

Glaston

Yhtiöraportti

12/2016

inde
res.

Investointilama tulee hellittämään

Lasiteknologia-yhtiö Glastonin kehitys vuonna 2016 on ollut merkittävä pettymys, muttei ole vahingoittanut yhtiön merkittävää tulevaisuuden potentiaalia. Markkinatilanne on ollut vaikea eivätkä alan investoinnit ole edenneet, mikä on painanut yhtiön tulokuntoa. Uskomme toimialan investointien kuitenkin piristävän lähivuosina vahvojen kasvuajurien takia. Nostamme tavoitehintamme 0,40 euroon (aik. 0,35 EUR), mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) arvostustason noustua haastavaksi.

Glastonilla on vahva markkina-asema, selkeä kilpailuetu ja vahvat kasvuajurit

Glaston on selkeä markkinajohtaja (markkinaosuus noin 40 %) lasin lämpökäsittelykoneissa, mikä on yhtiön ydinosaamista. Yhtiö on alalla selkeä teknologiajohtaja, mikä on yhtiön kilpailuedun perusta. Yhtiön tuotetarjonta onkin erittäin kilpailukykyinen yläsegmentissä, mitä kohti kehitys vie. Lisäksi yhtiöllä on johtava palvelutarjonta, missä näemme paljon potentiaalia. Toimialalla on vahvat pitkän tähtäimen kasvuajurit ja turvalasin kysynnän arvioidaan kasvavan noin 7 % vuosittain. Viime vuosina lasimarkkinan kasvu ei ole heijastunut investointeihin, mutta lasinjalostajien kapasiteettitilanteen kiristyessä ja teknologian kehittyessä merkittävien investointien täytyy käynnistyä lähivuosina. Lisäksi seuraavan viiden vuoden aikana älylasimarkkinan odotetaan kasvavan lähes 20 %:n vuosivauhtia, mikä tarjoaa merkittäviä mahdollisuuksia. Glaston on investoinut älylasiteknologiaa kehittävään nanoteknologia-yhtiöön.

Liikevaihdon kasvu tulee parantamaan myös kannattavuutta

Odotamme Glastonin lähtevän vuoteen 2017 selvästi vuodentakaista vahvemmallalla tilauskannalla, mikä tukee kasvua markkinatilanteeseen liittyvästä korkeasta epävarmuudesta huolimatta. Merkittävästi alemmaksi kysynnän on vaikea nähdä menevän taustalla olevien vahvojen ajureiden takia ja lisäksi älylasiprojekti tarjoaa Glastonille uusia kasvualueita. Ennustamme Glastonin liikevaihdon elpyvän ensi vuonna noin 7 % ja tuloksen selvästi enemmän yhtiön merkittävän tulostuvun ansiosta. Yhtiön kannattavuus nousee liikevaihdon mukana, sillä bruttomarginaalit ovat korkeita ja kapasiteetti selvästi alikäytössä. Lisäksi tulosta parantavan vuoden 2016 tehostamistoimet, joiden pitäisi painaa kuluja noin 1,5 MEUR. Odotammekin Glastonin palaavan ensi vuonna kannattavaan kasvuun ja tekevän kohtuullisen hyvän 5,7 MEUR:n liikevoiton (liikevoittoprosentti 5,0 %). Myös seuraavien vuosien tulokasvunäkymät ovat hyvät.

Arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta perusteltuja huomioiden yhtiön potentiaali

Glastonin osake on laskenut vuoden alusta noin 17 %, mutta heikon markkinatilanteen ja tulossennusteiden laskun takia arvostustaso on kuitenkin haastava. Osakkeen 2017e EV/EBITDA on noin 11x, EV/EBIT noin 16x ja P/E noin 23x. Kertoimet ovat korkeita sekä absoluuttisesti että suhteessa yhtiön verrokkiryhmään ja sisältävät jo huomattavan tulosparannuksen. Mielestämme ne ovat kuitenkin perusteltuja huomioiden nykyinen vaisu tulostaso, tulevaisuuden kasvuajurit, älylasin potentiaali sekä Glastonin tulokasvunopeus. Ajoituksellisesti tilanne on kuitenkin erittäin hankala, sillä markkinatilanne on edelleen epävarma ja odotuksia on jo hinnoiteltu osakkeeseen.

Analyytikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Lisää

0,40 euroa

Edellinen: 0,35 EUR



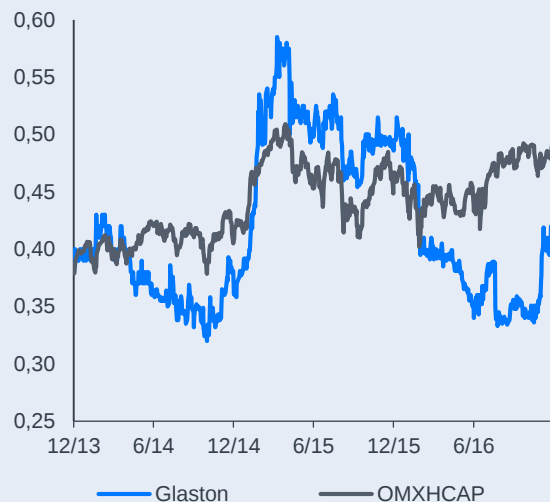
Osakekurssi: 0,416 EUR

Potentiaali: -3,8 %

Avainluvut

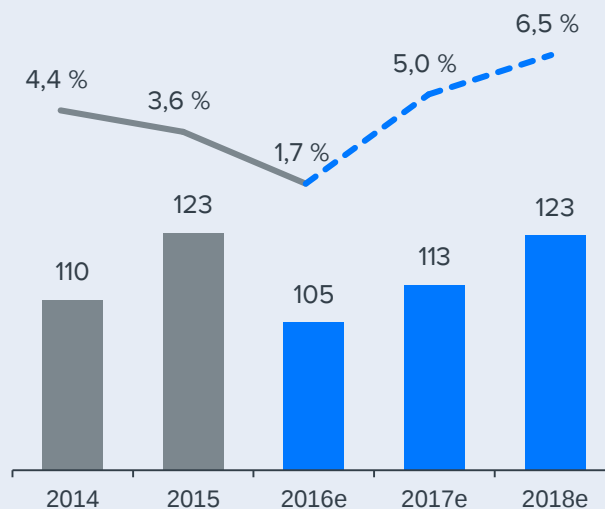
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	123	105	113
<i>kasvu-%</i>	12,5 %	-14,8 %	7,3 %
Liikevoitto (oik.)	6,1	2,0	5,7
<i>liikevoitto-%</i>	4,9 %	1,9 %	5,0 %
Tulos ennen veroja	-1,3	1,2	5,1
EPS (oik.)	0,01	0,00	0,00
Osinko	0,02	0,01	0,01
EV/Liikevaihto	0,9x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA	11x	19x	11x
EV/EBIT	17x	45x	16x
P/E (oik.)	neg.	169x	23x
P/B	2,7x	2,3x	2,2x
Osinko-%	2,0 %	2,4 %	2,4 %

Kurssikehitys

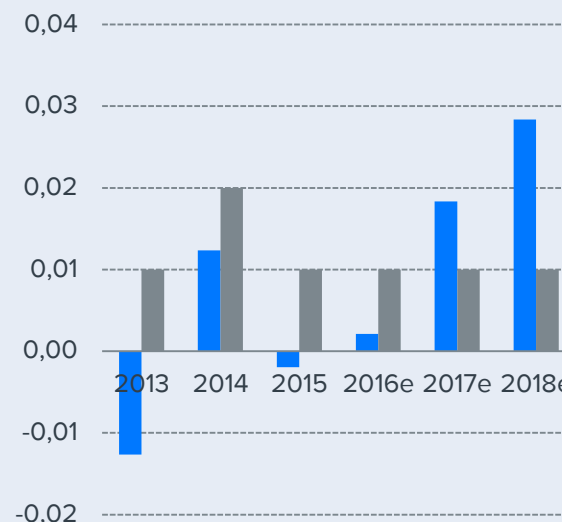


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

23x

2017e

EV/EBITDA

11x

2017e

EV/S

0,8x

2017e

Osinko-%

2,4

2017e



Arvoajurit

- Turvalasimarkkinan kysynnän kasvu vaatii uusia investointeja
- Kannattavuus tulee nousemaan volyymien mukana
- Palveluliiketoiminnan kasvu
- Älylasin kehitys ja yhtiön osaamisen leverointi uusissa teknologioissa



Riskitekijät

- Investointien voimakas sykliisyys ja suhteellisen kiinteä kulurakenne
- T&K-investointien epäonnistuminen
- Kiinalaisten kilpailijoiden nousu (ml. patenttiriskit)
- Investointien matala-suhdanteen pitkittyminen edelleen



Arvostus

- Arvostuskertoimet vaativat voimakkaan tulosparannuksen
- Ristiriita lyhyen aikavälin korkeiden kertoimien ja pitkän tähtäimen potentiaalin välillä
- Sijoittajilta vaaditaan kärsivällisyyttä, sillä investointien tuloksen nähdään vuosien päästä

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-6
Sijoitusprofiili	s. 7-8
Liiketoimintamalli	s. 9-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-14
Toimiala ja lasimarkkinat	s. 15-17
Älylasiteknologia ja näkymät	s. 18-19
Kilpailutilanne eri markkinoilla	s. 20-22
Taloudellinen tilanne	s. 23-25
Ennusteet	s. 26-29
Arvonmääritys ja suositus	s. 30-32
Taulukot	s. 33-35
Vastuuvapauslauseke	s. 36

Yhtiöesittely

Lasiteknologia-alan teknologiajohtaja

Glaston on lasiteknologia-yhtiö, joka valmistaa lasinjalostuskoneita ja tarjoaa näihin liittyviä palveluita. Yhtiö kehittää, valmistaa ja myy lasinjalostuskoneita sekä tarjoaa koneille huoltopalveluita, modernisaatiota ja varaosia. Lisäksi yhtiö valmistaa ja myy alan työkaluja.

Glaston on lasiteknologia-alan teknologinen johtaja. Se investoi tuotekehitykseen enemmän kuin sen kilpailijat ja dominoi lämpökäsittely-koneiden yläsegmenttiä. Yhtiön tuotteet ovat yleensä selvästi pääkilpailijoita kalliimpia, joten niiden täytyykin olla merkittävästi parempia.

Glaston on alan huoltopalvelujen edelläkävijä. Yhtiö palvelee asiakkaitaan maailmanlaajuisesti yhteensä yli 20 huolto- ja myyntipisteessä. Tuotantoa Glastonilla on nykyään Suomessa ja Kiinassa. Yhtiön palveluksessa oli Q3'16:n lopussa 434 henkilöä.

Glastonin kilpailuetuja ovat vahva teknologinen osaaminen, laatu, edistykselliset tuotteet, suhteellisen laaja myynti- ja huoltoverkosto sekä koneiden luotettavuus ja tuottavuus.

Machines-liiketoiminta (n. 65 % liikevaihdosta)

Machines-liiketoiminnan (Koneet) tarjoama keskittyy lasin lämpökäsittelyyn, johon kuuluu lasin karkaisu-, taivutus- ja laminointikoneiden valmistus ja myynti. Asiakaskunta on globaali ja merkittävimmät asiakasryhmät ovat rakennus-, aurinkoenergiolasi-, ajoneuvo- sekä kaluste- ja laitteollisuudelle lasia toimittavat lasinjalostajat.

Lasinjalostuskoneiden tuotanto on keskitetty

Kiinaan ja Suomeen. Näistä Suomen Tampereen tehdas on perinteisempi ja teknologisesti edellä, mutta Kiinan osaaminen ja kyvykkyys on noussut ja se pystyy ottamaan koko ajan enemmän vastuuta. Kiinan etu on kustannustehokkuus.

Machines-liiketoiminnan osuus Glastonin liikevaihdosta on vaihdellut suunnilleen 60-70 %:n välillä. Liiketoiminnan kannattavuus on voimakkaasti riippuvainen volyyeista, koska laitteiden bruttokatteet ovat suhteellisen korkeita mutta myös kulurakenne on varsin korkea ja pitkälti kiinteä. Näin ollen liiketoiminnalla on merkittävä tulosvipu. Yhtiö ei kuitenkaan raportoi liiketoimintojen tulosta tai kannattavuutta enää erikseen.

Services-liiketoiminta (n. 35 % liikevaihdosta)

Services-liiketoiminta (Palvelut) tarjoaa lasinjalostuskoneiden ylläpitopalveluita, varaosia, päivityksiä ja modernisointeja, etävalvontaa ja diagnostiikkaa. Lisäksi liiketoiminta tarjoaa koulutusta ja konsultointia sekä myy työkaluja. Tarkoitus on mahdollistaa asiakkaiden tuotantokapasiteetin häiriötön ja tehokas käyttö koneiden elinkaaren ajan. Kattava palveluverkosto on yksi Glastonin tärkeimmistä kilpailutekijöistä.

Viime vuosina Services-liikevaihdon osuus on vaihdellut 30-40 %:n Glastonin liikevaihdosta. Absoluuttisesti tämä on tarkoittanut noin 36-42 MEUR:n liikevaihtoa. Tulosta tai kannattavuutta Glaston ei enää raportoi, mutta liikevoitto-% oli korkea ennen raportoinnin lopettamista (2014: 13,3 %). Tämä on luonnollista, koska suuri osa liiketoiminnan myynnistä on korkeakatteisia varaosia ja päivityksiä.

Palveluliiketoiminnan taustalla on hyvät ajurit (kuten IoT) ja näemme siinä paljon realisoitumatonta potentiaalia.

Lämpökäsittely on yhtiön ydinalue

Lasin lämpökäsittely on selvästi Glastonin tärkein ja vahvin alue. Lämpökäsittelyssä yhtiön teknologia ja osaaminen ovat selvästi kilpailijoita edellä, kilpailuetu on vahva ja sitä kautta myös markkinaosuus erittäin hyvä (noin 40 %). Glaston on selvä markkinajohtaja lämpökäsittelykoneissa kaikilla merkittävillä markkina-alueilla paitsi Kiinassa, jossa Glastonin merkittävimmät kilpailijat NorthGlass ja LandGlass toimivat. Kiinan markkina on monilla tavoin muista poikkeava ja Glastonille haastava, mutta yhtiö on pystynyt parantamaan asemaansa myös siellä.

Älylasin merkitys nousee tulevaisuudessa

Uudet lasiteknologiat mahdollistavat laajentumisen uusille alueille, mistä esimerkki on Glastonin investointi kalifornialaiseen älylasien kehittämiseen erikoistuneeseen nanoteknologia-yhtiöön Älylasimarkkina on vielä kehitysvaiheessa, mutta tulee varmasti muokkaamaan lasimarkkinaa tulevaisuudessa. Sen kasvua ajavat energiansäästötarpeet, ympäristötietoisuus ja teknologian kehitys.

Mikäli nyt kehitettävänä oleva teknologia on kaupallistettavissa, käynnistyy tuotantolinjojen myynti arviolta vuonna 2018. Tuotantolinjojen arvioitu vuosittainen tarve on 1-4 kappaletta. Glaston toimittaa yksinoikeudella pilottivaiheen integroidun älylasilinjan sekä jatkossa näihin liittyvät ohuen lasin lämpökäsittelykoneet.

Glaston lyhyesti

Glaston on lasiteknologiayhtiö, jolla on dominoiva markkinaosuus lämpökäsittelykoneissa. Yhtiö hakee uusia kasvualueita nykyisen ydinosaamisensa ulkopuolelta kuten älylasista. Investoinnit lasinjalostuskoneisiin ovat syklisiä, minkä takia yhtiön riskiprofiili on korkea.

Glaston

- YDINOSAAMINEN ON LASIN TASOKARKAISUTEKNOLOGIASSA
- YHTIÖ ON SELKEÄ MARKKINAJOHTAJA LAADUKKAISSA LÄMPÖKÄSITTELYLAITTESSA
- YHTIÖ ON ALANSA TEKNOLOGIAJOHTAJA
- INVESTOINUT ÄLYLASIN KEHITTÄMISEEN
- TURVALASIN KYSYNNÄN ON ARVIOITU KASVAVAN NOIN 7 % VUOSITTAIN

123 MEUR (+12,5 % vs. 2014)

LIKEVAIHTO 2015

6,1 MEUR (4,9 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2015

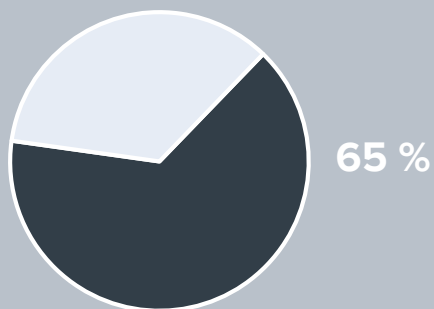
MARKKINAOSUUS

YLI 40 % LÄMPÖKÄSITTELYKONEISSA

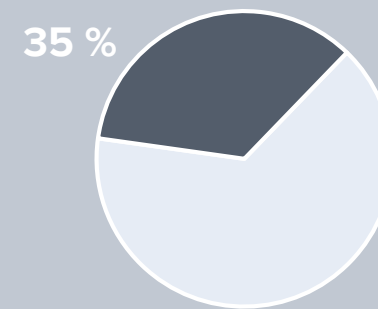
Kilpailuetu perustuu teknologiajohtajuuteen, markkina-asemaan ja laajaan huoltoverkostoon. Yhtiöllä on yli 20 toimipaikkaa verkostossaan.

Glastonin asiakkaita ovat lasinjalostajat, jotka tuottavat korkealaatuista karkaistua lasia. Asiakkaita mm. Saint-Cobain, Pilkington (osa NSG Groupia), Cardinal Glass ja Press Glass.

Machines



Services



Sijoitusprofiili

Lasiteknologian kehittäjä

Glastonin sijoitustarina on yhdistelmä uutta ja vanhaa. Glaston on perinteinen lasin jalostusteknologiaan keskittynyt yhtiö, jolla on todella vahva markkina-asema sen ydinalueella lämpökäsittelyssä. Glaston on alueella selkeä teknologinen johtaja, joka pyrkii hyödyntämään osaamistaan uusilla alueilla ja hakee kasvua uudesta teknologiasta kuten älylasista. Tämä osa on uutta ja investointi tulevaisuuteen, sillä merkittävää liikevaihtoa älylasisovellukset tuovat todennäköisesti vasta vuoden 2018 jälkeen.

Investoinnit lasinjalostuskoneisiin ovat syklisiä. Yhtiön asiakkaat ovat suuria lasinjalostajia, jotka tekevät investointipäätöksiä pääasiassa kysyntänäkymien, teknologian kehityksen ja kapasiteetin käyttöasteen, suhteellisen kilpailukyvyyn ja teknisen iän perusteella. Lopputuotteet menevät pääasiassa syklisille toimialoille, kuten rakentamiseen ja autoteollisuuteen, minkä takia Glastonin laitteiden kysyntä on erittäin syklistä. Investoinnit uusiin teknologioihin, joiden kaupallinen menestys on epävarmaa, on myös riskialtista. Näiden syiden takia pidämme yhtiötä korkeariskisenä sijoituskohteena, vaikka asema sen ydinalueella onkin vahva ja vakaa.

Potentiaalia löytyy

Glastonin pitkän aikavälin potentiaali on mielestämme huomattava, sillä lasin kulutus kasvaa koko ajan. Glastonin koneilla tehtyä lasia käytetään erityisesti korkealaatuisissa rakennuksissa, joissa arkkitehtuurille on annettu merkittävä painoarvo. Lisäksi karkaistun turvalasin kysynnän on arvioitu kasvavan vuosittain 7 %:n vauhtia, joten toimialan kasvunäkymät ovat vahvat.

Mielenkiintoisin pidemmän aikavälin mahdollisuus liittyy mielestämme kuitenkin älylasiteknologian kaupalliseen läpimurtoon. Glaston on mukana kehittämässä teknologiaa, joka voi olla lasialan yläsegmentissä merkittävä murros jo lähivuosina. Teknologiaan ja sen kaupallistamiseen liittyy kuitenkin edelleen huomattavaa epävarmuutta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Glastonin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Markkinatilanteen elpyminen** eli lasinjalostusyhtiöiden investointien nousu nykyiseltä alhaiselta tasolta. Tausta-ajurit alalle ovat näkemyksemme mukaan vahvat, mutta makrotalouden merkittävä epävarmuus on pitänyt investoinnit alhaisina jo pitkään.
- **Tuloskasvu** tulee olemaan voimakasta, kun Glastonin liikevaihto saadaan käännettyä selvään nousuun. Yhtiöllä on merkittävä operatiivinen tulosvipu ja se on osoittanut, että kannattavuus paranee nopeasti volyymien mukana (tai toisinpäin).
- **Palveluiden kasvu** eli tasaisemman ja hyvin kannattavan palveluliiketoiminnan kasvattaminen nykyisestä noin 35 %:n osuudesta. Tähän on mielestämme hyvät mahdollisuudet, kun uuden sukupolven tuotteet alkavat kaivata modernisaatioita.
- **Uuden teknologian läpimurto**, missä tarkoitamme ensisijaisesti GlastonAir-teknologian yleistymistä tai myöhemmin älylasin kaupallista läpimurtoa. Glaston on alan teknologiajohtaja, minkä takia uudet laatuvaatimukset ovat sille mahdollisuuksia.

- **Älylasin yleistymisen** voisi olla Glastonille merkittävä mahdollisuus sekä yhteisyrityksen että sen kautta kasvavan kysynnän kautta. Älylasin tuomia mahdollisuuksia on toistaiseksi kuitenkin vaikea arvioida.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Syklinen kysyntä:** Glastonin kysyntä on riippuvainen sen asiakkaiden investoinneista. Asiakkaiden kysyntä on syklistä, mikä tekee Glastonin kysynnästä erittäin syklistä. Tämä tarkoittaa voimakasta heiluntaa sekä Glastonin liikevaihdossa että tuloksessa.
- **Kiinalaisten nousu:** Glastonin pääkilpailijat ovat kiinalaiset NorthGlass ja LandGlass. Molemmat ovat teknologiassa Glastonia jäljessä, mutta kiinalaisten koneiden hinnat ovat selvästi Glastonia alhaisempia. Jos yhtiöt pystyvät kehittymään eteenpäin, voi Glaston jäädä kilpailussa ahtaalle. Tässä kiinalaisia tukee suuri paikallinen markkina Kiinassa.
- **Globaalin verkoston ylläpitäminen** on kallista. Tähän suhteutettuna Glaston on pieni yhtiö ja sen liikevaihto on alhainen. Glastonin olisi tärkeää pystyä kasvamaan, mitä kautta se voisi sekä parantaa kilpailuetuaan että parantaa kannattavuuttaan.
- **Toimialan murros voi muuttaa alan dynamiikkaa** ja Glastonin huomattavat kehitysohjelmat, kuten älylasiteknologia voivat epäonnistua. Kehitysohjelmat vievät kriittisiä resursseja ja niiden epäonnistuminen pienentäisi lisäksi merkittävästi myös tulevaisuuden potentiaalia.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Markkinakysynnän piristyessä liikevaihto tulee nousemaan
- Kannattavuus tulee nousemaan volyymien mukana, jolloin tulos kasvaa vivulla
- Palveluliiketoiminta on toistaiseksi suhteellisen alhaista
- Uudet teknologiat voivat tukea kysyntää huomattavasti

Riskit

- Markkinoiden heikentyminen aiheuttaisi käänteisen reaktion tulokasvulle
- Kilpailun kiristymisen tai kysynnän keskittyminen alasegmentteihin
- Glaston on pieni globaaliksi yhtiöksi
- Toimialan murros voi aiheuttaa muutoksia markkinoissa

Machines-liiketoimintamalli

Perinteinen konepajamalli

Glastonin liiketoimintamalli on Machines-segmentissä normaali konepajayhtiöille. Yhtiö panostaa merkittävästi teknologiaan, kehittää itse koneensa, valmistaa ne yhdessä alihankkijoiden (toimittavat osia ja valmiita moduuleja) kanssa ja toimittaa koneita globaalisti valmiiksi asennettuna asiakkaan tiloihin. Konetilauksen tehdessään asiakas tekee merkittävän ennakkomaksun, mikä pienentää liiketoiminnan käyttöpääoman tarvetta.

Koneiden toimitusajat ovat normaalisti noin 3-6 kuukautta, minkä takia tilauskanta ja uusien tilauksien kehitys antavat erittäin hyvän indikaation seuraavan puolen vuoden kehityksestä. Tilauskanta on kuitenkin yleensä suhteellisen lyhyt ja näkyvyys siten rajallinen. Muutokset markkinatilanteessa ja uusissa tilauksissa heijastuvat Glastonin tulokseen suhteellisen nopeasti ja vaihtelut voivat olla kvartaalitasolla todella suuria.

Suhteellisen korkeat kiinteät kulut

Machinesin kannattavuus on voimakkaasti sidoksissa volyymeihin ja liikevaihtotasoon, sillä liiketoiminnalla on sen kokoluokkaan suhteutettuna varsin korkeat kiinteät kustannukset. Näitä aiheuttavat mm. globaali myyntiverkosto, kaksi tuotantolaitosta ja merkittävät T&K-kulut. Yhtiöllä on kaksi tehdasta, jotka sijaitsevat Suomessa ja Kiinassa. Näiden kapasiteetin optimointi on myös tärkeää kannattavuuden kannalta.

Toisaalta koneiden bruttokatteet ovat melko korkeita, mahdollisesti keskimäärin noin 30-40 % teknologiasta riippuen. Tämän takia break-

even-pisteen jälkeen kannattavuus nousee nopeasti. Machines-liiketoiminnassa on siis suuri tulosvipu (operational leverage) eli suhteellinen kannattavuus nousee voimakkaasti liikevaihdon kasvun mukana. Volyymit ovat yhtiölle kriittisiä, mutta kannattavuuteen vaikuttavat oleellisesti myös myyntimix ja projektien onnistuminen.

Koneliiketoiminta oli pitkään tappiollista finanssikriisin jälkeen, kun uusien koneiden kysyntä romahti ja volyymit olivat ylikapasiteetin takia pitkään erittäin alhaisia. Vuonna 2013 liiketoiminta teki positiivisen liikevoiton (2,4 MEUR tai 2,8 % liikevaihdesta) ja yhtiön tehostamistoimien jälkeen vuonna 2014 kannattavuus nousi jo kohtuulliselle tasolle (liikevoitto 4,3 MEUR tai 4,9 % liikevaihdesta). Parannus tapahtui pääasiassa yhtiön sisäisten toimien ansiosta, vaikka liiketoiminnan liikevaihto nousikin 3,3 % vuonna 2014.

Glaston ei enää raportoi liiketulossegmentti-tasolla, mutta uskomme vuoden 2015 olleen vahva Machinesille. Tänä vuonna liikevaihto kääntyi kuitenkin jälleen laskuun ja kannattavuus on sen takia ollut paineessa. Seuraavalla sivulla olemme esittäneet kuvaajan, jossa olemme mallintaneet Machines-liiketoiminnan kannattavuutta eri liikevaihtotasoilla.

Glaston tarjoaa lasinjalostuskoneita, ei tuotantolinjoja tai tehtaita

Glastonin koneliiketoiminnan tarjoama kattaa teknologialtaan edistyneen valikoiman lasinjalostuskoneita lasin tasokarkaisuun, taivutukseen, taivutuskarkaisuun ja laminointiin. Yhtiö ei tarjoa kokonaisratkaisuja tai tehdastilauksia kuten jotkut konepajat. Näin ollen keskimääräinen tilaus ja toimitus ovat

suhteellisen pieniä, ja toimituksia täytyy tehdä paljon merkittävän liikevaihdon saavuttamiseksi. Glastonille suuret tilaukset ovat muutamia miljoonia ja suurimmat tilaukset ovat kokoluokassa 5 MEUR. Perusliiketoiminnan toimitukset ovat siis varsin pieniä.

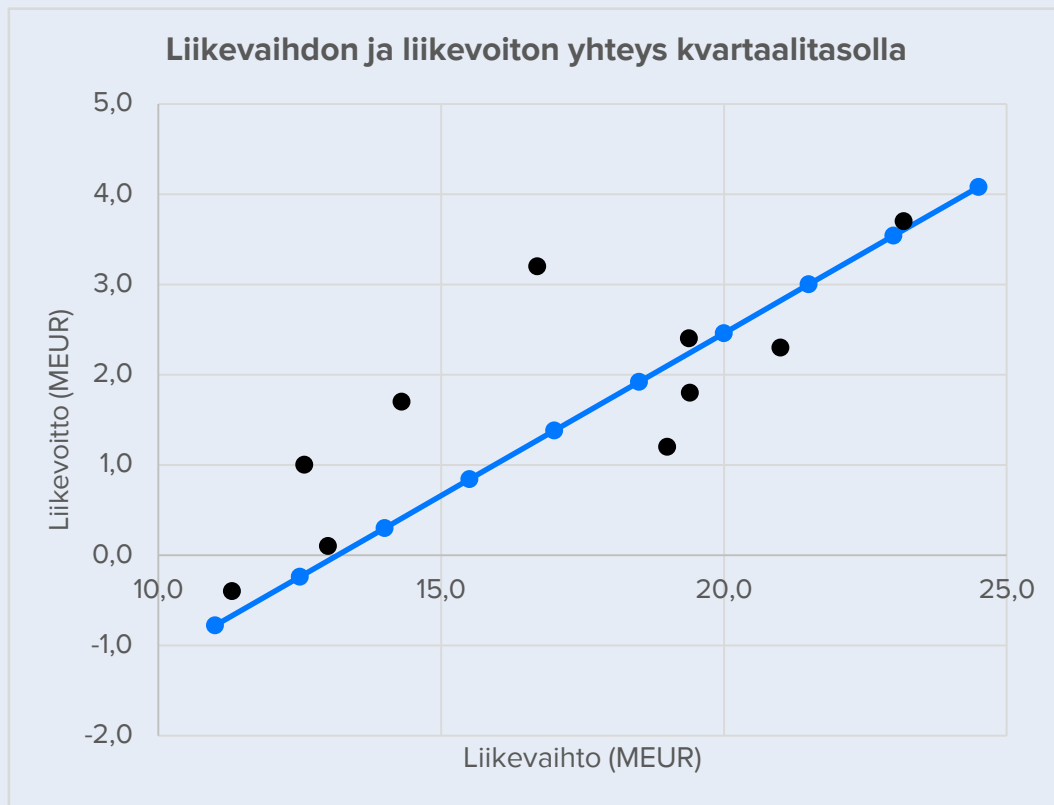
Yhtiön merkittävimmän tuoteryhmän muodostavat tasokarkaisukoneet. FC500-karkaisulinja oli myynnillisesti ykköstuote vuonna 2015. Mielenkiintoisin uutuuksia on tällä hetkellä GlastonAir, jonka ensimmäisen tuotannossa olevan kappaleen Glaston toimitti TechnoGlassille kesällä 2016. Tämä voi tuoda lisätilauksia lähiaikoina, kun koneen tuottama laadukas lasi saapuu markkinoille.

Liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja

Käsityksemme mukaan Glastonilla ei ole merkittäviä investointitarpeita liittyen laitteisiin tai tehtaisiin. Valtaosa yhtiön investoinneista kohdistuu tuotekehitykseen. Teknologiaavetoisen liiketoimintamallin heikkouksiin kuuluu se, että tuotekehitykseen täytyy tehdä jatkuvasti merkittäviä panostuksia. Tämä on monesti välttämätöntä kilpailukykyyn ylläpitämiseksi, mutta erityisen tärkeää se on murrosvaiheissa, joita tulee kiihtyvää tahtia.

Glastonin T&K-kulut ovat olleet viime vuosien aikana keskimäärin noin 3,7 MEUR (noin 3,5 % liikevaihdesta) ja arviomme tason pysyvän suunnilleen tässä myös tulevina vuosina. Yhtiö on aktivoinut T&K-kuluja taseeseen viime vuosina noin 1,2 MEUR vuodessa, minkä odotamme myös jatkuvan. Suurta tulosvaikutusta tällä ei ole, sillä poistot vanhoista aktivoinneista ovat arviomme mukaan suunnilleen samalla tasolla.

Koneliiketoiminnan tulostvipu ja tuotteet



Glastonin tuotteita



Machines-liiketoiminnan tulostvipu

Kuvaajassa on toteutuneita havaintoja sekä arvioita, joiden perusteella on mallinnettu Machines-liiketoiminnan "normalisoitu" liiketulos eri liikevaihtotasoilla. Todellinen kannattavuus heiluu voimakkaasti muun muassa myyntimixin mukana, mutta malli antaa mielestämme kohtuullisen kuvan Machinesin huomattavasta tulostvivusta.

Services-liiketoimintamalli

Palvelutarjoama perinteistä

Glastonin Services-liiketoiminnan tarjoamaan kuuluvat lasinjalostuskoneiden ylläpito- ja huoltopalvelut, koneiden päivitykset ja modernisoinnit sekä varaosat ja lasintyöstämisessä tarvittavat työkalut. Työkalut ovat varsin yksinkertaisia ja niitä käytetään esimerkiksi lasin hiomiseen, kiillottamiseen ja muotoiluun. Lisäksi yhtiö tarjoaa etävalvontaa- ja diagnostiikkapalveluita sekä koulutusta ja konsultointia. Tarkoituksena on turvata asiakkaiden tuotantokapasiteetin häiriötön ja tehokas käyttö koneiden elinkaaren ajan.

Services-liiketoiminta-alueella Glastonin asiakaspalveluverkosto on alan laajin sekä maantieteellisesti että henkilömäärältään. Huoltotoimipisteitä on yhteensä yli 20. Huoltoverkostoa on arviomme mukaan suhteellisen kallista ylläpitää, kun huomioidaan palveluliiketoiminnan liikevaihtotaso. Tämä on merkittävä kulumassa, mutta myös Glastonille tärkeä kilpailu- ja differointitekijä. Alan muilta toimijoilta vastaavaa verkostoa ei löydy. Myös yhtiön tarjoama palveluvalikoima on toimialueen kattavin ja esimerkiksi Glaston Care -huoltosopimus erottaa Glastonin kilpailijoistaan.

Yhtiö tarjoaa huoltopalveluita tuotteen elinkaaren jokaiseen vaiheeseen, kun taas erityisesti kiinalaiset kilpailijat ovat voimakkaasti keskittyneitä uusien koneiden myyntiin. Näiden kilpailijoiden myyntisykli on tosin lyhyempi, sillä koneiden keskimääräinen käyttöaika on paljon Glastonin vastaavia lyhyempi.

Liiketoiminnan rakenne

Glaston ei ole kertonut tarkemmin palveluliiketoiminnan liikevaihdon jakautumista

eri alueisiin. Arviomme mukaan merkittävä osa on perinteistä varaosaliiketoimintaa, jonka katteet ovat perinteisesti korkeita. Varaosien osuus on tällä hetkellä mahdollisesti noin 50 %, mutta vaihtelee huomattavasti muiden osien mukana. Varaosakysyntä on hyvin ennakoitavaa, minkä ansiosta tämä on erittäin houkutteleva liiketoiminta. Huollon osuus on arviomme mukaan suhteellisen pieni, koska normaalit huollot tehdään pääosin asiakkaiden huolto-organisaation toimesta.

Suurin vaihtelu palveluissa on modernisaatiossa, missä merkittävät projektit ovat rinnastettavissa uuslaitetilauksiin kestoaltaan ja kokoluokaltaan. Modernisaatioiden kysyntä on ollut viime aikoina heikkoa, koska viime vuosina toimitetut uuden sukupolven laitteet eivät kaipa modernisaatioita vielä lähivuosina. Erityisesti erilaiset päivityspaketit ovat Glastonin kannalta erittäin hyvää liiketoimintaa.

Työkalut-liiketoiminta on mielestämme erillään Glastonin ytimeä. Työkalujen liikevaihto on noin 7,5-8,0 % yhtiön kokonaisliikevaihdosta, mikä tekee siitä varsin merkittävän. Kannattavuus on kuitenkin käsityksemme mukaan ollut heikko, koska työkalujen teknologiset vaatimukset ovat alhaisempia ja tämän takia hintakilpailu on kovempaan.

Kokonaiskannattavuuteen työkalut vaikuttavat selvästi negatiivisesti. Osittain tämä johtuu myös siitä, että Työkalut-liiketoiminta on ollut osa Italian liiketoimintoja, joka on edelleen murrosvaiheessa (esikäsittelykoneliiketoiminta divestoitui keväällä 2015). Toisaalta Glastonin kilpailuetu tai hinnoitteluvoima ei ole tässä liiketoiminnassa läheskään niin hyvä, kuin palveluiden muilla alueilla.

Lähivuosina Glastonin on mielestämme löydettävä ratkaisu Työkalut-liiketoiminnan korjaamiseksi, mikä voisi vaatia merkittäviä investointeja, tai divestoida liiketoiminta. Emme pidä kumpaakaan vaihtoehtoa mahdollisena, sillä synergiat muiden liiketoimintojen kanssa eivät näkemyksemme mukaan ole vahvoja.

Pääkilpailija on palveluissa asiakas

Huoltopalveluiden ulkoistamisaste vaihtelee markkinoittain, mutta on yleisesti alhaisempi kehittyvillä markkinoilla ja korkeampi kypsillä markkinoilla. Taustalla on sekä kustannustekijät että keskittyminen ydinosaamiseen.

Palvelujen käyttöä leimaa yhtiön mukaan pirstaloituminen. Päivittäishuollot hoidetaan pääosin asiakkaan sisäisen huolto-organisaation voimin. Lisäksi useat paikalliset toimijat toimittavat tietyn osa-alueen huoltopalveluja, kuten esimerkiksi mekaniikka- tai automaatiohuoltoja. Näin kokonaismarkkina on hajanainen ja hankalasti lähestyttävä.

Varsinainen kilpailu on pääosin paikallista ja sitä käydään yhtiön mukaan erityisesti koneen tai laitteen määräaikaishuolloista. Muuten lasiteknologiasektori on arviomme mukaan selvästi jäljessä monia suurempia toimialoja, joissa fokus palveluihin on kasvanut voimakkaasti viime vuosina.

Emme usko markkinadynamiikan muuttuvan nopeasti, mutta arviomme palveluiden roolin kasvavan hiljalleen ja kilpailun konsolidoituvan. Tässä merkittäviä ajureita ovat mielestämme teknologian kehittyminen sekä IoT, jotka johtavat palveluiden vaatimustason nousuun ja lopulta ulkoistuksiin pitkällä aikavälillä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Strategiaa uudistettiin maaliskuussa

Maaliskuussa 2016 Glastonin hallitus vahvisti yhtiön päivitetty strategiset painopisteet ja taloudelliset tavoitteet kaudelle 2016-2018. Yhtiö kertoi siirtyvänsä uuteen strategiseen vaiheeseen, jonka kulmakiviä ovat kasvu ja teknologiajohtajuus sekä toimialan paras asiakaskokemus.

Glastonin tavoitteena on olla toimialansa edelläkävijä, jonka tunnusmerkkejä ovat teknologiajohtajuus sekä korkea laatu. Glastonin ydinosaaaminen on tasokarkaisuteknologiassa ja tässä segmentissä yhtiön markkinaosuus on noin 40 %. Jatkuvan tuotekehityksen ja säännöllisesti uudistuvan tuotetarjoaman avulla Glastonin on tarkoitus vahvistaa entisestään asemaansa ja kilpailukykyään markkinoilla sekä uuslaitemyynnissä että huoltopalveluissa.

Glaston hakee ydinliiketoimintaan tukeutuvia kasvumahdollisuuksia tasokarkaisuteknologian lisäksi myös muista turvalasituoteryhmistä, kuten taivutuksesta, taivutuskarkaisusta ja laminoinnista. Näissä Glastonin asema on huomattavasti heikompi, ja yhtiö joutuu kilpailemaan alueella selvästi vahvempien kilpailijoiden kanssa.

Innovatiiviset lasiteknologiat ja digitalisaatio luovat Glastonille merkittäviä uusia liiketoimintamahdollisuuksia tulevaisuudessa. Glaston on investoinut kalifornialaiseen älylasien kehittämiseen erikoistuneeseen yritykseen. Onnistuessaan nämä investoinnit tuovat uusia lasiteknologioita, jotka mahdollistavat yhtiön laajentumisen kokonaan uusille alueille.

Strategian ydin

Mielestämme Glastonin menestyksen kannalta kriittistä on 1) kasvu suurempaan kokoluokkaan, 2) teknologiaedun ylläpitäminen ja edelleen parempi kaupallistaminen, 3) älylasiteknologian kehittäminen ja laajentuminen uusille sovellusalueille (älylasia käsitellään enemmän omassa kappaleessa).

Kasvu on Glastonille mielestämme tärkeää, koska suurempi kokoluokka jakaisi globaalin verkoston ylläpitämisen kulumassaa suuremmalle liikevaihdolle. Samalla yhtiöllä olisi myös yhä paremmat mahdollisuudet ylläpitää teknologiaetuaan, sillä T&K-investoinnit eivät olisi niin raskaita yhtiön kannattavuudelle. Liikevaihdon kasvaessa absoluuttisten kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta pienenisi ja suhteellisen kannattavuuden merkittävä parantaminen mahdollista. Kasvu siis auttaisi yhtiötä vahvistamaan kilpailuetuaan, mutta myös parantamaan kannattavuutta.

Kasvuun liittyy laajentuminen uusille alueille kuten autoteollisuuteen, mitkä vaativat investointeja lyhyellä aikavälillä. Vuonna 2016 Glastonin tulokseen on vaikuttanut negatiivisesti laajentuminen uusiin tuotteisiin ja niiden tuomat haasteelliset, heikosti kannattaneet projektit.

Kilpailuetu

Yhtiön kilpailuedun voi mielestämme tiivistää seuraavaan kolmeen tekijään:

Teknologiajohtajuus: lasin tasokarkaisussa Glastonilla on selkeä teknologinen etumatka, minkä ansiosta yhtiöllä on hinnoitteluvoimaa yläsegmentissä. Teknologinen edelläkävijyys on

tärkeää asiakkaille, jotka arvostavat erityisesti laatua ja luotettavuutta. Samalla Glastonilla on hankaluuksia hintasensitiivisten asiakkaiden kanssa, sillä hinnalla yhtiön on vaikea kilpailla.

Markkinajohtaja ydinalueella: Glaston on selkeä markkinajohtaja lämpökäsittykoneissa ja asema vaikuttaa kohtuullisen turvalliselta. Noin 40 %:n globaalin markkinaosuuden ja pitkien perinteiden ansiosta yhtiöllä on laaja konekanta sekä vahva asiakaskunta ja paljon referenssejä. Glastonin brändi on omalla toimialallaan erittäin vahva, mikä on huomattava kilpailuetu.

Laaja palveluverkosto: Glaston on suhteellisen pienestä koostaan huolimatta aidosti globaali yhtiö, jolla on yli 20 toimipisteen huolto- ja myyntiverkosto ympäri maailmaa. Tämä on erittäin tärkeä kilpailuetu Services-liiketoiminnassa. Pidämme tätä kilpailuetua hyvin kestäväenä, sillä vastaavan rakentaminen olisi erittäin kallista ja vaatisi laajaa laitekantaa, mitä kilpailijoilla ei lähtökohtaisesti ole.

Kilpailuedun yleinen kestävyys

Glastonin mittakaava on selvästi suurempi kuin kilpailijoiden, minkä ansiosta T&K-investoinnit voivat olla huomattavasti suurempia kuin kilpailijoilla. Jos Glaston pystyy käyttämään investoinnit tehokkaasti, yhtiö onnistuu säilyttämään teknologisen edelläkävijyyden ilman taloudellisia vaikeuksia. Globaali verkosto ja laitekanta ovat keskipitkällä aikavälillä kestäviä. Brandi ja asiakassuhteet voivat periaatteessa heikentyä nopeastikin, mutta pidämme tätä epätodennäköisenä. Näin ollen pidämme Glastonin kilpailuetua ydinalueella varsin kestäväenä ja pidämme korkean markkinaosuuden ylläpitämistä mahdollisena.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

GlastonAir ja mahdollisesti myöhemmin äylasi ovat näyttöjä teknologisesta etumatkasta

Todistus Glastonin teknologisesta kilpailuedusta on mielestämme se, että yhtiö on viime vuosina tuonut markkinoille edistyksellisiä tuotteita, jotka ovat menestyneet hyvin. Erinomainen esimerkki teknologisesti ylivertaisesta, markkinoille vasta tulleesta tuotteesta on GlastonAir. GlastonAir-tasokarkaisukone on toimialan edistyksellisintä teknologiaa: koneessa lasia kannatellaan kuumalla ilmalla telakannatuksen sijaan. Ilmakannatuksen suurin etu on tasainen kannatus, joka mahdollistaa erittäin ohuiden lasien, jopa 2 millimetrin lasin, karkaisun tinkimättä optisesta laadusta.

Ohuen lasin karkaisuominaisuuden lisäksi myös alhainen energiankulutus paksumpien lasien karkaisussa sekä karkaistun lasin korkea optinen laatu ovat teknologian vahvuuksia. Yhtiö toimitti ensimmäisen GlastonAir-koneen Kolumbiaan kesällä 2016. Lähiaikoina voimme nähdä tilauksia myös tähän liittyen, sillä kauppaan sisältyi optio kahdesta GlastonAir-koneesta seuraaville vuosille. Lisäksi Glaston saa esitellä koneen toimintaa potentiaalisille asiakkaille, mikä on tärkeää tulevaisuuden kannalta.

Vielä tuoreempia näyttöjä Glastonin kehitystyöstä ja teknologisesti etumatkasta tulevat mahdollisesti tarjoamaan äylasiratkaisut, joita yhtiö kehittää yhteistyökumppaniensa kanssa tällä hetkellä.

Taloudelliset tavoitteet

Kevään strategiapäivityksen yhteydessä Glaston päivitti myös taloudelliset tavoitteensa vuosille 2016-2018. Taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** Glaston tavoittelee liikevaihdon kasvun ylittävän vuosittainen lasikonemarkkinan kasvun, jonka yhtiö arvioi olevan vuoteen 2018 asti noin 3-5 % vuodessa.
- **Kannattavuus:** liikevoittomarginaalin (EBIT) nostaminen yli 8 %:n ilman kertaluonteisia eriä kauden päättyessä (2018).
- **Pääoman tuotto:** sijoitetun pääoman tuottoprosentin (ROCE) nostaminen yli 20 %:n tason kauden päättyessä (2018).

Samalla Glaston kertoi, että yhtiön osinkopolitiikka on jakaa vuosittain osinkoa tai pääomanpalautusta 30-50 % yhtiön osakekohtaisesta tuloksesta ilman kertaluonteisia eriä.

Mielestämme Glastonin kasvutavoite on maltillinen ja uskomme yhtiön saavuttavan sen. Glaston on arviomme mukaan pärjännyt kilpailussa viime vuosina hyvin ja arviomme mukaan voittanut markkinaosuuksia pääkilpailijoilta. Tulevaisuudessa teknologian kehittyminen ja esimerkiksi äylasin yleistymisen tulevat tukemaan Glastonia, jonka vahvuus on erityisesti yläsegmentissä.

Kannattavuustavoite on haastava, eivätkä omat ennusteemme yllä 8 %:n liikevoittotasolle vuonna 2018. Odotamme liikevoittoprosentin nousevan vuonna 2018 noin 6,5 %:n tasolla ja

vuonna 2019 noin 7,2 %:n tasolle.

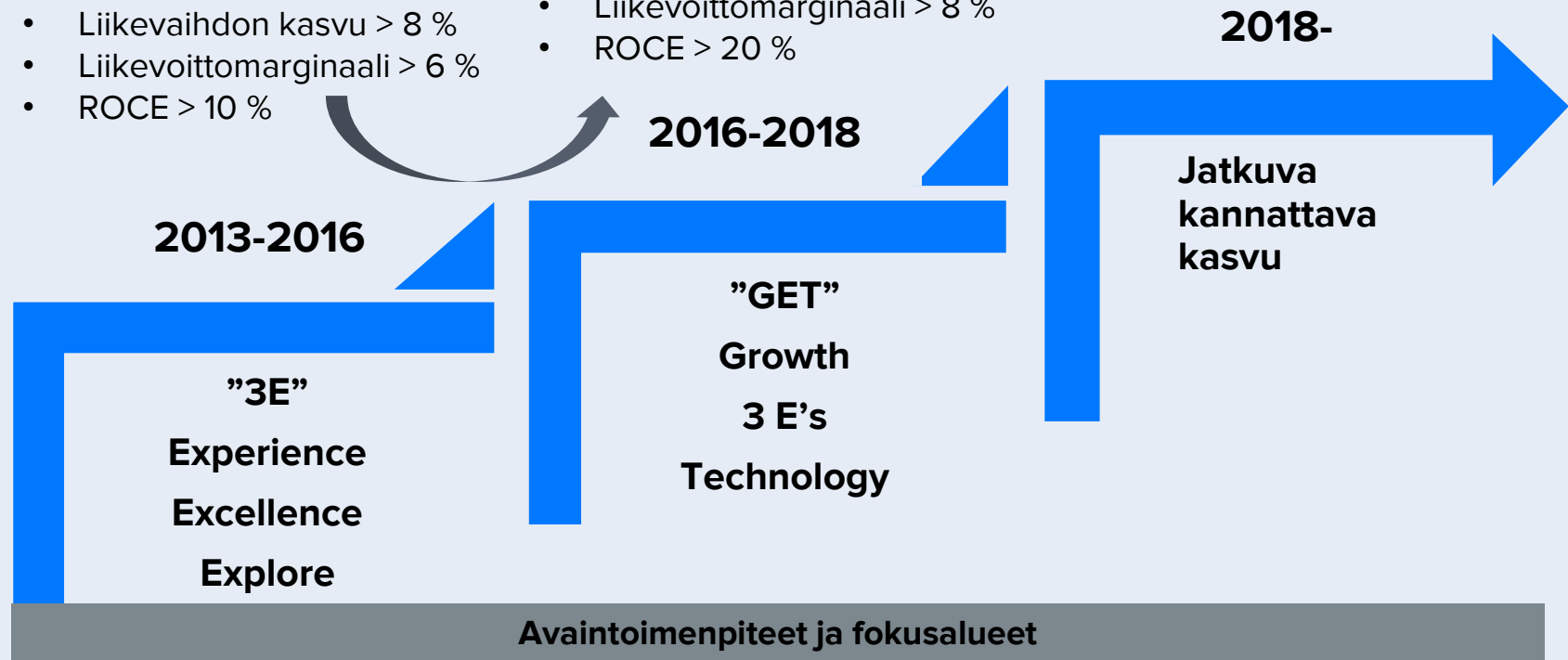
Varovaisuutemme perustuu siihen, että viime aikoina yhtiön kehitys ei ole ollut erityisen vakuuttavaa ja markkinoiden kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta. Emme kuitenkaan pidä yhtiön kannattavuustavoitetta mitenkään epärealistisena, jos markkinat kasvavat odotetusti ja äylasiprojekti onnistuu.

Glastonin pääoman tuottotavoite (ROCE 20 %) on mielestämme realistinen, jos kannattavuus paranee yhtiön suunnitelmien mukaan. Taserakenne on kohtuullisen raskas, minkä takia pääoman tuotto jää suhteellisen alhaiseksi. 20 %:n tavoitteeseen pääseminen oli yhtiöltä kova suoritus ja tämän tason nouseminen ”uudeksi normaaliksi” strategiakauden jälkeen olisi erinomaista. Kannattavuustavoitteen toteutuessa tämä on täysin mahdollista.

Glastonin strategian kehityskaari

Taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihdon kasvu > 8 %
- Liikevoittomarginaali > 6 %
- ROCE > 10 %
- Liikevaihdon kasvu ylittää markkinakasvun
- Liikevoittomarginaali > 8 %
- ROCE > 20 %



- Taloudellinen käänne
- Kannattava kasvu
- Merkittävä rakennemuutos
- Fokus lämpökäsittelyyn ja huoltoon

- Fokus ydinliiketoimintaan
- Investointeja digitalisaatioon ja uusiin teknologioihin
- M&A kasvun tueksi
- Toimialan paras asiakaskokemus

- Selkeä markkinajohtaja
- Uudet lasiteknologiat
- Digitalisaatio: älykkäät koneet ja palvelut

Toimiala ja lasimarkkinat (1/2)

Tiivistelmä

Glastonin koneiden ja palveluiden kysyntä on riippuvainen asiakkaan lopputuotteiden eli lasin kysynnästä sekä alan kapasiteettitilanteesta. Lasin kysynnän odotetaan kasvavan selvästi maailmantaloutta nopeammin ja voimakkainta kasvun odotetaan olevan korkealaatuisessa lasissa. Valtaosa lasista käytetään rakennusallalla ja siihen liitännäisillä aloilla kuten sisustuksessa. Arviomme Glastonille relevantin markkinan koon olevan noin 600-800 MEUR vuodessa, mikä jakautuu lämpökäsittelyyn (200-300 MEUR) ja autoteollisuuteen (100 MEUR) sekä palveluihin (300 MEUR). Glastonilla on johtava markkina-asema lämpökäsittelykoneissa, joissa yhtiön markkinaosuus on noin 40 %.

Lasialan ajureita

Erilaisten lasien laadussa ja ominaisuuksissa on erittäin suuria eroja ja eri käyttökohteisiin tarkoitettuja lasilaatuja on paljon. Tärkeimpiä elementtejä ovat vahvuus, optiset ominaisuudet sekä turvallisuus. Muita tärkeitä asioita ovat esimerkiksi ympäristövaikutukset ja eristykseen liittyvät ominaisuudet. Vaadittavat ominaisuudet riippuvat käyttötarkoituksesta. Esimerkiksi pilvenpiirtäjissä käytetään yleensä ainoastaan korkeimman laatuluokan lasia, kun taas mökillä mikä tahansa lasi kelpaa monille.

Luonnollisesti myös lasilaatujen hinnat ovat täysin erilaiset. Vaikka toimialalla on standardeja esimerkiksi tasolasille ja turvalasille, yleisesti nämä standardit ovat väljiä. Näin ollen tuottajilla on omat brändinsä eri laatuluokkien ja ominaisuuksien tuotteille. On kuitenkin tärkeää

huomioida, että viranomaiset kiristävät koko ajan rakennusalan vähimmäisvaatimuksia (esimerkiksi energiatehokkuus ja turvallisuus) ja lisäksi myös laatuvaatimukset nousevat koko ajan.

Glastonin kannalta lasialan tärkein trendi on turvalasin kysynnän jatkuva kasvu. Tämän taustalla on sekä sääntelyn kiristäminen että kasvavat turvallisuusvaatimukset. Glastonin kannalta alan merkittävät trendit ovat positiivisia: mitä korkeampaa laatua ja monimutkaisempia ominaisuuksia lasilta vaaditaan, sitä enemmän lasia täytyy jalostaa. Samalla kasvaa tarve lasinjalostuskoneille ja koneiden laatuvaatimukset nousevat.

Lasin tärkeimmät käyttökohteet

Valtaosa eli noin 80-85 % tuotetusta lasista käytetään rakennusallalla, johon sisällyttämme myös sisustamisen. Lasin käyttö rakennusallalla on muuttunut pelkistä ikkunoista kokonaan uudelle tasolle. Lasi kattaa nykyään korkea-arvoisissa kohteissa merkittävän osan ulkopinnoista ja sitä käytetään yhä enemmän sisustuselementeissä. Parhaimmillaan lasi on erinomainen rakennusmateriaali, joka tarjoaa korkealaatuisia rakennusratkaisuja ja parantaa huomattavasti rakennuksen ulkonäköä, tehokkuutta ja ympäristöystävällisyyttä.

Lasin kysynnän odotetaan kasvavan selvästi nopeammin kuin muiden rakennusmateriaalien keskimäärin. Uskomme, että lasi tulee valtaamaan tulevaisuudessa yhä suuremman osan rakennusalan kuutiometreistä. Lisäksi korkealaatuiset lasiteknologiat tarkoittavat arvokkaampia tuotteita, mikä kasvattaa

markkinaa edelleen. Jopa 40 % globaalista lasin kulutuksesta kohdistuu olemassa olevien rakennuksien kohentamiseen. Kehitystä ajaa tarve parantaa mm. energiatehokkuutta, missä uudempi teknologia ikkunoissa ja niiden päällysteissä tarjoaa merkittäviä etuja. Pelkästään yksikerroksisten lasien korvaaminen kaksikerroksisilla kaksinkertaistaa käytetyn lasin määrän.

Lasia käytetään paljon myös auto- ja kulkuvälineteollisuudessa, mikä on noin 15-20 % kokonaismarkkinasta. Sektorin näkymät ovat hyvät ja Glastonille autoteollisuus tarjoaa mielestämme merkittäviä mahdollisuuksia: yhtiön markkina-asema on ollut sektorilla viime vuosina todella heikko, mutta Glassrobots-yritysosto vahvisti yhtiön tarjontaa ja osaamista sektorilla.

Kolmas merkittävä lasinkäyttökohteeseen on aurinkoenergia. Aurinkoenergia kuluttaa globaalista lasintarjonnasta noin 5 % ja kysynnän odotetaan kasvavan pitkällä tähtäimellä merkittävästi. Lähivuosina emme odota sektorin tekevän suurempaa läpimurtoa, sillä energian hinnat ovat yleisesti laskeneet eikä aurinkoenergia ole vielä nykyisellä teknologiatasolla erityisen kustannuskilpailukykyistä. Aurinkoenergian osuus kokonaismarkkinasta tulee kuitenkin varmasti kasvamaan pitkällä tähtäimellä, mikä tulee avaamaan uusia mahdollisuuksia.

Käsitlemme älylasia myöhemmin omassa kappaleessa. Arvioimme mukaan älylasi tulee muokkaamaan sektoria voimakkaasti seuraavan vuosikymmenen aikana.

Toimiala ja lasimarkkinat (2/2)

Glastonille relevantti kokonaismarkkina

Glaston toimii lasikonemarkkinoilla maailmanlaajuisesti ja palvelee lasin jalostajia toimittamalla lasin käsittelyyn ja prosessointiin tarkoitettuja koneita, laitteita ja työkaluja sekä palveluita. Vaikka käsittelyn lasin kysyntä on globaalisti melko tasaista, vaihtelee koneiden kysyntä maantieteellisesti ja sektoreittain.

Kun arvioidaan Glastonille relevantin markkinan kokoa, täytyy arvioida lasinjalostusyhtiöiden vuosittaisia pääomainvestointeja (CAPEX) yhtiön tarjoamiin laitteisiin ja teknologioihin. Investointien määrä vaihtelee vuosittain alan kokonaiskapasiteettitarpeen mukaisesti ja uusien koneiden kysyntä on erittäin syklistä. Lisäksi kysyntään vaikuttaa voimakkaasti teknologian kehittyminen ja uudet laatuvaatimukset, jotka ovatkin olleet viime vuosina merkittävä ajuri Glastonin kannalta. Lisäksi on tietysti olemassa palvelumarkkina, jolla kapasiteettia ylläpidetään, modernisoidaan ja huolletaan (käyttöinvestoinnit, OPEX/CAPEX).

Molempien arviointi on hankalaa, mutta erityisen vaikeaa se on käyttöinvestointien osalta, koska Glastonin asiakkaat tekevät pääosan ylläpidosta itse. Siten on lähes mahdotonta arvioida, kuinka paljon rahaa ”palveluihin” käytetään.

Uskomme Glastonille relevantin kokonaismarkkinan vuosittaisen arvon olevan noin 600-800 MEUR. Tämä on karu arvio kokoluokasta, mutta uskomme sen toimivan kohtuullisena oletuksena. Glastonille tärkein markkina-alue on lämpökäsittelylaitteet, jonka koon arviomme olevan suunnilleen 200-300 MEUR normaalina vuonna (2016 jäädään selvästi

alle). Lisäksi Glaston on vasta laajentanut takaisin autoteollisuuteen, jossa relevantti markkina on arviolta noin 100 MEUR.

Tyypillisesti konepajoissa voidaan käyttää analogiaa, jossa palvelumarkkina on suunnilleen samankokoinen kuin pääomamarkkina. Glastonin tapauksessa tämä ei todennäköisesti anna oikeaa arvioita, sillä yhtiön Glastonin koneiden käyttöikä on normaalisti erittäin pitkä (mahdollisesti jopa 20 vuotta), minkä takia teoreettinen palvelumarkkina lienee suurempi kuin pääomamarkkina. Samalla täytyy kuitenkin huomauttaa, ettei koko markkinaa ei voi käytännössä saavuttaa. Näin ollen olemme antaneet potentiaaliselle palvelumarkkinalle noin 300-400 MEUR:n arvon eli suunnilleen saman kuin CAPEX-markkinalle.

Lasin kysynnän odotetaan kasvavan nopeasti vahvojen ajurien takia

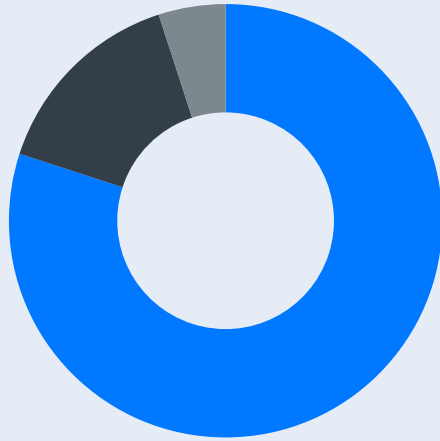
Lasintuottajien markkinatilanne on käsityksemme mukaan tällä hetkellä kohtuullinen, mutta alalla on vieläkin paikoin ylikapasiteettia finanssikriisiä edeltäneen villin rakentamisen takia. Tästä huolimatta alan pitkän tähtäimen näkymät ovat hyvät. Alan eri tutkimuslaitoksien mukaan (Reportbuyer, Research & Markets ja Global Market Insights) ennustavat lasin kysynnän kasvavan vuosittain reilun 7 %:n vuositahtia lähivuosina. Kasvuennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea, mutta mielestämme on selvää, että lasin kysyntä tulee kasvamaan selvästi nopeammin kuin maailmantalous keskimäärin. Suurin kasvu tullaan arviomme mukaan näkemään arkkitehtuurisessa lasissa.

Glastonin lasinjalostuskoneiden kysyntää tulee ajamaan pitkällä tähtäimellä lasin kasvava käyttö, teknologisesti haastavampien sovelluksien nousu, kasvava ympäristötietoisuus yhdistettynä energian säästöön sekä tiukentuvat turvamääräykset. Lasinjalostajien kapasiteettitilanteen takia lasin loppukysynnän ja koneiden kysynnän välille ei voida vetää suoraa yhtäläisyysmerkkiä, mutta pitkällä tähtäimellä suhde on varsin suoraviivainen. Kysynnän kasvaessa kapasiteetin määrän täytyy kasvaa, kun ylikapasiteettitilanne lopulta purkautuu.

Lasinjalostuskoneiden markkina on käynyt läpi murrosta viime vuosina. Kysyntä on siirtynyt voimakkaammin kehittyville markkinoilla ja toisaalta korkeamman laadun lopputuotteiden valmistuksessa käytettävään teknologiaan. Glastonille jälkimmäinen on erittäin hyvä asia, kun taas kehittyvien markkinoiden suhteen yhtiön asema ristiriitainen. Tämä johtuu siitä, että yhtiön markkina-asema on heikoin Kiinassa, joka on kehittyvistä markkinoista ylivoimaisesti suurin.

Lasinjalostuskapasiteetin yleisesti kohtuullisen pitkä elinkaari pienentää vuosittaista konemarkkinaa. Mahdollinen teknologinen läpimurto voisi luoda nopeammin investointitarpeita ja siten kasvattaa markkinaa. Uskomme GlastonAirin olevan yksi mahdollisesta markkinaa luova innovaatio lasinjalostuskoneiden ylimmässä segmentissä. Merkittävät teknologiset läpimurrot ovat alalla erittäin harvinaisia ja tyypillisesti ala kehittyä eteenpäin pienillä parannuksilla vanhaan teknologiaan. Toisaalta koneiden pitkä elinkaari kasvattaa huolto- ja modernisointimarkkinaa.

Lasimarkkinan jakautuminen ja ajurit



- Rakennussektori (ml. sisustus)
- Kulkuvälineet
- Aurinkoenergia ja muut

Lasin kulutuksen kasvuennusteita:

- Global Market Insights: 7,3 % vuodessa vuoteen 2023 asti
- Research & Markets: 7,3 % vuosikasvu 2014-2019
- Reportbuyer: 7,2 % vuosikasvu 2014-2020



1) Rakentamisen ajureita:

- Kaupungistuminen, turvallisuus; lainsäädäntö, määräykset ja ohjeet
- Ympäristötekijät » kasvava kysyntä energiansäästölaseille sekä uusille lasityypeille
- Design » lasin käyttö rakennuksissa lisääntyy ja erityisesti erityislasin käyttö



2) Autoteollisuuden ajureita:

- Autojen määrän kasvu, erityisesti kehittyvissä maissa
- Suunnittelu
- Lasin suhteellinen osuus on kasvussa erityisesti erikoislaseissa
- Ohuen lasin käyttö, kevyemmät autot

3) Aurinkoenergian ajureita:

- Kasvava ympäristötietoisuus
- Investointeja uusiutuviin energialähteisiin
- Teknologian kehittyminen
- Pariisin ilmastositoumus 2015
- Suotuisa sääntely-ympäristö

Älylasimarkkina ja tulevaisuuden näkymät

Älylasi- ja nanoteknologia

Lasiteknologian kehittyminen tulee vääjäämättä kasvattamaan lasin ominaisuuksia ja vaatimuksia. Samalla tämä tulee tarkoittamaan älylasin läpilyöntiä ja osuuden kasvamista.

Älylasilla ("smart glass") tarkoitamme lasia, jonka ominaisuuksia pystytään säätämään. Helpoin esimerkki on lasin läpinäkyvyyden säätöminen eli lasin tummentaminen. Näitä laseja käytetään jo esimerkiksi neuvotteluhuoneissa, mutta teknologia on toistaiseksi jossain määrin raakaa ja ominaisuudet vaajaavaisia (esimerkiksi täysin läpinäkyvästä täysin tummennettuun siirtyminen epätäydellistä / hidasta). Lisäksi teknologia ei ole toiminut ulkolaseissa lämpötilavaihteluihin liittyvien ongelmien takia.

Läpinäkyvyyttä oleellisempaa on se, miten lasi pystyy halutessa suodattamaan infrapunavaloa ja sitä kautta lämpöä, mikä vähentää ilmastoinnin tarvetta ja säästää energiaa. Tämä on arvokas ominaisuus korkealaatuisissa, paljon lasipintoja sisältävissä rakennuksissa. Energian säästäminen on yhä tärkeämpää ja energia-luokituksen merkitys on kasvanut. Tämä nostaa ominaisuuden, joka on saavutettavissa älylasin ja nanoteknologian kehittymisen kautta automaattisesti, arvoa selvästi. Älylasimarkkina on vielä kehitysvaiheessa ja hakee teknologisesti lopullista läpimurtoa.

Älylasimarkkinan kasvu

Älylasimarkkinan kokoa on vaikea arvioida, koska jo "älyn" määrittäminen on monesti hankalaa (esimerkiksi vaadittavien ominaisuuksien määrittäminen). Markkina on

voimakkaassa murroksessa, kun teknologia kehittyy koko ajan. Perinteisiin teknologioihin on liittynyt rajoitteita ja heikkouksia, minkä takia markkina on jäänyt suhteellisen pieneksi. Lähivuosina markkinan odotetaan kuitenkin lähtevän voimakkaaseen kasvuun.

Research & Markets arvioi kesäkuussa julkaistussa raportissaan globaalin älylasi-markkinan kasvavan lähes 20 %:n vuosittain aikavälillä 2016-2020. Suunnilleen vastaavaan tulokseen on päätyntä myös Markets & Markets, jonka analyytikot arvioivat globaalin älylasimarkkinan kasvavan 2016-2022 reilun 19 %:n vuosivauhtia saavuttaen lopulta noin 8,1 miljardin dollarin kokoluokan. Vastaavasti Grand View Research -tutkimusyhtiö on arvioinut älylasimarkkinan kasvavan "vain" 4,7 miljardiin dollariin vuoteen 2022 mennessä, joten ennusteista löytyy myös huomattavia poikkeamia. Vertailuksi todettakoon, että perinteisen lasimarkkinan ("flat glass") arvioidaan tällä hetkellä olevan kokoluokassa 50 miljardia dollaria (lähde: Research & Markets). Eri näkemyksistä huolimatta käytännössä kaikki kuitenkin odottavan älylasimarkkinan kasvavan voimakkaasti seuraavan viiden vuoden aikana.

Glastonin rooli älylasin kehittämisessä ja tuottamisessa

Vuoden 2015 lopussa Glaston teki strategisen investoinnin kalifornialaiseen älylasien kehittämiseen erikoistuneeseen yritykseen. Glaston toimii projektissa tuotantolinjojen tuotekehittäjänä, suunnittelijana, valmistajana ja myyjänä. Glaston on kertonut projekti edenneen suunnitellusti ja on arvioinut prototyyppilinjan

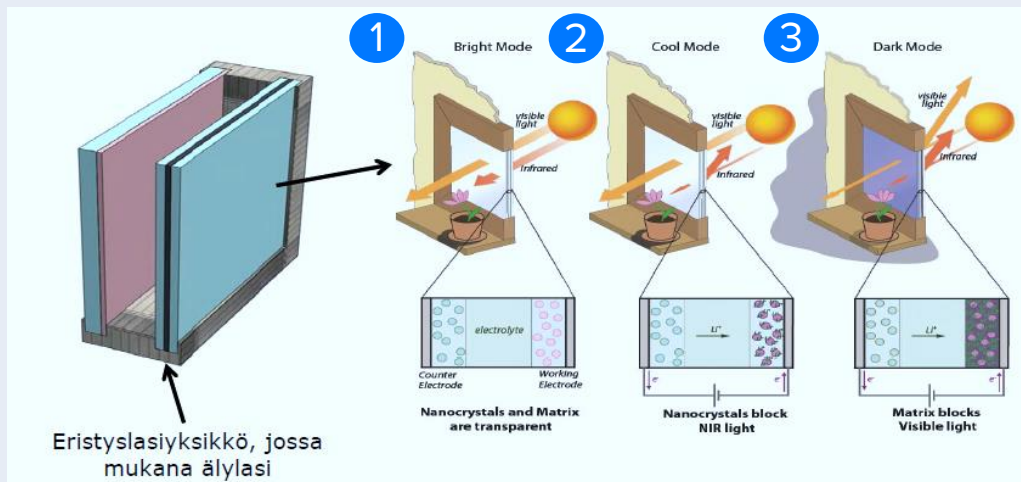
valmistuvan arviolta syksyllä 2016. Tästä ei ainakaan toistaiseksi ole tiedotettu, mutta yhtiö on ollut muutenkin hyvin salamyhkäinen projektin suhteen.

Mikäli nyt kehitettävänä oleva teknologia on kaupallistettavissa, mikä ei ole varmaa, on tuotantolinjojen arvioitu käynnistyvän vuonna 2018. Glaston on arvioinut vuosittaisen tarpeen olevan 1-4 tuotantolinjaa, joiden arvo lieene suunnilleen haarukassa 5-10 MEUR. Tämä voi siis tarkoittaa Glastonille noin 20 MEUR kasvupotentiaalia, jos oletukset olisivat oikeita. Glaston toimittaa yksinoikeudella pilottivaiheen integroidun älylasilinjan sekä jatkossa älylasilinjoihin liittyvät ohuen lasin lämpökäsittelykoneet. Yksinkertaistettuna älylasia valmistetaan laminoimalla "älyn" sisältävä ohut kerros kahden tai useamman lasin väliin. GlastonAir-teknologia on tässä etu.

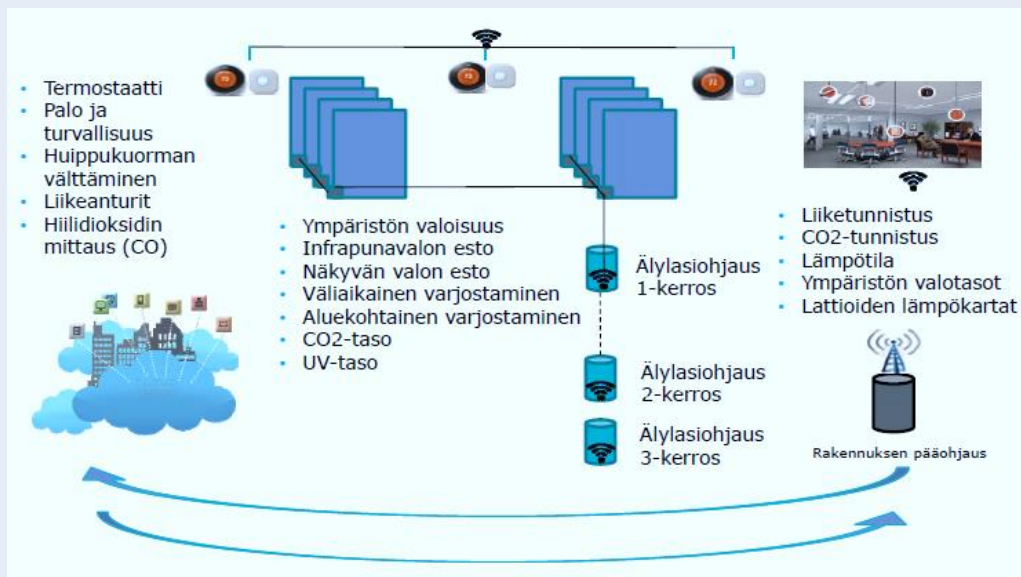
Nanoteknologia-investointi

Samalla kun muusta yhteistyöstä sovittiin, Glaston osti 12 % edelleen nimettömän nanoteknologiayrityksen osakkeista. Kauppahintaa ei ole paljastettu. Glaston toimii yhtiön ensisijaisena laitetoimittajana, mutta myös toimittaa yritykselle asiantuntija- ja suunnitteluresursseja sekä laitteita. Sopimuksen arvo on yhtiön mukaan yli 2 MEUR ja asiantuntijapalveluiden ja laitteiden toimitukset tapahtuvat vuoden 2016 aikana. Teknologian kehittämiseen on (käsittääksemme sopimuksen ulkopuolelta) sidottu Glastonin asiantuntijoita, minkä kautta Glaston investoi projektiin lisää noin 0,5 MEUR vuosittain kuluina. Tämä nostaa tällä hetkellä yhtiön kulurakennetta normaalista.

Älylasiteknologia ja uusi ratkaisu



Tulevaisuuden älylasit ovat toiminnallisia



Lasin toimitilat (viitaten viereiseen kuvaa)

- 1 Läpinäkyvä.
- 2 Läpinäkyvä mutta ei läpäise infrapunavaloa.
- 3 Lähes läpinäkymätön eikä läpäise infrapunavaloa.

Glaston on mukana kehittämässä älylasiteknologiaa

Glaston on investoinut nanoteknologiayhtiöön, joka on kehittämässä ja tuomassa markkinoille uutta älylasiteknologiaa. Glaston on yhteistyökumppani valmistuslinjojen valmistuksessa ja vähemmistöomistaja yhtiössä. Kehitettävä älylasi on Glastonin mukaan selvästi parempi, kuin markkinoilla tällä hetkellä olevat ratkaisut. Ominaisuudet ja erot näkyvät seuraavassa taulukossa.

Tuoteominaisuus	Uusi ratkaisu	Markkinoilla nyt
Auringon säteilyn leikkauskerroin	Noin 50 %	Noin 0 %
Sallittu ympäristön lämpötila	-20C ... +80C	-10C ... +55C
Sameus, läpinäkyvyys	0-2 %	4-8 %
Toimintajännite	1-5 V DC	120-230 V AC
Valmistuskustannus	50 %	100 %

Taulukon tiedot ovat otettu Glastonin esityksestä vuoden 2016 yhtiökokouksessa. Meillä ei ole ollut mahdollisuutta vahvistaa tietoja muusta lähteestä. Paperilla tiedot näyttävät vakuuttavilta, mutta kehitys on edelleen kesken.

Konemarkkinoiden kilpailukenttä

Yleinen kilpailutilanne

Lasiteknologiamarkkina on yleisesti sirpaloitunut ja alalla on suhteellisen paljon toimijoita. Glastonin merkittävimmät kilpailijat Machines-liiketoiminnassa tulevat Kiinasta, Italiasta, muualta Euroopasta sekä Yhdysvalloista. Kiinalaiset kilpailijat ovat rantautuneet myös Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin, mutta ne ovat kuitenkin selvästi vahvimmillaan kotimarkkinoillaan. Kiinalaiset ovat tuoneet tiukan hintakilpailun mukanaan myös muille markkinoille. Haastava markkinatilanne ajaa hiljalleen konsolidaatiota, mutta tilanne ei ole merkittävästi muuttunut viime vuosina.

Glaston on selkeä markkinajohtaja lämpökäsittelyssä

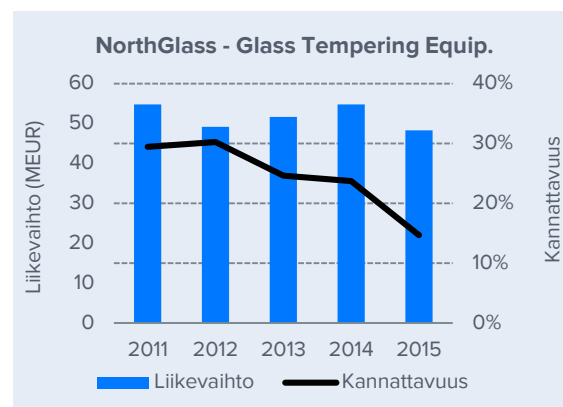
Tärkeimmällä markkina-alueella eli lämpökäsittelyssä Glastonin pääkilpailijoita ovat kiinalaiset NorthGlass sekä LandGlass. Glaston on kuitenkin lämpökäsittelykoneissa selkeä markkinajohtaja ja arvioimme mukaan se on pystynyt vahvistamaan asemaansa viime vuosina uudistuneen tuotevalikoimansa ansiosta. Viime aikoina tähän on vaikuttanut myös Kiinan markkinan heikko kehitys.

Arvioimme Glastonin markkinaosuuden tässä segmentissä olevan tällä hetkellä noin 40 %. Korkeimmassa laatuluokassa Glastonilla on käytännössä monopoli, sillä kilpailijoilta ei löydy esimerkiksi GlastonAiria vastaavaa teknologiaa.

Arvioimme NorthGlassin markkinaosuuden olevan suunnilleen kokoluokassa 20 %, kun LandGlass lienee jonkin verran tätä pienempi (mahdollisesti noin 15 %). NorthGlass ja

LandGlass ovat kuitenkin vahvassa asemassa Kiinassa, kun taas Glaston käytännössä dominoi kaikkia läntisiä markkinoita.

NorthGlass on listattu Kiinassa, mutta konsernin taloudellisia tietoja sekoittaa merkittävästi oma lasinjalostustoiminta. Yhtiö raportoi Glastonin kanssa kilpailevan Glass Tempering Equipment-segmentin tiedot ainoastaan vuositasona. Liiketoiminnan kehitys on ollut viime vuosina heikko kuten alla olevasta graafista nähdään.



Lähde: Bloomberg. Huom! Kannattavuus on laskettu kaavalla (Revenue - Cost of revenue) / Revenue. Kyseessä ei siis ole EBIT-tai EBITDA-marginaali.

NorthGlassin kehitys on heikentynyt oleellisesti viime vuosina sekä liikevaihdon että kannattavuuden suhteen. Tässä näkyy sekä Kiinan heikentynyt markkina että Glastonin voittama markkinaosuus. Yhtiöiden kilpailu ei ole aina ollut ystävällistä: Glastonin on syyttänyt NorthGlassia patenttirikkomuksista ja voittanut kaikki oikeudenkäynnit asiaan liittyen läntisissä maissa. Kiinassa paikalliset viranomaiset sen

sijaan kumosivat syytteet, mikä lienee yksi syy siihen, että Kiina on edelleen Glastonille haastava markkina.

Edellä mainittujen kilpailijoiden lisäksi sektorilla on muutamia merkittäviä toimijoita, jotka ovat Mappi, KeraGlass ja Glasstech. Näiden lisäksi markkinoilla on joitakin pienempiä yhtiöitä. Kaikkien näiden yhteenlaskettu markkinaosuus on kuitenkin vain noin 25-30 %, joten markkina on suhteellisen vahvasti keskittynyt Glastonille sekä sen kiinalaisille haastajille.

Autoteollisuuden kilpailijakenttä

Glaston on viime vuosina Glassrobots-kaupan jälkeen pyrkinyt jälleen autoteollisuuteen, mutta toistaiseksi edistymisen on ollut hidasta. Autoteollisuudessa kilpailukenttä ja Glastonin asema poikkeaa selvästi lämpökäsittelystä. Merkittäviä kilpailijoita ovat mm. yhdysvaltalainen Glasstech, espanjalainen Vetro Tool, kiinalaiset Humam, Southtech ja Northglass sekä italialainen BHT. Lisäksi lasinjalostusyhtiöt ovat sektorilla valmistaneet myös omia koneitaan. Glaston on sektorilla luonnollisesti haastajan asemassa.

Tasolaminoinnin kilpailijakenttä

Glaston on laajentumassa voimakkaammin myös tasolaminointiin, mistä yhtiö hakee lähivuosina kasvua. Myös tasolaminoinnissa kilpailijakenttä on erilainen. Merkittäviä kilpailijoita ovat mm. Lisec, Benteler, Bovone, Bottero sekä muutamat pienemmät kiinalaiset yhtiöt. Glaston on myös tällä alueella voimakkaasti haastajan roolissa.

Glastonin markkinat ja kilpailijat

	Tasokarkaisu	Autoteollisuus	Laminointi	Palvelut
Arvioitu markkinan koko	200-300 M€	Noin 100 M€	Merkittävä	200-300 M€
Glastonin arvioitu markkinaosuus	Noin 40 %	Hyvin pieni	Rakennusvaiheessa	Markkinajohtaja
Teknologian haastavuus	Korkea	Korkea	Korkea	Vaihtelee
Glastonin kilpailuetu	Erittäin vahva	Rakennusvaiheessa	Rakennusvaiheessa	Vahva
Kilpailutilanne	Muutamia kilpailijoita	Tiukka	Tiukka	In-house
Arvio kannattavuudesta	Hyvä	Kohtuullinen	Rakennusvaiheessa	Hyvä
Kasvupotentiaali	Hyvä	Erittäin hyvä	Erittäin hyvä	Erittäin hyvä

Glastonin ydinalue eli lämpökäsittely



- Arvio markkinaosuudesta noin 20 % (lämpökäsittely)
- Glass Tempering-segmentin liikevaihto 2015 oli 48 MEUR
- Kannattavuus on painunut suhteellisen heikoksi, rahaa tehdään lasin jalostamisella
- Arviomme mukaan menettänyt markkina-osuutta
- Tarjonta hintakilpailukykyistä ja menestyy alasegmentissä
- Vahva kotona Kiinassa



- Arvio markkinaosuudesta noin 15 % (lämpökäsittely)
- LandGlassin liikevaihto oli noin 35 MEUR vuonna 2015 (edellisvuodesta -14 %)
- Liikevaihdon laskiessa myös kannattavuus on käsityksemme mukaan heikentynyt
- ”Northglassin” pikkuveli, jonka tarjonta on samankaltaista

Muut kilpailijat lämpökäsittelyssä

Mappi, KeraGlass ja Glasstech, joiden lisäksi markkinoilla on joitakin pienempiä yhtiöitä. Näiden yhteenlaskettu markkinaosuus on kuitenkin vain noin 25-30 %.

Kilpailijoita muilla sektoreilla

Autoteollisuus

- Glasstech
- Vetro Tool
- Kiinalaiset: Humam, Southtech ja Northglass
- BHT
- Lasijalostusfirmojen oma koneenvalmistus

Tasolaminointi

- Lisec
- Benteler
- Bovone
- Bottero

Palvelumarkkinat ja kilpailukenttä

Palveluissa on paljon potentiaalia

Lasiteknologia-alalla ollaan selvästi jäljessä kehittyneempiä sektoreita palveluissa, mutta taustalla olevat ajurit ovat hyviä ja näemme palveluissa suuren tulevaisuuden potentiaalin. Tuotannon kasvavat tehokkuusvaatimukset ovat yksi suurimmista palveluliiketoiminnan kasvuun vaikuttavista tekijöistä. Palveluiden kautta koneita modernisoidaan ja päivitetään uusin ominaisuuksin vastaamaan kilpailutilannetta sekä toimintaympäristön muutoksia, esimerkiksi uusia viranomaisvaatimuksia.

Lasinjalostusalaalla on jo nähtävissä myös muille teollisuudenaloille tyypillinen ulkoistamiskehitys: asiakkaat keskittyvät voimakkaammin ydinliiketoimintaansa, mikä kasvattaa huolto- ja ylläpitopalveluiden kysyntää. Huoltopalveluiden ulkoistamisaste on alhaisempi kehittyvillä markkinoilla ja korkeampi kypsillä markkinoilla. Uskomme, että tulevaisuuden liiketoiminnan luonnetta tulee oleellisesti muuttamaan erilaisien etäyhteyksien mahdollistama ennakkoiva huolto. Glaston on siten mukana IoT-megatrendissä (teollinen internet / esineiden internet / internet of things). Asiakkaan koneisiin voidaan asentaa antureita, joilla koneiden tilaa ja lopputuotteiden laatua voidaan tarkkailla. Glastonin koneissa on ollut jo vuosikausia tietyt etäyhteydet, mutta ala ollut hidas hyödyntämään niitä järjestelmällisesti.

Uskomme lasiteollisuuden etenevän hitaasti mutta varmasti elinkaariajattelun suuntaan, jossa jatkuvat huolto- ja ylläpitosopimukset (kuten Glaston Care) yleistyvät ennakkoivan huollon tullessa yhä tärkeämmäksi. Glastonilla on arviomme mukaan noin 300 Glaston Care-

sopimusta, joista valtaosa on toistaiseksi voimassaolevia.

Glastonilla on laaja palveluverkosto

Glaston palvelee asiakkaitaan maailman-laajuisesti yli 20 huoltopisteessä, mikä on toimialan ylivoimaisesti laajin verkosto. Pidämme tätä merkittävänä kilpailuetuna, sillä vastaavan verkoston rakentaminen erittäin kallista ja ylläpitäminen käytännössä mahdotonta ilman kunnollisia volyymeja. Korkeat volyymit mahdollistaa Glastonin suuri asennettu laitekanta, minkä kerryttämiseen kuuluu helposti kymmenen vuotta ilman suuria yritysostoja.

Glastonilla on myös selvästi laajin palvelu-valikoima ajatellen tuotteen koko elinkaarta. Yhtiö onkin arviomme mukaan selvästi edellä kilpailijoita palvelutarjonnassaan. Kiinalaiset pääkilpailijat NorthGlass ja LandGlass ovat fokuksituneet erittäin voimakkaasti uusien koneiden myyntiin, mitä selittää ehkä osittain se, että niiden koneiden käyttöiät ovat tuntuvasti Glastonin vastaavia lyhyempiä. Muutenkin kilpailijat ovat heränneet varsin myöhään palveluliiketoiminnan tuomiin mahdollisuuksiin erityisesti, jos verrataan muihin aloihin.

Pahin kilpailija on asiakas

Tällä hetkellä palvelujen käyttöä leimaa pirstaloituminen. Päivittäishuollot hoidetaan pääosin asiakkaan sisäisen huolto-organisaation voimin. Tämän lisäksi useat paikalliset toimijat toimittavat tietyn osa-alueen huoltopalveluja, kuten esimerkiksi mekaniikka- tai automaatiohuoltoa. Kilpailu on yhtiön mukaan pääosin paikallista ja sitä käydään erityisesti

koneen tai laitteen määräaikaishuolloista.

Glastonin pahin kilpailija palveluissa onkin asiakas itse. Osuus riippuu paljon koneesta ja sen käyttötarkoituksesta, mutta pääosin Glastonin lämpökäsittelykoneiden teknologinen vaatavuus on tasolla, joka tukee palveluiden kysyntää (huoltosopimukset, varaosat, modernisoinnit ja konsultointi).

Mielestämme Glaston etenee palveluliiketoiminnassa oikeaan suuntaan. Yhtiö on tuotteistanut palveluita jatkuviksi palvelusopimuksiksi (Glaston Care) ja pyrkii palvelemaan asiakkaitaan vuosisopimuksilla. Glaston on kuitenkin kaukana palveluista, joita esimerkiksi Kone, Metso ja Konecranes ovat pystyneet luomaan omilla aloillaan. Monet konepajat ovat keskittyneet voimakkaasti palveluihin viimeisen vuosikymmenen aikana ja parhaimmat ovat pystyneet nostamaan niiden osuuden yli 50 %:iin liikevaihdosta. Glaston ei ole pystynyt samalla tavalla vakuuttamaan asiakkaitaan palvelusopimusten tarjoamista hyödyistä. Toki täytyy muistaa, että toimialojen välillä on monia merkittäviä eroja jo lainsäätäjien asettamissa vaatimuksissa.

Näemme palveluliiketoiminnassa suuren rahallisen potentiaalin lisäksi myös mahdollisuuden erottautua kilpailijoista elinkaarimallin kautta. Odotamme yhtiön panostavan lähivuosina palveluliiketoimintaan ja mahdollisesti vahvistavan asemaa edelleen pienillä yritysostoilla, joilla yhtiö voi vahvistaa edelleen laitekantaa ja verkoston kattavuutta.

Taloudellinen tilanne

Positiivista kehitystä on tapahtunut

Glastonille finanssikriisin jälkeiset vuodet olivat todella vaikeita. Lasinjalostuskoneiden kysyntä romahti ja markkinatilanne on surkea monia vuosia. Kulurakenne oli aivan liian korkea ja lopulta yhtiö ajautui rahoituskriisiin. Onnistuneilla rakenneuudistuksilla ja rahoituspaketilla tilanne saatiin kuitenkin korjattua. Vuosina 2014 ja 2015 yhtiö pystyi laskemaan kulurakenteensa vastaamaan vallinnutta liikevaihtotasoa. Liikevoitto oli kertaeristä oikaistuna kohtuullisella noin 5 %:n tasolla.

Kuluva vuosi ei kuitenkaan ole ollut Glastonille vahva. Tilauskertymät ovat laskeneet ja yhtiön on täytynyt jälleen tuoda kustannustasoaan alas vallitsevalle liikevaihtotasolle. 2016 Glaston toteutti tehostamisohjelman, jonka säästötavoite oli alun perin 1,3 MEUR vuositasolla ja mitä kasvatettiin vuoden edetessä noin 1,5 MEUR:oon). Silti yhtiö joutui antamaan negatiivisen tulosvaroituksen kesällä 2016.

Glaston on viimeisen vuoden aikana keskittänyt tuotantonsa Suomeen (Tampere) ja Kiinaan. Aikaisempi Italian esikäsittelykoneliiketoiminta divestoitui ja Brasilian tehdas on muutettu palvelupisteeksi. Tämä on parantanut selvästi yhtiön kilpailukykyä. Kulurakenne on kuitenkin edelleen kohtuullisen korkea yhtiön globaalin verkoston takia, mikä rasittaa pienen yhtiön kulurakennetta merkittävästi.

Kulurakenne pitää sisällään suuren tulosvivun

Uskomme suurempien tehostamistoimien olevan hiljalleen ohi ja näin ollen merkittävien tulosparannuksien täytyy näkemyksemme

mukaan tulla jatkossa liikevaihdon kasvun kautta. Koska yhtiöllä on suhteellisen suuret kiinteät kulut suhteessa muuttuviin, yhtiöllä on suuri operatiivinen tulovipu. Kannattavuus (liikevoitto-%) siis paranee liikevaihdon kasvaessa, mikä tarkoittaa tuloksen kasvavan vivulla suhteessa liikevaihtoon.

Yhtiön tärkeimmät kuluerät ovat materiaalit, henkilöstökulut ja muut kulut. Materiaalikulut ovat muuttuvia, kun taas henkilöstö- ja muut kulut ovat pääasiassa kiinteitä. Muut kulut ovat esimerkiksi alihankintaa, ylläpidon, IT:n ja matkakulut. Kulut ovat kohtuullisen suuret suhteessa nykyiseen liikevaihtotasoon, mikä on yksi lähde tulosvivulle.

Tärkeimmät havaintomme Glastonin kulurakenteesta ovat seuraavat:

- Kiinteät kulut ovat suhteellisen suuret ajatellen yhtiön kokoluokkaa, minkä takia yhtiön tulosvipu on voimakas.
- Kulurakenne on nyt suhteutettu vastaamaan hieman nykyistä korkeampaa kysyntää.
- Kulurakenne on nyt selvästi ohuempi ja joustavampi mitä viime vuosina ja yhtiö on kasvattanut alihankinnan suhteellista määrää.
- Glastonin kulurakenne ja toimintamalli ovat muuttuneet radikaalisti viime vuosien aikana. Kulukontrolli on kriittistä myös tulevaisuudessa.

Tase ja rahoitusasema

Finanssikriisin jälkeen Glaston oli pitkään tukalassa taloudellisessa tilanteessa ja kävi

rahoituskriisin partaalla. Pahimmillaan yhtiön nettovelkaantumisaste (gearing) nousi lähes 200 %:n tasolle ja rahoitustilanne oli äärimmäisen tiukka. Tilanne muuttui kuitenkin raskaiden velka- ja yritysjärjestelyiden jälkeen, jotka yhtiö sai päätökseen Q1'13:lla. Järjestelyillä yhtiö sai taseensa jälleen vahvaan kuntoon.

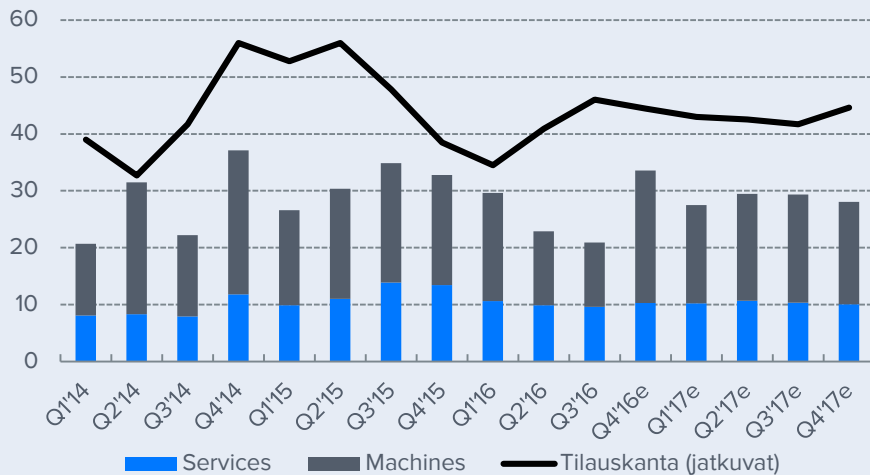
Tällä hetkellä Glastonin tase on hyvässä kunnossa ja yhtiöllä on vain vähän velkaa. Q3'16:n lopussa yhtiön korollinen nettovelka oli 7,7 MEUR ja nettovelkaantumisaste oli noin 23 %. Samaan aikaan yhtiön omavaraisuusaste oli noin 44 %. Tase on siis vakaa ja antaa liikkumavaraa myös esimerkiksi yritysostoja ajatellen. Yhtiö on viime vuosina palannut myös "osingonmaksajaksi" (pääomanpalautuksia).

Taserakennetta arvioitaessa on hyvä huomioida, että suuret laitetilaukset tuovat yhtiölle aina merkittäviä ennakkomaksuja. Tilauskannan ja laitetoimituksien ollessa hyvällä tasolla Glastonin liiketoiminta ei vaadi suurta käyttöpääomaa, mikä on positiivista. Taserakenne vaihtelee siis tilauskertymän mukana, mikä sijoittajien on hyvä huomioida.

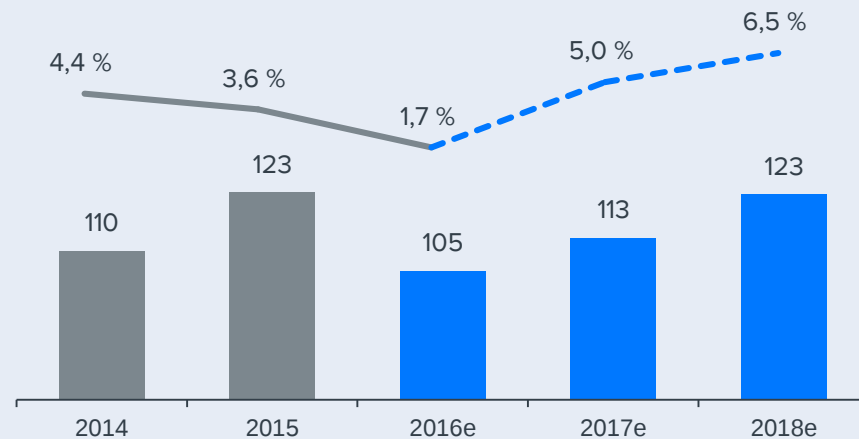
Taseen merkittävin riski liittyy liikearvoon, jota taseessa oli Q3'16:n lopussa yhteensä 30,6 MEUR. Suhteessa omaan pääomaan (33,5 MEUR) summa on suuri, mutta emme tällä hetkellä näe oleellista alaskirjausriskiä. Ainoa liiketoiminta, jossa on haasteita arviomme mukaan tällä hetkellä, on Työkalut. Emme tiedä kohdistuuko tälle liiketoiminnalle oleellista liikearvoa. Esikäsittelykoneiden divestointi aiheutti huomattavan noin 7 MEUR:n alaskirjauksen keväällä 2015.

Taloudellinen tilanne

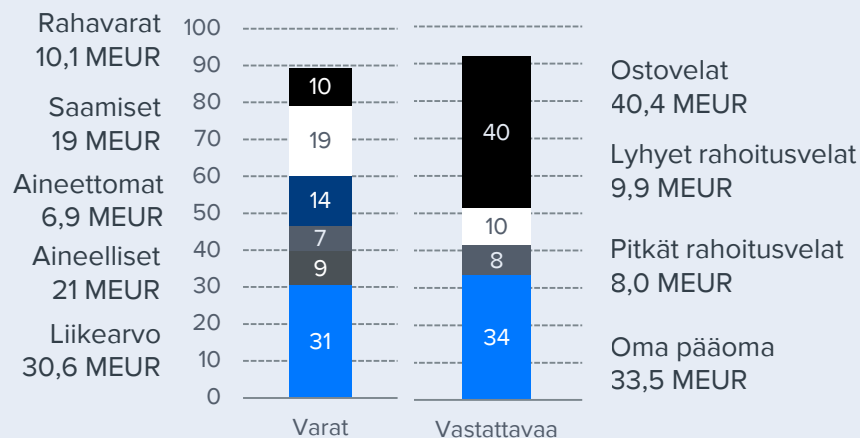
Liikevaihdon kehitys (M€) ja tilauskanta



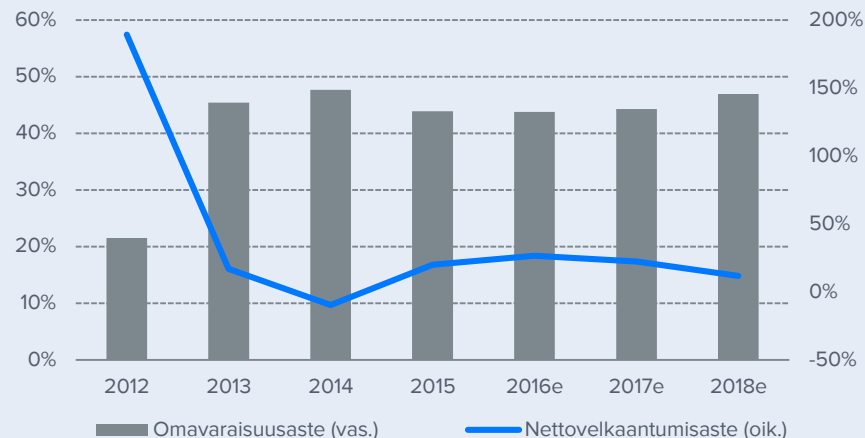
Liikevaihdon ja liikevoitto-%:n kehitys



Taseen tärkeimmät erät (Q3'16)



Taseen avainluvut



Rakennemuutos ja kulurakenne

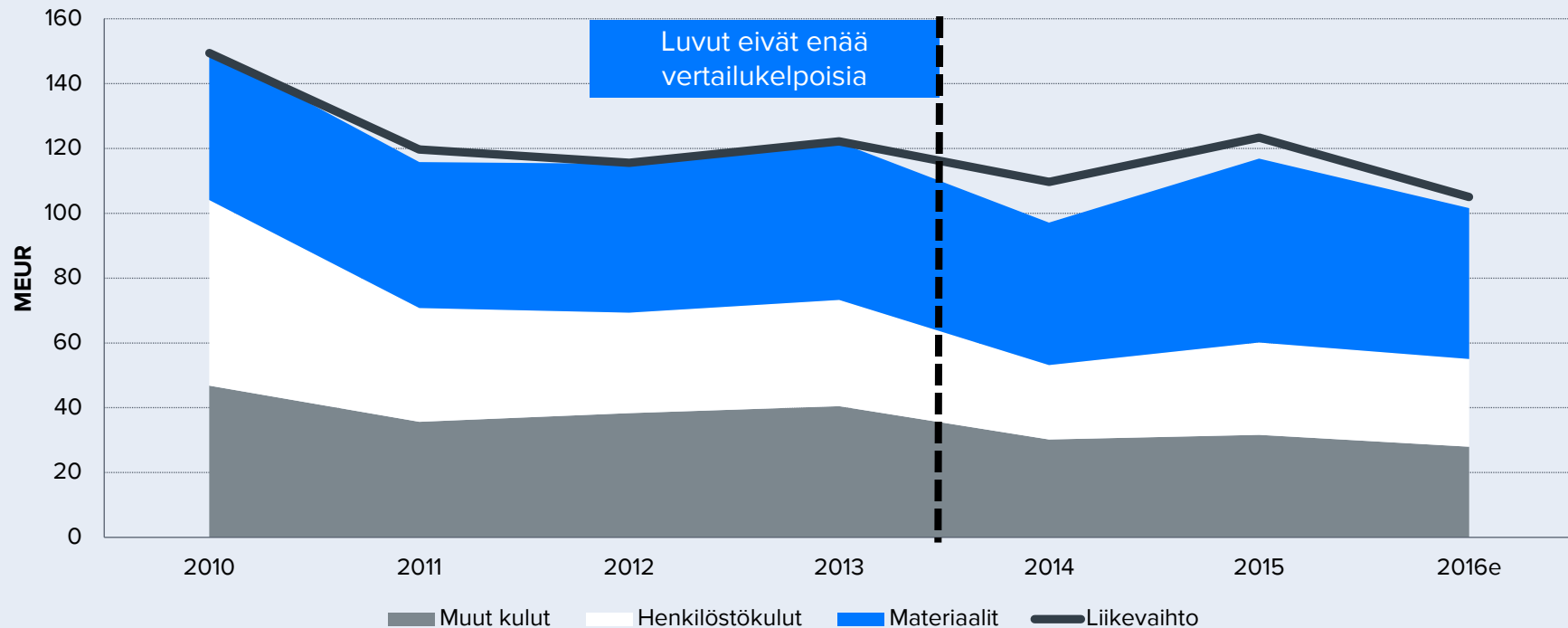
2009: Tamglass Lasinjalostus Oy:n
eristys- ja arkkitehtuurilasin
jalostustoimintojen myynti

2010: Jäljellä olleiden
lasinjalostustoimintojen myynti

2013: A+W Software
GmbH:n myynti

2014: Glaston osti
teollisoikeudet kaikkiin
Glassrobots-tuotteisiin

2015: Esikäsittelykone-
liiketoiminnan myynti



Tulevaisuuden ennusteet (1/3)

Kaikki lähtee tilauskannasta

Glastonin tulevaisuuden tuloskehityksen ennustaminen lähtee tilauskannasta, josta voidaan hahmottaa liikevaihtotaso seuraavina neljänneksinä. Koneiden toimitusajat ovat keskimäärin noin 3-6 kuukautta, joten näkyvyys rajoittuu yleensä seuraavaan puoleen vuoteen.

Glastonin tilauskanta oli Q3:n lopussa 46 MEUR, mikä on yhtiölle suhteellisen neutraali taso. Viimeisen kolmen vuoden keskiarvo on ollut noin 44 MEUR. Q3-taso on kuitenkin alhaisempi kuin vuosi sitten (Q3'15: 47,8 MEUR), joten merkittävän kasvun ennakoiminen ensi vuodelle vaatii mielestämme vahvaa Q4-tilauskertymää.

Lähtökohdat Q4:lle olivat poikkeuksellisen vahvat, sillä Glasstec-messut olivat yhtiön mukaan jälleen poikineet monia pitkälle edenneitä neuvotteluita. Kaksi vuotta sitten samat messut nostivat Q4'14-tilauskertymän Glastonille hurjalle 52 MEUR:n tasolle, joten odotuksemme olivat aikaisemmin korkealla. Tällä hetkellä olemme kuitenkin jo pitkällä joulukuussa ja yhtiö on kertonut vain yhdestä suuremmasta tilauksesta. Tämän takia olemme laskeneet ennusteemme uusista tilauksista 32 MEUR:n tasolle (aik. 36 MEUR). Tämäkin on toki todella vahva taso "normaaliin" verrattuna, sillä viimeisen kolmen vuoden aikana keskimääräinen tilauskertymä on ollut noin 26 MEUR kvartaalissa. Q4 on toki kausiluontoisesti vahva neljännes tässä suhteessa.

Odotamme kvartaalitalauksien olevan lähivuosina pääosin terveellä noin 25-32 MEUR:n tasolla. Tämän tason pitäisi olla kestävä

markkinatilanteen pysyessä kohtuullisena, ja taso tukisi selkeää liikevaihdon kasvua vuoden 2016 suhteellisen alhaiselta tasolta. Tilaustasot heilahtelevat merkittävästi kvartaalista toiseen.

Tulosvipu ja break-even-piste

Kannattavuuden ja tuloskehityksen kannalta Glastonille kriittisiä on liikevaihdon kasvu ja yhtiön tulosvipu. Arviomme mukaan Glastonin kuluista noin 50-60 % on kiinteitä (sisältää henkilöstökulut). Kiinteiden kulujen ollessa suhteellisen korkeita, kannattavuus oli pitkään vaisu volyymien oltua alhaisella tasolla. Tämä tarkoittaa että yhtiön break-even-piste on kohtuullisen korkea, mutta tämän ylittyessä kannattavuus nousee varsin nopeasti. Erityisesti Machines-liiketoiminnassa vaikutus on selkeä ja dokumentoitu. Luonnollisesti kannattavuuteen vaikuttaa oleellisesti tuotemix ja muut vastaavat asiat, mutta volyymi on kuitenkin selvästi tärkein.

Palveluissa kannattavuus on ollut parempi kuin laitteissa, sillä kilpailutilanne on huomattavasti suotuisampi ja liiketoiminta sisältää esimerkiksi varaosat, jotka ovat konepajoille katetasoiltaan parasta liiketoimintaa. Services-liiketoiminnan kannattavuus heiluu kuitenkin esimerkiksi modernisointiprojektien mukana. Kriittistä kannattavuuden kannalta on myyntimix sekä henkilöstön käyttöaste. Services-segmentin kannattavuutta on viime vuosina painanut Työkalut-liiketoiminta, joka on edelleen murrosvaiheessa ja jo luonteeltaan alhaisempien marginaalien liiketoimintaa. Glaston ei enää raportoi erikseen Machines- ja Services-liiketoimintojen kannattavuutta, mutta niiden dynamiikan ymmärtäminen on kuitenkin tärkeää.

Arviomme tulospotentialista

Uskomme Glastonin kannattavuuspotentialin olevan nykyisellä kokoonpanolla suunnilleen 8-10 %:n tasolla (liikevoittoprosentti). Tämä vaatii kuitenkin taakseen merkittävää kasvua. Näkemyksemme mukaan yhtiö pystyy pyörittämään huomattavasti nykyistä suuremman kokoluokan liiketoimintaa ilman kiinteiden kulujen merkittävää kasvua, minkä takia suhteellinen kannattavuus paranee yhtiön pystyessä laajentamaan liiketoimintaansa.

Suurimmat rakennemuutokset on todennäköisesti jo nähty, kun valmistus on keskitetty odotuksiemme mukaisesti Suomeen ja Kiinaan. Vielä puolitoista vuotta sitten Glastonilla oli valmistusta Tampereella, Italiassa, Kiinassa ja Brasiliassa. Suomen ja Kiinan muodostamassa uudessa tuotantokoneistossa on kuitenkin arviomme mukaan edelleen tehostamisen varaa.

Lisäksi tulevaisuuden potentiaalia ajatellessa on mielestämme oleellista huomioida GlastonAir sekä kehitteillä ovat älylasiteknologiat. GlastonAir-teknologia mahdollistaa erittäin ohuen lasin karkaisun ja voi tuoda Glastonille uusia merkittäviä mahdollisuuksia tulevaisuudessa. Panostukset älylasiteknologian kehitykseen rasittavat tällä hetkellä Glastonin kannattavuutta arviolta ainakin noin 0,5 MEUR:lla vuodessa, mutta mahdolliset hyödyt näemme vasta pidemmällä tulevaisuudessa. Tämä on tärkeää huomioida, kun kulurakennetta tarkastellaan kriittisesti.

Tulevaisuuden ennusteet (2/3)

Vuoden 2016 ennusteet

Vuosi 2016 ei ole sujunut Glastonilta suunnitelmien mukaisesti, mutta Q4:ltä on lupa odottaa jo paljon parempaa. Tämä johtuu pääasiassa siitä, että toimitukset kohdistuvat tälle neljännekselle tukien merkittävästi liikevaihtoa. Glaston toisti Q3-raportissaan ohjeistuksensa, jonka mukaan vuoden 2016 liikevaihto jää noin 105-110 MEUR:n tasolle ja vertailukelpoinen liiketulos on noin 2-4 MEUR. Kolmen neljänneksen jälkeen kasassa on vain 72 MEUR liikevaihtoa ja pyöreä nolla vertailukelpoista liiketulosta. Tätä pohjaa vasten ohjeistus vaikuttaa haastavalta. Toimitukset ovat kuitenkin voimakkaasti painottuneet Q4:lle, mitä myös yhtiö korosti näkymissään. Kannattavuus taas skaalautuu volyymien mukana.

Toimituksien ajoittuminen kasvattaa loppuvuoden liikevaihtoa huomattavasti aikaisempiin neljänneksiin nähden ja samalla tehdyt säästötoimenpiteet vaikuttavat myös tulokseen positiivisesti. Ennustamme asettuvat kuitenkin aivan ohjeistuksen alalaitaan. Aikaisemmin näimme yhtiössä myös selkeän tulosvaroitusriskin, mutta tämän suhteen olemme nyt luottavaisempia. Luottamusta on kasvattanut erityisesti se, että Glastonin toimitusjohtaja Arto Metsänen on останut viime aikoina merkittävän määrän yhtiön osakkeita.

Odotamme Glastonin Q4-liikevaihdon olevan noin 33 MEUR ja liikevoiton nousevan ohjeistuksen vaatimalle 2,0 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaisi 5,9 %:n liikevoittomarginaalia. Tämä on käytännössä minimivaatimus ohjeistuksen saavuttamiselle.

Vuoden 2017 ennusteet

Tässä vaiheessa vuotta markkinoiden katseet ovat jo tiukasti ensi vuoden tuloskehityksessä. Lähtökohdat vuoteen 2017 ovat kohtuullisen hyvät, vaikka markkinatilanne on edelleen epävarma. Rakentaminen on kuitenkin tällä hetkellä hyvässä vedossa erityisesti Yhdysvalloissa. Todennäköisesti pitkän kuivan kauden jälkeen lasinjalostajilla alkaa tulla paikoittain myös kapasiteettirajoitteita, joiden lisäksi uudet teknologiat luovat kysyntää. Uskomme, että koneinvestoinnit olisivat olleet vuonna 2016 selvästi toteutunutta korkeammat ilman merkittäviä epävarmuustekijöitä. Näitä ovat muun muassa Brexit, Trumpin vaalivoitto, voimakkaat liikkeet valuutoissa, huolet Kiinan talouskasvun kestävyys ympäriällä sekä yleisesti korkea poliittinen epävarmuus. Jos tilanne stabiloituu ensi vuonna, pitäisi myös Glastonin markkinatilanteen piristyä.

Lähtökohdat selvästi vuoden takaista paremmat

Ennustamme tällä hetkellä Glastonin lähtevän vuoteen 2017 noin 45 MEUR:n tilauskannalla. Tämä vaatisi vahvaa Q4-tilauskertymää. Ennustamme uusien tilauksen olevan 32 MEUR, mikä olisi vahva parannus viime vuoden surkean loppuvuoden jälkeen (Q4'15 tilaukset 24 MEUR). Vuoteen 2016 Glaston lähti 38,5 MEUR:n tilauskannalla, eli odotamme tähän noin 17 %:n parannusta.

Ennakoimamme vahva tilauskanta heijastuu suoraan alkuvuoden liikevaihtoennusteisiin, ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 9 %

vuoden 2017 ensimmäisellä puoliskolla. Yhtiön säästötoimenpiteiden (vuositasolla noin 1,5 MEUR:n säästöt) sekä yhtiön merkittävän tulosvivun ansiosta odotamme liikevoiton kasvavan H1'17:lla yhteensä 2,6 MEUR:oon. Vuoden 2016 alkuvuosi oli surkea, ja liiketulos jäi lähelle nollassa (H1'16: 0,3 MEUR ilman kertaeriä). Odotamme siis huomattavaa tulosparannusta erityisesti vuoden ensimmäiseltä puoliskolta.

Vuoden 2017 toiselle vuosipuoliskolle näkyvyys on toistaiseksi heikko, mutta odotamme liikevaihdon kuitenkin kasvavan vuodesta 2016. Kasvua odotamme erityisesti Q3:lle todella heikon vertailukauden takia, kun taas Q4-ennusteemme ovat selvästi Q4'16-ennusteiden alapuolella. Kokonaisuudessaan odotamme siis normaalimpaa, tasaisemman kuorman vuotta, mikä heijastuisi positiivisesti myös kannattavuuteen. Tämä vaatisi kuitenkin vähintään terveellä tasolla olevia tilauskertymiä H1'17:lla sekä tehostamistoimien onnistumista.

Odotamme selkeää tulosparannusta

Koko vuodelta 2017 odotamme noin 113 MEUR:n liikevaihtoa (+7,3 % edellisvuodesta) ja kannattavuuden nousua takaisin noin 5 %:n liikevoittomarginaaliin. Tämä vaatisi markkinatilanteen lievää parantumista heikosta 2016 tasosta sekä terveitä toimitusvolyymeja. Taso on sama, jolla Glaston oli vuosina 2014 ja 2015, ja nyt yhtiön tuotantorakenne on selvästi parempi ja kuluja on karsittu. Näin ollen pidämme odotuksiamme hyvin maltillisina, mutta korostamme edelleen markkinatilanteeseen liittyvää huomattavaa epävarmuutta.

Tulevaisuuden ennusteet (3/3)

Vuosien 2018-2019 ennusteet

Näkyvyys yli vuoden päähän on Glastonin kohdalla erittäin heikko, mutta odotamme perusliiketoiminnan jatkavan kuitenkin kasvuaan myös vuonna 2018. Lasin kysynnän odotetaan yleisesti kasvavan lähivuosina yli 7 % vuosittain, minkä takia lasinjalostajien uusien investointien täytyy lähteä käyntiin ennemmin tai myöhemmin. Tämä tietysti vaatii sitä, että maailmantalous pysyy kasvu-uralla ilman shokkeja.

Älylasiajuri

Lähivuosille Glastonilla on kuitenkin myös uusi erittäin mielenkiintoinen ajuri, jonka vaikutuksia on tässä vaiheessa äärimmäisen vaikea ennakoita. Tämä on älylasi, jota käsitelimme myös omassa kappaleessa. Olemme vakuuttuneita älylasin potentiaalista, mutta Glastonin yhteistyökumppanien kehittämistä teknologiasta on toistaiseksi julkistettu niin vähän tietoa (kilpailullisista syistä), ettemme pysty tekemään perusteltua arviota sen taloudellisista vaikutuksista. Glaston ei ole toistaiseksi edes julkistanut teknologiaa kehittävän nanoteknologiayhtiön nimeä, vaan ainoastaan sen, että yhtiö toimii Kaliforniassa. Lisäksi yhtiö on kertonut, että hankkeessa on mukana lasialan johtavia yhtiöitä.

Ensimmäiset kyseiseen nanoteknologiaan perustuvat älylasituotantolinjat otettaisiin kaupalliseen käyttöön viimeistään arviolta vuonna 2020. Sitä ennen yhtiöllä pitäisi olla ainakin prototyyppitoimituksia. Glaston toimittaa näihin älylasilinjoihin liittyvät ohuen lasin lämpökäsittelykoneet yksinoikeudella.

Omissa ennusteissamme olemme huomioineet älylasin tulemisen ainoastaan hieman korkeammilla kasvuennusteilla vuosille 2018-2019, mutta ennusteiden pitäisi olla saavutettavissa myös ilman älylasia. Arvonmäärityksessä olemme kuitenkin huomioineet älylasiprojektin tuoman option.

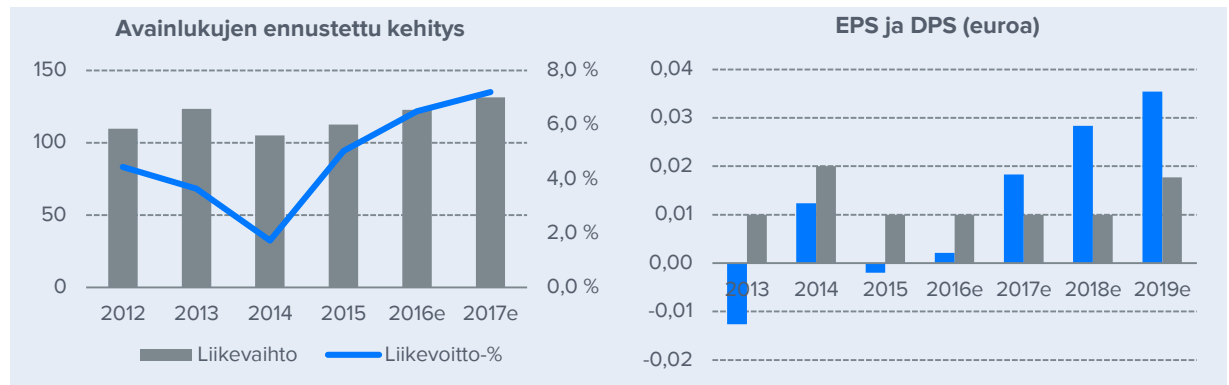
Odotamme Glastonin liikevaihdon kasvavan vuonna 2018 noin 9 % ja vuonna 2019 noin 7 %. Samalla odotamme liikevoittoprosentin nousevan vuonna 2018 noin 6,5 %:n tasolla ja vuonna 2019 noin 7,2 %:n tasolle. Omat ennusteemme ovat siis selvästi yhtiön tavoitteita maltillisempia, sillä yhtiö tavoittelee yli 8 %:n liikevoittomarginaalia viimeistään 2016-2018 strategiakauden lopussa. Viime aikoina yhtiön kehitys ei ole kuitenkaan ollut vakuuttavaa ja markkinoiden kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta, joten mielestämme tietty turvamarginaali on perusteltu. Emme kuitenkaan pidä yhtiön kannattavuustavoitetta epärealistisena, jos markkinat kasvavat odotetusti ja älylasiprojekti onnistuu.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Glastonin pystyvän kasvamaan noin 4 % vuodessa, mikä on suhteellisen maltillinen ennuste ajatellen alan pitkän aikavälin kasvuajureita. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 5,5-6,0 %:n tasolle. Tämä on kaukana yhtiön kannattavuustavoitteesta, mutta toisaalta korkea katsottaessa Glastonin historiallista kannattavuutta. Lisäksi pitkän aikavälin kannattavuuden on tarkoitus kuvata keskimääräistä kannattavuutta yli sykliä. Glastonin kannattavuus tulee varmasti heilumaan varsin laajalla säteellä sykliä mukana, mutta pidämme oletustamme perusteltuna pitkän aikavälin keskiarvona.

Osakekohtainen tulos kasvaa vivulla

Glastonin osakekohtainen tulos (EPS) kasvaa vivulla vielä suhteessa liikevoittoon, koska nettorahoituskulut ja verot pienenevät suhteessa yhtiön tilanteen parantuessa.



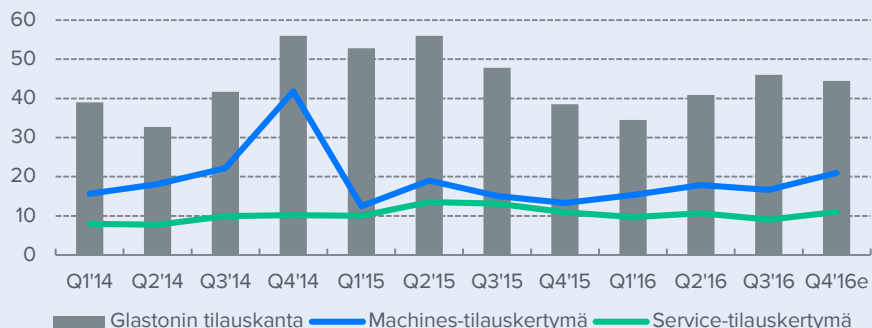
Ennusteet lukuina ja graafeina

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e
Liikevaihto	109,7	123,4	29,4	22,1	20,5	33,1	105,1	27,1	29,0	28,9	27,7	112,7	122,9
Käyttökate	9,2	7,9	1,4	0,0	0,5	2,7	4,6	1,6	2,3	2,3	2,2	8,4	10,8
Poistot ja arvonalennukset	-4,3	-3,4	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-2,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,5	6,1	0,7	-0,4	-0,3	2,0	2,0	1,0	1,6	1,6	1,5	5,7	8,0
Liikevoitto	4,9	4,5	0,7	-0,6	-0,3	2,0	1,8	1,0	1,6	1,6	1,5	5,7	8,0
<i>Glaston-konserni</i>	5,5	6,1	0,7	-0,4	-0,3	2,0	2,0	1,0	1,6	1,6	1,5	5,7	8,0
<i>Kertaluontoiset erät</i>	-0,6	-1,6	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,7	-5,8	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6
Tulos ennen veroja	4,2	-1,3	0,5	-0,7	-0,4	1,8	1,2	0,8	1,5	1,5	1,3	5,1	7,4
Verot	-2,4	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,9	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,9
Vähemmistöosuudet	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
Nettotulos	1,8	-2,0	0,2	-0,8	-0,5	1,3	0,2	0,6	1,0	1,0	0,9	3,6	5,5
EPS (oikaistu)	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,02	0,03
EPS (raportoitu)	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,02	0,03

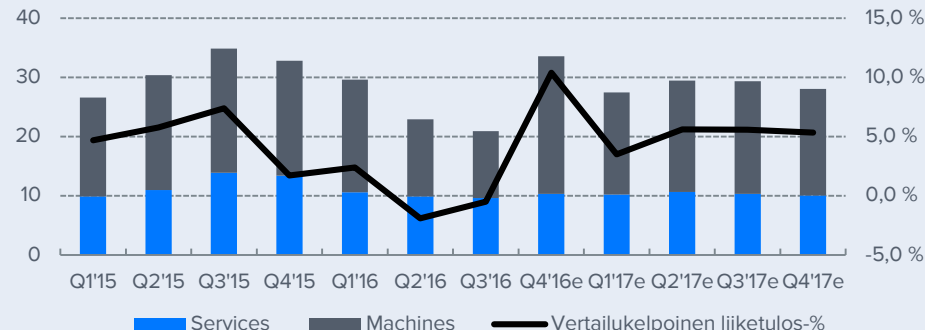
Tunnusluvut	2014	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-10,2 %	12,5 %	11,6 %	-26,6 %	-40,2 %	1,4 %	-14,8 %	-7,9 %	31,4 %	41,2 %	-16,4 %	7,3 %	9,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	156,3 %	10,5 %	-43,1 %	-122,4 %	-109,9 %	230,8 %	-67,0 %	35,7 %	-517,9 %	-747,2 %	-24,5 %	181,9 %	40,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	8,4 %	6,4 %	4,8 %	0,0 %	2,2 %	8,1 %	4,3 %	6,0 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %	7,4 %	8,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,0 %	4,9 %	2,4 %	-1,8 %	-1,2 %	5,9 %	1,9 %	3,5 %	5,6 %	5,6 %	5,3 %	5,0 %	6,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,6 %	-1,6 %	0,7 %	-3,5 %	-2,4 %	3,8 %	0,2 %	2,1 %	3,6 %	3,6 %	3,4 %	3,1 %	4,5 %

Lähde: Inderes

Tilaukkan ja tilauskertymien kehitys (MEUR)



Glastonin liikevaihdon jakautuminen (MEUR) ja kannattavuus (%)



Lähde: Inderes 14.12.2016

Arvonmääritys ja suositus

Arvonmääritys

Hinnoittelimme Glastonia ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Glastonin osake on noussut viime aikoina voimakkaasti, mutta ennustemme ovat laskeneet. Samalla arvostuskertoimet ovat venyneet hieman. Tässä vaiheessa käytämme arvomäärityksessä pääasiassa ensi vuoden arvostuskertoimia huomioiden samalla kuitenkin myös lähivuosien merkittävät tuloskasvu-odotukset sekä älylasiprojektin potentiaalisen arvon, jota on toki toistaiseksi vaikea määrittää.

Arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta tulostaso on kaukana potentiaalista

Vuoden 2017 Glastonin P/E on kertaeristä oikaistuihin ennusteillamme noin 23x ja vastaavaa EV/EBITDA-kerroin on noin 11x. Molemmat ovat korkeita, mutta samalla täytyy huomioda, että tulosparannuksesta huolimatta Glastonin tulos on myös vuonna 2017 kaukana potentiaalistaan. Volyympipohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2017e noin 0,8x ja tasepohjainen P/B-kerroin 2,2x. Ennustettu osinkotuotto lähivuosille on 2,4 %, mutta osingon takia Glastonia ei mielestämme kannata ostaa. Glaston on kasvuosake, jonka arvostus nojaa voimakkaasti pitkän aikavälin potentiaaliin. Jos tähän tarinaan ei usko, on osake mielestämme kallis.

Vahvojen tuloskasvu odotuksien takia vuoden 2018 ennusteilla arvostuskertoimet ovat

huomattavasti houkuttelevampia. P/E on noin 14x, EV/EBITDA noin 8x ja EV/EBIT alle 11x. Nämä kertoimet ovat mielestämme jo varsin houkuttelevia erityisesti huomioiden älylasioptio.

Verrokkiryhmän arvostus

Olemme rakentaneet Glastonin verrokkiryhmän pohjoismaisista, suurista ja laadukkaista konepajoista. Verrokkiryhmän arvostus on tällä hetkellä korkea, mutta Glaston on silti hinnoiteltu pienellä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Verrokkiryhmän mediaani (2017e) P/E on noin 19x, EV/EBITDA 10x ja osinkotuotto 2,9 %.

Glastonin tilanne suhteessa verrokkeihin on ristiriitainen, sillä yhtiön tuloskasvunäkymät ovat selvästi verrokkiryhmän keskimääräistä parempia, mutta yhtiön track-record on selvästi heikompi. Kun luottamus Glastonin lähivuosien tuloskasvuun vahvistuu, korkeampi arvostustaso voidaan perustella, mutta tällä hetkellä epävarmuus on mielestämme todella korkea.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvomäärityksessä rahavirtamallille (DCF) pienen painoarvon, koska malli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujille. Se toimii kuitenkin varmistuksena arvomääritykselle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 0,50 euroa eli antaisi osakkeelle merkittävän nousupotentiaalin. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 3,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 5,5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo on kuitenkin suhteellisen korkea eli hieman yli 60 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,6 % ja oman pääoman kustannus on 9,4 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 0,25 % ja equity beta 1,3.

Älylasiprojektin potentiaalista arvoa on vaikea määrittää

Glaston osti yhtiöstä 12 % joulukuussa 2015 ja yhtiö toimii sen ensisijaisena laitetoimittajana. Älylasi on Glastonille suuri mahdollisuus ja yhtiön julkistamat tiedot ovat erittäin lupaavia. Lasin ominaisuudet ovat selvästi nykyisiä ratkaisuja parempia ja hintatason pitäisi olla vain puolet nykyisistä. Yhdistelmä on siis paperilla loistava, mutta tarkempia tietoja ei ole eikä projektin onnistumisesta ole mitään takeita. Onnistuminen on yhtiölle sekä taloudellisesti että strategisesti tärkeää, kun mietitään yhtiön kehitystä 5-10 vuotta tulevaisuuteen. Mielestämme on selvää, että älylasi on tulevaisuuden asia, mutta voittava teknologia tai Glastonin rooli alalla ei ole vielä selvä. Tässä vaiheessa huomioimme älylasiprojektin hyväksymällä normaalia korkeammat arvostuskertoimet eli preemion.

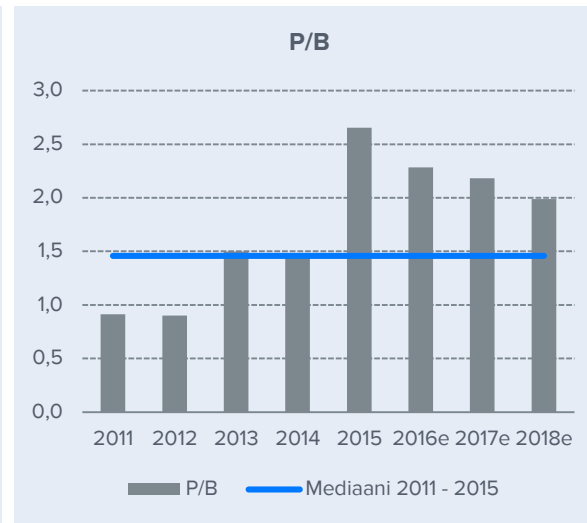
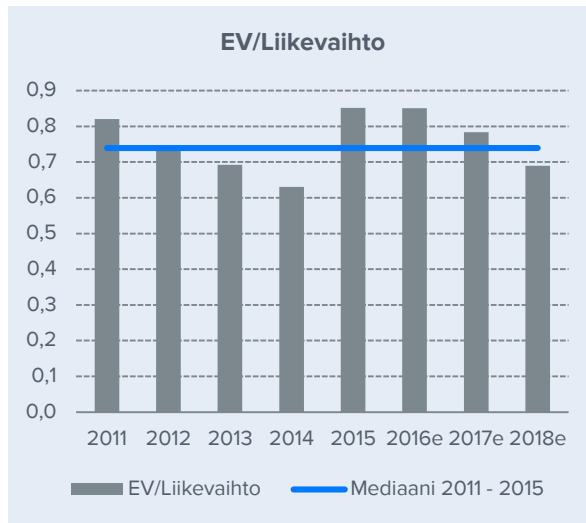
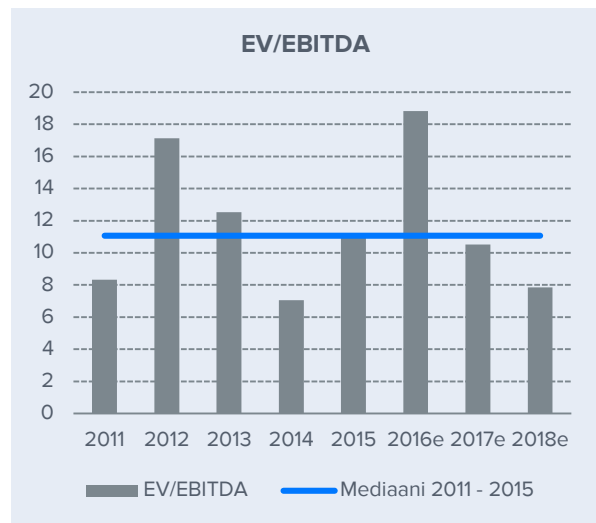
Tavoitehintaa ja suositus

Suosituksemme Glastonille on vähennä tavoitehinnalla 0,40 €. Tällä tasolla osake olisi mielestämme neutraalisti hinnoiteltu suhteessa lähivuosien näkymiin sekä korkeaan pitkän tähtäimen potentiaaliin. Turvamarginaalia korkea arvostus ei kuitenkaan sijoittajille anna, joten riskit ovat korkeita. Aikaisemmin suosituksemme oli lisää tavoitehinnalla 0,35 €.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	0,46	0,26	0,39	0,38	0,50	0,41	0,41	0,41
Markkina-arvo	48	27	76	74	97	79	79	79
Yritysarvo (EV)	98	85	85	69	105	89	88	85
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	30,8	neg.	193,1	22,4	14,4
P/E	neg.	neg.	58,6	42,1	neg.	375,9	22,4	14,4
P/Kassavirta	9,8	28,8	2,4	4,7	-124,3	148,8	23,1	13,6
P/B	0,9	0,9	1,5	1,5	2,7	2,3	2,2	2,0
P/S	0,4	0,2	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,3	17,1	12,5	7,0	11,1	18,8	10,5	7,8
EV/EBIT	26,7	neg.	39,3	12,5	17,2	44,4	15,6	10,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	150,2 %	221,4 %	-97,8 %	916,8 %	54,6 %	35,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,6 %	5,3 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Atlas Copco	284,00	34610	35920	18,0	15,7	14,8	13,1	25,3	22,3	2,4	2,5	6,7
SKF	169,20	7895	9402	13,3	12,0	10,2	9,3	17,4	14,9	3,3	3,4	3,0
Sandvik	112,70	14485	18013	16,1	14,4	11,3	10,2	22,3	19,5	2,3	2,5	3,8
Wärtsilä	42,08	8300	8710	15,4	13,6	12,7	11,5	19,5	18,0	2,9	3,0	3,6
Trelleborg	177,50	4930	6244	17,6	13,7	13,0	10,3	18,6	15,6	2,4	2,7	2,0
Raute	16,68	70	55	6,8		5,3	4,5	11,8	9,6	5,4	5,4	2,2
Konecranes	35,86	2269	2456	21,0	19,7	14,2	12,7	26,2	25,7	2,7	2,7	4,6
Alfa Laval	147,00	6318	7494	20,2	17,8	12,9	12,5	18,3	20,1	2,9	2,9	3,2
ABB	21,54	44367	46888	15,3	12,9	10,7	9,8	18,9	17,4	3,5	3,7	3,3
Metso	27,65	4157	4245	16,1	14,6	12,8	11,9	24,4	22,3	3,8	3,8	2,9
Kone	40,70	21415	21031	15,3	15,0	14,2	13,9	20,7	20,6	3,7	3,8	7,6
Cargotec	41,01	2654	3266	13,2	12,4	10,4	9,5	15,4	15,1	2,3	2,5	1,8
Glaston (Inderes)	0,41	79	89	44,4	15,6	18,8	10,5	193,1	22,4	2,4	2,4	2,3
Keskiarvo				17,7	14,7	12,3	10,6	50,4	18,5	3,1	3,2	3,6
Mediaani				16,1	14,4	12,8	10,3	19,5	18,9	2,9	2,9	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				176 %	8 %	47 %	2 %	892 %	18 %	-16 %	-17 %	-28 %

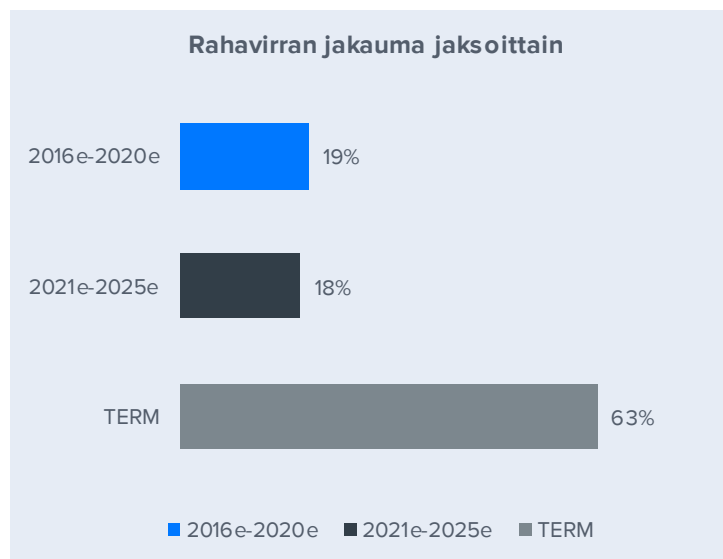
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	4,5	1,8	5,7	8,0	9,5	10,6	10,3	9,2	8,8	9,1	9,5	
+ Kokonaispoistot	3,4	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3	3,5	3,6	
- Maksetut verot	-0,8	-0,9	-1,5	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	
- verot rahoituskuluista	-1,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-0,1	-0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,7	2,7	6,8	8,9	10,3	11,3	11,3	10,5	10,3	10,7	11,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,6	-2,1	-3,4	-3,1	-1,9	-3,9	-3,8	-3,9	-4,0	-4,2	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,2	0,5	3,4	5,8	8,3	7,4	7,4	6,7	6,3	6,6	6,9	
+/- Muut	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,8	0,5	3,4	5,8	8,3	7,4	7,4	6,7	6,3	6,6	6,9	139,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	3,2	4,9	6,5	5,3	4,9	4,0	3,5	3,4	3,3	66,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		105,5	105,0	101,9	96,9	90,4	85,1	80,2	76,2	72,7	69,3	66,0
Velaton arvo DCF		105,5										
- Korolliset velat		-13,5										
+ Rahavarat		6,1										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		-1,9										
Oman pääoman arvo DCF		95,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,49										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,25 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

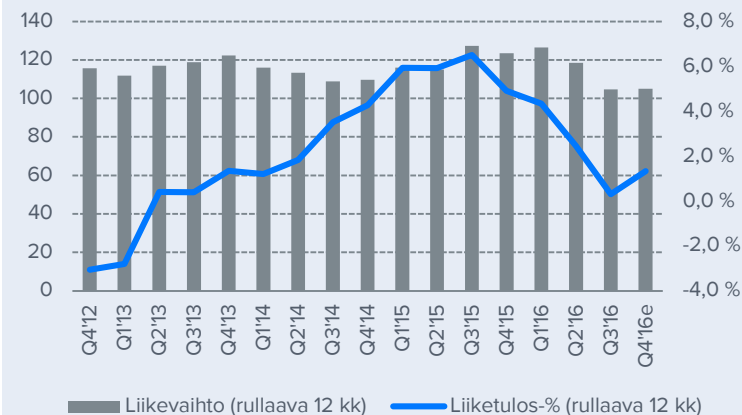
Lähde: Inderes 14.12.2016



Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	122	110	123	105	113	123
Kulut yhteensä	-112	-101	-115	-101	-104	-112
Materiaalit	-49	-44	-57	-47	-50	-54
Henkilöstökulut	-33	-23	-28	-27	-29	-30
Muut kulut	-41	-30	-32	-28	-29	-29
EBITDA	10,5	9,2	7,9	4,6	8,4	10,8
Poistot ja arvonalennukset	-4,6	-4,3	-3,4	-2,7	-2,7	-2,8
Liikevoitto	5,9	4,9	4,5	1,8	5,7	8,0
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>3,7</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,6</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>2,2</i>	<i>5,5</i>	<i>6,1</i>	<i>2,0</i>	<i>5,7</i>	<i>8,0</i>
Rahoituserät	-7,5	-7,1	-7,0	-1,8	-1,6	-1,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	4,9	4,2	-1,3	1,2	5,1	7,4
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-3,6	-2,4	-0,7	-0,9	-1,5	-1,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,3	1,8	-2,0	0,2	3,6	5,5
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-2,5</i>	<i>2,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>3,6</i>	<i>5,5</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,3	1,8	-2,0	0,2	3,6	5,5
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,01</i>	<i>0,01</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,03</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,02	0,03

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevoiton ja liikevoitto-%:n kehitys



Tase, suositushistoria ja suurimmat omistajat

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	58	57	53	52	53
Liikearvo	37	37	31	31	31
Aineettomat oikeudet	9	8	6	5	6
Käyttöomaisuus	7	8	9	9	10
Sijoitukset osakkuusrytiksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	3	3	3
Muut pitkäaikaiset varat	2	2	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	4	3	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	67	71	48	42	45
Varastot	20	22	17	16	17
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	31	30	24	21	23
Likvidit varat	16	20	6	5	6
Taseen loppusumma	126	129	100	94	98

Suosituksien historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.10.2015	Lisää	0,56 €	0,50 €
12.2.2016	Vähennä	0,40 €	0,41 €
29.4.2016	Vähennä	0,40 €	0,39 €
5.8.2016	Vähennä	0,34 €	0,35 €
10.8.2016	Lisää	0,35 €	0,33 €
1.11.2016	Lisää	0,35 €	0,34 €
15.12.2016	Vähennä	0,40 €	0,42 €

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	50	51	37	35	36
Osakepääoma	13	13	13	13	13
Kertyneet voittovarot	-33	-32	-42	-44	-42
Omat osakkeet	-3	-3	-3	-3	-3
Uudelleenarvostusrahasto	47	47	44	44	44
Muu oma pääoma	27	25	26	26	26
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	18	15	11	13	12
Laskennalliset verovelat	1	1	0	0	0
Varaukset	3	3	3	3	3
Lainat rahoituslaitoksilta	12	8	6	8	8
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	3	3	2	2	2
Lyhytaikaiset velat	57	63	53	46	49
Lainat rahoituslaitoksilta	13	8	8	6	6
Lyhytaikaiset korottomat velat	43	55	44	39	42
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	1	1	1
Taseen loppusumma	126	129	100	94	98

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oy G.W.Sohlberg Ab	17,4 %
Hymy Lahtinen Oy	12,1 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	11,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	6,6 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	5,0 %
OP-Suomi Pienyhtiöt -sijoitusrahasto	2,7 %

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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 (välittömät 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät 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 neuvonantajia. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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) ja lisäärvo malli (EVA), 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 nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**