordförande

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



Karin Forseke, Styrelseledamot

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



Kristina Thörner, Styrelseledamot

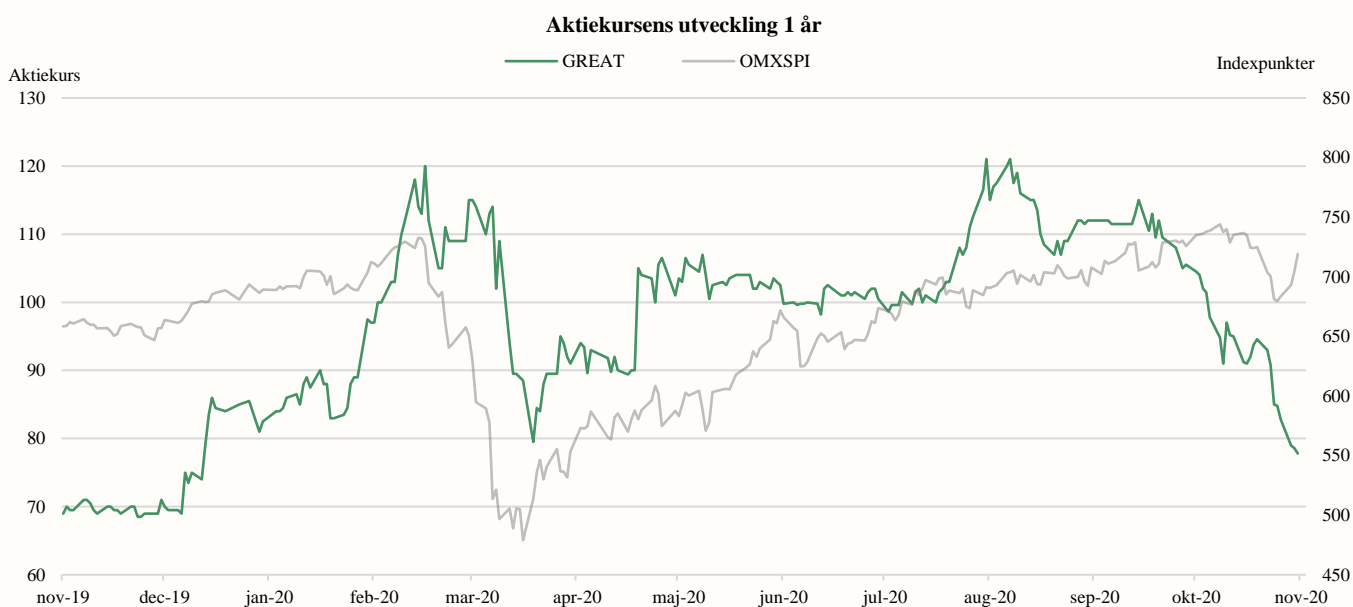
Via hennes företag, Tina Thörner Consulting GmbH, har Kristina arbetat som professionell kartläsare för förare som Colin McRae, Ari Vatanen, Nasser Saleh Al-Attiya m.fl. Under hennes tid som kartläsare mellan 1990 – 2011 har hon jobbat i samarbete med biltillverkare som Volvo, Mitsubishi, BMW och Toyota.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



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	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.
Ränteintäkter 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