

Glaston

Laaja raportti

3.9.2021



Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tavoitteena sata lasissa

Nostamme suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) uudella 1,45 (aik. 1,15) euron tavoitehinnalla. Yhtiön kohdemarkkinoiden odotetaan kasvavan lähivuosina hyvin ja Glastonin erittäin vahva markkina-asema, teknologiajohtajuus sekä päivitetty aggressiivinen, mutta realistinen strategia antavat eväät markkinaosuuden kasvattamiseen. Iso tulosvipu mahdollistaa tuloskasvun, jota nykyinen osakekurssi ei kunnolla huomioi.

Näkyvissä sekä markkinan että markkinaosuuden reipasta kasvua

Glastonin tärkeimmän kohdemarkkinan eli lämpökäsittely-, eristyslasi- sekä ajoneuvo- ja näyttölasekoneiden kysynnän arvioidaan kasvavan noin 7 %:n vuositahia eli globaalia lasimarkkinaa (n. +4 % p.a.) nopeammin. Päivitetyn vuosien 2021-2025 strategiansa mukaisesti Glaston aikoo tämän lisäksi kasvattaa selvästi markkinaosuuttaan. Kasvun fokuksessa on maailman isoin konemarkkina eli Kiina, jonka markkinan ja asiakkaat Glaston tuntee hyvin, mutta jossa yhtiön asema on toistaiseksi ollut melko vaatimaton. Glastonin markkinaosuuden kasvattaminen nojaa maantieteellisen läsnäolon laajentamisen lisäksi yhtiön eri segmenttien koneiden ristiinmyyntiin, automaatioon sekä uuteen konetarjontaan keskihintasegmentissä. Odotamme Glastonin painotetun osuuden kohdemarkkinoiden konekaupasta kasvavan noin 20%:sta (2020) noin 25 %:iin (2024e), mikä kiihdyttää yhtiön liikevaihdon 13 %:n vuosikasvuun em. jaksolla.

Tulosvipu kääntyy oikeaan asentoon ja marginaalit nousevat selvästi

Kiinteiden kulujen varsin ison osuuden myötä Glastonilla on rakenteellisesti merkittävä tulosvipu eli liikevaihdon kasvaessa liiketulos kasvaa monin verroin nopeammin. Vaikka Glastonin myyntimix heikentyy ennustejaksoilla jonkin verran eli palvelumyynnin suhteellinen osuus laskee, odotamme parantuvan kapasiteetin käyttöasteen enemmän kuin kompensoivan tämän. Lisäksi Glaston on strategiansa mukaisesti käynnistämässä lukuisia tehostusohjelmia, joilla operatiiviset kulut pidetään kurissa ja tuotekohtaiset katteet saadaan nousuun.

Ennustamme vertailukelpoisen EBITA-marginaalin nousevan vuoden 2021 6,7 %:sta vuoden 2024 8,4 %:iin. Glastonin strateginen tavoite vuoden 2025 vertailukelpoiseksi EBITA-marginaaliksi on 10 %, joka on haastava muttei mahdoton. Omillakin ennusteillamme vuosien 2021-2024 osakekohtainen tulos kasvaa komeasti eli 0,05 eurosta 0,15 euroon (CAGR = 43 %). Merkittävimmät riskit ennusteidemme toteutumiseksi ovat epäonnistuminen Kiinan kasvutavoitteiden saavuttamisessa sekä operatiivisen tehostamisen jääminen puolitiehen.

Osake on edelleen kaikin tavoin edullinen

Glastonin osakkeen historiallisesti melko korkeiden arvostuskertoimien takana on ollut enemmän alhainen tulostaso eli pieni nimittäjä kuin osakemarkkinoilla nautittu arvostus. Hyvien markkinanäkymien sekä uuden strategian myötä olemme kuitenkin nostaneet ennusteitamme ja niiden valossa osake näyttää kaikilla mittareilla houkuttelevasti hinnoitellulta. Vuoden 2022 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet (vastaavasti 11x ja 6x) ovat 29-35 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Nousuvaraa DCF-arvoon on noin 40 %. Tärkeimpänä mittarina pitämämme kokonaistuotto-odotus (19 %) ylittää sekin reippaalla marginaalilla osakkeen tuottovaatimuksen. Mahdollisia positiivisia kurssiajureita lähitulevaisuudessa ovat uutiset merkittävistä ristiinmyyntiin perustuvista toimitussopimuksista sekä tiedot Kiinan-laajentumisen etenemisestä.

Suositus

Osta

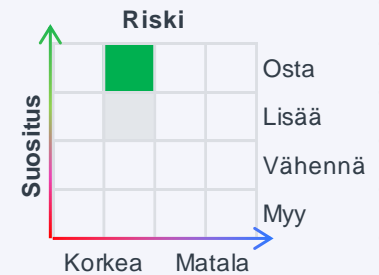
(aik. Lisää)

1,45 EUR

(aik. 1,15 EUR)

Osakekurssi:

1,16



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	170	187	230	252
kasvu-%	-6 %	10 %	23 %	10 %
EBIT oik.	3,3	8,3	13,6	16,4
EBIT-% oik.	1,9 %	4,4 %	5,9 %	6,5 %
Nettotulos	-5,5	3,9	8,7	10,8
EPS (oik.)	-0,02	0,05	0,10	0,13

P/E (oik.)	neg.	22,1	11,2	9,1
P/B	1,1	1,4	1,3	1,2
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,6 %	3,9 %	5,2 %
EV/EBIT (oik.)	32,8	15,2	9,0	7,1
EV/EBITDA	14,1	8,3	5,9	4,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,5	0,5

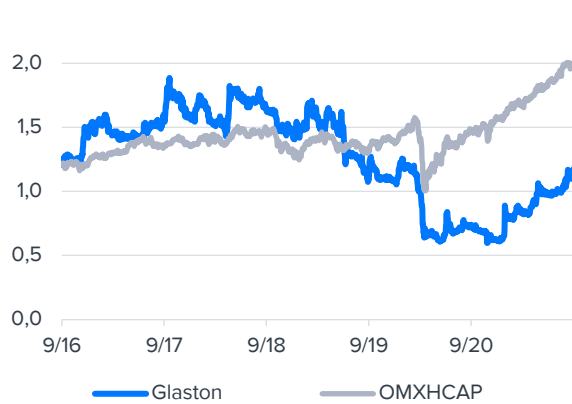
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

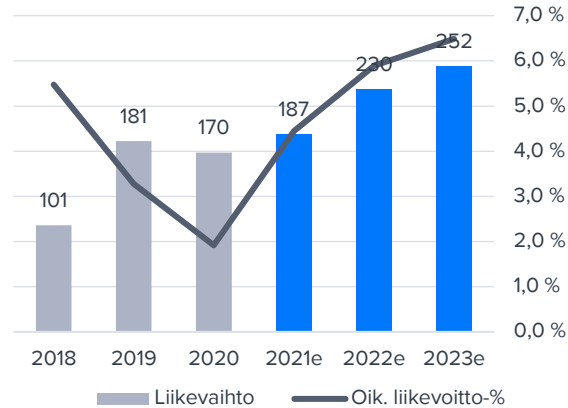
Glaston arvioi vuoden 2021 liikevaihdon paranevan vuoden 2020 tasosta ja vertailukelpoisen EBITA:n nousevan 10,5-12,5 MEUR:on. Vuonna 2020 konsernin liikevaihto oli 170,1 MEUR ja vertailukelpoinen EBITA 7,7 MEUR.

Osakekurssi



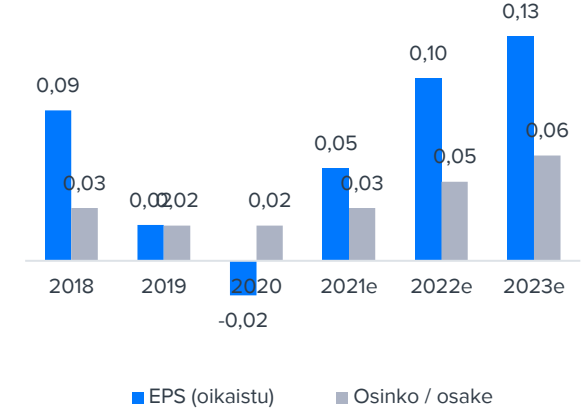
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Lasialan investointien elpyminen ja korvauskysynnän kasvu
- Ison asennetun laitekannan tuomat kasvumahdollisuudet
- Markkinaosuuden kasvattaminen Kiinassa
- Vahvan operatiivisen vivun tuoma tuloskasvu



Riskitekijät

- Investointien voimakas syklisyys ja riippuvuus rakennussektorista
- Kiinalaisten kilpailijoiden arvaamattomuus
- Rakenteellisesti matala kannattavuus jättää vähän pelivaraa negatiivisiin shokkeihin

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,16	1,16	1,16
Osakemäärä, milj. kpl	84,3	84,3	84,3
Markkina-arvo	98	98	98
Yritysarvo (EV)	127	122	116
P/E (oik.)	22,1	11,2	9,1
P/E	24,9	11,2	9,1
P/Kassavirta	16,8	12,4	8,8
P/B	1,4	1,3	1,2
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,3	5,9	4,8
EV/EBIT (oik.)	15,2	9,0	7,1
Osinko/tulos (%)	64,4 %	43,4 %	46,9 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,9 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6
Liiketoimintamalli	7-13
Sijoitusprofiili	14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-16
Lasin ja lasinjalostuskoneiden markkinat	17-21
Kilpailutilanne	22-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys ja suositus	33-38
Vastuuvapauslauseke	40

Glaston lyhyesti

Glaston on lasiteknologia-yhtiö, joka kuuluu maailman kolmen suurimman joukkoon sekä lämpökäsittely- että eristyslasikoneissa. Palveluliiketoiminnat vastasivat vuonna 2020 34 %:sta liikevaihtoa. Lasin kysyntäajurit ovat vahvoja ja iso asennettu konekanta kasvattaa potentiaalia sekä korvauskysynnässä että uusissa palveluissa. Toimiala on kuitenkin suhdanneherkkä.

1870

Perustamisvuosi (Hammarén & Co.)

1997

Pörssilistautuminen (Kyro Oyj)

20 %

Globaali markkinaosuus tasokarkaisukoneissa

170 MEUR (-17 % vs. 2019, pro forma)

Liikevaihto 2020

3,2 MEUR (1,9 % liikevaihdosta)

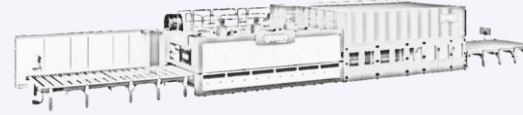
Vertailukelpoinen liiketulos 2020

723

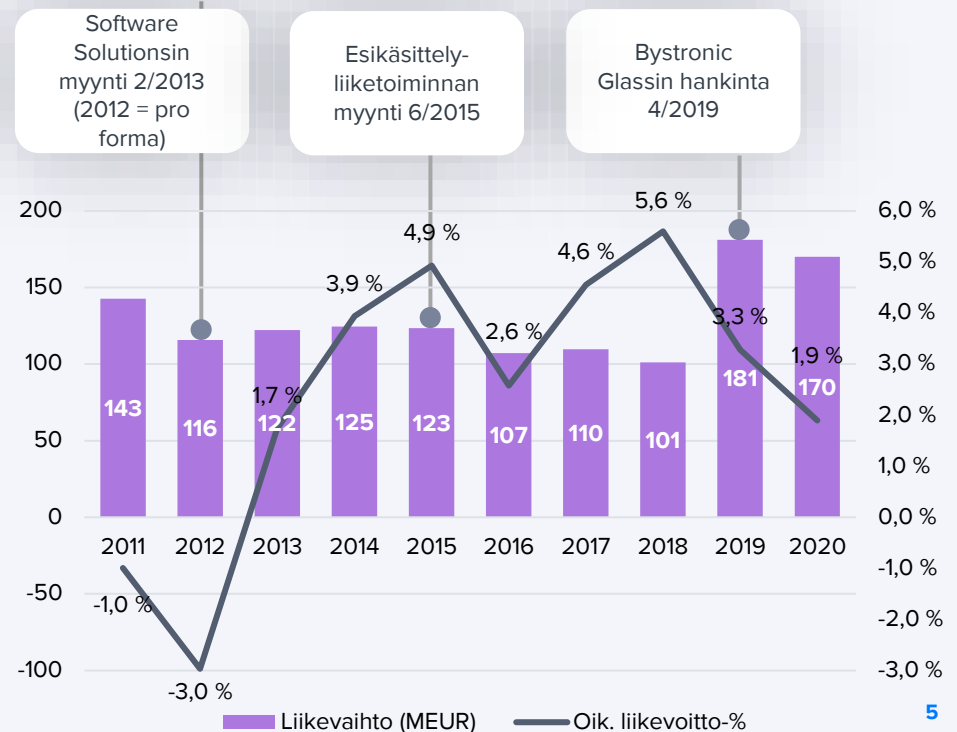
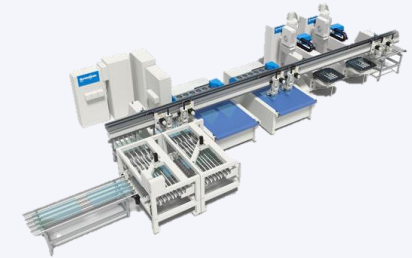
Henkilöstö 12/2020

Päätuotteet

Lämpökäsittelykoneet



Eristyslasikoneet



Yhtiökuvaus

Lasinjalostuksen teknologiajohtaja

Glaston on lasiteknologiayhtiö, joka kehittää, valmistaa ja myy lasinjalostuskoneita ja tarjoaa niiden huoltopalveluita, modernisaatioita ja varaosia. Yhtiö toimii globaalisti ja sen tuotevalikoima on markkinoiden laajin.

Glaston on lasiteknologia-alan teknologinen johtaja ja se investoi tuotekehitykseen enemmän kuin kilpailijansa. Päätuotealueillaan Glaston dominoi lämpökäsittelykoneiden yläsegmenttiä ja on kolmen suurimman valmistajan joukossa eristyslasikoneissa.

Glastonin tuotteiden valmistus nojaa vahvasti alihankintaan ja yhtiö on omassa valmistustoiminnassaan pääosin keskittynyt loppukokoonpanoon ja testaukseen. Saksan- ja Neuhäusen-Hamburgissa (Saksa), Bützbergissä (Sveitsi) sekä Tianjinissa (Kiina).

Glaston on alan huoltopalvelujen edelläkävijä. Yhtiö palvelee asiakkaitaan maailmanlaajuisesti 10 huolto- ja myyntipisteessä. Huoltopalvelujen tarjoamista tukee hyvin laaja asennettujen koneiden kanta.

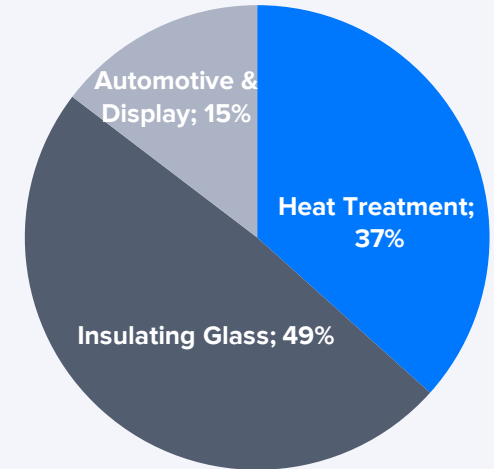
Glastonin kilpailuetuja ovat vahva teknologinen osaaminen, laaja tuotevalikoima ja sen myötä mahdollisuus tarjota asiakkaille lasinjalostuksen kokonaispaketteja, markkinoiden kehittyneimmät jälkimarkkinapalvelut sekä maine tuottavien, luotettavien ja teknisesti edistyksellisten laitteiden valmistajana.

Kolme liiketoiminta-aluetta

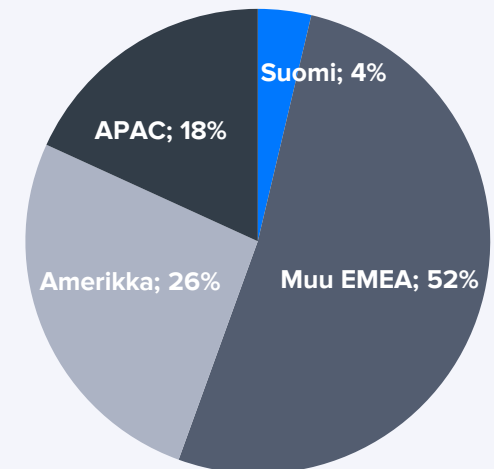
Glastonilla on kolme liiketoiminta-aluetta:

- Heat Treatment (37 % vuoden 2020 liikevaihdosta), joka myy lämpökäsittelykoneita lasin tasokarkaisuun, taivutukseen, taivutuskarkaisuun ja laminointiin. Heat Treatment tarjoaa myös koneiden kunnossapito-, modernisaatio- ja varaosapalveluja samoin kuin digitaalisia palveluja kuten etävalvontaa ja vianmääritystä sekä koulutusta ja konsultointia.
- Insulating Glass (49 % liikevaihdosta), joka myy eristyslasin tuotantolinjoja ja lasinkäsittelylaitteita arkkitehtuurilasin jalostukseen. Insulating Glassin palvelut muodostuvat tässä vaiheessa lähes kokonaan varaosa- ja huoltotyöpalveluista, mutta modernisaatioita ja etävalvontamahdollisuuksia ollaan tuomassa palveluvalikoimaan.
- Automotive & Display (15 % liikevaihdosta) tarjoaa standardoituja tai räätälöityjä ratkaisuja ajoneuvo- sekä kaluste- ja laitelasin jalostukseen. Näitä ovat mm. lasinleikkauslaitteet sekä kokonaiset esikäsittelylinjat ajoneuvo-, laitteisto- ja näyttölasivalmistukseen.

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain, 2020



Liikevaihdon jakauma alueittain, 2020



Lasinjalostuskoneiden liiketoimintamalli 1/2

Perinteinen konepajamalli

Glastonin liiketoimintamalli uusissa lasinjalostuskoneissa on normaali konepajayhtiöille. Yhtiö panostaa merkittävästi teknologiaan, kehittää itse koneensa, valmistaa ne yhdessä alihankkijoiden kanssa (jotka toimittavat osia ja valmiita moduleja) ja toimittaa koneita globaalisti valmiiksi asennettuna asiakkaan tiloihin.

Glastonilla on neljä tehdasta, jotka sijaitsevat 1) Tampereella (yläsegmentin tasokarkaisu-, taivutus-, taivutuskarkaisu- ja laminointikoneet); 2) Neuhausen-Hambergissa Saksassa (yläsegmentin eristyslasikoneet); 3) Bützbergissä Sveitsissä (ajoneuvo-, kaluste-, laite- ja näyttötuotteiden tasolasin jalostuskoneet) sekä 4) Tianjinissa Kiinassa (keskisegmentin tasokarkaisu- ja eristyslasikoneet). Shanghaissa sijainnut Bystronic Glassin tehdas suljettiin ja sen toiminta yhdistettiin Tianjinin

tehtaaseen alkuvuodesta 2020.

Omien suorien kustannusten osuus lasinjalostuskoneiden kaikista valmistuskustannuksista on Heat Treatmentissa ja Automotive & Displayssa noin 20 % koostuen pääosin suunnittelun, loppukokoonpanon, asennuksen ja takuun kustannuksista. Insulating Glassissa osuus on noin 40 % oman komponenttivalmistuksen vuoksi. Loput kustannuksista muodostuvat ulkoa ostetuista komponenteista sekä alihankinnasta. Valmistuksen ulkoistusaste on siten korkea, mikä luo joustovaraa kysynnän heilahteluihin.

Glaston ei tarjoa kokonaisia tehdastoimituksia, minkä vuoksi keskimääräinen tilaus ja toimitus ovat suhteellisen pieniä. Tyypillinen konetilauksen arvo on 500-2000 TEUR.

Tuotekehitykseen panostetaan tosissaan

Glaston tekee tuotekehitystä yhteistyössä asiakkaidensa ja kumppaneidensa kuten tutkimuslaitosten, teknillisten yliopistojen ja muiden korkeakoulujen kanssa. Keskeisiä kumppaneita ovat VTT, Tampereen Teknillinen Yliopisto, Business Finland, sveitsiläiset yliopistot ja saksalainen Fraunhofer-instituutti. Kehitystyötä ohjaa syvempää teknologista osaamista vaativien ratkaisujen kehittäminen ja digitalisaation luomat uudet liiketoimintamahdollisuudet. Etenkin uudet digitaaliset ja IoT-pohjaiset tuotteet, jotka mahdollistavat siirtymisen täysin automaattiseen lasinjalostukseen ovat tuotekehityksen kärjessä. Hyödyntämällä pilvipalveluita ja IoT:n tarjoamia mahdollisuuksia Glaston myös auttaa asiakkaitaan käyttämään koneitaan mahdollisimman tehokkaasti ja luotettavasti.

Glastonin tehdasverkko

Glastonin yksikkö	Maa	Paikkakunta	m ²	Tuotteet	Valmistus- henkilöstö
Heat Treatment	Suomi	Tampere	8 000	Yläsegmentin tasokarkaisu-, taivutus-, taivutuskarkaisu- ja laminointikoneet	30
Insulating Glass	Saksa	Neuhausen-Hamberg	20 000	Yläsegmentin eristyslasikoneet	80
Automotive & Display	Sveitsi	Bützberg	5 000	Ajoneuvo-, kaluste-, laite- ja näyttötuotteiden tasolasin jalostuskoneet	15
Heat Treatment / Insulating Glass	Kiina	Tianjin	12 000	Keskisegmentin tasokarkaisukoneet ja eristyslasikoneet	70

Lasinjalostuskoneiden liiketoimintamalli 2/2

Esimerkki automaation etenemisestä on hollantilaiselle Steinfort Glasille vuonna 2020 toimitettu FC-lämpökäsittelykone, jota kehitetään vaiheittain kohti täysin automatisoitua karkaisua. Automaation perustana ovat konenäkö sekä Glastonin Insight Assistant Pro –ohjelmisto joka automaattisesti muuttaa lämpökäsittelykoneen asetuksia ladattavan lasin mittojen ja tavoiteltujen ominaisuuksien perusteella. Glastonin mukaan täysautomaattinen lämpökäsittelykone on merkittävä edistysaskel differoimisessa ja tarjoaa myös konkreettista hyötyä asiakkaalle tilanteessa jossa osaavaa työvoimaa ei ole käytettävissä. Glaston ei ole myöskään havainnut kilpailua täysautomaattisessa lämpökäsittelyssä.

Glaston pyrkii turvaamaan innovaationsa laajasti. Yhtiön nykyinen patenttisalkku sisältää yli 250 patenttia ja kymmeniä patenttihakemuksia.

Glastonin vuoden 2020 tuotekehityskulut olivat 6,4 MEUR eli 3,8 % liikevaihdosta. Osuus on konepajaksi korkea ja kertoo vahvasta panostamishalusta. Kuluista 26 % aktivoitiin taseeseen.

Tuotetarjonta on kattava

Bystronic Glass -kaupan jälkeen Glastonin tuotetarjonta kuuluu markkinoiden kattavimpiin. Tuotetarjonnasta puuttuvat vain tasolasin esikäsittelytoiminnot (leikkaus, katkaisu, hionta ja poraus), ajoneuvolasin jatkojalostus (mm. pinnoitus) sekä eri prosessointivaiheiden koneista autoklaavit.

Arkkitehtuurilasin esikäsittelykoneissa tilanne on mielenkiintoinen, sillä Glaston on vuosien varrella

luopunut omasta alemman segmentin esikäsittelykoneiliiketoiminnastaan (Bavelloni) ja vuoden 2019 syksyllä myös partneriyhteistyö saksalaisen HEGLA GmbH:n kanssa päätettiin. Glastonilla ei siten tällä hetkellä ole suosituimmuusasemasta nauttivaa partneria esikäsittelykoneissa. Partnerit valitaan tapauskohtaisesti ja useimmiten tämä merkitsee yhteistyötä jonkin kilpailijan kanssa.

Asiakskunta on hajautunutta

Glastonin koneiden asiakkaita ovat lasinjalostajat, jotka tuottavat korkealaatuista lämpökäsiteltyä, laminoitua ja/tai eristyslasia. Suurimpia asiakkaita ovat Saint-Gobain, AGC (Asahi), NSG Group (Nippon Sheet Glass), PRESS GLASS ja Cardinal Glass. Yhdenkään asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ylitä 10 %. Ajoneuvolaseissa Glaston pitää mahdollisena, että osa isoista autonvalmistajista alkaa valmistaa laseja itse aiemman alihankinnan sijasta. Glaston on kuitenkin hyvissä asemissa, sillä se toimii jo yhteistyössä mm. BMW:n ja Volkswagenin autolasitoimittajien kanssa.

Toimitusajat useita kuukausia

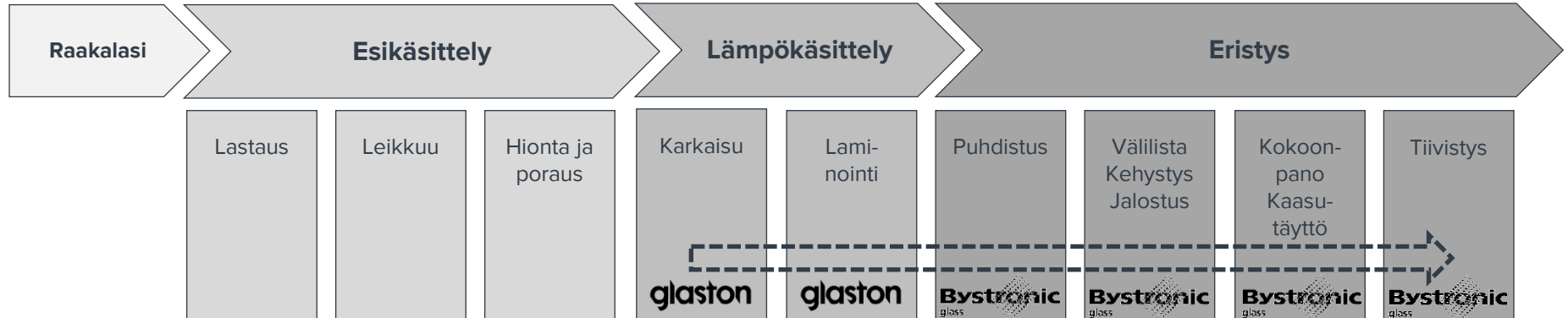
Glastonin toimitusaika asiakkaalle on harvoin kriittinen kysymys. Keskeisintä asiakkaalle on koneen asennus sopivan hiljaisena aikana, jottei itse liiketoiminta häiriinny. Tällä hetkellä toimitusajat ovat sekä lämpökäsittelykoneissa että eristyslasikoneissa keskimäärin 4-6 kuukautta ja ajoneuvo- sekä laminoitukoneissa hieman pidempiä. Toimitusajoilla on kuitenkin vain vähän tekemistä koneiden valmistuksen läpimenoajan kanssa. Läpimenoaika on lämpökäsittelykoneissa

noin kuukausi, perusteellisemman testaus- ja tarkistusvaiheen läpikäyvissä eristyslasikoneissa hieman tätä pidempi mutta ajoneuvolasikoneissa vain muutamia viikkoja. Toimitusaikoja on teknologiakehityksen myötä saatu hieman lyhennettyä, mutta viime kädessä ratkaisevia ovat komponenttien toimitusajat. Näissä on kuitenkin joustavuutta, sillä Glastonilla on jokaiselle avainkomponentille (kuten teloille) useampia toimittajia, mikä pitää kilpailua yllä.

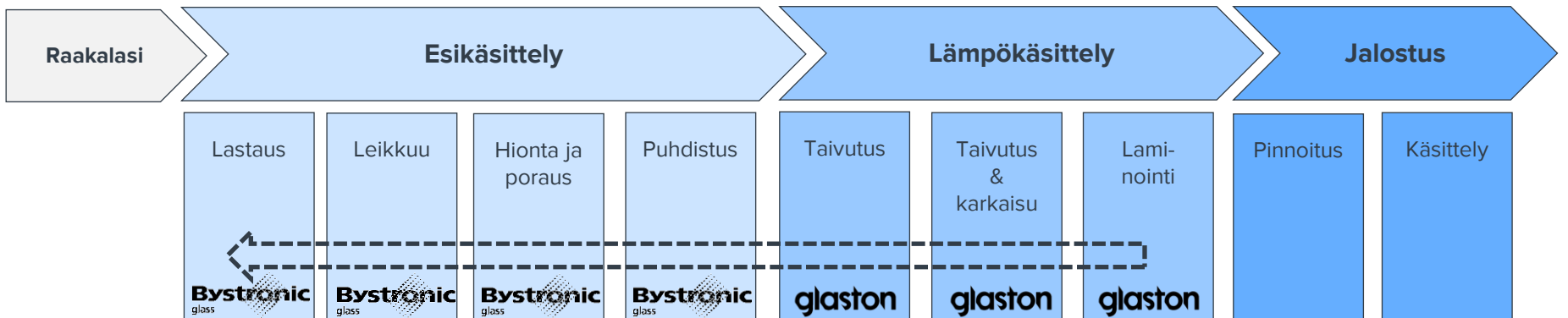
Glastonin asema päämiehenä on sikäli hyvä, että se on alihankkijoille tärkeä asiakas jo pelkästään komponenttien suhteellisen kalleuden takia. Glastonin mukaan joidenkin komponenttien toimitusajat ovat viime aikoina pidentyneet, mutta esimerkiksi puolijohteiden saatavuus ei ole yhtiölle merkittävä ongelma. Glaston on myös varautunut tilanteeseen kasvattamalla omia varastojaan.

Laaja tuotetarjonta vuoden 2019 Bystronic Glass -kaupan jälkeen

Arkkitehtuurilasi



Ajoneuvolasi

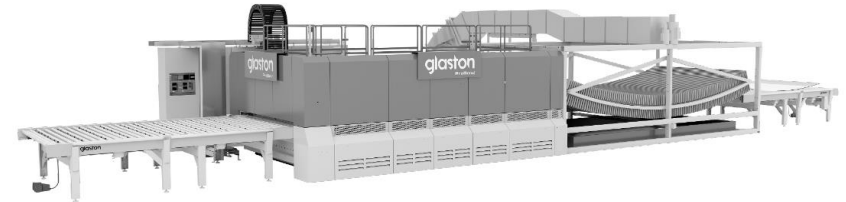


Esimerkkejä Glastonin tuotetarjonnasta

- Glaston RC -tasokarkaisukone



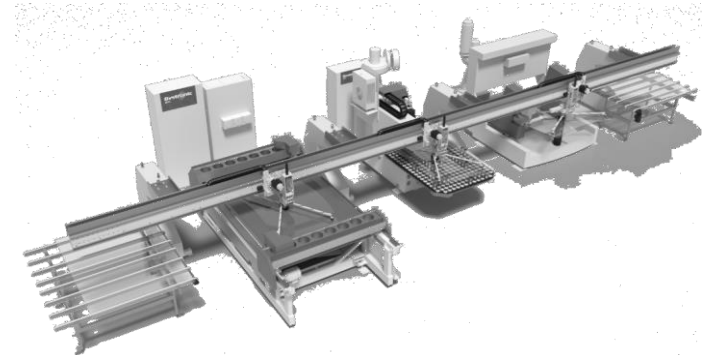
- Glaston ProBend -taivutusarkaisukone



- VARIO-eristyslasilinja



- CHAMP BL -autolasilinja



Palvelujen liiketoimintamalli 1/2

Palvelutarjooma perinteistä

Glastonin palveluliiketoiminnan (Services) tarjoamaan kuuluvat lasinjalostuskoneiden ylläpito- ja huoltopalvelut, koneiden päivitykset ja modernisoinnit (sisältäen ohjelmistot, automaation ja muun teknologian) sekä varaosat. Lisäksi tarjotaan etävalvontaa ja diagnostiikkapalveluita sekä koulutusta ja konsultointia. Bystronic Glassin palvelutarjonta koostui yhtiön hankintavaiheessa varaosien lisäksi etupäässä koneohjelmistoista (koneen ja käyttäjän rajapinnan valvonta ja vianmääritys), kunnossapitosopimuksista sekä tuki-, koulutus- ja konsultointipalveluista. Servicesin asiakasrajapintana toimii MyGlaston-portaali, mutta sen käyttö painottuu edelleen lämpökäsittely-koneasiakkaisiin ja vanhan Bystronicin asiakkaiden keskuudessa käyttö on vähäisempää. Kokonaisuutena Glastonin Services-toiminnon tarkoituksena on turvata asiakkaiden tuotantokapasiteetin häiriötön ja tehokas käyttö koneiden koko elinkaaren ajan.

Services-liiketoiminnassa Glastonin asiakaspalveluverkosto on alan laajin sekä maantieteellisesti että henkilömäärältään. Huoltotoimipisteitä on 10 maassa ja henkilömäärät pisteissä vaihtelevat muutamasta useaan kymmeneen. Asiakkaita palvelaan noin 100 maassa. Huoltoverkostoa on suhteellisen kallista ylläpitää, kun huomioidaan palveluliiketoiminnan liikevaihtotasoa. Glaston pyrkii toimipisteverkossa alueelliseen malliin, jossa monta maata voidaan hoitaa yhdestä toimipisteestä käsin. Kulujen vastapainoksi toimipisteet ovat Glastonille myös tärkeä kilpailu- ja differoimistekijä. Useimmilla kilpailijoilla ei ole vastaavaa verkostoa.

Liiketoiminnan rakenne

Servicesin liikevaihdosta 70 % muodostuu kulutus- ja varaosista ja Servicesin liikevaihtoon sisältyy myös konepäivityksiä. Päivitykset tapahtuvat toimitetun konekannan ikärakenteen mukaisesti. Tyypillinen päivitysajankohta on 5 vuotta koneen käyttöönoton jälkeen, mutta tällöin kyse on usein koneen kapasiteetin kasvattamisesta. Varsinaiset ikään ja kulumiseen liittyvät modernisaatiot (arviolta 15 % Servicesin liikevaihdosta) ovat laajempia ja tehdään tyypillisesti lähempänä koneen elinkaaren loppuvaiheita eli esimerkiksi 15 vuoden jälkeen. Täysimittaisella modernisaatiolla koneen teknistä käyttöaika voidaan pidentää jopa 10:llä vuodella. Loput arviolta 15 % Servicesin liikevaihdosta ovat varsinaisia huoltotyöitä. Huoltotyön osuus Servicesissa on suhteellisen pieni, koska normaalit huollot tehdään pääosin asiakkaiden huoltoorganisaation toimesta. Ainoastaan jos koneessa ilmenee isompi ongelma, tarvitaan paikalle Glastonin huoltohenkilöstöä.

Huollon ulkoistus etenee, mutta hitaasti

Glastonin huolto liiketoiminta on volyymitään selvästi merkittävämpää kuin kilpailijoilla. Pääsääntöisesti eli arviolta 80 %:sesti lasinvalmistajat kuitenkin edelleen huoltavat lasinjalostuskoneensa itse. Glastonin mukaan monien asiakkaiden kanssa käydään keskusteluja huollon mahdollisesta ulkoistamisesta, mutta varsinaisia ulkoistuspäätöksiä tehdään edelleen vähän ja hitaasti. Asiakkaan päätös on usein ”poliittinen” eli riippuvainen mm. mahdollisuudesta henkilöstöjärjestelyihin. Huollon ulkoistamisen taloudellisen järkevyyden Glaston kykenee

perustelemaan asiakkaalle, sillä ulkoistamisella ja koneiden oikeilla säädöillä asiakas pystyy kasvattamaan selvästi tuotantoa ja tuottavuutta sekä alentamaan koko omistusasialle laskettua investointikustannusta (total cost of ownership). Samalla asiakas yksinkertaistaa omaa operatiivista toimintaansa kun se ostaa Glastonilta vain koneiden tehokkaita ajotunteja (uptime).

Kilpailijoiden konemodernisoinnissa potentiaalia

Parin viime vuoden aikana Glaston on alkanut markkinoida laminointilinjojen modernisointeja myös kilpailijoiden koneisiin ja tämä tarjonta on otettu erittäin hyvin vastaan. Modernisoinneissa vaihdetaan yleensä linjan uuniosa, joka Glastonilla on selvästi kilpailijoiden tarjontaa parempi. Toistaiseksi Glaston on modernisoinut yli 10 eri valmistajan laminointilinjaa. Modernisointeja on tehty mm. Lisecin ja Botteron laminointilinjoin. Glastonin mukaan laminointilinjojen modernisointimarkkina on varsin neitseellinen ja yhtiö uskoo sillä olevan erittäin kilpailukykyinen, mihin tahansa laminointilinjaan soveltuva päivitysratkaisu. Glaston myös korostaa tämän positiivista imagovaikutusta. Laminointilinjojen modernisaatiot ovat toistaiseksi melko pieni, arviolta 5 MEUR:n liikevaihdon synnyttävä alue Glastonille.

Kaikkiaan modernisointipalvelujen tarjoaminen kilpailijoiden valmistajien koneisiin on pisimmällä laminointilinjoissa. Kilpailijoiden tasokarkaisu- ja eristyslasilinjojen modernisaatiot taas ovat vielä melko varhaisessa kehitysvaiheessa.

Palvelujen liiketoimintamalli 2/2

Palvelujen hinnat

Kaikki huoltosopimukset eri tuoteryhmissä ovat Glaston Care -tuoteperheen alla. Huoltosopimuksilla on kolme eri tasoa: Glaston Care Lite, Glaston Care ja Glaston Care Profit. Ne sisältävät tietyn määrän huoltokäyntejä, tukea, dokumentaatiota, parannusehdotuksia yms. Etätukipalveluiden kysyntä on kasvanut ja tuotetarjontaa on täydennetty mm lisätyn todellisuuden (AR) palveluilla. Sopimushuoltojen lisäksi asiakkaat usein tilaavat myös muuta huoltotyötä.

Sopimusten konekohtainen hinta vaihtelee useimmiten 10 TEUR:n ja 30 TEUR:n välillä. Huoltosopimuksia on noin 500 eli reilussa 10 %:ssa koko asennetusta 4000 koneen kannasta. Huoltokannan uusiutuva liikevaihto on tällä perusteella melko pieni eli arviolta 7-8 MEUR vuosittain (11-12 % Servicesin normaali vuoden liikevaihdosta). Toisaalta modernisaation kustannus asiakkaalle voi olla muutamasta kymmenestä tuhannesta aina miljoonaan euroon, riippuen toimituksen kattavuudesta.

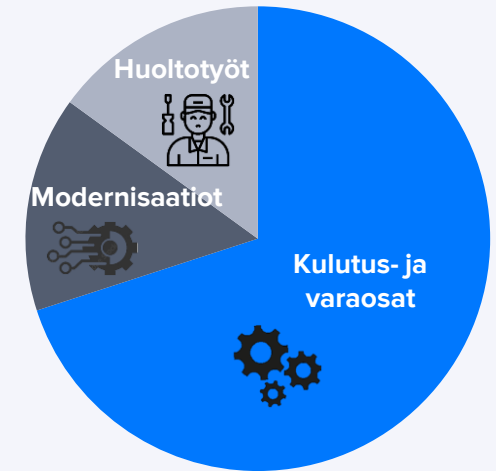
Glaston Insight digitaalisen palvelutarjonnan ytimessä

Glastonin tavoitteena on digitalisaation ja automaation avulla lisätä asiakkaiden koneiden energiatehokkuutta, saada ne tuottamaan tasaisesti korkeaa laatua ja erottua siten entistä paremmin kilpailijoista. Yhtiön ohjelmistotarjonnan rungon muodostaa Glaston Insight –niminen ohjelmistokokonaisuus. Glaston Insight on pilvipohjainen palvelu, jolla saadaan ajasta, paikasta ja päätelaitteesta riippumatonta tietoa kytketyn koneen toiminnasta, reaaliaikainen helpdesk-yhteys, erilaisia

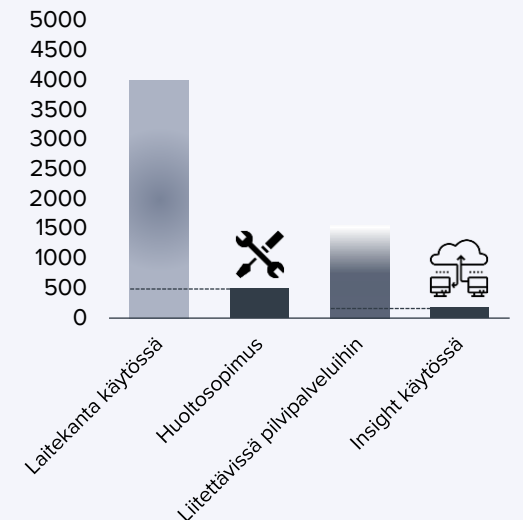
raportteja koneiden tuotannon laadusta, tehokkuudesta ja energiankulutuksesta sekä tekoälypohjaisia ennakoivan huollontarpeen ja koneen kunnon tarkistuksia. Insight Assistant on Insightin tärkeä osa, joka mittaustulosten perusteella säätää automaattisesti karkaisu-uunin asetuksia tasaisen ja virheettömän laadun varmistamiseksi.

Toistaiseksi Glaston Insightiin on kytketty vain lämpökäsittelykoneita ja joitakin laminoitinkoneita, mutta eristyslasikoneiden kytkeminen palveluun on edelleen työn alla. Kytkettyjen koneiden määrä oli viime vuoden lopussa 180 ja Glaston on arvioinut, että noin 800 kaikkiaan 2000:sta toimitetusta ja edelleen käytössä olevasta lämpökäsittelykoneesta on kytkettävissä palveluun. Kokonaisuutena Insight ja sen keräämä data (tähän mennessä >4 milj. prosessilastausta) muodostaa pohjan uusien tekoälysovellusten kehittämiseen karkaisuprosessin automaatioon ja ennakoivaan huoltoon eli sen merkitys on hyvin keskeinen.

Glastonin palveluliikevaihdon jakauma

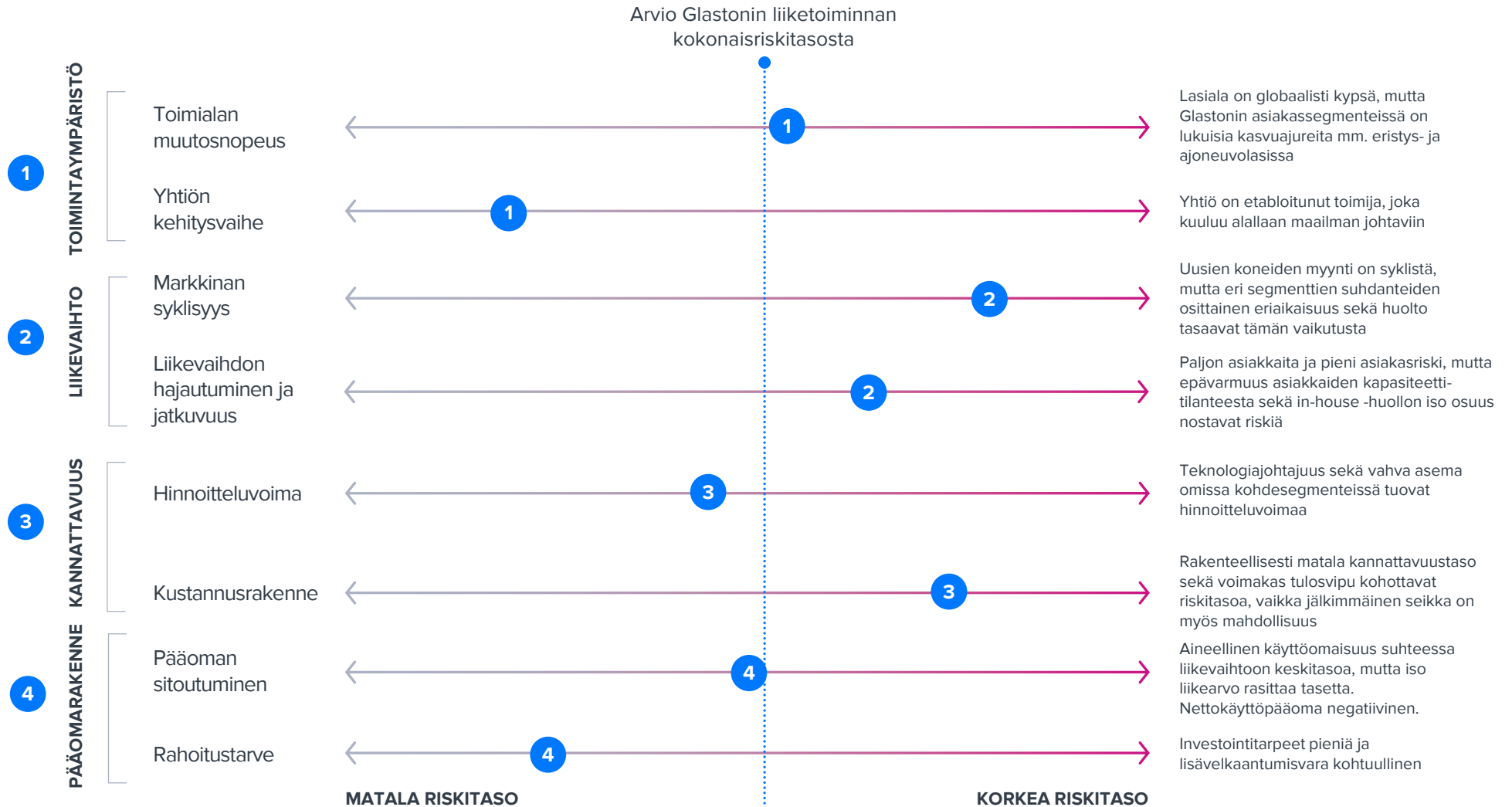


Konekannan huoltopotentiali vs. toteutunut, kpl



Lähde: Glaston, Inderesin arviot

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Erittäin vahva markkina-asema, pääsegmenteissään #2 maailmassa

2.

Alan teknologiajohtaja, joka profiloitunut high end -tuotteisiin

3.

Kasvumahdollisuuksia ristiinmyynnissä, tuotevalikoiman laajentamisessa ja Kiinassa

4.

Uusien koneiden markkina on syklinen

5.

Historiallisesti epätydyttävä ja rakenteellisesti melko matala kannattavuus

Potentiaali



- Lasialan investointien elpyminen ja korvauskysynnän kasvu
- Ison asennetun laitekannan tuomat kasvumahdollisuudet
- Uudet tarjontakokonaisuudet
- Markkinaosuuden kasvattaminen Kiinassa
- Vahvan operatiivisen vivun tuoma tuloskasvu

Riskit



- Kysynnän syklisyys
- Kiinalaisten kilpailijoiden arvaamattomuus
- Rakenteellisesti matala kannattavuus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Kasvu tuo kannattavuutta

Glaston julkisti uuden, vuosia 2021-2025 koskevan strategian elokuun alussa 2021. Keskeisiä tavoitteita ovat selkeästi paraneva orgaaninen kasvu ja kannattavuus perustuen Glastonin omiin strategisiin hankkeisiin sekä odotettuun markkinakasvuun. Strategian yhteydessä määritetyssä uudessa visiossa Glaston ”haluaa johtaa globaalin lasinjalostusteollisuuden kehitystä innovatiivisilla teknologioilla ja elinkaariratkaisuilla.”

Monia toimenpideohjelmia

Uudistetun strategian tavoitteena on selvästi markkinaa nopeampi kasvu ja paraneva kannattavuus. Yhtiö toteaa, että ”Kiina on koko Glastonin kattava painopistealue, koska sen yksittäinen kasvupotentiaali on suurin kaikissa asiakassegmenteissä ja kaikilla Glastonin liiketoiminta-alueilla.”

Strategia muodostuu kolmesta osasta, jotka ovat seuraavat:

- 1. Liiketoimintokohtaiset strategiset hankkeet:** a) Insulating Glassissa läsnäolon vahvistaminen ja laajentaminen etenkin Pohjois-Amerikassa ja Tyynenmeren Aasiassa; b) Heat Treatmentissä automaation ja modulaarisuuden laajentaminen sekä kustannustehokkuuden ja laadun optimointi; c) Automotive & Displayssä keskittyminen auto-teollisuuteen ja valikoituihin näyttöratkaisuihin sekä uusien tuotteiden kaupallistamiseen ja d) Servicesissä päivitystuotteiden kehittäminen sekä ennaltaehkäisyyn, etätuen, saavutettavuuden, nopeuden ja helppouden kehittäminen.
- 2. Viisi kulmakivihanketta:** a) Menestys innovoimalla asiakkaiden kanssa; b) Digitaalisen muutoksen johtoasema; c) Työntekijöiden

tukeminen kohti menestystä; d) Kestävän liiketoiminnan ja jatkuvan parantamisen edistäminen sekä e) Globaali hankinnan ja tuotannon hallinta. Näillä parannetaan operatiivista ja kaupallista toimintaa koko konsernissa.

- 3. Vahva johtajuus.** Glaston ei ole avannut tämän kohdan sisältöä tarkasti, mutta on sanonut sen tukevan strategian onnistunutta toteutusta ja sisältävän myös johtajuuden kehittämistä sekä yhteisten johtamisperiaatteiden hyödyntämistä.

Ei-taloudelliset tavoitteet

Glaston asetti strategiakaudelle seuraavat kestäväät liiketoimintaa edistävät ei-taloudelliset tavoitteet:

- Asiakastytyväisyys (net promoter score) >40;
- Työntekijöiden sitoutumisaste >75/100;
- CO₂-päästöt suhteessa liikevaihtoon -50 % vs. vuoden 2020 taso sekä
- Nolla poissaoloon johtanutta tapaturmaa.

Näiden tavoitteiden arviointi ja niissä etenemisen ennakointi on sijoittajille hankalaa.

Strategian arviointi

Strategiassa on osittain samoja osia mutta mielestämme enemmän konkretiaa kuin aiemmassa vuosien 2018-2021 strategiassa, jota päivitettiin Bystronic Glassin oston jälkeen keväällä 2019. Uusi strategia rakentaa olemassa olevien liiketoimintojen varaan eikä esim. kehittyvillä teknologioilla (älylasi) ole entistä asemaa. Glaston aikoo edelleen laajentaa tarjontaansa koneiden keskihintasegmenttiin, mutta nyt kaiken kasvun fokuksessa on korostetusti Kiina. Merkittävä kasvu Kiinassa ei tule olemaan helppoa tiukan



Strategian keskeinen sisältö

- Keskittyminen nykyisiin liiketoimintasegmentteihin
- Kasvavat tuotekehityspanostukset ja teknologiajohtajuuden säilyttäminen
- Tuotetarjonnan kasvattaminen keskihintaluokassa
- Tuotteiden automaatioasteen merkittävä nosto
- Markkinaosuuden huomattava kasvattaminen etenkin Kiinassa
- Operatiivisten prosessien, järjestelmien ja toimintatapojen yhdenmukaistaminen konsernin eri osissa
- Operatiivisen vivun hyödyntäminen kannattavuuden parantamisessa



Strategian plussat ja miinukset

- + Rakentaminen nykyisille vahuuksille
- + Kasvava panostus tuotekehitykseen
- + Selvä fokus Kiina-potentiaalin hyödyntämiseen
- Menestys perustuu markkinaosuuden kasvuun, mihin aina liittyy merkittävä epävarmuus
- Operatiivisen toiminnan julkistetut tehostamissuunnitelmat vielä abstraktilla tasolla

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

hintakilpailun vuoksi, mutta Glaston on ollut maassa pitkään ja sillä on toimivat asiakassuhteet. Glastonin kannattavuuden paranemisen kannalta kasvu on elintärkeää ja siksi yhtiön aseman vahvistaminen Kiinassa on ratkaisevaa.

Glastonin markkina-aseman ja myös imagon kannalta vahva tuotekehitys on keskiössä. Tämän vuoksi yhtiön ilmoitus investointien lisäämisestä innovaatioihin ja kehitykseen on myönteistä. Paitsi tuoteportfolion laajentamisessa, vahva tuotekehitys on edellytys johtoaseman säilyttämiselle myös automaatiassa, jossa markkina on monilta osin vasta syntyvaiheessa.

Glastonin tähän asti epätydyttävän kannattavuuden kohottamiseksi strategiassa mainittu globaali hankinnan ja tuotannon hallinta on kriittistä. Prosessien, toimintatapojen ja järjestelmien (mukaan lukien ERP) yhdenmukaistaminen ”vanhan” Glastonin ja Bystronic Glassin välillä on vielä suurelta osin tekemättä ja näemme tässä merkittävän mahdollisuuden.

Kokonaisuutena Glaston keskittyy mielestämme strategiassa oikeisiin asioihin eikä laske epävarmojen korttien (älylasi, akvisiitit) varaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että strategiset hankkeet, tuoteportfolion kehitys ja kulmakivihankkeet edellyttävät merkittävää etukäteispanostusta ja tulokset liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden parantumisen muodossa tulevat viiveellä. Strategian merkittävimpiä riskejä ovat mielestämme epäonnistuminen markkinaosuuden kasvattamisessa Kiinassa tai operatiivisen toiminnan tehostamistavoitteista jääminen.

Taloudelliset tavoitteet

Strategiakauden taloudelliset tavoitteet ovat:

- Liikevaihdon kasvu (CAGR), joka selvästi ylittää kohdemarkkinan odotetun >5 %:n kasvun;

- 10 %:n vertailukelpoinen EBITA-marginaali strategiakauden lopussa sekä
- 16 %:n vertailukelpoinen sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) strategiakauden lopussa.

Kannattavuustavoite on tiukka

Taloudelliset tavoitteet ovat kaikki läheisesti sidoksissa toisiinsa eli kannattavuuden ja sijoitetun pääoman tuoton selvä parantaminen edellyttää liikevaihdon reipasta kasvua pelkästään Glastonin merkittävän operatiivisen vivun vuoksi. Mielestämme markkinaa nopeampi kasvu vuosina 2022-2025 on realistinen tavoite edellä esitettyjen strategisten hankkeiden avulla samalla kun Glastonin asema on erityisen vahva eristyslasikoneissa, joiden markkina kasvaa selvästi lämpökäsittelykoneiden markkinaa nopeammin. Markkinaosuuden selvä nostaminen edellyttää kuitenkin sitä, että etenkin Kiinassa yhtiön paikallisille markkinoille sovitettu tuotetarjonta, hinnoittelu ja näkyvyys ovat kunnossa.

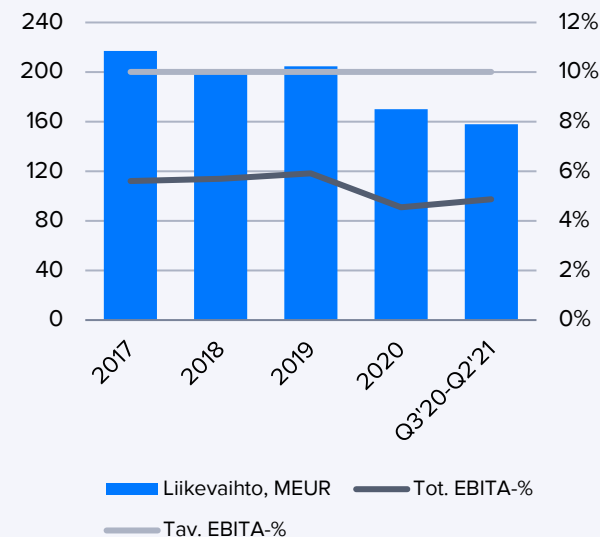
Tavoitteeksi asetettu 10 %:n vertailukelpoinen EBITA-marginaali on haastava. Vuosina 2018-2020 EBITA-marginaali on ollut 4,6-5,9 %, ja vaikka liiketuloksen (EBIT) operatiiviseksi vivuksi asetettaisiin relevantin liikevaihtoalueen 4-5x, nostaisi Glastonin liikevaihdon nousu 250 MEUR:oon yhtiön EBITA-marginaalin vain 7,5-8,0 %:iin 5,9 %:sta, jossa se oli edellisellä ”normaalivuonna” 2019. Tämän vuoksi myös operatiivisen toiminnan tehostaminen ja tuoteryhmien katteiden parantaminen on tarpeen.

Glastonin ROCE-tavoite on paranevan kannattavuuden myötä saavutettavissa, koska merkittäviä investointitarpeita ei ole ja kasvu ei sido nettokäyttöpääomaa isojen ennakkomaksujen vuoksi. Loppu on kiinni yhtiön harjoittamasta osinkopolitiikasta.

Vuosien 2021-2025 taloudelliset tavoitteet

- Selvästi kohdemarkkinan kasvun (>5 %) ylittävä liikevaihdon kasvu
- 10 %:n vertailukelpoinen EBITA-marginaali kauden lopussa
- 16 %:n vertailukelpoinen ROCE kauden lopussa

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Lasin ja lasinjalostuskoneiden markkinat 1/5

Lasimarkkina on moniulotteinen

Lasimarkkina voidaan jakaa osiin lukuisilla eri kriteereillä: 1) lasin ominaisuuksien perusteella (tavallinen / karkaistu / laminoitu / eristyslasi / muu lasi); 2) lasin loppukäytön mukaan (esim. rakentaminen / ajoneuvoteollisuus / sisustus / näyttölasit / aurinkopanelit / älylasi / muu lasi); 3) tuotettujen lasineliömetrien mukaan; 4) tuotettujen lasitonniin mukaan sekä 5) rahallisesti kaikissa em. luokissa. Lasiala on pirstaloitunut, mistä kertoo eri tutkimuslaitosten selvästikin toisistaan poikkeavat arviot globaalien markkinoiden ja eri segmenttien koosta. Grand View Researchin arvion (3/2021) mukaan tasolasin globaalit markkinat olivat vuonna 2020 kooltaan noin 88 miljoonaa tonnia, josta eristyslasin osuus oli 45 %, lämpökäsitellyn lasin 28 % ja laminoitun lasin 15 %. Saman tutkimuksen mukaan tasolasin globaalien markkinoiden arvo oli 266 mrd dollaria (233 mrd euroa) vuonna 2020. Markkinoiden arvosta rakennuslasi vastasi 72 %:sta, ajoneuvolasi 18 %:sta ja muu lasi lopuista 10 %:sta.

Lasialalla lukuisia positiivisia kysyntäajureita

Seuraavat globaalit trendit tukevat prosessoidun lasin ja siten Glastonin kysyntänäkymiä:

- **Turvallisuusvaatimusten kasvu.** Vaatimukset lasin ominaisuuksille kohoavat sekä rakennuksissa (ihmisten ja esineiden suojaaminen, tulipalot) että ajoneuvoissa (törmäystilanteet), mikä nopeuttaa etenkin karkaistun ja laminoitun lasin kysynnän kasvua;
- **Energiätehokkuusvaatimusten kasvu.** Vaatimukset rakennuksissa käytettävällä lasille kohoavat myös lämmityksen ja viilennyksen sekä valoisuuden suhteen samalla kun lasia käytetään

yhä enemmän myös rakennusten käyttämän sähkön tuotantoon. EU:ssa etenkin monikerros- ja eristyslasin kysyntä saa tukea rakennusten energiatehokkuusdirektiivistä (2019) ja sen asettamista vaatimuksista sekä uusien että peruskorjattavien rakennusten energiatehokkuudelle ;

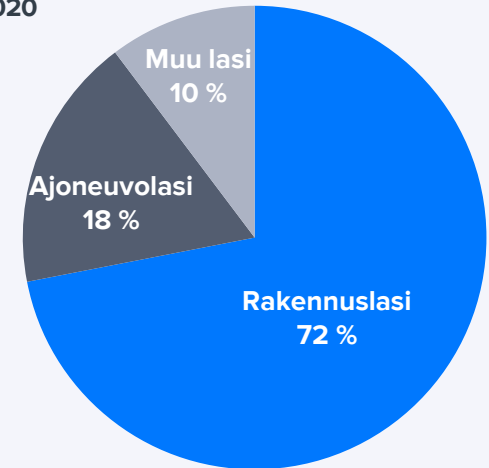
- **Lasin kasvava käyttö ajoneuvoteollisuudessa.** Trendejä ovat panoraamatuulilasit ja -kattoikkunat, tuulilasinäytöt ja interaktiiviset tuulilasit sekä autojen aurinkopaneelit.

Lasimarkkinan odotetaan kasvavan 4-5 %:n vuosittain

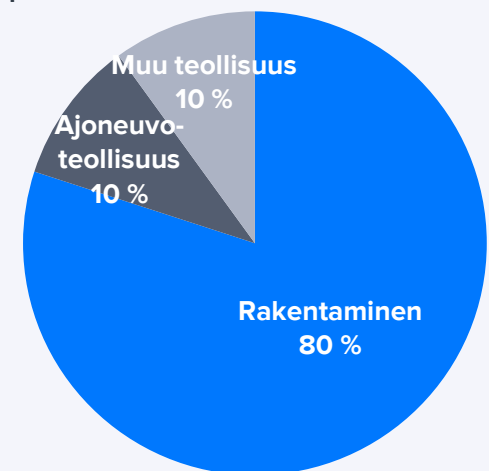
Tasolasin kysyntä on varsin tasaista ja eri lähteiden perusteella globaali kysyntävolyymi on viimeisten 20 vuoden aikana laskenut vain kahdesti (noin -4 % vuonna 2009 globaalien finanssikriisin seurauksena ja n. -2 % vuonna 2020 koronapandemian johdosta). Kysyntänäkymien ollessa edelleen varsin hyvät edellä mainittujen trendien tukemana, pidämme todennäköisenä että pitkällä tähtäimellä lasin kysyntä kasvaa jonkin verran globaalia bkt:tä nopeammin.

Ennusteet tasolasin globaaliksi markkinaksi vuosina 2021-2026 odottavat yleisimmin noin 4 %:n p.a. kasvua (mm. Grand View Research, Freedonia ja Mordor Intelligence). Glastonin kannalta mielenkiintoisimpien segmenttien eli eristyslasin kysynnän odotetaan kasvavan hieman koko lasimarkkinaa nopeammin ja lämpökäsitellyn lasin koko markkinan tahdissa.

Globaali tasolasi-markkina segmentteittäin (USD), 2020



Glastonin liikevaihdon indikaatiivinen jako loppuasiakassektoreittain



Lasin ja lasinjalostuskoneiden markkinat 2/5

Glastonin relevantti kokonaismarkkina

Glaston toimii lasinjalostuskonemarkkinoilla maailmanlaajuisesti toimittamalla lasin käsittelyyn ja prosessointiin tarkoitettuja koneita, laitteita sekä tarjoamalla kaikkia keskeisiä jälkimarkkinapalveluja. Asiakkaiden koneinvestointien määrä vaihtelee vuosittain alan kapasiteetin kysyntä/tarjontatasapainon mukaisesti ja uusien koneiden hankkimisen sijasta asiakkaat voivat keskittyä olemassa olevien koneiden kapasiteetin kasvattamiseen ja käyttöasteen nostamiseen. Tämän vuoksi uusien koneiden kysyntä onkin hyvin syklistä. Glastonin kannalta kysynnän ennustamista vaikeuttaa se, että asiakas usein hankkii kokonaisen lasinjalostuslinjan, jossa Glastonin laitteiden lisäksi voi olla muiden toimittamat leikkaus- ja pesulinjat kokonaisinvestoinnin ollessa 5-10 MEUR. Lisäksi kysyntään vaikuttaa teknologian kehittyminen ja uudet laatuvaatimukset kuten tarve leveämmälle lasille ja nämä ovatkin olleet viime vuosina merkittävä ajuri Glastonille. Lisäksi on huomioitava palvelumarkkina, jolla kapasiteettia ylläpidetään, huolletaan ja modernisoidaan.

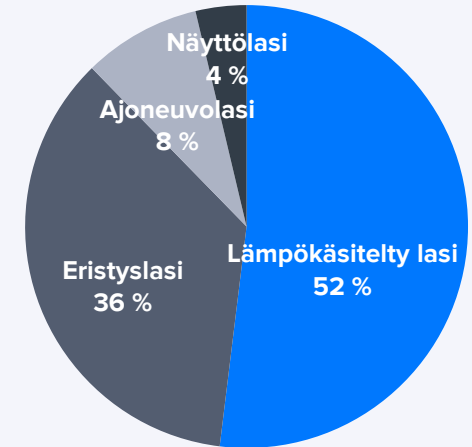
Glaston on arvioinut, että koko lasinjalostuskoneiden markkinasta noin 50 % on sellaista, jolle yhtiö ei osallistu. Näitä alueita ovat mm. lastaus-, leikkaus-, hionta-, poraus-, pesu- ja pinnoituslinjat. Elokuun 2021 pääomamarkkinapäivässään Glaston arvioi, että vuonna 2021 yhtiön oman kohdemarkkinan koko lämpökäsittelykoneissa on reilu 300 MEUR, eristyslasikoneissa reilu 210 MEUR, ajoneuvolasikoneissa reilu 50 MEUR ja näyttölasikoneissa reilu 20 MEUR. Koko laitemyynnin kohdemarkkina olisi siten kuluvana vuonna vajaan 600 MEUR:n kokoinen.

Kiina on selvästi isoin konemarkkina

Koneiden maantieteellisellä markkinalla Kiinan osuus korostuu. Glastonin esittämässä arvioissa Kiina vastaa noin 55 %:sta globaalia lämpökäsittelykoneiden markkinaa tänä vuonna. Ajurina on tietenkin Kiinan valtava rakennussektori ja myös Kiinan omat vahvat lämpökäsittelykoneiden valmistajat. Eristyslasin käytössä Kiinan markkinat eivät ole yhtä kehittyneet ja sen vuoksi Kiinan eristyslasikoneiden markkinoiden rooli globaalisti onkin pienempi (<30 %). Kokonaisuutena Kiina kuitenkin vastaa kuluvana vuonna arviolta 45 %:sta koko arkkitehtuurilasikoneiden (lämpökäsitelty ja eristyslasi) markkinaa. EMEA:n osuus tästä markkinasta on Glastonin arvion mukaan 26-28 %, Amerikoiden 21-23 % lopun 6-9 %:n ollessa muualla Tyynenmeren Aasiassa.

Ajoneuvo- ja näyttölasikoneiden markkinoiden maantieteellisestä jakaumasta Glaston ei ole julkistanut arvioita. Sen perusteella, kuinka suurta osaa Kiina näyttelee näidenkin tuoteryhmien valmistuksessa (Kiinassa valmistettiin mm. 28 % maailman henkilöautoista v. 2019), uskomme Kiinan osuuden myös ajoneuvo- ja näyttölasikoneiden markkinoista olevan selvästi yli 20 %.

Glastonin konemyynnin kohdemarkkinan (n. 600 MEUR) jakautuminen, 2021e



Lasin ja lasinjalostuskoneiden markkinat 3/5

Lasinjalostuskoneiden kysyntänäkymät

Lasinjalostuskoneiden kysyntää ajaa pitkällä tähtäimellä lasin kasvava käyttö, teknologisesti haastavampien sovellusten nousu, kasvava ympäristötietoisuus yhdistettynä energian säästöön sekä tiukentuva regulaatio ja uudet turvamääräykset. Lasinjalostusala on ainakin takavuosina vaivannut ylikapasiteetti aiempien vuosien yli-investointien seurauksena. Tämän vuoksi vuoksi lasin loppukysynnän ja koneiden kysynnän välille ei voida vetää suoraa yhtäläisyysmerkkiä, vaikka pitkällä tähtäimellä suhde on varsin selvä. Kapasiteettitilanteen kiristymistä viime vuosina heijastaa alla oikealla oleva kuva, jossa on kahden suurimman lämpökäsittelykoneiden toimittajan eli Glastonin ja kiinalaisen North Glassin yhteenlaskettu lämpökäsittelykoneiden liikevaihto suhteutettuna lämpökäsittelyyn

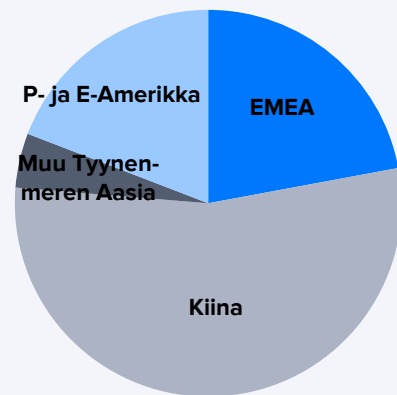
lasin maailmanmarkkinan kehitykseen. Koneliikevaihto on vuosina 2015-2020 supistunut keskimäärin 4 % p.a. kun taas lasin kysyntä on kasvanut yli 3 % p.a.

Lasinjalostuskoneiden markkinamurros jatkuu edelleen. Kysyntä on viimeisten 10 vuoden aikana siirtynyt voimakkaammin kehittyville markkinoille ja toisaalta korkeamman laadun lopputuotteiden valmistuksessa käytettävään teknologiaan. Glastonille jälkimmäinen on erittäin hyvä asia, kun taas kehittyvien markkinoiden suhteen yhtiön asema on ristiriitainen. Tämä johtuu siitä, että yhtiön markkina-asema on toistaiseksi ollut suhteellisesti heikoin Kiinassa, joka on kehittyvistä markkinoista selvästi suurin. Markkinaosuuden kasvattaminen Kiinassa onkin yhtiön tavoitteiden kärkipäässä (ks. luku "Kilpailutilanne").

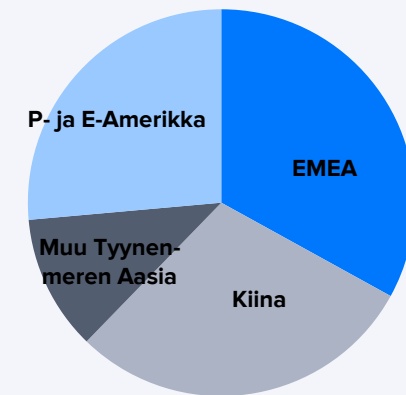
Lasinjalostuskoneiden varsin pitkä elinkaari pienentää vuosittaista konemarkkinaa. Mahdollinen teknologinen läpimurto voisi luoda nopeammin investointitarpeita ja siten kasvattaa markkinaa. Merkittävät teknologiset läpimurrot ovat allalla kuitenkin harvinaisia ja tyypillisesti ala kehittyä pienillä parannuksilla vanhaan teknologiaan.

Konemarkkinoiden jakautuminen maantieteellisesti (MEUR), 2021e

Lämpökäsittelykoneet

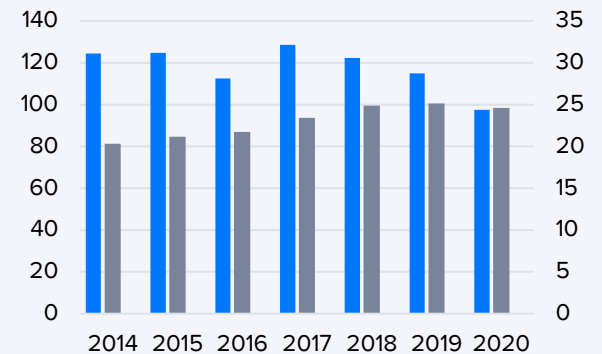


Eristyslasikoneet



Lähde: Glastonin arviot

Isojen toimittajien HT-koneliikevaihto sekä karkaistun lasin maailmanmarkkina 2014-2020



■ Glaston+North Glass HT-laitteiden myynti, MEUR (vas.)
■ Globaali HT-lasimarkkina, Mtn (oik.)

Lähde: Grand View Research, Bloomberg, Glaston, Inderesin arviot

Lasin ja lasinjalostuskoneiden markkinat 4/5

Glastonin tuoreet arviot (elokuu 2021) globaalien konemarkkinoiden kasvusta euroissa mitattuna vuosina 2021-2025 ovat seuraavat:

- Lämpökäsittelykoneet: 5 % p.a.
- Eristyslasikoneet: 8 % p.a.
- Ajoneuvolasikoneet: 9 % p.a.
- Näyttölasi-koneet: 18 % p.a.

Eri osamarkkinoiden koosta esitettyjen arvioiden perusteella Glastonin koneiden koko kohdemarkkina kasvaa vuosina 2021-2025 vajaasta 600 MEUR:sta vajaaseen 800 MEUR:oon eli 7 % p.a. Arvio on linjassa eräiden muiden tahojen esittämien kasvuennusteiden kanssa: mm. Global Industry Analysts arvioi huhtikuussa 2021 lasinjalostuskoneiden globaalien markkinan vuosikasvuksi 6 % vuosina 2021-2027, mutta tähän arvioon sisältyvät

muutkin kuin Glastonin kohdemarkkinaan kuuluvat koneet. Kaikkiaan arviot ovat mielestämme uskottavia ja niitä nostaa koronapandemian vaikutus vuoden 2020 lukuihin, jolloin mm. Glastonin laitetilaukset laskivat 11 % v/v.

Palvelumarkkinan määrittely vaikeaa

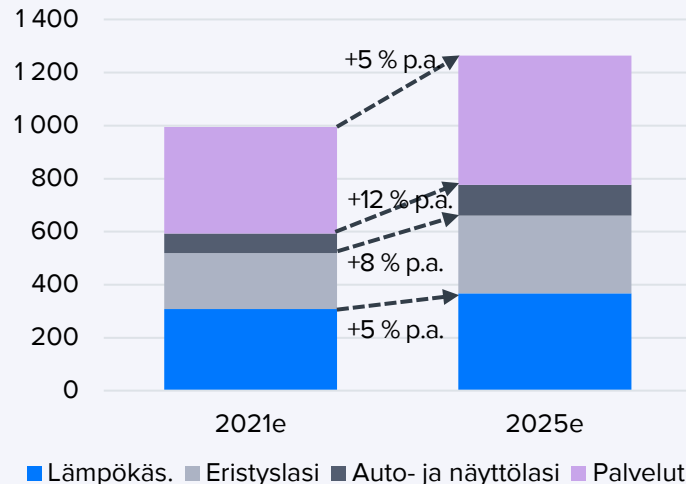
Lasinjalostuskoneiden globaalien palvelumarkkinan hahmottaminen on hyvin hankalaa lähtötietojen vähäisyyden ja alhaisen ulkoistusasteen vuoksi. Olemme kuitenkin hahmottaneet potentiaalia Glastonin toimittamien ja huoltamien koneiden lukumäärien ja liikevaihtojen perusteella. Arvioimme lämpökäsittelykoneiden palvelumarkkinan kooksi noin 130-180 MEUR ja eristyslasikoneiden palvelumarkkinaksi 200-300 MEUR. Nämä ovat Glastonin keskeisimmät palvelumarkkinat ja yhtiön globaali markkinaosuus tällä 330-480 MEUR:n

markkinalla oli vuoden 2019 luvuilla 10-15 %. On huomattava, että luvut eivät sisällä esim. laminointilinjojen huoltoa.

Markkinasegmenttien kasvuennuste 2021-2025

Arvio Glastonin koko kohdemarkkinan 6 %:n kasvusta vuosina 2021-2025 koostuu edellä kuvatuista konemyynnin komponenteista sekä palvelumarkkinasta ja on esitetty alla olevassa kuvassa. Olemme arvioineet palvelumarkkinan kasvavan tällä jaksolla hieman laitemarkkinaa hitaammin eli 5 % p.a.

Arvio Glastonin koko kohdemarkkinasta 2021-2025, MEUR



Lasin ja lasinjalostuskoneiden markkinat 5/5

Lämpökäsittelykoneiden korvauskysynnässä iso potentiaali, mutta arviointi on hankalaa

Lasinjalostuskoneiden keskimääräinen uusimissykli on 15-20 vuotta. Tosin käyttöikä vaihtelee paljon, riippuen mm. käyttötunneista, tehdyistä perushuolloista ja modernisaatioista sekä valmistusmaasta. Kiinalaiset lämpökäsittelykoneet alkavat tulla uusimiskään jo 5-7-vuotiaina kun Glastonin koneita on modernisoinnin jälkeen käytössä 30-vuotiainkin.

Koska on epätodennäköistä, että kiinalaisia lasinjalostuskoneita alettaisiin laajemmin korvata Glastonin koneilla tai päinvastoin, antaa Glastonin itsensä toimittamien koneiden ikäjakauma kohtuullisen arvion tulevasta uusimistrendistä. Vuosien 1996-2008 uuslaitemyynnin kokoinen korvauskysyntämarkkina ei kuitenkaan seuraavista syistä toteudu:

- **Tekninen kehitys.** 20 vuodessa lämpökäsittelykoneiden kapasiteetti (m²) on noussut n. 50 %:lla samalla kun koneiden hinnat ovat ennallaan.
- **Buumivuosina yli-investoitiin** ja moni lasinjalostaja on sittemmin lopettanut toimintansa eli osaa entisestä kapasiteetista ei enää ole olemassa.
- **Koneita on voitu modernisoida.** Samalla on voitu sekä pidentää koneiden teknistä käyttöikää että kasvattaa niiden kapasiteettia.

Kun oletamme nykyisten asiakkaiden haluavan säilyttää kapasiteettinsa ennallaan vanhan koneen poistuessa käytöstä pitäisi korvauskysynnän kuitenkin olla vahvistuva ajuri lämpökäsittelykoneissa. Asennetun kapasiteetin käyttöaste on viime vuosina noussut ja investointibuumiin aikana

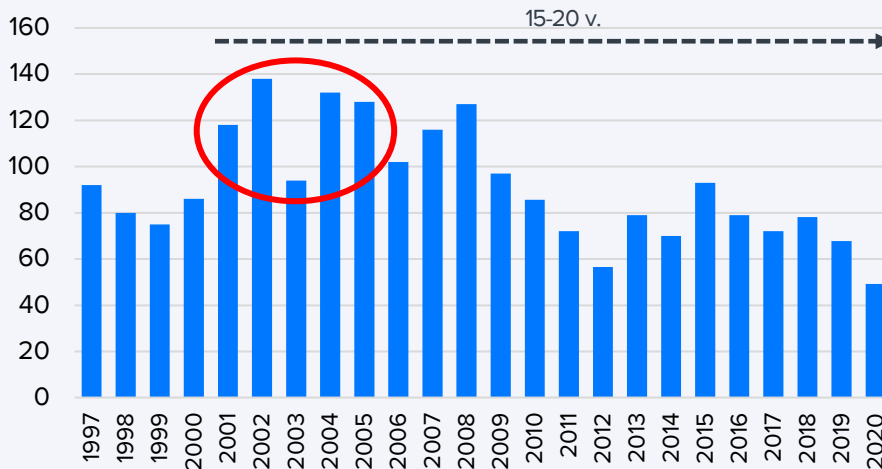
hankittujen koneiden uusimis- tai perusteellisen modernisaation sykli on vakiintunut 15-20 vuoteen.

Korvauskysyntä säilyy positiivisena optiona

Olemme ympyröineet graafista ne vuodet, jolloin toimitetut Glastonin lämpökäsittelykoneet alkavat olla uusintaiässä. Glastonin koneiden korvauskysynnän tulisi kasvaa usean vuoden ajan. Emme ole sisällyttäneet korvauskysyntää erillisenä eränä ennusteisiimme, mutta sijoittajille korvauskysynnän kasvupotentiaali on kuitenkin positiivinen optio.

Käytettävissämme ei ole ollut lämpökäsittelykoneita vastaavia historialukuja eristyslasi- tai esim. laminointikoneiden historiallisista toimituksista. Uskomme niiden toimitusmäärien trendin noudatelleen pääosiltaan lämpökäsittelykoneita, vaikka kysyntäajureissa on merkittäviäkin eroja.

Glastonin/Tamglassin HT-konetoimitukset, kpl



Kilpailutilanne 1/3

Konemarkkina on pirstaloitunut

Lasiteknologiamarkkina on yleisesti sirpaloitunut ja alalla on paljon toimijoita. Glastonin suurimmat kilpailijat koneliiketoiminnassa tulevat Kiinasta, Keski-Euroopasta (Itävalta ja Italia) sekä Japanista. Kiinalaiset kilpailijat ovat rantautuneet myös Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin, mutta ne ovat selvästi vahvimmillaan kotimarkkinoillaan. Kiinalaiset ovat tuoneet tiukan hintakilpailun mukanaan myös muille markkinoille. Haastava markkinatilanne ajaa hiljalleen konsolidaatiota, mutta Glastonin Bystronic Glass -hankinnan sekä HEGLA:n TaiFin Oy:n oston lisäksi yrityskauppauutiset ovat olleet vähissä. Pirstaloituneisuus sekä se, että suurin osa kilpailijoita ei ole julkisesti noteerattuja yhtiöitä hankaloittaa kilpailutilanteen analysointia.

Lämpökäsittely- ja eristyslasikoneissa muutama pääkilpailija

Glastonin pääliiketoiminnoissa eli lämpökäsittely- ja eristyslasikoneissa yhtiöllä on globaalisti muutama pääkilpailija. Tärkeimmät kilpailijat lämpökäsittelykoneissa ovat kiinalaiset Luoyang North Glass sekä Luoyang Landglass. Molempien yhtiöiden päämarkkinat ovat selvästi Kiinassa, sillä liikevaihdosta ainakin 60-70 % tulee sieltä. Eristyslasikoneissa suurimmat kilpailijat ovat itävaltalainen Lisec ja italialainen Forel. Muu kilpailukenttä jakautuu jopa satojen eri toimijoiden kesken riippuen siitä mitä segmenttiä tai sen osaa tarkastellaan. Näiden yhtiöiden Glastonin tarjonnan kanssa kilpaileva liikevaihto on usein 5-30 MEUR:n luokkaa ja esimerkkejä ovat Keraglass (Italia), Mappi (Italia), Glasstech (Yhdysvallat) ja HEGLA TaiFin (Suomi).

Ajoneuvo- ja näyttölasikoneiden markkinalla toimii paljon aasialaisia yhtiöitä, joista tiedon saaminen on vaikeaa. Ajoneuvolasikoneissa pääkilpailija on japanilainen Bando Kiko ja muita kilpailijoita ovat kiinalaiset South Glass Technology ja Ohm Intelligent Machinery.

Glaston profiloituu yläsegmenttiin

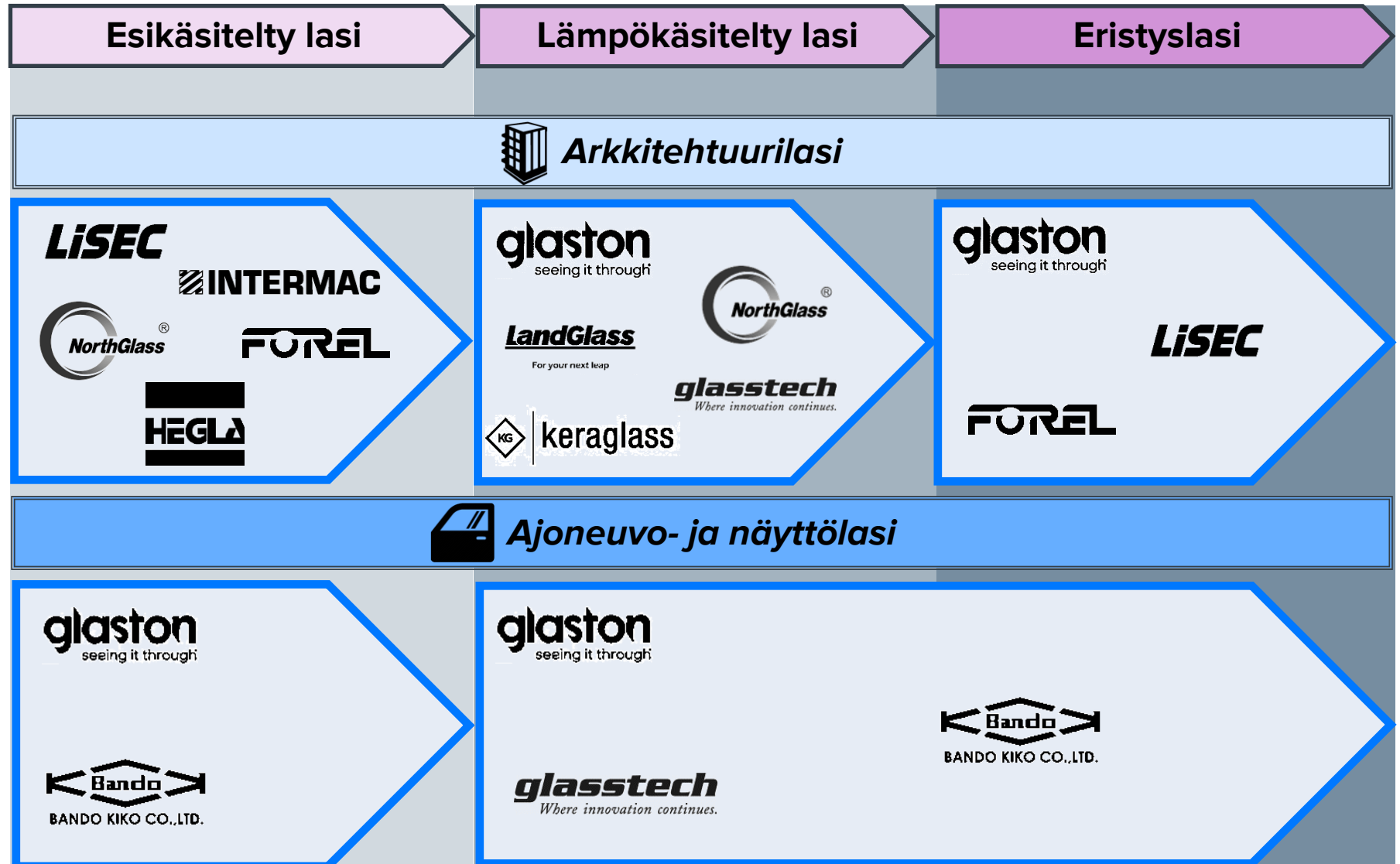
Glastonin erottaa kilpailijoista pääasiassa keskittyminen ominaisuuksiltaan ja hinnaltaan yläsegmentin koneisiin (lämpökäsittelyssä 800-2000 TEUR), mutta yhtiö on valikoituilta osin mukana myös keskivaikean (400-800 TEUR) koneissa. Lämpökäsittelykoneissa North Glass on vahvimmillaan keskisegmentissä, vaikka sillä on joitakin referenssejä myös yläsegmentin koneiden markkinoilla. Landglass keskittyy koneiden halvempaan päähän. Eristyslasikoneissa Lisec valmistaa varsinaisten lasikoneiden lisäksi myös esikäsittelykoneita ja yhtiön vahvuus onkin tuotevalikoiman laajuudessa. Forel taas on hinnoitellut koneensa Glastonia (ja Liseciä) alemmas, mutta toisaalta teknologia ei ole yhtä edistyksellistä.

Glaston ja keskeiset kilpailijat segmentteittäin

Segmentti ja yhtiö	Maa	Liikevaihto, MEUR *)
Arkkitehtuurilasi		
Lämpökäsittely lasi		
Glaston	Suomi	55
North Glass	Kiina	60
Landglass	Kiina	35
Keraglass	Italia	20
Glasstech	USA	20
Eristyslasi		
Glaston	Suomi	50
Lisec	Itävalta	70
Forel	Italia	25
Ajoneuvo- ja näyttölasit		
Glaston	Suomi	25
Bando Kiko	Japani	50

*) Suuruusluokka-arvio laiteliikevaihdosta 2019

Kilpailijakenttä on hajanainen



Kilpailutilanne 2/3

Markkinaosuuksissa Glaston on huipun tuntumassa

Lasinjalostuskoneiden markkinaosuuksien vertailua ja kehitystä vaikeuttaa saatavilla olevan numerotiedon vähäisyys. Eri valmistajien ilmoittamien numeroiden vertailukelpoisuus on kyseenalainen ilman tietoa kaikista liikevaihtoon sisältyvistä kone-segmenteistä sekä palveluliiketoiminnan volyyminä. Tämän vuoksi graafeissa esittämämme arviot kone-liiketoiminnan markkinaosuuksista ovat indikaatiivisia.

Glaston esitti arvionsa markkinaosuuksistaan eri segmenteissä elokuun 2021 pääomamarkkinapäivässä. Yhtiö arvioi rahassa mitatun globaalin markkinaosuutensa lämpökäsittelykoneiden (vain tasolasin karkaisukoneet huomioitu) toimituksista olleen noin 20 % vuonna 2020. Kiinan ulkopuolisessa markkinassa osuus oli arviolta 40 %,

mutta toisaalta globaalissa laminointikoneiden markkinassa vain 10 %. Eristyslasikoneissa Glastonin samalla tavoin laskettu osuus vuonna 2020 oli esitetyn aineiston perusteella arviolta 30 %. Ajoneuvolasikoneissa Glastonin markkinaosuus vuonna 2020 oli yhtiön oman arvion mukaan vahva 32 % ja näyttölasikoneissa hieman vaatimattomampi mutta silti huomattava 17 %.

Käytettävissämme ei ole ollut riittävästi tietoa Glastonin markkinaosuuden viime vuosien kehityksen arvioimiseen. Yhtiö on aiemmin sanonut ”säilyttäneensä” globaalin markkinaosuutensa tasolasin karkaisukoneissa vuonna 2020.

Glastonin suhteellinen asema on vahva

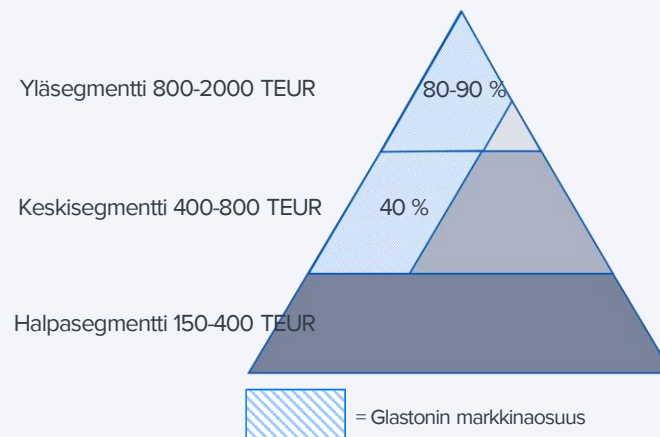
Markkinaosuusprosenttejakin tärkeämpää on mielestämme Glastonin vahva suhteellinen asema. Yhtiö on toinen kahdesta suurimmasta toimijasta

sekä lämpökäsittelykoneissa että eristyslasikoneissa ja vahva haastaja myös ajoneuvo- ja näyttölasikoneissa. Koko ja pitkä historia tuovat Glastonille uskottavuutta sekä toimittajana että jälkimarkkinoilla koneiden koko pitkän elinkaaren ajan.

Glastonin tavoitteena on markkinaosuuden kasvattaminen etenkin keskisegmentissä sekä lämpökäsittely- että eristyslasikoneissa. Glastonin mukaan keskisegmentin lasinjalostajat ovat alueellisia tai paikallisia toimijoita ja lopputuotteen laatuvaatimukset eivät ole yhtä korkealla kuin yläsegmentissä. Tätä tarkoitusta varten Glaston lanseerasi Kiinan markkinoille tarkoitettua FC-sarjan lämpökäsittelykoneen vuonna 2019.

Glaston tavoittelee markkinaosuuden kasvua myös lämpökäsittely- ja eristyslasikoneiden ristiinmyynnillä. Glaston sai alkuvuonna 2021 mm.

Lämpökäsittelykoneiden markkinasegmentit ja Glastonin asema



Kilpailutilanne 3/3

Liettua, Puola, Saksa, Ranska ja Kiina toimitussopimuksia, joihin sisältyi sekä lämpökäsittely- että eristyslaitteita. Merkittävistä näistä oli 9 MEUR:n tilaus PRESS GLASS UAB:ltä, johon tilaukseen sisältyi lasinkarkaisulinjat, hiointalinjat ja useita eristyslasilinjoja. PRESS GLASS on aiemmin suosinut Lisecin eristyslasilinjoja. Ristiinmyynti antaa asiakkaille lisäarvoa yhtenäisen teknologian sekä palvelujen osaamisen ja saatavuuden kautta. Mahdollisuudet isoihin tilauksiin kohenevat edelleen sitten kun Insight-palvelu kattaa koko tuotetarjonnan.

Glastonin kilpailutekijät

Arvioimme, että Glastonin keskeisimmät kilpailuedut ja toisaalta heikkoudet ovat seuraavat:

+ **Vahva markkina-asema ydinalueilla.** Glaston on markkinoiden toiseksi suurin sekä lämpökäsittely-

että eristyslasikoneissa, mikä luo paljon skaalaetuja suhteessa pienempiin toimijoihin.

+ **Maine teknologiajohtajana.** Glaston on keskittynyt markkinoiden kalleimpiin ja teknisesti vaativimpiin tuotesegmentteihin. Viime aikojen tärkeimpiä tuotelanseerauksia ovat täysautomaattinen lämpökäsittely sekä tekoälypohjainen lämpökäsittelyn lasin laadunvalvontasovellus Siru. Yhtiön patenttisalkku on toimialan laajin.

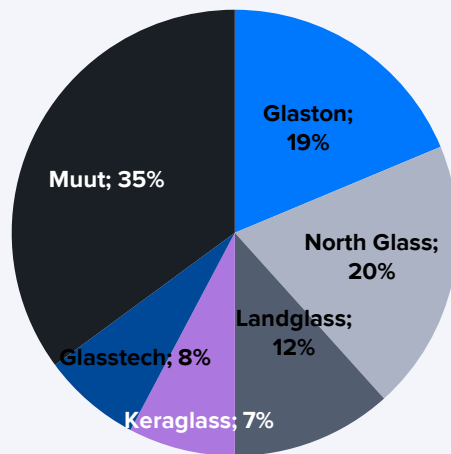
+ **Markkinoiden levein tuotevalikoima.** Glastonin tuotevalikoima on lasinjalostusmarkkinoiden kattavin, mikä parantaa mahdollisuuksia isoihin kokonaistoimituksiin koneiden yhteensopivuuden sekä palvelujen helpomman järjestettävyyden vuoksi.

+ **Kattava palveluverkosto.** Glastonin 10 huoltopisteen globaali verkosto on alan kattavin

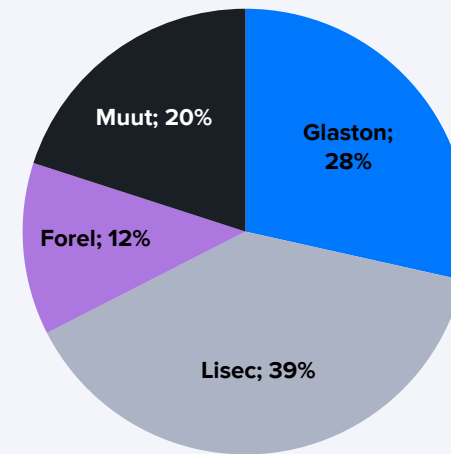
sekä maantieteellisesti että henkilöstömäärän osalta. Pidämme kilpailuetua kestävässä, sillä kilpailijalle vastaavan verkoston rakentaminen olisi erittäin kallista ja edellyttäisi laajaa laitekantaa, mitä useimmilla heistä ei ole.

- **Vaikeus ennakoita ja vastata kiinalaiseen kilpailuun.** Kiinalaiset kilpailijat voivat tehdä yllättäviä liikkeitä penetroitumalla uusiin kone-segmentteihin aggressiivisella hinnoittelulla. Glaston on myös useasti joutunut puolustamaan patenttejaan oikeusteitse etenkin North Glassia vastaan.

Lämpökäsittelyn laitemarkkina (EUR), 2019



Eristyslasin laitemarkkina (EUR), 2019



Taloudellinen tilanne 1/2

Takana paljon rakennejärjestelyjä

Glastonin menneitä vuosia ovat leimanneet lukuisat rakennejärjestelyt. Tärkeimpiä näistä ovat olleet:

- Software Solutions -liiketoiminnan myynti helmikuussa 2013 (15 % konsernin 2012-liikevaihdosta);
- Esikäsittelyliiketoiminnan myynti Italiassa kesäkuussa 2015 (12 % konsernin 2014-liikevaihdosta);
- Yhdysvaltojen ja Kanadan esikäsittelyliiketoiminnan myynti toukokuussa 2017 (4 % konsernin 2016-liikevaihdosta);
- Työkäluliiketoiminnan myynti Italiassa ja Yhdysvalloissa joulukuussa 2018 (5 % konsernin 2018-liikevaihdosta);
- Bystronic Glassin hankinta huhtikuussa 2019 (100 %:n laskennallinen lisä 2018-liikevaihtoon).

Oheinen ylempi graafi kuvaa yritysmyyntien ja -ostojen vaikutusta liikevaihtoon. Luvut ovat indikatiivisia, sillä pro forma -lukuja ei kaikkien vuosien osalta ole ollut tarjolla. Vuoden 2020 luvuissa on tietenkin huomattava koronapandemian negatiivinen vaikutus.

Vertailukelpoinen kasvukehitys ollut tahmeaa

Olemme oheiseen alempaan graafiin koonneet nykymuotoisen Glastonin pro forma -lukuja liikevaihdon ja oikaistun EBIT(A)-marginaalin osalta vuosilta 2014-2020. Yhtiö ei ole esittänyt pro forma -tietoja vuosilta 2014-2017, joten olemme oheisissa luvuissa vain yhdistelleet yritysjärjestelyillä ja kertaluonteisilla kuluilla oikaistut luvut Glastonista ja Bystronic Glassista näiden vuosien osalta. ”Viralliset”

vuosien 2014-2015 pro forma -luvut saattaisivat siten poiketa merkittävästikin graafin esittämistä.

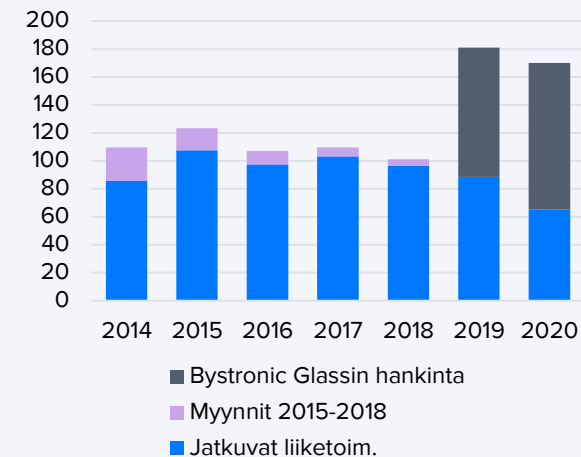
Käytettyjen lukujen perusteella nykymuotoisen Glastonin historiallinen pro forma -kasvu on ollut hidasta ja esim. vuosina 2015-2019 vain reilu 1 % p.a. Konsernin eri osien kasvuvauhteissa on ollut eroja: ”vanhan” Glastonin liikevaihto supistui arviomme mukaan 3 % p.a. vuosina 2015-2019 kun taas Bystronic Glassin liikevaihto kasvoi 6 % p.a. Toisaalta kasvutahdin vaihtelu eri vertailukausien välillä on ollut melko voimakasta.

Kannattavuus ollut epätydyttävällä tasolla

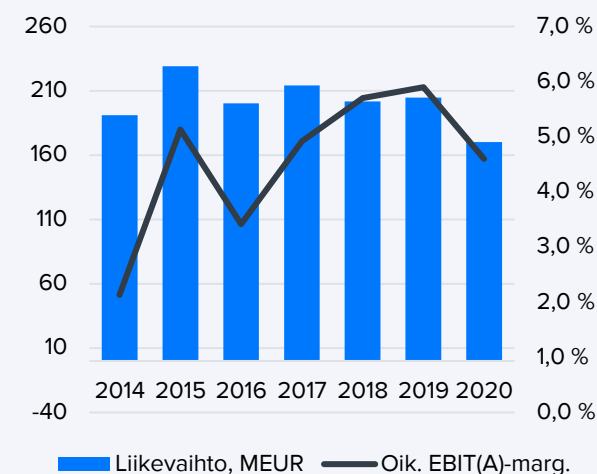
Vuosien 2014-2020 tarkastelujaksolla Glastonin pro forma -kannattavuus on ollut epätydyttävää, kun oikaistu EBITA-marginaali on ollut 2,1-5,9 %. Melko matala kannattavuus leimaa koko toimialaa ja käytettävissä olevien tietojen perusteella Glastonin kannattavuus ei ole juuri poikennut kilpailijoista. Uskomme matalan kannattavuuden johtuvan ainakin kapasiteetin käyttöasteen heilahteluista ja osin myöskin asiakkaiden kohtuullisen vahvasta neuvotteluasemasta koko toimialalla.

Kannattavuuskehityksessä myönteistä on kuitenkin suhteellisen kannattavuuden trendinomaisen paraneminen. Koronavuonna 2020 saavutettiin tyydyttävä 4,6 %:n EBITA-marginaali, jota tukivat kertaluonteisten säästöjen lisäksi kaikkiaan 4,5 MEUR:n pysyvät säästöt Bystronic-integraatio-synergioista. Viime mainittujen synergioiden lähteet ovat pääosin henkilöstökuluja, mutta myös jonkin verran kiinteistö- ja markkinointikuluja.

Yritysmyyntien ja -ostojen vaikutus liikevaihtoon 2014-2020, MEUR



Liikevaihto ja kannattavuus 2014-2020, pro forma



Taloudellinen tilanne 2/2

Glastonin kulurakenteen analysointia hankaloittaa vertailukelpoisen tiedon lyhyt historia. Vuosina 2019-2020 materiaalikulujen osuus kaikista kuluista oli 47-48 %, henkilöstökulujen osuus 28-32 %, liiketoiminnan muiden tuottojen ja kulujen (netto) osuus 16-20 % ja poistojen osuus 4-5 %. Varovainen arviomme kiinteiden kulujen osuudesta vuoden 2019 liikevaihdosta on noin 15 %. Kiinteitä kuluja ovat poistot ja noin 50 % muista operatiivisista kuluista. Tällä rakenteella Glastonin tulosvipu on varsin voimakas (noin 4x) ja yhtiön liikevoiton tulisi kasvaa monin verroin liikevaihtoa nopeammin kun kasvu taas käynnistyy.

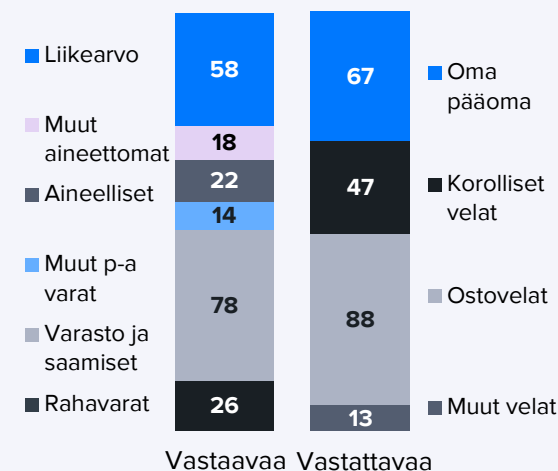
Tase kohtuullisen vahvassa kunnossa

Bystronic Glassin hankinta alkuvuodesta 2019 merkitsi, että Glastonin taseessa liikearvo kohosi 28 MEUR:lla 58 MEUR:on ja muut aineettomat oikeudet 20 MEUR:lla. Glaston myös tukevoitti tasettaan 34 MEUR:n (brutto) merkintäoikeusannilla kesäkuussa 2019. Glastonin aineellinen käyttöomaisuus vastaa noin 20 % konsernin laiteliikevaihdosta, mikä luku on hyvin linjassa monien muiden suomalaisten konepajojen kanssa. Myönteistä Glastonin taseessa on negatiivinen nettokäyttöpääoma, mihin etenkin saadut ennakot myötävaikuttavat.

Glastonin operatiivinen rahavirta on viimeisten parin vuoden aikana ollut 12 kuukauden liukuvalla keskiarvolla mitattuna koko ajan positiivinen, vaikka heilunta onkin varsin voimakasta. Bystronic Glassin hankintaa lukuun ottamatta investoinnit ovat olleet pieniä. Konsernin nettovelkaantumisasaste on Bystronic-hankinnan jälkeen ollut lievästi laskevalla trendillä ja pääosin pysytellyt maltillisessa 40-50 %:ssa.

Kaikkiaan Glastonin tase on kohtuullisessa kunnossa. Yhtiö palasi osingonmaksajien joukkoon pääomanpalautuksen muodossa keväällä 2021, vaikka palautus olikin pieni (0,02 euroa / osake). Näemme, että yhtiöllä on edellytykset kohtuulliseen eli esim. 20-30 MEUR:n lisävelkaantumiseen ilman että nettovelka/käyttökate-tunnusluku kohoaa riskirajoille. Tämä summa voitaisiin käyttää esim. uusiin yritysostoihin.

Taserakenne Q2'21, MEUR



Rahavirta (MEUR) ja velkaantuneisuus (%)



Ennusteet 1/3

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustemme Glastonin liikevaihdon kehitykseksi perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Laitemarkkina kehittyi sivulla 20 esitetyn ennusteen mukaan eli kasvaa kokonaisuutena 7 % p.a. vuosina 2021-2025;
- Palvelumarkkina kasvaa hieman tätä hitaammin eli aiemmin esitetyn mukaisesti 5 % p.a. 2021-2025;
- Glastonin globaali markkinaosuus laitemyynnissä kasvaa laajenevan maantieteellisen läsnäolon (Kiina, Pohjois-Amerikka), lisääntyvän ristiinmyynnin sekä tuotelanseerausten (automaatio, keskihintaluokan lämpökäsittelykoneet) ansiosta seuraavasti: Heat Treatment: 16 % (2020) → 20 % (2024e) ja Insulating Glass: 29 % (2020) → 35 % (2024e);
- Markkinaa nopeammin kasvavan laitekannan myötä Glastonin palveluliiketoiminnan liikevaihto kasvaa hieman markkinaa nopeammin eli keskimäärin 12 % p.a. vuosina 2021e-2024e ja 5 % p.a. vuosina 2020-2024e.
- Mainittujen seikkojen yhdistelmänä odotuksemme Glastonin liikevaihdon vuosikasvuksi on 13 % vuosina 2021-2024 ja 6 % vuosina 2020-2024 (pro forma). Vuosien 2021-2024 nopea kasvu selittyy osin alhaisella vertailukohdalla, sillä konsernin pro forma -liikevaihto laski 17 % v. 2020.

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennustemme vuosien 2021-2024 kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Myyntimix heikentyy kannattavuusmielessä hieman laitemyynnin osuuden liikevaihdosta noustessa vuoden 2020 66 %:sta vuoden 2024

68 %:iin.

- Kulurakenteessa henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta laskee koronan rasittamasta 31,6 %:sta vuonna 2020 24,3 %:iin vuonna 2024. Materiaalikulujen osuus säilyy ennallaan (2020 tot. 47,5 %; 2024e 47,4 %), mutta koronasäästöjen osittain poistuessa liiketoiminnan muiden kulujen osuus kasvaa 17,8 %:sta (2020) 19,4 %:iin (2024e). Sitä vastoin poistojen osuus liikevaihdosta laskee selvästi eli 4,8 %:sta vuonna 2020 2,9 %:iin vuonna 2024. Operatiivinen vipu on EBITA-tasolla mitattuna kohtuullinen 3,2x 2020:stä 2024:ään.
- Glastonin lainoistaan maksama korko ennustejaksolla on 2,2 %
- Konserniveroaste vuosina 2021-2024 on 27,5%.

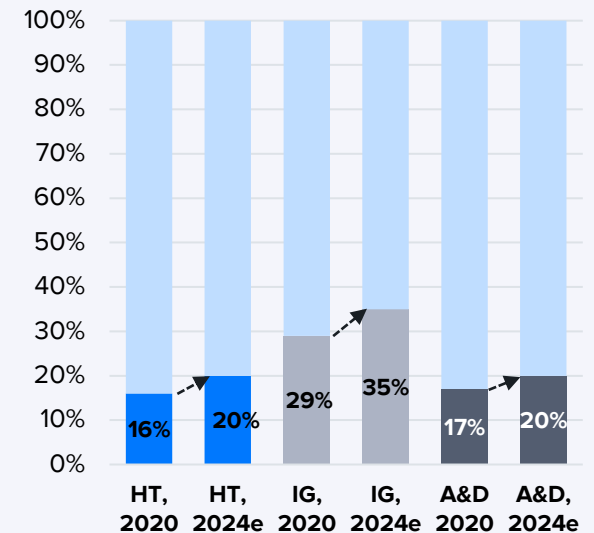
Rahavirta ja investoinnit

Glastonilla ei ole merkittäviä aineellisia investointitarpeita, mutta yhtiö aktivoinee jatkossakin osan tuotekehityskuluistaan. Tämän vuoksi vuosien 2021-2024 laskennalliset bruttoinvestoinnit (8,6-9,8 MEUR / vuosi) ylittävät kumulatiiviset poistot yli 20 %:lla. Paranevan kannattavuuden ja negatiivisen nettokäyttöpääoman ansiosta operatiivinen rahavirta on koko ennustejakson reilusti positiivinen. Odotamme lähivuosina (2021-2023) noin 40-60 %:n osinkosuhdetta, mikä ylittää virallisen osinkopolitiikan (30-50 %). Yhtiöllä olisi varaa jakaa enemmänkin, sillä omilla ennusteillamme yhtiön nettovelkaantumisaste laskee matalaan 12 %:iin vuonna 2024.

Segmenttien liikevaihdon kasvu (CAGR)

	2020-2024e pf	2021e-2024e
HT, laitteet	4 %	15 %
IG, laitteet	13 %	12 %
A&D, laitteet	-5 %	14 %
Palvelut	5 %	12 %
Glaston-konserni	6 %	13 %

Glastonin markkinaosuuden odotettu nousu eri laitesegmenteissä 2020-2024e



Ennusteet 2/3

Haasteet jatkuvat älylasissa

Älylasiteknologia, jonka varaan laskimme merkittäviä kasvuodotuksia takavuosina ei ole ainakaan toistaiseksi lunastanut lupauksia. Glaston on vuodesta 2015 ollut osakkaana kalifornialaisessa Heliotope Technologies Inc:ssä, joka on kehittänyt elektrokromista älylasiteknologiaa käytettäväksi pääosin rakennuksissa ja tälle lasille Glaston on suunnitellut tuotantolinjan. Alkuperäisen sopimuksen mukaan Glastonilla on myös 10 vuoden yksinoikeus Heliotropen teknologiaan perustuvien älylasilinjojen asiakastoimituksiin. Heliotropen tuote ei ole kuitenkaan vielä teknisesti kypsä kaupallistettavaksi. Tämän lisäksi myöskään älylasimarkkina ei ole kasvanut odotetusti ja samaan aikaan Heliotropen rahoitustilanne on kiristynyt.

Eliminoimme älylasiliiketoiminnan Glaston-ennusteistamme jo Q3'20-tuloskommentin yhteydessä. Kun huomioidaan Glastonin taseessa olevien Heliotropen osakkeiden arvo sekä aktivoidut tuotekehityskulut ja mahdolliset saatavat, on kokonaisarvomme Glastonin Heliotope-riskistä 4-6 MEUR. Riski tämän kokoisesta kertaluonteisesta alaskirjauksesta melkein milloin tahansa on mielestämme olemassa. Toisaalta kirjauksella ei olisi rahavirtavaikutuksia ja se tapahtuisi kertaeränä laajan tuloslaskelman kautta. Heliotope ei ole Glastonille myöskään kovin iso tasetekninen ongelma, sillä konsernin oma pääoma 30.6.21 oli 67 MEUR.

Vuoden 2021 ennuste

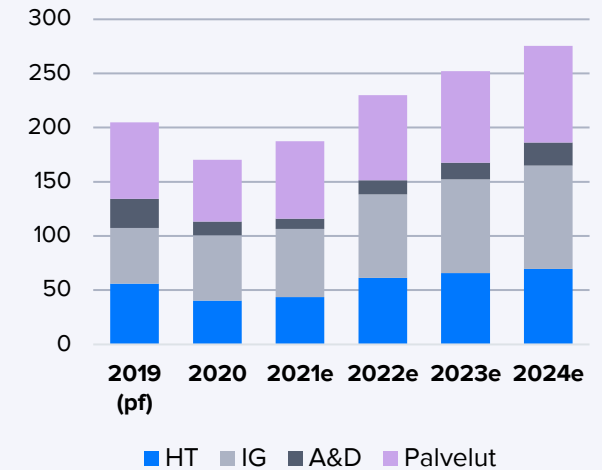
Glastonin liiketoiminnan kehitys H1'21:llä oli vahvaa. Tilaukertymän kasvu oli koronasta toivuttaessa odotuksiakin nopeampaa (+63 % vs. H1'20) ja koski kaikkia liiketoimintoja. Huomionarvoista oli myös tilaukertymän 14 %:n kasvu (CAGR) verrattuna H1'19:ään mikä kertoo markkinan fundamentaalista kasvusta. Ainoastaan palvelutilaukset jäivät H1'21:llä vielä hieman H1'19:n tason alle, mutta tämä johtui edelleen koronasta.

Koska tilaukertymä oli Q2-Q3'20:n koronakaudella heikkoa, jäi Glastonin H1'21:n liikevaihto vielä 13 % alle H1'20:n tason, mutta oikaistun EBITA-marginaalin kehitys (H1'21: 5,4 %; H1'20: 4,5 %) oli jo oikeasuuntaista.

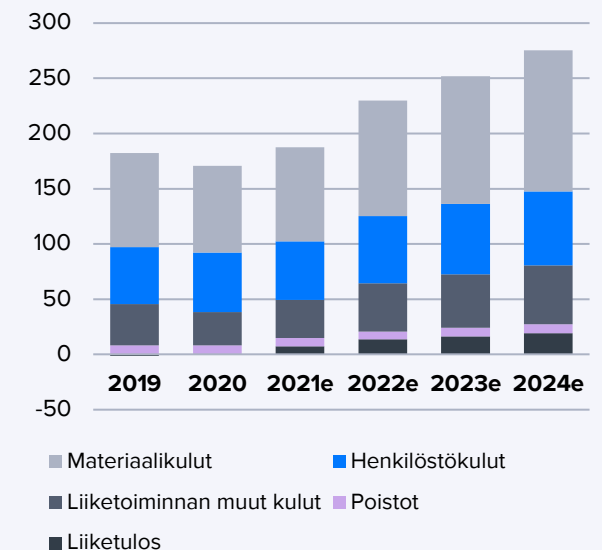
Vahvan H1-raportin jälkeen Glaston nosti odotetusti ohjeistustaan koko vuoden 2021 oikaistuksi EBITA:ksi 10,5-12,5 MEUR:on kun aiempi ohjeistus oli EBITA:n paraneminen vuoden 2020 7,7 MEUR:sta. Päätelemme Glastonin odottavan H2'21:ltä noin 30-40 %:n v/v liikevaihdon kasvua ja 6,5-7,5 %:n EBITA-marginaalia. Ennusteemme Glastonin koko vuoden 2021 liikevaihdoksi on 187 MEUR (+10 % v/v) ja oikaistuksi EBITA:ksi 12,5 MEUR (marg. 6,7 %). Tulosparrannus saa tukea etenkin kapasiteetin käyttöasteen selvästä noususta.

Ennusteemme vuoden 2021 raportoiduksi osakekohtaiseksi tulokseksi on 0,047 euroa ja vertailukelpoiseksi osakekohtaiseksi tulokseksi 0,053 euroa, kun molemmat luvut olivat negatiivisia vielä vuonna 2020. Arvionne osingonmaksuksi (pääoman palautus) on 0,03 euroa (2020: 0,02 euroa), mikä merkitsee 64 %:n osinkosuhdetta.

Laiteliikevaihto (HT, IG ja A&D) ja palveluliikevaihto, MEUR



Kulurakenne, MEUR



Ennusteet 3/3

Vuosien 2022-2024 ennusteet

Vuoden 2021 tilauskertymän nopea kasvu (+43 % v/v) hidastuu 7-11 %:iin vuosina 2022-2024, mikä heijastuu viiveellä liikevaihdon kasvuun (2022e: +23 %; 2023e: +10 % ja 2024e: +9 %). Kasvu jatkuu kuitenkin reippaana kaikissa liiketoiminnoissa. Vaikka myyntimix heikkenee hieman palvelujen osuuden laskiessa, paranee kapasiteetin käyttöaste edelleen ja operatiivinen vipu pääsee vaikuttamaan. Lisää tukea kannattavuudelle voidaan saada strategian mukaisista tehostusohjelmista. Odotamme oikaistun EBITA-marginaalin nousevan 7,4 %:iin vuonna 2022, 8,0 %:iin vuonna 2023 ja 8,4 %:iin vuonna 2024. Vuoden 2024 ennuste on kuitenkin edelleen melko selvästi alle Glastonin vuoden 2025 10 %:n tavoitteen. Odotuksemme oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi vuosina 2022, 2023 ja 2024 on vastaavasti 0,104 euroa,

0,128 euroa ja 0,154 euroa. Vuosien 2022-2024 osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti on siten komea 43 % (CAGR).

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Glastonilta hidastuvaa liikevaihdon kasvua 8 %:sta p.a. (2025e) 2,5 %:iin p.a. (2029e), joka on sama kuin terminaalikasvu. Varovaisuussyistä ja vahvan historiallisen näytön puuttuessa vertailukelpoinen EBITA-marginaali laskee vuoden 2025 8,0 %:sta 6,7 %:iin, joka on terminaalitaso vuoden 2029 jälkeen.

Odotuksemme ovat nousseet reilusti

Tarkistettuumme sekä markkinaennusteitamme että arvioitamme Glastonin markkinaosuuden kehitykseksi olemme nostaneet vuosien 2022-2023 liikevaihtoennusteitamme 4-8 %:lla ja samojen

vuosien liikevoittoennusteitamme 6-12 %:lla. Nykyisten ennusteidemme perusteet on käyty läpi aiemmilla sivuilla.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	186	187	1%	222	230	4%	234	252	8%
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,2	8,3	1%	12,8	13,6	6%	14,6	16,4	12%
Liikevoitto	7,7	7,8	1%	12,8	13,6	6%	14,6	16,4	12%
Tulos ennen veroja	5,7	5,9	2%	11,5	12,3	6%	13,5	15,1	12%
EPS (ilman kertaeriä)	0,056	0,053	-6%	0,100	0,104	4%	0,117	0,128	10%
Osakekohtainen osinko	0,030	0,030	0%	0,042	0,045	7%	0,053	0,060	14%

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	181	47,0	49,0	35,8	38,3	170	40,4	43,3	47,7	56,1	187	230	252	275
Käyttökate	6,9	2,2	2,6	1,5	1,3	7,6	2,0	3,5	3,7	6,0	15,2	20,8	24,0	27,3
Poistot ja arvonalennukset	-8,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-8,1	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-7,4	-7,2	-7,7	-8,0
Liikevoitto ilman kertaerää	5,9	0,9	1,3	0,1	1,0	3,3	0,9	1,3	1,8	4,3	8,3	13,6	16,4	19,3
Liikevoitto	-1,3	0,1	0,6	-0,5	-0,7	-0,5	0,1	1,6	1,8	4,3	7,8	13,6	16,4	19,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-3,1	-0,2	-0,9	-1,0	-0,7	-2,8	-0,4	-1,0	-0,3	-0,3	-2,0	-1,3	-1,2	-1,1
Tulos ennen veroja	-4,4	-0,1	-0,3	-1,5	-1,4	-3,3	-0,3	0,6	1,5	4,0	5,9	12,3	15,1	18,2
Verot	-2,0	-0,1	-0,9	-0,4	-0,8	-2,2	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	-1,9	-3,5	-4,4	-5,2
Nettotulos	-6,4	-0,2	-1,2	-1,8	-2,2	-5,5	-0,7	0,4	1,2	3,0	3,9	8,7	10,8	13,0
EPS (oikaistu)	0,020	0,007	-0,006	-0,015	-0,005	-0,020	0,001	0,001	0,014	0,036	0,053	0,104	0,128	0,154
EPS (raportoitu)	-0,076	-0,003	-0,014	-0,022	-0,026	-0,065	-0,008	0,005	0,014	0,036	0,047	0,104	0,128	0,154
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	79,0 %	126,0 %	-16,1 %	-34,3 %	-19,1 %	-6,0 %	-14,0 %	-11,6 %	33,3 %	46,5 %	10,2 %	22,6 %	9,6 %	9,3 %
Käyttökate-%	3,8 %	4,6 %	5,4 %	4,2 %	3,3 %	4,4 %	5,0 %	8,1 %	7,7 %	10,8 %	8,1 %	9,0 %	9,5 %	9,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,3 %	1,8 %	2,8 %	0,3 %	2,5 %	1,9 %	2,2 %	3,0 %	3,8 %	7,7 %	4,4 %	5,9 %	6,5 %	7,0 %
Nettotulos-%	-3,5 %	-0,5 %	-2,5 %	-5,1 %	-5,7 %	-3,2 %	-1,7 %	1,0 %	2,5 %	5,4 %	2,1 %	3,8 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	118	113	116	118	119
Liikearvo	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3
Aineettomat hyödykkeet	19,7	18,6	16,9	17,1	16,5
Käyttöomaisuus	25,0	23,1	26,2	28,7	30,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9
Muut pitkäaikaiset varat	8,4	6,9	7,5	7,5	7,5
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,6	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	98,4	93,8	91,9	113	123
Vaihto-omaisuus	42,6	25,1	24,4	29,9	32,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	35,9	45,4	46,9	57,5	63,0
Likvidit varat	19,9	23,3	20,6	25,3	27,7
Taseen loppusumma	217	207	208	231	243

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	73,3	68,8	71,0	77,2	84,2
Osakepääoma	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Kertyneet voittovarot	-49,1	-53,2	-51,0	-44,8	-37,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	110	110	110	110	110
Muu oma pääoma	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	60,6	62,7	57,4	57,6	53,9
Laskennalliset verovelat	6,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Varaukset	6,3	4,3	4,0	4,0	4,0
Lainat rahoituslaitoksilta	47,6	50,6	45,6	45,8	42,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	82,9	75,7	79,1	96,1	105
Lainat rahoituslaitoksilta	3,6	4,6	4,1	4,2	3,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	79,3	71,1	75,0	92,0	101
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	217	207	208	231	243

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Glastonin osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) tulosperusteisten arvostuskertoimien (P/E ja EV/EBITDA) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään; 2) DCF- eli kassavirtamallin kautta ja 3) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, osinkotuotto ja suhteellinen arvostustaso. Pyrimme muodostamaan näiden antamista tuloksista kokonaiskuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemysemme.

Positiiviset ja negatiiviset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Glastonin osakkeen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- **Lasialan positiiviset näkymät.** Vahvat megatrendit kuten kaupungistuminen sekä kiristyvät energiansäästö-, päästövähennys- ja turvallisuusvaatimukset tukevat turva- ja eristyslasin kysyntää.
- **Glastonin teknologiajohtajuus, laaja tuotepaletti ja vahva markkina-asema.** Yhtiö on hyvässä asemassa hyödyntämään vahvuuksiaan ja kasvattamaan markkinaosuuttaan edetessään uusilla tuote- ja maantieteellisillä alueilla.
- **Voimakas tulosvipu.** Odotettu liikevaihdon kasvu johtaa monin verroin nopeampaan liiketuloksen kasvuun.

Osakkeen arvostustasoa laskevia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:

- **Tulohistoria ei ole kovin vakuuttava.** Kannattavuus on ollut pitkään epätyytyväisellä ja selvästi tavoitteita alemmalla tasolla. Varsinkin tuloslaskelman alimmat luvut ovat olleet pieniä tai negatiivisia.
- **Osakkeen likviditeetti on melko ohut.** Glastonin osakkeen vapaasti vaihdettavissa olevan osuuden (free float) vaihtuvuus oli 49 % jaksolla 9/2020-8/2021 kun vastaava vaihtuvuus isommissa pörssi-yhtiöissä on pääsääntöisesti yli 100 %. Toisaalta Glastonin osakkeen likviditeetti oli sama tai parempi kuin lähimmillä verrokeilla (esim. Robit 46 % ja Raute 30 %). Joka tapauksessa osakkeen ohuenpuoleinen likviditeetti karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.

Verrokkiryhmän arvostus

Glastonin tärkeimmistä suorista kilpailijoista vain Luoyang North Glass on pörssinoteerattu (Shenzhen), mutta sille ei ole saatavissa konsensusennusteita. Valitsemamme verrokkiryhmä koostuu pääosin keskikokoisista ja pienemmistä kotimaisista konepajoista (mm. Ponsse, Raute, Robit) sekä ruotsalaisista ja mannereurooppalaisista rakennus- tai konepajayhtiöistä, joilla arvelemme olevan Glastonin kanssa samantyyppisiä kysyntäajureita (mm. Skanska, Trelleborg, Aumann). Arvoketjussa edempänä olevia verrokkiyhtiöitä ovat kiinalainen lasinvalmistaja Zhuzhou Kibing sekä amerikkalainen mm. näyttölasiteknologiaa valmistava Corning.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,16	1,16	1,16
Osakemäärä, milj. kpl	84,3	84,3	84,3
Markkina-arvo	98	98	98
Yritysarvo (EV)	127	122	116
P/E (oik.)	22,1	11,2	9,1
P/E	24,9	11,2	9,1
P/Kassavirta	16,8	12,4	8,8
P/B	1,4	1,3	1,2
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,3	5,9	4,8
EV/EBIT (oik.)	15,2	9,0	7,1
Osinko/tulos (%)	64,4 %	43,4 %	46,9 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,9 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Koska koronapandemia vaikuttaa merkittävästi eri yhtiöiden tuloskehitykseen vuonna 2021, painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2022. Keruimista mielestämme parhaiten vertailuun sopivat P/E sekä EV/EBITDA. Jälkimmäinen on mielestämme EV/EBIT:ia soveltuvampi, sillä mm. kauppahinnan allokatiopoistojen vuoksi Glastonin poistojen osuus käyttökatteesta on vuoden 2022 ennusteilla korkea 35 % kun se verrokeilla on mediaanitasolla 23 %.

Vertailuryhmän mediaani-P/E vuodelle 2022 on 16x kun se Glastonille on 11x. Saman vuoden EV/EBITDA-kertoimen mediaani on verrokeille 9x ja Glastonille 6x. P/E-kertoimella Glastonin osakkeen diskontto suhteessa verrokkeihin on 29 % ja EV/EBITDA-kertoimella 35 %.

Glastonin hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan edellä mainitut Glastonin osakkeen arvostustasoa laskevat tekijät, on kohtuullinen eli esim. 10 %:n kerroin pohjainen diskontto suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin mielestämme oikeutettu. Tätä suurempi diskontto ei mielestämme ole tarpeen, sillä osa verrokkiryhmän jäsenistä kärsii samoista arvostusdiskonttoa aiheuttavista seikoista, joita olemme edellä listanneet. Vuoden 2022 ennusteilla 10 %:n arvostusdiskontto merkitsi Glastonille noin 14x:n P/E-kerrointa ja 8x:n EV/EBITDA-kerrointa. Glastonin omista historiallisista arvostuskertoimista ei valitettavasti saa tukea ”normaalien” arvostustasojen arviointiin, sillä Glastonin historialliset kertoimet ovat olleet epätavallisen korkeita etupäässä alhaisen kannattavuuden eivätkä niinkään osakemarkkinoilla nautitun korkean arvostuksen vuoksi.

Kassavirtamalli viestii mukavaa nousupotentiaalia

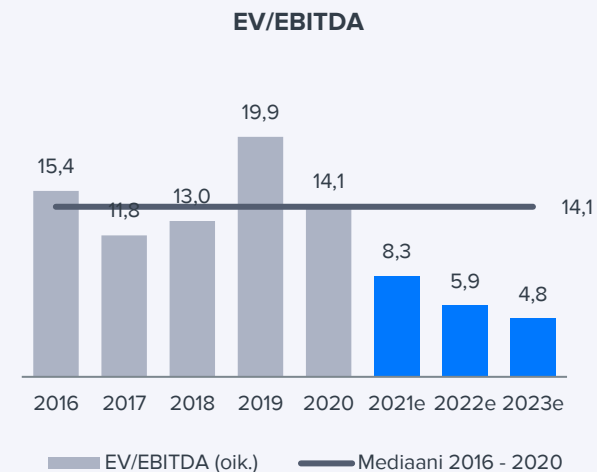
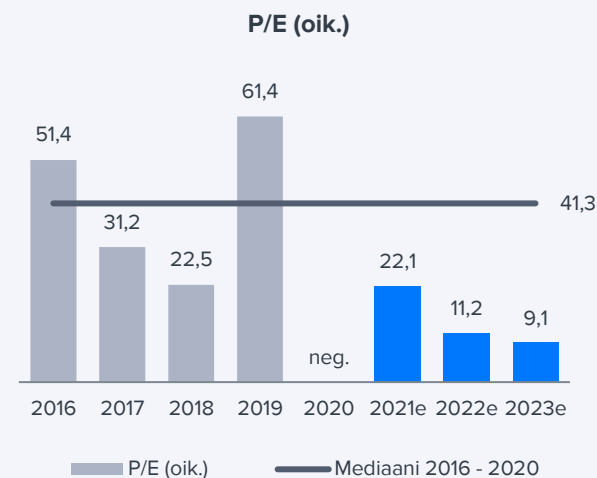
DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (ikuisuusoletama mukaan lukien) nykyhetken ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. Mallin heikkoutena on herkkyys terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusennusteille, joten saatuja tuloksia tulee tulkita varovaisesti.

Kuten jo Ennusteet-osiossa totesimme, odotuksemme liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,5 % ja EBITA-marginaaliksi 6,7 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 9,4 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 1,50 %:n likviditeetti-premio. Oman pääoman kustannus on 11,6 %. Molempien lukujen pohjana on 2,0 % riskitön korko sekä 4,75 % markkinariskipremio.

DCF-malli antaa Glastonin osakkeen arvoksi 1,6 euroa, mihin on 40 %:n nousuvara. Vaikka DCF-mallin parametreihin liittyy merkittäviäkin riskejä, pidämme nousuvaraa huomattavana. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Kokonaistuotto-odotus erittäin houkutteleva

Glastonin osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun vuoden 2022 arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisätyn osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan noin 19 % p.a. Tuotto muodostuu 16 %:n p.a. kurssipotentiaalin sekä noin 3 %:n osinkotuoton summana. Lukua nostaa oikaistun osakekohtaisen tuloksen nopea kasvu vuoden 2020 -0,02 eurosta vuoden 2022 0,10 euroon. Olemme arvioineet vuoden 2022 hyväksyttäväksi P/E-kertoimeksi 14x,



Arvonmääritys ja suositus 3/3

mikä on 12 % verrokkiryhmän mediaania alempi. Osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää oman pääoman 11,6 %:n tuottovaatimuksen, minkä vuoksi riskikorjattu tuotto-odotus on houkutteleva.

Sijoitusnäkemyks

Nostamme Glastonin osakkeen suosituksen ostatasolle (aik. lisää) uudella 1,45 (1,15) euron tavoitehinnalla. Uusi tavoitehinta on linjassa sekä tuotto-odotuksen, kassavirtamallin että verrokkihinnoittelun antamien indikaatioiden kanssa. Tavoitehinnalla vuoden 2022 P/E-kerroin olisi juuri 14x, jonka mukainen diskontto verrokkeihin (-12 %) on aiemmin todettu hyväksyttäväksi.

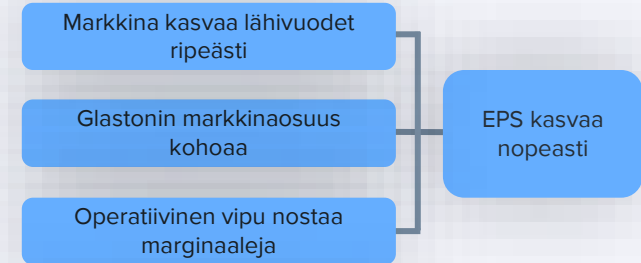
Keskeiset perusteet aikaisempaa positiivisemmalle suositusnäkemyksellemme ovat seuraavat: 1) Lasin kysyntänäkymät ovat vahvat ja tämä koskee etenkin Glastonille keskeisiä segmenttejä kuten turva- ja eristyslasi. Ajureina ovat kaupungistuminen sekä kiristyvät turvallisuus-, energiansäästö- ja päästövähennysmääräykset; 2) Glastonilla on hyvät edellytykset kasvattaa markkinaosuuttaan. Yhtiö aikoo kasvattaa hyvin käynnistynyttä eri segmenttiensä tuotteiden ristiinmyyntiä, teknologiajohtajuus antaa hyvät eväät uusiin tuotelanseerauksiin keskihintaluokassa ja yhtiön lähtökohdat markkinaosuuden kasvattamiseen tärkeällä Kiinan markkinalla ovat suotuisat; 3) Glastonin päivitetty strategia on mielestämme realistinen ja rakentaa nykyisten vahvuuksien kuten teknologiajohtajuuden säilyttämisen varaan; 4) Glastonin odotettavissa oleva kasvu ja voimakas operatiivinen vipu mahdollistavat marginaalien merkittävän nousun lähivuosina ja 5) osakkeen arvostus on kaikilla mittareilla edelleen houkutteleva.

Mahdollisia positiivisia kurssiajureita lähitulevaisuudessa ovat uutiset merkittävistä ristiinmyyntiin perustuvista toimitussopimuksista sekä tiedot Kiinan laajentumisen etenemisestä. Toteutuessaan tuotto-odotuksen realisoitumisen estäviä riskejä ovat epäonnistumiset Kiinassa sekä operatiivisen tehostamisen jääminen tavoitteista. Kertaluonteista kipua aiheuttaisi myös Heliotrope-sijoituksen ja -saatavien alaskirjaus.

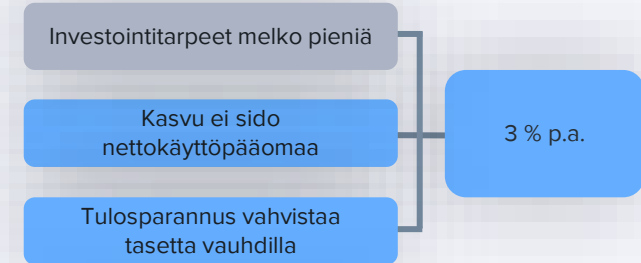
Osaketuoton ajurit 2021e-2023e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

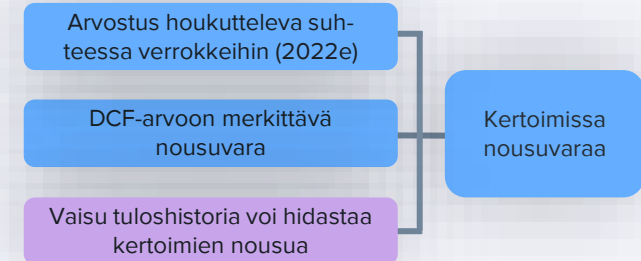
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

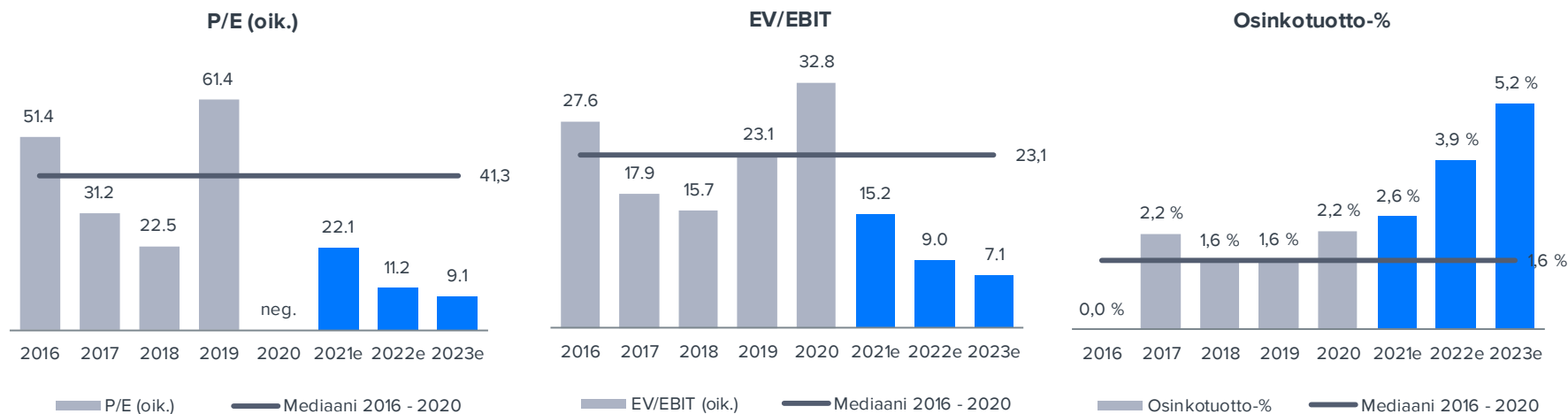


Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. 19 % p.a.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osaakekurssi	1,97	2,28	1,93	1,26	0,89	1,16	1,16	1,16	1,16
Osakemäärä, milj. kpl	38,6	38,6	38,6	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Markkina-arvo	76	88	74	106	75	98	98	98	98
Yritysarvo (EV)	76	89	87	137	107	127	122	116	108
P/E (oik.)	51,4	31,2	22,5	61,4	neg.	22,1	11,2	9,1	7,5
P/E	77,6	34,5	37,7	neg.	neg.	24,9	11,2	9,1	7,5
P/Kassavirta	7,4	>100	neg.	neg.	>100	16,8	12,4	8,8	7,3
P/B	2,1	2,4	2,0	1,4	1,1	1,4	1,3	1,2	1,1
P/S	0,7	0,8	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,9	0,8	0,6	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	15,4	11,8	13,0	19,9	14,1	8,3	5,9	4,8	4,0
EV/EBIT (oik.)	27,6	17,9	15,7	23,1	32,8	15,2	9,0	7,1	5,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	75,7 %	58,7 %	neg.	neg.	64,4 %	43,4 %	46,9 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,2 %	1,6 %	1,6 %	2,2 %	2,6 %	3,9 %	5,2 %	10,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

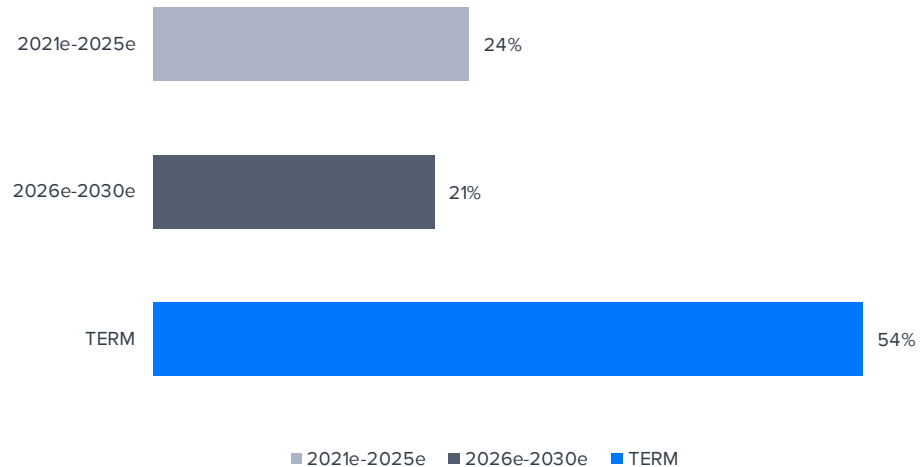
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Ponsse Oyj	44,15	1229	1228	14,2	12,8	11,9	10,9	1,6	1,4	20,0	17,5	2,1	2,7	4,1
Valmet Oyj	34,77	5188	5149	12,4	11,3	9,8	8,8	1,3	1,2	17,1	15,8	3,1	3,4	4,1
Raute Oyj	23,20	77	68		10,6	24,7	7,8	0,7	0,6	7121,2	13,2	3,5	3,8	2,7
Robit Plc	5,00	106	133			16,8		1,3	1,1	101,2	23,0	1,0	3,0	2,2
Exel Composites Oyj	10,10	118	150	13,8	10,6	8,9	7,4	1,2	1,1	15,9	13,2	2,2	2,6	3,5
Skanska AB	251,20	9849	8846	11,1	11,9	8,6	9,5	0,7	0,6	14,3	15,8	3,7	3,8	2,4
Trelleborg AB	207,00	4888	5825	12,3	10,9	9,3	8,3	1,9	1,8	14,7	13,3	2,6	2,8	1,8
Aumann AG	18,00	260	212		27,9	109,8	17,0	1,3	1,2		51,5		0,3	
Bucher Industries AG	488,60	4552	4266	13,5	11,9	10,8	9,7	1,4	1,3	19,5	17,5	1,9	2,2	3,1
Corning Inc	39,47	28254	32681	16,2	14,5	10,1	9,3	2,9	2,8	18,3	16,2	2,5	2,7	2,6
Zhuzhou Kibing Group Co Ltd	26,86	9438	9434	10,6	9,1	8,6	7,4	3,7	3,0	14,4	12,7	4,0	4,7	5,8
Glaston (Inderes)	1,16	98	127	15,2	9,0	8,3	5,9	0,7	0,5	22,1	11,2	2,6	3,9	1,4
Keskiarvo				13,0	13,1	20,8	9,6	1,6	1,5	735,7	19,1	2,7	2,9	3,2
Mediaani				13,0	11,6	10,1	9,1	1,3	1,2	17,7	15,8	2,6	2,8	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				17 %	-22 %	-18 %	-35 %	-49 %	-55 %	25 %	-29 %	1 %	39 %	-53 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,5	7,8	13,6	16,4	19,3	19,9	20,3	20,3	20,1	19,5	21,4	
+ Kokonaispoistot	8,1	7,4	7,2	7,7	8,0	8,4	8,6	9,0	9,3	8,7	8,4	
- Maksetut verot	-1,4	-2,1	-3,5	-4,4	-5,2	-5,4	-5,5	-5,6	-5,5	-5,1	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	3,1	0,8	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	5,3	15,6	17,7	19,8	22,2	23,0	23,5	23,8	23,9	23,0	24,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,8	-9,5	-9,8	-8,6	-8,9	-8,7	-9,9	-9,8	-9,5	-9,0	-9,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,4	5,8	7,9	11,2	13,4	14,3	13,6	14,0	14,4	13,9	14,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,4	5,8	7,9	11,2	13,4	14,3	13,6	14,0	14,4	13,9	14,5	214
Diskontattu vapaa kassavirta		5,6	7,0	9,1	9,9	9,7	8,4	7,9	7,4	6,6	6,2	92,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		171	165	158	149	139	129	121	113	105	98,9	92,6
Velaton arvo DCF		171										
- Korolliset velat		-55,2										
+ Rahavarat		23,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,7										
Oman pääoman arvo DCF		137										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,62										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	27,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	101,1	181,0	170,1	187,5	229,9	EPS (raportoitu)	0,05	-0,08	-0,06	0,05	0,10
Käyttökate	6,7	6,9	7,6	15,2	20,8	EPS (oikaistu)	0,09	0,02	-0,02	0,05	0,10
Liikevoitto	3,7	-1,3	-0,5	7,8	13,6	Operat. kassavirta / osake	0,13	0,04	0,06	0,19	0,21
Voitto ennen veroja	2,5	-4,4	-3,3	5,9	12,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,22	-0,15	0,01	0,07	0,09
Nettovoitto	2,0	-6,4	-5,5	3,9	8,7	Omapääoma / osake	0,94	0,87	0,82	0,84	0,92
Kertaluontoiset erät	-1,8	-7,2	-3,8	-0,5	0,0	Osinko / osake	0,03	0,02	0,02	0,03	0,05
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	98,9	216,8	207,2	207,6	231,0	Liikevaihdon kasvu-%	-8 %	79 %	-6 %	10 %	23 %
Oma pääoma	36,4	73,3	68,8	71,0	77,2	Käyttökateen kasvu-%	-12 %	2 %	10 %	101 %	36 %
Liikearvo	30,6	58,3	58,3	58,3	58,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	11 %	7 %	-45 %	156 %	63 %
Nettovelat	12,7	31,3	31,9	29,1	24,7	EPS oik. kasvu-%	17 %	-76 %	-197 %	-366 %	97 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	6,6 %	3,8 %	4,4 %	8,1 %	9,0 %
Käyttökate	6,7	6,9	7,6	15,2	20,8	Oik. Liikevoitto-%	5,5 %	3,3 %	1,9 %	4,4 %	5,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	-6,5	-0,2	3,1	0,8	Liikevoitto-%	3,7 %	-0,7 %	-0,3 %	4,2 %	5,9 %
Operatiivinen kassavirta	5,1	3,3	5,3	15,6	17,7	ROE-%	5,4 %	-11,7 %	-7,7 %	5,6 %	11,8 %
Investoinnit	-11,4	-67,0	-2,8	-9,5	-9,8	ROI-%	7,0 %	-1,2 %	-0,2 %	6,6 %	11,2 %
Vapaa kassavirta	-8,5	-12,7	0,4	5,8	7,9	Omavaraisuusaste	44,5 %	39,4 %	38,5 %	40,4 %	40,2 %
						Nettovelkaantumisaste	34,7 %	42,7 %	46,4 %	41,0 %	32,0 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,6	0,7	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	13,0	19,9	14,1	8,3	5,9						
EV/EBIT (oik.)	15,7	23,1	32,8	15,2	9,0						
P/E (oik.)	22,5	61,4	neg.	22,1	11,2						
P/B	2,0	1,4	1,1	1,4	1,3						
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,6 %	2,2 %	2,6 %	3,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.8.2018	Lisää	2,55 €	2,35 €
1.11.2018	Lisää	2,20 €	2,00 €
14.12.2018	Lisää	2,20 €	1,95 €
28.1.2019	Lisää	2,40 €	2,25 €
13.2.2019	Lisää	2,40 €	2,20 €
2.4.2019	Lisää	2,40 €	2,08 €
30.4.2019	Lisää	2,40 €	2,07 €
31.5.2019	Lisää	1,70 €	1,50 €
9.8.2019	Lisää	1,45 €	1,28 €
3.10.2019	Lisää	1,30 €	1,11 €
29.10.2019	Lisää	1,30 €	1,10 €
12.2.2020	Lisää	1,30 €	1,15 €
23.3.2020	Vähennä	0,70 €	0,71 €
29.4.2020	Vähennä	0,65 €	0,65 €
7.8.2020	Vähennä	0,75 €	0,74 €
28.10.2020	Vähennä	0,65 €	0,62 €
4.1.2021	Vähennä	0,85 €	0,89 €
10.2.2021	Lisää	0,95 €	0,84 €
30.4.2021	Lisää	1,10 €	1,02 €
6.8.2021	Lisää	1,15 €	1,04 €
3.9.2021	Osta	1,45 €	1,16 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**