Analyst Group

Bull or Bear Independent Analysis

Anoto

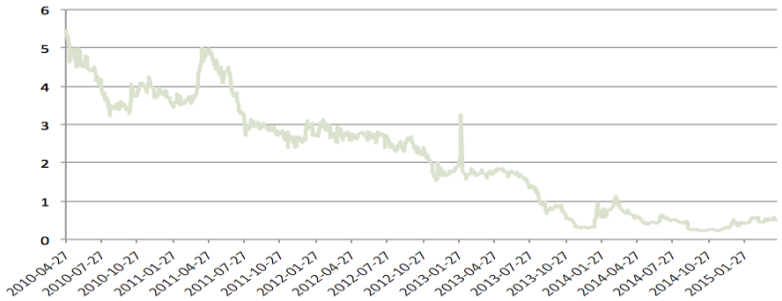
Value Drivers	Quality of Earnings	Risk Profile	Quality of Management
2	4	4	2

- **Marknaden för digitala pennor förväntas växa med drygt 300 % till 2020**
  I ett scenario då något av de största IT-bolagen börjar tillämpa tekniken så kommer marknadens storlek mångdubbleras under kort tid.

- **30 % institutionellt ägande öppnar för uppköp**
  Redan idag ägs cirka 30 procent av Anotos aktier av institutionella partnerföretag till Anoto.

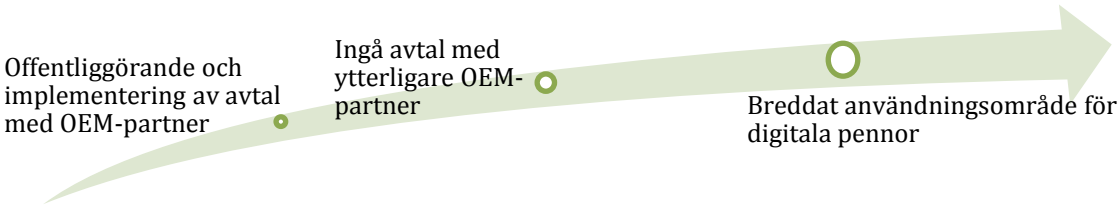
- **Bruttomarginal mellan 65 och 70 %**
  Även om Anoto ännu gör stora förluster så har bola get en god marginal på sina produkter. En kraftig re duktion av indirekta kostnader krävs för lönsamhet.

- **Stora och frekventa emissioner har bidragit till kraftig utspädning**
  Antalet aktier har gått från drygt 130 miljoner till drygt 827 miljoner på endast fyra år.



Analytiker	
Henrik Egesten	
Aktiekurs	0,5
52 v högsta / lägsta	0,69/0,213
Antal aktier	827 145 485
Börsvärde (MSEK)	413,6
Nettoskuld (MSEK)	32,9
EV (MSEK)	446,5
Sektor	IT
Lista / Kortnamn	Small Cap /ANOT
Nästa rapport	2015-05-08
Utveckling	**(%)**
1 mån	-7,81
3 mån	17,48
1 år	- 16,55
YTD	15,51
Huvudägare	**Innehav (%)**
Solid Technologies Inc	13,3
GoldeigenKapital	10,0
Aurora Investment Ltd	4,9
Avanza Pension	4,4
Nordnet Pensionsförsäkring	2,6
Ledning	
Stein Revelsby	VD
Jörgen Durban	Styrelseordförande

Value drivers



Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Investment Thesis

Marknaden för digitala pennor väntas växa med drygt 300 % till 2020. Marknaden för digitala pennor förväntas växa med drygt 300 % till år 2020 enligt Touch Display Research. Marknadstillväxten drivs huvudsakligen av nya tillämpningsområden för tekniken. En potentiell faktor till ytterligare marknadsexpansion är om aktörer som Apple och Samsung skulle anamma teknologin med digital skrift för sina produkter. I ett sådant scenario kan vi se en mångdubbling av marknadsstorleken under kort tid. De senaste fem åren har Anotos årliga omsättning minskat från drygt 208 miljoner kronor till 142 miljoner kronor. Av väsentlig betydelse för Anotos omsättningstillväxt är att marknaden för digitala pennor tar fart genom att produkten får fler tillämpningsområden än vad som idag är fallet. En möjlighet kan vara att applicera pennornas teknik på smartphones och surfplattor. Anotos intäkter kommer främst från försäljning av digitala pennor, mjukvara samt royalties baserad på teknologin. Bolagets dilemma har varit att det tagit lång tid att nå genombrottet bland de stora massorna av konsumenter för den banbrytande teknologin på grund av för få tillämpningsområden.

Den största aktören på marknaden för digitala pennor är japanska Wacom. Det som skiljer Anoto från Wacom är att de riktar sig till olika kundsegment. Anoto har nischat sig mot institutionella kunder i form av privata företag och myndigheter, medan Wacom opererar inom detaljhandeln och säljer sina produkter styckvis till privatpersoner. I nuläget innehar Wacom mer än hela 90 procent av marknadsandelarna.

Förhandlingar pågår med stor OEM-partner
Anoto är inne i de slutliga förhandlingarna med en OEM-partner (Original Equipment Manufacturer) med avseende interaktiva skärmar. Anoto planerar att lansera en ny produkt tillsammans med OEM-partnern senare i år. Vilket som är OEM-partnern till Anoto är på väg att inleda samarbeta med är oklart, men det beskrivs i bolagets årsrapport som ”ett av världens största IT-bolag” vilket låter väldigt lovande för Anotos verksamhet. Faktumet att Anoto befinner sig i förhandlingar med en stor OEM-partner är till största delen redan diskonterat i aktiepriset. Dock blir offentliggörandet av vilket bolag det rör sig om en stor trigger och kraftig rörelse i aktiekursen väntas.

30 % institutionellt ägande öppnar för uppköp
Precis som med andra små IT-bolag med en patenterad teknik så är sannolikheten för att uppköp av Anoto relativt stor. I ett scenario där något av de stora IT-företagen är villiga att satsa på Anotos digitala pennor så blir det ett alternativ för företaget att förvärva bolaget istället för att investera i licenser.

Redan idag ägs cirka 30 procent av Anotos aktier av institutionella partnerföretag till Anoto. Det stora institutionella ägandet kan bero partnerföretagens önskan att kunna styra Anoto i en riktning som är fördelaktig för respektive bolags samarbete med bolaget. Nästa steg skulle kunna vara att ett enskilt bolag förvärvar hela bolaget för att kunna använda sig av tekniken på egen hand.

Bolagsbeskrivning

Anoto Group utvecklar och förmedlar produkter för överföring av handskriven text och bilder från analogt papper till digitalt format. Anoto verkar genom licensiering av sin teknologi till partnerbolag och jobbar därmed inte direkt med slutkunder. De huvudsakliga marknaderna är Västeuropa, USA och Japan.

Värdering

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Fritt kassaflöde	- 38	0,27	- 57,1	- 21	- 96,4	- 116,7	- 54,82

Stora emissioner har bidragit till kraftig utspädning

Den senaste nyemissionen ägde rum i mars 2015 och bestod av en utgivning av 79,6 miljoner nya aktier. Därmed uppgår det totala antalet aktier till 827,1 miljoner. Emissionen var en riktad nyemission till ett antal skandinaviska kvalificerade investerare.

Sedan augusti 2011 har antalet aktier ökat i Anoto från 1,7 miljoner till 827,1 miljoner idag. De stora nyemissionerna har lett till viss utspädning vid emissionstillfällena som i sin tur har resulterat i att aktiekursen kraftigt tappat i värde. Detta beror på att den enskilda aktien utgör en mindre och mindre andel av bolagets totala aktiekapital.

Stort negativt kassaflöde

Under perioden 2009 till 2014 har Anotos genomsnittliga fria kassaflöde uppgått till -54,8 miljoner kronor.

Anotos stora negativa fria kassaflöden flera år tillbaka i tiden gör det osannolikt att den senaste nyemissionen blir den som vänder bolaget till vinst istället för att bli en del av de stora förlusterna företaget gör årligen.

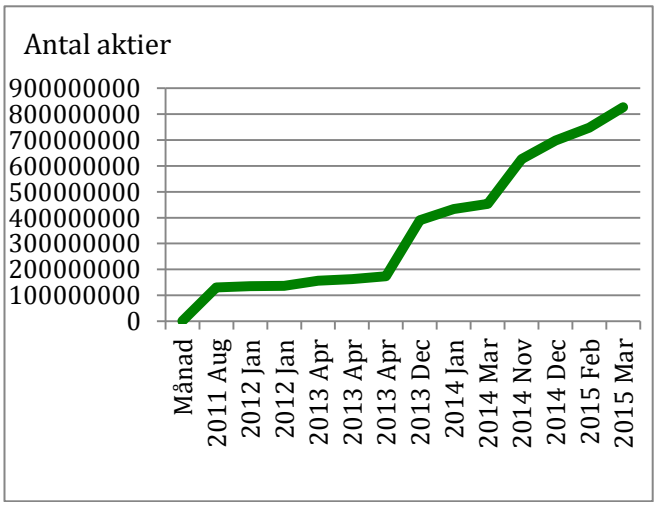
Bruttomarginal mellan 65 och 70 procent

Bruttomarginalen för Anotos produkter har de senaste åren varierat mellan 65 och 70 procent. Denna bruttomarginal är relativt hög i förhållande till andra små IT-bolag där branschsnittet för närvarande är 46,41 procent.

Estimerad aktiekurs mellan 0,2 och 0,95 kronor

I ett bull-scenario kommer marknaden ha en snabb tillväxttakt på cirka 25 procent per år. Anoto kommer då även att utöka sin marknadsandel något och därmed kan omsättningen uppgå till cirka 300 miljoner kronor årligen inom bara ett par år. Med en bevarad stark bruttomarginal på cirka 70 procent samt rationalisering och reducerade kostnadsposter i övrigt bör aktiekursen kunna närma sig en krona.

I ett negativt scenario får inte digitala pennor det genomslag som en del hoppas på och Anotos omsättning förblir på nuvarande nivåer kring 150 miljoner kronor. Det stora negativa kassaflödet tvingar fram ytterligare nyemissioner och substansvärdet minskar ytterligare.



Bruttomarginal	2012	2013	2014 Q4
C Securities	28,90%	57,14%	62,70%
Image Systems	68,37%	66,24%	74,48%
NOTE	9%	7,99%	10,62%
Precise Biometrics	55,82%	54,28%	54,73%
ZetaDisplay	55,91%	52,48%	59,24%
Medelvärde	**43,60%**	**47,63%**	**52,35%**
Anoto	*72,27%*	*67,55%*	*66,64%*

Disclosure:
Henrik Egesten – äger inte aktier i Anoto

SWOT

Strengths

- Anotos teknik för digitala pennor är bland världens mest avancerade
- I förhållande till de flesta andra små IT-företag har Anoto en bra marginal på sina produkter

Weaknesses

- Anotos lönsamhet är obefintlig och bolaget gör stora förluster årligen
- Verksamheten har under lång tid varit beroende av frekventa nyemissioner

SWOT

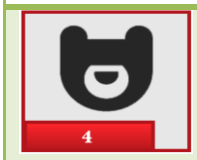
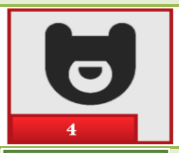
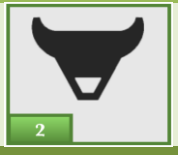
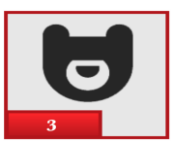
Opportunities

- Marknaden för digitala pennor har stor potential och kan expandera snabbt i ett scenario då pennornas tillämpningsområden utökas
- Hitta nya samarbetsmöjligheter med fler OEM-partners

Threats

- Svårt att få in nytt kapital på grund av minskat förtroende från marknaden
- Nya innovationer uppkommer som fungerar som substitut för digitala pennor

Bull or Bear

	Value Drivers	Anoto gör fortfarande förluster årligen med stora marginaler. För att bolaget ska börja gå med vinst måste något radikalt inträffa. En förändrad strategi baserad på samarbeten med OEM-partnern skulle kunna resultera i lönsamhet för bolaget. Det blivande samarbetet med den nya OEM-partnern är redan diskonterat i aktiekursen och det krävs fler nya samarbeten för att driva aktiekursen uppåt.
	Quality of Earnings	Anoto har tio år tillbaka i tiden gjort stora förluster på mellan 14 och drygt 240 miljoner kronor. För att Anoto ska nå en stabil lönsamhet krävs både en stark marknadstillväxt och att bolaget plockar stora marknadsandelar.
	Risk Profile	Faktumet att Anotos produktportfölj inte är diversifierad med en produkt som ännu inte fått sitt genomslag gör att risken för utebliven lönsamhet relativt stor. En havererad förhandling med OEM-partnern är en annan omständighet som skulle kunna vara förödande för Anotos framtida verksamhet.
	Quality of Management & Ownership	Att 30 procent av Anotos aktier ägs av institutionella partnerföretag ses som positivt för bolaget. För övrigt har ledningen lång och gedigen erfarenhet från branschen och har börjat agerat med strategi för att få upp lönsamheten.
	Overall View	Anotos långa tid av olönsamhet och nyemissioner gör bolaget relativt oattraktivt ur ett investeringsperspektiv. Givetvis kan trenden vända redan inom ett par år, men sannolikheten för det anser vi vara liten. En annan risk är att någon annan produkt som uppfyller samma funktion får genomslag före Anoto då branschen karaktäriseras av ständiga innovationer.

Analyst Group

Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vidinvesteringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

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.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

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