

Finnair

Yhtiöraportti

12/2019

Strategian onnistumiselle jää jo liian pieni odotusarvo

Tarkastamme Finnairin tavoitehintamme 6,25 euroon (aik. 6,40 euroa), mutta nostamme yhtiön suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Mielestämme Finnair esitteli marraskuussa tasapainoisen hidastuvaa kasvua ja kannattavuutta painottavan strategian ja uskottavia kehitystoimia strategiakaudelle 2020-2025. Yhtiön lyhyen ajan toimintaympäristö pysyy haastavana ja lentosektorin riskitaso on kroonisesti korkea, mutta mielestämme lähivuosina kannattavuudesta kumpuava tulosparannusvara ja matala tasearvostus mahdollistavat jo ajallisesti hajautettuja ostoja yhtiössä.

Painopiste siirtyy perustellusti pari napsua kannattavuuden suuntaan

Finnairin strategian ytimessä pysyy yhä Euroopan ja Koillis-Aasian välinen transit-liikenne, jossa yhtiöllä on kestävä kilpailuetu Helsingin maantieteellisen sijainnin takia (lyhin reitti Alppien pohjoispuolisesta Euroopasta Kiinaan, Japaniin ja Etelä-Koreaan kulkee Helsingin yli). Lyhyiden matkan reittien päärooli strategiassa ja liiketoimintamallissa on tukea Aasian liikennettä ja palvella Suomen kotimarkkinaa. Finnairin integroituun liiketoimintamalliin kuuluvat synergisinä liiketoimintoina lisäpalvelut, rahti sekä Matkapalvelut. Vuosien 2020-2025 strategiakaudella yhtiö tähtää kestäväan ja kannattavaan kasvuun (vrt. aggressiivinen kasvu vuosina 2016-2019), mikä tarkoittaa arviomme mukaan markkinoiden mukana kasvamista sekä kannattavuuteen ja myös vastuullisuuteen panostamista. Näihin tekijöihin liittyen yhtiö esitteli marraskuun 2019 CMD:llä useita myynti- ja kulupuolen kehitystoimia, joita pidämme uskottavina. Finnairin pääriskit ovat mielestämme sektorin äärikireä kilpailu, globaali talous, polttoaineen hinta, valuutat ja ympäristöregulaation kiristyminen.

Lyhyellä tähtäimellä toimintaympäristö on haastava ja strategian onnistumista aletaan mitata 2021-2022

Finnairin kannattavuus on rapautunut tänä vuonna vauhdilla, kun toimintaympäristö on vaikeutunut. Myös Q4:stä tulee yhtiölle vaisu emmekä pidä yhtiön 4,5-6,0 %:ssa olevan vuoden 2019 liikevoittomarginaaliohjeistuksen saavuttamista täysin varmana. Ensi vuonna odotamme Finnairin saavan tuloksensa kasvuun, kun 1) Aasian liikenteeseen painottuva kasvu jatkuu 2) kilpailu rauhoittuu hieman 3) polttoaineen suojatun hinnan trendi kääntyy. Ensi vuodesta tuskin tulee kuitenkaan erityisen hyvää Finnairille, sillä talouskasvun hidastuminen rajoittaa osassa liiketoimintoja kysyntää ja sekä tuotto- että kulupuolen kehitystoimien läpivienti vaatii aikaa (2020e: oik. EBIT-% 5,1 %). Siten Finnairin strategian onnistumista testataan kunnolla vasta vuosina 2021-2022, jolloin odotamme yhtiön pystyvän lähinnä omilla toimillaan stabiloimaan yksikkötuottoja ja alentamaan yksikkökuluja. Vuosien 2021-2022 EBIT-%:n ennusteemme ovat 6,2 % ja 6,4 %, mitkä ovat melko selvästi alle yhtiön vuosina 2017-2018 saavuttamien tasojen ja strategiakauden tavoitetasojen keskiarvojen (yli 7,5 % oik. EBIT-% yli syklin kiinteillä valuutoilla ja polttoaineiden hinnoilla vuosina 2021/2022-2025).

Arvostus kannustaa jo ajallisesti hajautettuun riskinottoon, mutta tuotto-odotus on tuloskasvun varassa

Finnairin tulos pohjainen arvostus on kuluvan vuoden vaisulla tuloksella korkea ja ensi vuoden kertoimet ovat melko neutraalilla tasolla (2020e: P/E 15x, EV/EBIT 9x). Tase pohjainen arvostus on kuitenkin jo matala (2019e: oik. P/B 1,0x), mikä mielestämme antaa osakkeelle jo tiettyä tukea (ts. parantaa tuotto/riski-profiilia) ja puoltaa ottamaan varovaista etunojaa kohti 2020-lukua, jolloin osake olisi ennusteillamme jo halpa. Lähivuosien osinkotuottojen arvioimme jäävän mataliksi 2-3 %:iin, joten sijoittajien arvioimamme hyvän kaksinumeroisen vuosituotto-odotuksen runko tulee tuloskasvusta eikä osakkeessa ole nousuvaraa ilman tuloskunnon parantumista. Positiiviseksi taipuvasta odotusarvosta (ts. hyvä tuotto-odotus vs. siedettävä laskuvara) huolimatta suosittelemme sijoittajia hajauttamaan ostoja Finnairissa ajallisesti, sillä toimialan näkyvyys on kroonisesti lyhyt ja loppuvuoteen liittyy uhka lievistä tulosvaroituksesta. Finnairin arvostus on suhteellisesti ristiriitainen, mutta arviomme mukaan verrokkiarvostus ei estä kurssin nousuvaraa.

Analytiikot



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



6,25 EUR

(aik. 6,40 EUR)

Osakekurssi: 5,53 EUR

Potentiaali: 13,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Finnair arvioi vuoden 2019 kapasiteettikasvun olevan 11-12 %. Liikevaihdon odotetaan kasvavan hieman kapasiteetin kasvua hitaammin vuonna 2019. Finnair arvioi, että sen vertailukelpoinen liiketulos on 4,5–6,0 % liikevaihdosta vuonna 2019.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	2850	3080	3203	3298
kasvu-%	11 %	8 %	4 %	3 %
EBIT oik.	213,6	137,2	162,1	204,8
EBIT-% oik.	7,5 %	4,5 %	5,1 %	6,2 %
Nettotulos	101,6	38,6	59,3	90,9
EPS (oik.)	0,43	0,24	0,37	0,66

P/E (oik.)	16,6	22,7	14,8	8,3
P/B	1,0	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	3,9 %	1,8 %	2,7 %	3,6 %
EV/EBIT (oik.)	7,5	10,4	9,5	7,7
EV/EBITDA	2,9	3,2	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5	0,5

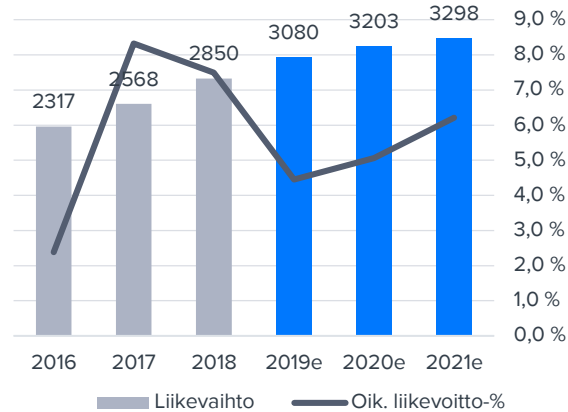
Lähde: Inderes

Osakekurssi



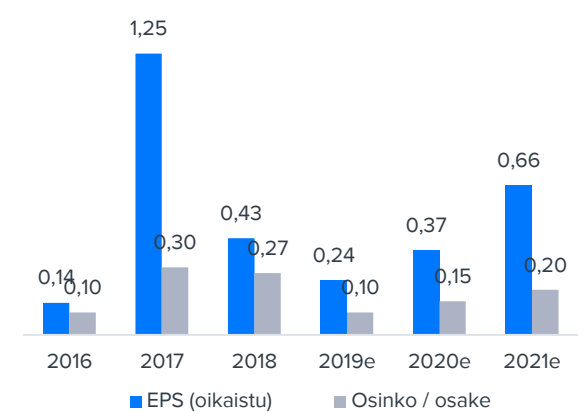
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Yhtiöllä on maantieteellinen kilpailuetu Aasian liikenteessä
- Aasian (Kiinan) lentomatkailun pitkän ajan kasvunäkymä on suotuisa
- Pahimmasta kilpailusta suojassa olevalla Suomen syrjäisellä markkinalla yhtiön markkina-asema on vahva
- Kannattavuudessa on parantamisen varaa sekä tuotto-että kulupuolen kehitystoimien kautta

Riskitekijät

- Sektorin kysyntä on syklistä ja kilpailu on äärikireää
- Rakennemuutokset toimialalla
- Polttoaineen hintaan ja valuuttoihin liittyvät riskit
- Regulaation kiristyminen
- Vuoden 2019 ohjeistuksen saavuttaminen ei ole täysin varmaa

Arvostus

- Finnairin arvostus on lyhyellä tähtäimellä tulos pohjaisesti korkeahko, mutta jo edes tyydyttävän kannattavuuden saavuttaminen painaisi kertoimet melko mataliksi
- Tase pohjainen arvostus (2019e oik. P/B 1,0x) on jo matala ja tulostrendin kääntyessä näemme tasekertoimessa lievää nousuvaraa
- Osinkotuotto on lähivuosina noin 3 %:n tasolla, joten positiivisen tuotto-odotuksen realisoituminen on ennustamamme tuloskasvun varassa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-19
Toimiala	20-24
Kilpailukenttä	25-31
Taloudellinen tilanne	32-33
Ennusteet	34-39
Arvonmääritys ja suositus	40-47
Taulukot	48-49
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	50

Finnair lyhyesti

Finnair on perinteinen verkkolentoyhtiö, joka on keskittynyt etenkin matkustajien kuljettamiseen Euroopan ja Aasian välillä Helsingin kautta

1923

Edeltäjän Aero Oy:n perustaminen

1989

Finnairin listautuminen

3020 MEUR (+7,4 % y-on-y)

Liikevaihto Q3'19 LTM

158 MEUR (5,6 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto Q3'19 LTM

59 kpl (keski-ikä 10 v.)

Lentokoneita laivastossa Q3'19:n lopussa

6823

Henkilöstö Q3'19:n lopussa

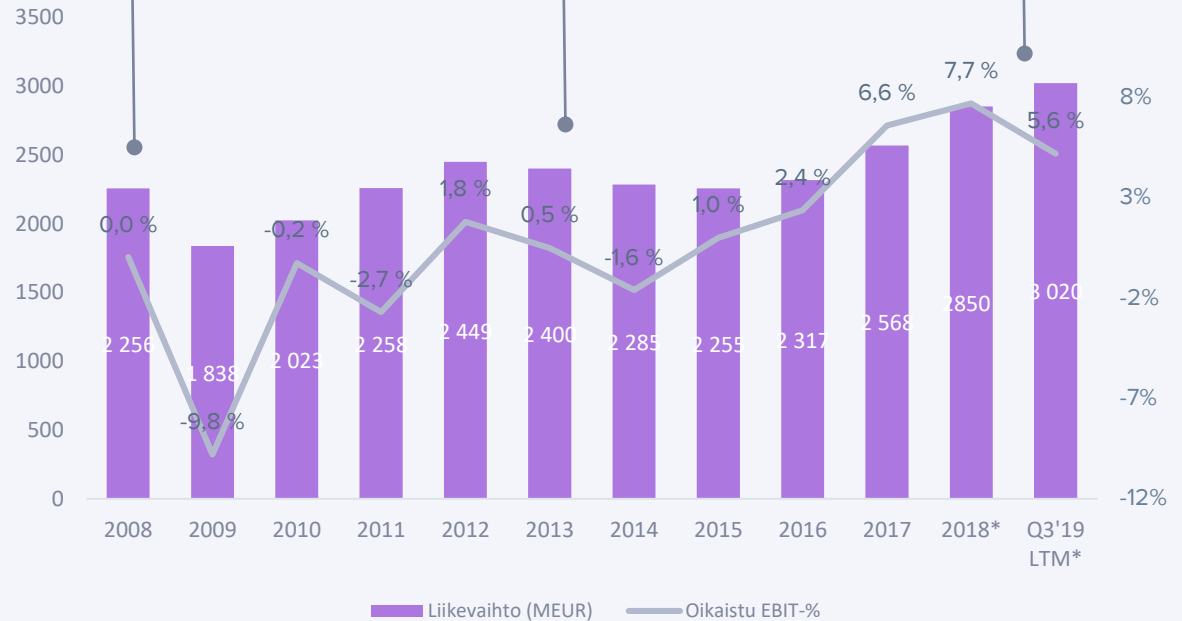
80 % / 7 % / 7 % / 6 %

Lipputuottojen, matkapalveluiden, rahdin ja lisäpalveluiden osuus liikevaihdosta Q3'19 LTM

- Finanssikriisi iskee rajusti liian korkealla kulurakenteella operoineeseen yhtiöön
- 2005 tilattujen A350-koneiden toimituksien venyminen vuoteen 2015 selviää

- Halpalentoyhtiöiden (Norwegian) kilpailupaineen nousu
- Rakenteellisten säästöjen hakeminen ja kasvuun valmistautuminen
- Hidas kasvu
- Suomen talouden heikko kehitys
- Liikevoitto positiiviseksi 2015 säästöjen avulla
- A350-toimitukset alkavat Q4'15:lla

- Kapasiteetti ja liikevaihto kasvuun 2016, kasvukipuja
- Kasvun kiihdyttäminen osuu nappiin 2017, vahva kannattavuus erittäin suotuisassa markkinassa
- Ripeä kasvu jatkuu 2018 ja 2019, talouskasvun hidastuminen, kilpailun kiristyminen ja polttoainekulujen nousu alkaa rokotaa kannattavuutta
- A350-toimitukset jatkuvat, mutta kapasiteetin kasvu alkaa hidastua 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Aasiaan panostava verkkolentoyhtiö

Vuonna 1923 perustettu Finnair (alun perin Aero Oy) on yksi maailman vanhimpia yhä toiminnassa olevia lentoyhtiöitä. Verkkopohjaisella liiketoimintamallilla operoiva yhtiö on ollut listattuna Helsingin Pörssiin vuodesta 1989 kaupankäyntitunnuksella FIAIS, mutta päätösvaltaa yhtiössä käyttää edelleen Suomen valtio selvän enemmistöosuuden turvin. Q3'19:n lopussa noin 6800 henkeä työllistänyt Finnair teki vuonna 2018 2850 MEUR:n liikevaihdolla 214 MEUR:n oikaistun liikevoiton.

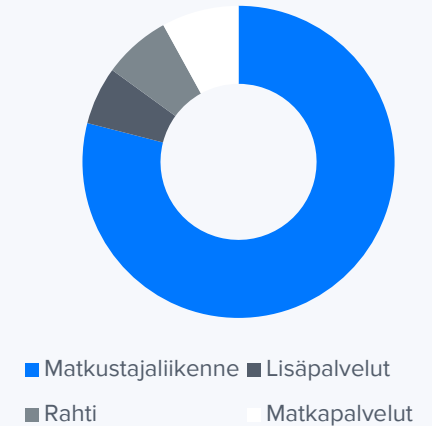
59 yhtiön itse operoimasta ja 24 osakkuusyhtiö Norran lentokoneesta (ostopalveluliikennettä Finnairille) koostuvaa laivastoa operoiva ja Oneworld-allianssiin kuuluva Finnair raportoi liiketoimintansa taloudellista kehitystä vain konsernitason tasolla. Maantieteellisesti yhtiön suurimpia liikennealueita ovat Aasia ja Eurooppa, joista kertyy myös valtaosa Finnairin liikevaihdosta. Yhtiön strategian ytimessä on etenkin Euroopan ja Koillis-Aasian välinen liikenne, jossa Finnairilla on maantieteellinen kilpailuetu Helsingin sijainnin takia. Euroopan verkoston rooli onkin Suomen sisämarkkinan palvelemisen lisäksi syöttää matkustaja Aasian verkostoon. Näiden alueiden lisäksi Finnairin liikennealueisiin kuuluvat kotimaan sisäinen liikenne ja Pohjois-Amerikka. Yhtiö operoi valmismatkaliiketoiminnoissa Aurinkomatkojen kautta. Finnairin tärkeimpiä yksittäisiä maita liikevaihtokertymällä ovat arviomme mukaan Suomi, Kiina, Japani ja Ruotsi.

Liiketoimintarakenne

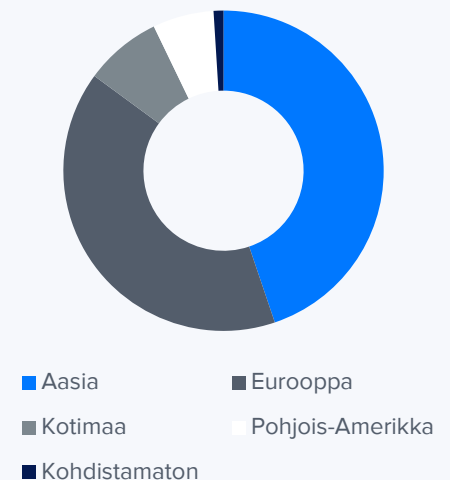
Finnairin tulovirta koostuu neljästä eri lähteestä:

- Matkustajaliikenne** eli kuluttajille myydyt lentoliput ovat Finnairin selvästi suurin tulokomponentti, sillä niistä kertyi viime vuonna Finnairin liikevaihdosta 79 %. Lipputuotoista reilut 45 % kertyy Euroopan ja Aasian välisestä liikenteestä sekä toiset noin 40 % Euroopan ja Suomen välisestä liikenteestä. Suomen ja Pohjois-Amerikan reittien osuudet ovat 8 % ja 6 %, kun taas kohdistamaton liikevaihto kattaa loput matkustajaliikenteen liikevaihdosta. Matkustajia Finnairilla oli viime vuonna yli 13 miljoonaa, joten matkustajaliikenteen liikevaihto kertyy pienistä puroista, kuten kuluttajatuote-yhtiölle on tyypillistä.
- Lisäpalvelut** eli lentomatkustajille lippujen kyljessä myydyt palvelut ja tuotteet kattoivat viime vuonna vajaat 6 % konsernin liikevaihdosta. Tähän nopeasti kasvavaan osaan kuuluu esimerkiksi paikkavarauksia, matkatavaramaksuja, lounge-palveluja, Economy Comfort -matkustusluokan myyntiä ja lentojen aikaista ruoka- sekä juomakauppaa, wifin myyntiä ja vähittäismyyntiä.
- Rahti** toi Finnairin liikevaihdosta viime vuonna reilut 7 %. Rahtituottoja Finnair saa matkustajakoneiden ruumissa kulkevista rahtitonneista, sillä varsinaiset rahtilennot yhtiö ajoi kannattavuusvaikeuksien takia alas 2014. Rahdin osalta Aasia on alueellisesti pääroolissa, mutta rahtituloa kertyy kaikilta liikennealueilta.

Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain 2018



Matkustajaliikenteen lipputulojakauma 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

- **Matkapalvelut** eli Aurinkomatkat ja Finnair Holidays -tuote käsittävät pakettimatkojen myynnin kuluttaja-asiakkaille, mistä Finnairin liikevaihdosta viime vuonna kertyi noin 8 %. Matkapalveluiden päämarkkina on Suomi, josta yhtiö saa valtaosan liikevaihdostaan, mutta Aurinkomatkoiilla on liiketoimintaa myös Virossa. Käytännössä Aurinkomatkat toimii konsernissa myös myyntikanavana lentoliikenteelle, sillä arviomme mukaan Aurinkomatkat on lentoliikenteen suurimpia yksittäisiä asiakkaita.

Finnairin liikevaihtovirrat ovat jossain määrin syklisiä, sillä matkat ja niihin liitännäiset palvelut ovat kuluttajien perspektiivistä harkinnanvaraisia hankintoja, joita on helppo perua tai siirtää käytettävissä olevien tulojen mukaan. Rahtikysyntä taas riippuu suurelta osin maailmankaupan vedosta, joka vaihtelee taloussyörien mukana. Maailmantalouden ja -kaupan veto vaikuttaa myös liikematkustajien (ml. businessluokka ja turistiluokassa matkustavat työmatkalaiset) aktiviteettiin. Tämä maksukykyinen asiakasryhmä on Finnairin tuloksen muodostumisen kannalta tärkeä, vaikka volyymin suuren osan tuokin keskimäärin hintaherkempi vapaa-ajan matkustus.

Finnair on perinteinen verkkolentoyhtiö

Finnair ja monet sen historialliset kilpailijat (esim. SAS Lufthansa, Air France-KLM, British Airways) operoivat verkkopohjaisella liiketoimintamallilla, mikä tarkoittaa käytännössä yhden tai useamman solmukohdan ympärille rakennettua verkostoa. Solmukohdasta verkkolentoyhtiö tarjoaa kattavat yhteydet eri puolille verkkoa. Finnairin solmukohta on luonnollisesti Helsinki-Vantaan lentokenttä

Suomessa, mistä yhtiö lentää yli 125 Aasian, Pohjois-Amerikan, Euroopan ja kotimaan kohteeseen. Itse operoimansa verkoston lisäksi Finnair pystyy tarjoamaan eritasoisten yhteistyökumppaniensa operoimia reittejä asiakkailleen.

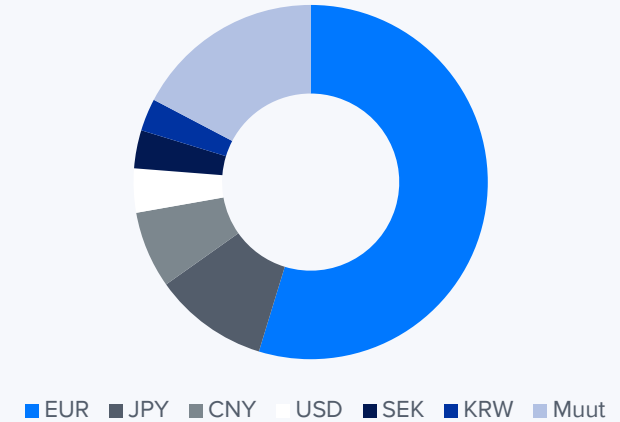
Finnair optimoi koko verkon kannattavuutta

Verkkolentoyhtiöille tyypillisesti Finnair optimoi koko verkon myyntiä ja kannattavuutta yhtenä kokonaisuutena. Siten yksittäisten reittien ei tarvitse olla kannattavia, jos ne tukevat verkon kokonaisuutta. Tämä korostuu Finnairissa, sillä yhtiön Aasian strategiassa olennaista on, että yhtiö saa tuotua kansainväliset matkustajat Helsinkiin ja siten syötettäväksi Aasian reittiverkkoon sekä päinvastoin. Samalla Aasian liikenteen kasvu edellyttää Finnairilta syöttöliikenteen kasvattamista Aasian liikenteen mukana, eikä keskittyminen pelkkään Aasiaan liikenteeseen ole yhtiön nykyisellä toimintamallilla mahdollista.

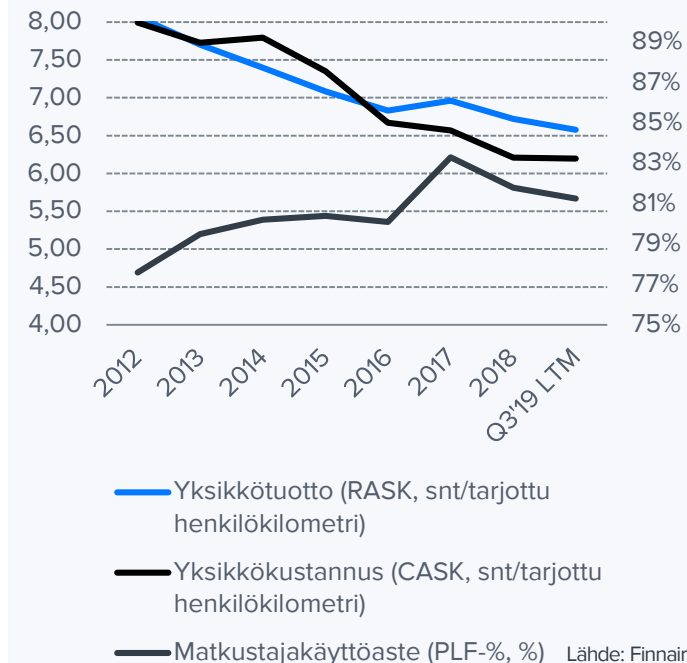
Halpalentoyhtiöt pitävät kilpailupainetta yllä

Kilpailevat liiketoimintamallit ovat etenkin lyhyillä etäisyyksillä halpalentomalli (esim. Ryanair, EasyJet, Norwegian) sekä tiettyyn segmenttiin (esim. loma- rahti- tai luksuslennot) keskittymiseen nojaava liiketoimintamalli (esim. TUIfly, Cargolux tai PrivatAir). Finnair joutuu segmentistä ja reitistä riippuen kilpailemaan myös näitä liiketoimintamalleja vastaan. Systemaattisesti markkinaosuuksia edullisten lippujen avulla 2000-luvulla etenkin lyhyen matkan liikenteessä voittaneet halpalentoyhtiöt ovat olleet piikki Finnairin ja muiden verkkolentoyhtiöiden lihassa viime vuosina, mikä on pakottanut Finnairia parantamaan kulutehokkuuttaan.

Liikevaihdon jakauma valuutoittain 2018



Finnairin RASK, CASK ja PLF-% 2012-Q3'19 LTM



Lähde: Finnair

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Lisäksi etenkin Norwegian ja myös IAG:n omistama LEVEL ovat viime vuosina tuoneet halpalentokonseptia voimalla myös mannertenvälisille lennoille, vaikka kustannusedun saavuttaminen pidemmän matkan liikenteessä onkin lyhyen matkan liikennettä vaikeampaa. Finnairin kilpailualueella Aasiassa pitkän matkan halpalentokonseptia ei ole vielä näkynyt ja sen vieminen Aasiaan on vielä pari pykälää haastavampaa kuin Pohjois-Amerikan suuntaan (vrt. Siperian rajoitettu ja Kiinan ruuhkainen ilmatila ja useiden kaupunkien kakkoskenttien puute). Viimeistään pitkällä aikavälillä myös Finnair joutunee kuitenkin kilpailemaan pitkän matkan halpalentokonseptia vastaan Aasiassa.

Yhteistyö kuuluu Finnairin liiketoimintamalliin

Finnair tekee yhteistyötä muiden lentoyhtiöiden kanssa useilla tasoilla. Tämä on verkkoyhtiölle tavallista, kun taas halpalentoyhtiöt ovat tyypillisesti pysytelleet ulkona yhteishankkeista. Kevyin yhteistyön muoto on code-sharing, jonka kautta lentoyhtiöt myyvät lippuja toisten yhtiöiden operoimille lennoille ja saavat liikevaihtoa myyntinsä perusteella. Code-sharing mahdollistaa verkon optimoinnin ja voi antaa hinnoitteluetua allianssikilpailun ulkopuolisilla reiteillä. Tämän tyyppisiä yhteistyökumppaneita Finnairilla on reilut 20, joista 13 kuuluu Finnairin tavoin globaaliin oneworld-allianssiin. Oneworldissa yhtiöt ovat syventäneet yhteistyötä reittiverkkojen optimointiin, myyntiin ja jakeluun sekä yhteisten resurssien käyttöön. Tavoitteena allianssissa on verkoston laajentaminen ja operatiiviset synergiat. Mielestämme laaja osallistuminen yhteistyöhankkeisiin on Finnairin kaltaisen pienen

lentoyhtiön kannalta tärkeää, sillä se parantaa tarjoamaa. Huomattavaa hinnoitteluhuotyä tai kulusynergioita allianssyhteistyökään ei kuitenkaan tarjota.

Finnairin kannalta syvimät ja tärkeimmät yhteistyön muodot ovat yhteiset liiketoiminnot, joissa yhtiö sopii hankkeiden alaisten reittien kapasiteetista kumppaniensa kanssa ja yhden yhtiön operoimien lentojen tulot jaetaan jäsenten kesken ennalta sovitulla tavalla. Yhteisliiketoimintoja Finnairilla on Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisessä liikenteessä (Atlantin JB) American Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian muodostaman ryhmän kanssa sekä Euroopan ja Japanin välisessä liikenteessä Japan Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian kanssa (Siperian JB). Finnairin kaikki JB-kumppanit kuuluu myös Oneworldiin. Molemmilla yhteisliiketoiminnoilla on vahva markkina-asema kohdealueillaan. Finnair on arviomme mukaan hyötynyt yhteisliiketoiminnoista selvästi viime vuosina ja niiden merkitys yhtiölle on tuntuva. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö pyrkii yhteisiin liiketoimintoihin uusilla alueilla.

Asiakaskunta on hajautunut

Kuluttajatuoteyhtiölle tyypillisesti Finnairilla on miljoonia asiakkaita eikä yksikään asiakkaista ole konsernin mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa ja myös asiakasuskollisuus on ollut lentosektorilla tyypillisesti matala ostoja keskittäviä yritysasiakkaita lukuun ottamatta, sillä lentolippu on homogeeninen tuote, jonka vertailtavuus suhteessa kilpaileviin tuotteisiin on helppoa.

Siten hajanainen asiakasrakenne ei tyypillisesti anna lentoyhtiöille selkeää hinnoitteluvoimaa vaan kireä kilpailu on historiallisesti pitänyt keskituotot paineessa.

Lentäminen ei ole erityisen skaalautuvaa

Lentoliiketoiminnassa kasvu ei ole erityisen skaalautuvaa, sillä kokoluokan kasvattaminen vaatii käytännössä lentokoneiden ja henkilökunnan määrän kasvattamista. Finnairin kaikista operatiivisista kustannuksista arviomme mukaan hieman alle 20 % on kiinteitä ja pääosin tukitoimintoihin liittyviä kuluja, jotka skaalautuvat arviomme mukaan liikevaihdon kasvuun kohtuullisesti. Siten kulurakenteessa on jonkun verran tulosvipua liikevaihdon kasvulle.

Kiinteisiin kuluihin ei ole sisällytetty lentokonekustannuksia, joiden osuus kokonaiskuluista on noin 10 %. Nämä kulut eivät lyhyellä tähtäimellä ole erityisen joustavia ja pidemmällä tähtäimellä laivaston koon pienentäminen voi aiheuttaa kertakuluja. Siten tulosvipu toimii voimakkaasti myös toiseen suuntaan myynnin laskiessa. Toisaalta joka tapauksessa lentävien koneiden täyttäminen lisämatkustajilla (ts. käyttöasteen nosto) skaalautuu voimalla kannattavuuteen, sillä yksi lisämatkustaja aiheuttaa vain vähän lisäkuluja (korkea rajatuotto). Tämä nähtiin käytännössä Finnairissa erityisen hyvin vuonna 2017. Lentoyhtiöllä onkin tyypillisesti houkutus täyttää koneitaan hinnoittelun kustannuksella eikä hintakuri sektorilla ole ollut erityisen hyvä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Polttoaine ja henkilöstö suurimmat kuluerät

Finnairin kulurakenne on tyypillinen verkko-lentoyhtiölle ja se antaa varsin hyvän läpinäkyvyyden yhtiön tuloksen muodostumiseen. Kulurakennetta kannattaa tarkastella etenkin absoluuttisin numeroin, sillä raakaöljyn mukana liikkuva polttoaineen hinta heiluttaa yhtiön kulurakennetta suhteellisesti. Finnair vaimentaa polttoaineen hinnan muutosten vaikutusta tulokseensa melko konservatiivisella 24 kk:n rullaavalla ja portaittaisella suojauspolitiikalla (seuraavan 6 kk:n ostoista 60-90 % suojattu).

Kulurakenteessa merkittävin erä on polttoaine. Tämä erä on luonnollisesti muuttuva, sillä polttoaineen kulutus riippuu etenkin lentämisen määrästä ja pienemmissä määrin liikenteen rakenteesta. Lentopetrolin hinta seuraa tiukassa korrelaatiossa raakaöljyn maailmanmarkkina-hintaa eikä polttoaineostoissa ole saavutettavissa skaalaetua. Siten polttoainekulujen osalta yhtiö on markkinoiden armoilla. Polttoainetehokkuus on sen sijaan suurelta osin riippuvainen laivastosta. Tyypillisesti polttoainetehokkuuden ylläpito vaatii investointeja lentokoneisiin, mikä sitoo pääomia. Mielestämme Finnairin laajarunkolaivasto on tällä hetkellä erittäin polttoainetehokas uusien A350-koneiden ansiosta, kun taas vanhemman kapearunkolaivaston tehokkuus on keskinkertainen.

Finnairin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä pääomavaltaiseksi liiketoimialaksi lentoliiketoiminta on myös melko henkilö-intensiivistä. Arviomme mukaan Finnair on työn tuottavuuden osalta länsieurooppalaisiin verrokkeihin nähden kilpailukykyisellä tasolla.

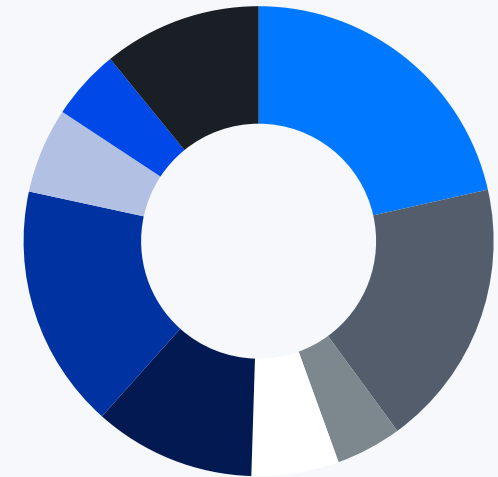
kun ensin säästöohjelma alensi kulutasoja rakenteellisesti ja sen jälkeen kasvu on painanut etenkin lentävän henkilökunnan yksikkötyökuluja (uusi lentävä henkilöstö on aloittanut alimmista palkkaluokista). Lähi-Idän ja Aasian maiden kilpailijoilla palkkarakenne on sen sijaan kevyempi.

Loput kulut koostuvat pienemmistä puroista

Loput kuluerät Finnairin kulurakenteessa ovat myynti-, markkinointi- ja jakelukulut, liikennöimismaksut, kaluston huollot, kapasiteettivuokrat, muut kulut ja poistot. Kolme ensiksi mainittua erää ovat pääosin lentämisen volyyymiin ja/tai matkustajamääriin liitännäisiä ja siten muuttuvia eriä, kun taas kapasiteettivuokrat riippuvat lentämisen rakenteesta (itse operoitu vs. ulkoa ostettu palvelu). Muut kulut ovat melko kiinteä kuluerä, joka sisältää muun muassa it- ja hallintokuluja sekä tilavuokria. Poistot sisältävät eikassavaikutteisen oman kaluston kulumisen lisäksi lease-maksujen kassavaikutteiset lyhennyserät. Lease-maksujen korko-osa kirjataan puolestaan rahoituskuluihin.

Kokonaisuutena Finnairin kulurakenne on arviomme mukaan jonkun verran monia kilpailijoita korkeampi, mikä johtuu tiettyjen mittakaavaetujen puutteesta. Tämä näkyy etenkin lyhyen matkan liikenteessä, kun taas pitkän matkan reiteillä Finnairin kustannuskilpailukyky on arviomme mukaan parempi uudemman kaluston sekä liiketoiminnan erityyppisen logiikan takia. Kokonaisuutena emme pidä kulutehokkuutta yhtiön vahvuusalueena ja yhtiön täytyykin pystyä kompensoimaan kulupuolen takamatka tulopuolella esimerkiksi kilpailijoita paremman

Kulurakenne kulerittain 2018



- Polttoaine (ASK, lentojen määrä, laivasto, USD)
- Henkilöstö (ASK)
- Kapasiteettivuokrat (ASK, liikenteen rakenne)
- Kaluston aineostot ja huolto (ASK, lentojen määrä, laivasto, USD)
- Liikennöimismaksut (ASK, lentojen määrä, liikenteen rakenne, USD)
- Matkustaja- ja maapalvelut (matkustajamäärä, kuljetetut rahtitonnit)
- Myynti-, markkinointi- ja jakelukulut (ASK, matkustajamäärä, osin kiinteä)
- Kiiinteistö, IT ja muut kulut (kiinteä)
- Poistot (laivasto, USD)

*Suluissa kuluerien tärkeimmät ajurit

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

palvelun kautta.

Dollarin kurssi heiluttaa euromääräisiä kuluja

Finnairin kuluista polttoainekulut, lentokonehuollot, lentokoneiden lease-maksut ja liikennöimismaksut ja osin poistot ovat USA:n dollareissa pääosin maksettavia kuluja. Loput kuluista ovat pääsääntöisesti euromääräisiä. Kokonaisuutena Finnairin kuluista vajaat 40 % on dollarimääräisiä, joten EUR/USD-valuuttakurssi heiluttaa yhtiön raportoimaa kulurakennetta selvästi. Dollaripositiota (ja tulopuolen EUR/JPY-virtaa) Finnair pehmentää valuuttasuojauksilla, joiden periaate on polttoainesuojausten kaltainen.

Finnairin toimintamalli on pääomaintensiivinen

Finnairin kiinteä omaisuus ja käyttöoikeusomaisuus vastasivat Q3'19:n lopussa noin 40 % taseen loppusummasta sekä 71 % viimeisen 12 kuukauden liikevaihdosta, joten yhtiön toimintamalli on lentoyhtiöille tyypillisesti melko pääomaintensiivinen. IFRS 16 -standardin takia pääomaintensiivisyyttä ei myöskään voi enää "piilottaa" taseen ulkopuolelle, sillä nykyään myös vuokravastuut ja niitä vastaavat omaisuuserät kirjataan taseeseen. Finnair on tyypillisesti omistanut noin puolet laivastostaan, kun taas toinen puoli on vuokrattu pitkäaikaisilla leasing-sopimuksilla, mutta jatkossa yhtiö aikoo kasvattaa omien koneiden määrää jossain määrin suhteessa vuokrakoneisiin. Mielestämme tietty konservatiivisuus tässä suhteessa on Finnairin kaltaiselle pienelle yhtiölle perusteltua, jotta laivaston hallinnassa ja sitä kautta kulurakenteessa

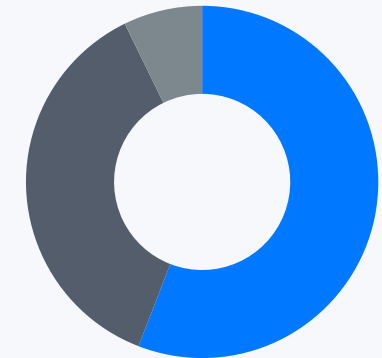
on jonkin verran joustoa eikä yhtiö jää täysin vuokrayhtiöiden armoille. Pääomaintensiivisyyden lisäksi lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin (ts. suuren kassan), mikä kasvattaa tasetta ja rajoittaa samalla pääoman tuottopotentiaalia.

Käyttöpääoma on negatiivinen

Lentoyhtiöiden asiakkaat maksavat lentoliput ostohetkellä, mutta matka toteutetaan keskimäärin joitakin viikkoja maksun jälkeen. Toisaalta liiketoiminta ei sido varastoja, sillä tuotantopanosten (esim. polttoaine) varastoinnista vastaavat tavarantoimittajat ja alihankkijat, ja lentoyhtiöt saavat suurina ostajina tyypillisesti neuvoteltua varsin pitkät maksuajat. Siten lentoyhtiöiden nettokäyttöpääoma on voimakkaasti negatiivinen ja esimerkiksi Finnairin nettokäyttöpääoma oli vuoden 2018 lopussa -19 % liikevaihdosta. Käyttöpääomatarve kuitenkin elää voimakkaasti vuoden aikana liiketoiminnan kausiluonteisuuden mukaan.

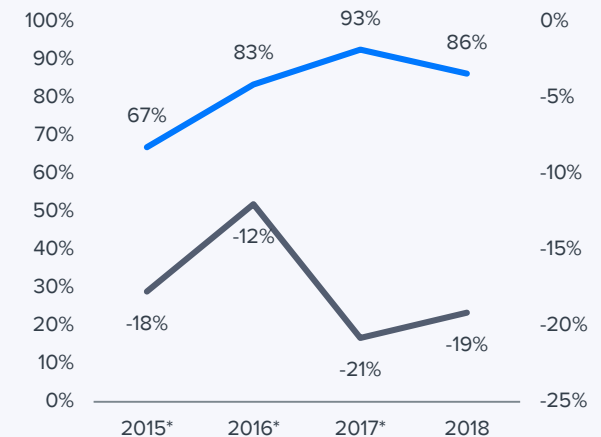
Negatiivinen käyttöpääoma rajoittaa jossain määrin korollisen pääoman sitoutumista Finnairin liiketoimintaan ja tekee kassa-virtojen ajoittumisesta houkuttelevaa. Toisaalta rahavirtojen ajoitus ja lentoyhtiöiden tyypillisesti korkea velkavipu ovat omiaan ylläpitämään rakenteellista ylikapasiteettia toimialalla, joten asialla on mielestämme myös varjopuoli (ts. toiminnan skaalaaminen alaspäin johtaa kassavirran takelteluun, mikä tekee kapasiteetin supistamisesta erittäin vaikeaa, vaikka se tukisikin pidemmän aikavälin kannattavuutta)

Kulurakenteen jakauma valuutoittain 2018



■ EUR ■ USD ■ Muut

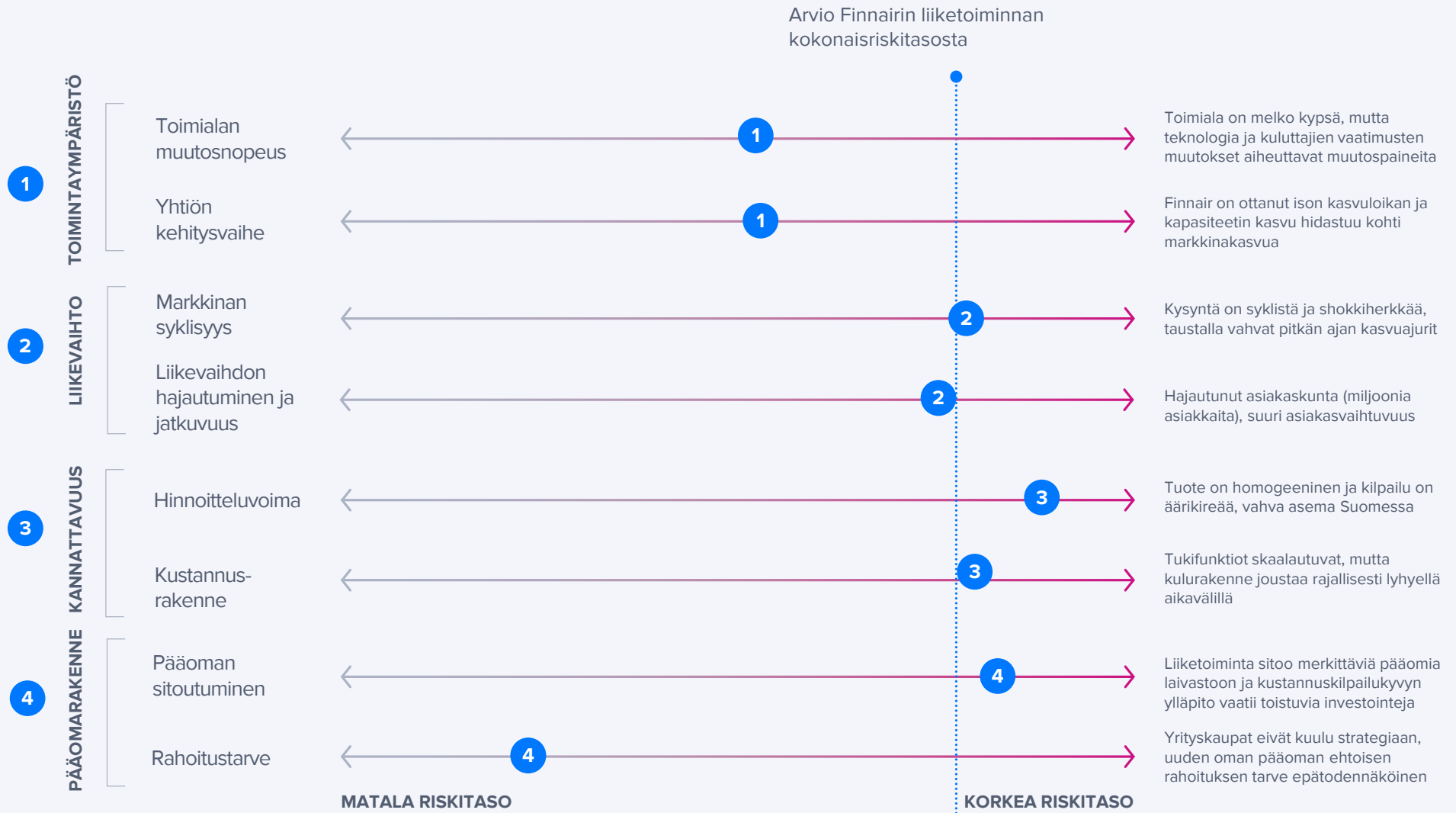
Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



— Kiinteä omaisuus ja käyttöoikeusomaisuus suhteessa liikevaihtoon (% LHS)

— Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon (% RHS)

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/3

Finnair profiloituu kasvuyhtiöksi

Finnairin keväällä 2016 lanseeratun ja onnistetun kiihdytetyn kasvun strategian myötä yhtiö profiloituu mielestämme kasvuyhtiöksi, vaikka lähivuosina kasvu onkin hidastumassa selvästi suhteessa vuosiin 2017-2019. Kasvua ajavat etenkin uudet A350-laajarunkoneet, jotka ovat nostaneet Finnairin kaukoliikennekapasiteettia ja vastaavasti myös syöttöliikenteen tarvetta vuodesta 2015 alkaen. A350-toimitukset ajavat kasvua aina vuoteen 2022 asti, jolloin viimeinen A350-kone toimitetaan (yhteensä 19).

Lähivuosien kapasiteetin kasvu hidastuu arviomme mukaan todennäköisesti 3-5 %:iin vuodessa (2019 ohjeistus 11-12 %), mikä heijastelee joksikin Finnairille relevanttien markkinoiden kasvua. Huikeita kasvuprosentteja markkina ei yli ajan orgaanisesti tarjoa, mutta kokonaisuutena globaalin BKT:n pitkän aikavälin kasvua vahvempi orgaaninen kasvunäkymä ja Finnairin edelleen kasvua painottava strategia (ml. tavoite nostaa matkustajamäärä yli 20 miljoonaan vuoteen 2030 mennessä) tukevat näkemyksemme mukaan yhtiön kasvuprofiilia. Kasvuun panostavalle ja pääomavaltaiselle yhtiölle osinkojen rooli pääoman allokoinnissa ja sijoittajien tuotto-odotuksen muodostumisessa on mielestämme toissijainen.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet:

Matkustajaliikenteen kasvu etenkin Aasiassa: Historiallisesti lentoliikenteen kysynnän kasvu ajan yli on ollut vakaata ja myös näkymät ovat tässä suhteessa varsin positiiviset. Mielestämme Finnair on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiön

keskeisellä markkinalla Kiinassa BKT henkilöä kohti on vasta saavuttamassa sellaisen absoluuttisen tason, jolla lentomatkustus kiihtyy. Siten markkina tarjoaa mielestämme yhtiölle hyvän kasvualustan etenkin Euroopan ja Aasian välisessä liikenteessä. Yhtiöllä on myös maantieteellinen kilpailuetu Euroopan ja Aasian välisessä liikenteessä Helsingin sijainnin takia.

Vahva markkina-asema Suomessa: Finnairilla on Suomeen suuntautuvassa liikenteessä erittäin vahva markkina-asema eikä kilpailu syrjäisellä ja pienellä markkinalla ole aivan yhtä kireää kuin monilla muilla alueilla maantieteellisistä syistä. Lisäksi näemme Lapin matkailussa hyödyntämätöntä potentiaalia kansainvälisten matkustajien näkökulmasta ja Finnair on hyvissä asemissa hyötymään Lapin matkailun kasvusta.

Lisäpalvelumyynnin kasvu: Lisäpalvelumyynnissä Finnair on saavuttanut vasta alan keskimääräisen liikevaihtotason matkustajaa kohti, joten mielestämme yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet kasvattaa lisäpalvelumyyntiä sekä matkustajien lukumäärää kasvattamalla (ts. matkustajaliikenteen kasvun kautta) että matkustajakohtaista myyntiä nostamalla. Tämä vaatii yhtiöltä vanhojen tuotteiden saatavuuden parantamista sekä uusia tuotteita ja palvelumalleja. Lisäpalvelumyynnissä osa tuotteista on keskimääräistä lentolippua selvästi paremman marginaaliprofiilin myyntiä, joten lisäpalvelumyynnin kasvun onnistuminen jatkossa tukisi tulosta sekä liikevaihdon kasvun että marginaalien kautta.

Tehokkuuden parantaminen: Lentosektorilla on monissa kustannuserissä kroonista

inflaatiopainetta ja toisaalta tietyt pääosin tukifunktioihin liittyvät kuluerät ovat skaalautuvia. Siten kasvu on mielestämme sektorilla tärkeässä roolissa myös kustannusten hallinnan perspektiivistä, sillä liiketoiminnan kasvaessa myös muuttuvat kustannukset kasvavat keskimääräisiä kustannuksia edullisemmin (esim. Finnairiin lähivuosina rekrytoidut lentäjät ja matkustamohenkilökunta aloittavat alimmasta palkkaluokasta). Lisäksi kiinteitä kustannuksia ei tarvitse kasvattaa tai ne kasvavat liikevaihtoa hitaammin. Kasvu parantaakin Finnairin operatiivista tehokkuutta, mikä tarjoaa edellytyksiä kannattavuuden parantamiseen. Lisäksi tehokkuusparannuspotentiaalia tarjoaa digitalisaatio, sillä sen mahdollistamien uusien toimintamallien avulla monien eri resurssien käyttöä on mahdollista parantaa ja alentaa siten kustannuksia. Rahtiliikenteessä tehokkuutta voi parantaa lähivuosina vuoden 2018 alussa avattu uusi rahtiterminaali.

Vahva tase: Finnairin taserakenne on lentoyhtiölle konservatiivinen ja yhtiön likviditeettiasema on erittäin vahva. Vahvan taseensa ansiosta Finnair on myös hyvissä asemissa investoimaan kapearunkolaivastoon, jonka uusiminen on edessä 2020-luvulla. Arviomme mukaan tämä on miljardiluokan investointi ja lisäksi yhtiöllä on rahoitettavana vielä 5 kappaletta A350-koneita. Kapearunkolaivaston uusimiseen liittyen Finnairilla on mielestämme taseensa puolesta hyvät edellytykset tarttua esimerkiksi lentokonemarkkinoilla toisinaan avautuviin erikoistilanteisiin, joissa kilpailukykyistä kalustoa voi olla saatavilla kohtuulliseen hintaan.

Sijoitusprofiili 2/3

Lisäksi vahvistunut tase tarjoaa yhtiölle myös tuloskasvupotentiaalia, sillä suotuisan tuloskehityksen myötä pidämme mahdollisena, että yhtiö pystyy vähintäänkin uudelleenrahoittamaan vuonna 2020 erääntyvän korkeakorkoisen hybridilainansa alemmalla korolla. Hyvässä skenaariossa myös hybridilainan pienentäminen ja/tai siitä kokonaan luopuminen voisivat olla mahdollisuuksien rajoissa, mutta yhtiön vapausasteisiin vaikuttaa mielestämme oleellisesti kapearunkolaivaston uusimistarpeen mittakaava ja ajoitus.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Toimialadynamiikka ja kilpailu: Lentoliikenne on äärimmäisen kilpailtu toimiala globaalisti ja päätuotteen (lentolippu) homogeenisen luonteen takia lentoyhtiöiden hinnoitteluvoima on tyypillisesti rajallinen. Käytännössä nämä tekijät ovat pitäneet lentoyhtiöiden yksikkötuotot (ts. lippujen hinnat) kroonisessa paineessa, mikä tiettyjen kuluerien krooniseen inflaatiopaineeseen yhdistettynä muodostaa tuloksenteon perspektiivistä hankalan yhtälön. Finnair on monia verrokkeja paremmin suojassa kilpailulta Suomen syrjäisen sijainnin ja toisaalta Koillis-Aasian liikennettä rajoittavien tekijöiden (Siperian ilmatilan käyttö ja Aasian suurkaupunkien ruuhkaiset kentät) takia, mutta sektorin äärikireä kilpailu ja yksikkötuottojen krooninen paine ovat silti mielestämme merkittävimpiä riskejä Finnairin pitkän ajan kannattavuudelle. Q3'19:n lopun tilanteen mukaan 1%-yksikön muutos matkustajaliikenteen keskituotossa vaikuttaa Finnairin liiketulokseen 24 MEUR:lla.

Kysynnän volatiliiteetti: Lentomatkustamisen kysyntä on lyhyellä tähtämellä tyypillisesti herkkää ulkoisille shokeille, kuten esimerkiksi taloussyklien muutoksille, tarttuville taudeille ja terrori-iskuille. Tämä voi vaikuttaa lyhyellä tähtämellä Finnairin kannattavuuteen, sillä Q3'19:n tilanteen mukaan matkustajakäyttöasteen 1%-yksikön muutos vaikuttaa yhtiön liiketulokseen 31 MEUR:lla. Siten ulkoisen toimintaympäristön muutokset voivat heiluttaa yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta tyypillisesti lentoliikenne on toipunut melko nopeasti shokeista sektoria tukevien vahvojen kysyntäajurien takia.

Rakenteelliset muutokset toimialalla: Haastavan toimialadynamiikan ja lentosektorilla osittain saavutettavissa olevien suuruuden ekonomian hyötyjen takia erilaisten yhteistyökuvioiden merkitys tulee arviomme mukaan kasvamaan toimialalla. Miestämme tämä on riski Finnairille, jos yhtiö jää liian pieneksi ja liian yksin kilpailukentän rakenteiden muuttuessa. Toisaalta onnistuneet yhteistyöhankkeet (esim. Finnairin Pohjois-Amerikan ja Japanin reittien yhteisliiketoiminnat) ja saman tyyppisten yhteistyömallien laajentaminen ovat mahdollisuus Finnairille. Lisäksi tietyissä skenaarioissa yhtiö voisi myös hyötyä kilpailukentän konsolidoitumisesta.

Polttoaineen hintariski: Raaka-öljyn hinnan kanssa vahvasti korreloiva lentopetroli on suurin kustannuserä Finnairin tuloslaskelmassa. Sektorin kireän kilpailutilanteen takia lentoyhtiöllä on historiallisesti ollut vaikeuksia siirtää polttoaineen hinnan nousu täysimääräisesti lippujen hintoihin ja toisaalta hintojen laskua on valunut myös asiakkaille alempien lippujen hintojen muodossa.

Arviomme mukaan polttoaineen hintakehitys tulee heiluttamaan Finnairin tulosta ja rahavirtaa myös jatkossa. Q3'19:n lopun tilanteen mukaan polttoaineen 10 %:n hinnan muutos ennen suojauksia vaikutti yhtiön liikevoittoon 66 MEUR:lla ja suojausten jälkeen 31 MEUR:lla.

Valuuttakurssit: Finnairin merkittävimpiä tulovaluuttoja ovat euro, Japanin jeni ja Kiinan juan (sidottu USA:n dollariin), kun taas kustannukset ovat valtaosin euroissa ja USA:n dollareissa. Käytännössä Finnair hyötyy/kärsii tulovaluuttojen vahvistumisesta/heikentymisestä suhteessa euroon, kun taas kuluvaluutoilla vaikutukset ovat käänteisiä. Näin ollen valuuttakurssit heiluttavat yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta. Q3'19:n lopun tilanteen mukaan EUR/JPY-kurssin 10 %:n muutos vaikuttaa liiketulokseen ennen suojauksia 37 MEUR:lla ja suojausten jälkeen 15 MEUR:lla. USA:n dollarin osalta vastaavat herkkyydet ovat 85 MEUR ja 27 MEUR, mutta suunta on päinvastainen.

Häiriöriskit: Lentoliiketoiminta on henkilö-intensiivistä ja lentävän henkilökunnan osalta tarkasti säänneltyä, minkä takia lakot, työnseisaukset ja muut mielenilmaukset häiritsevät nopeasti liikenteen sujuvuutta ja voivat aiheuttaa lyhyellä aikavälillä selviä tappioita. Historiallisesti henkilöstöryhmät ovat myös käyttäneet lakkoasetta etujensa ajamiseen. Finnairilla on voimassa oleva työehtosopimus lentäjien kanssa maaliskuuhun 2020 asti ja matkustamohenkilökunnan kanssa tammikuuhun 2022 asti, joten neuvotteluja kriittisten henkilöryhmien kanssa on edessä jo lähiaikoina.

Sijoitusprofiili 3/3

Lisäksi yhtiö altistuu jossain määrin kuitenkin myös alihankkijoiden ja muiden lentokenttien työntekijäryhmien lakoille. Työntekijäryhmien lisäksi häiriöitä voivat aiheuttaa vaikeasti ennustettavat mutta yleensä rajallisen vaikutusajan omaavat luonnon mullistukset. Potentiaalisiksi ja toistuvaksi häiriöriskiksi on muodostunut myös Euroopan ruuhkainen ilmatila, joka on aiheuttanut etenkin kesinä 2018-2019 tuntuja myöhästymisiä lentoliikenteeseen.

Venäjän ylilento-oikeuspolitiikka: Finnairille strategisesti tärkeä ja todennäköisesti erittäin hyvin kannattava Euroopan ja Aasian välinen liikenne edellyttää Siperian yli lentämistä. Siperiassa ilmatilan käyttö on rajoitettua Venäjän hallinnon päätösten takia. Taloudellisesti ja poliittisesti epävakaa Venäjän ylilentolupien saatavuuteen ja hintoihin liittyy mielestämme epävarmuutta. Emme kuitenkaan pidä riskin realisoitumista erityisen todennäköisenä (esim. oikeudet ovat tärkeä ulkomaan valuutan lähde Venäjälle ja Venäjän ilmailusektorille) ja historiallisesti Finnair on pärjännyt liikenneoikeusneuvotteluissa Venäjän kanssa hyvin. Riski on myös kaksisuuntainen, sillä Venäjä on historiallisesti rajoittanut ilmatilansa käyttöä liikenneoikeuspolitiikalla (esim. yksi lupa per maa) ja lupien avokätisempi myöntäminen voisi lisätä kilpailua Finnairille kriittisillä Koillis-Aasian reiteillä. Venäjän aiempaa vapaampi liikenneoikeuksien myynti voisi siis kiristää kilpailua Finnairin Aasian markkinoilla, mikä voisi olla negatiivista yhtiön kannattavuuden kannalta.

Kiristytävä regulaatio: Jo nyt EU:n päästökaupan piirissä oleva lentoliikenne aiheuttaa globaaleista

hiilidioksidipäästöistä karkeiden arvioiden mukaan 3-5 %. Lentoliikenteen ripeän volyymikasvunäkymän takia sektorin hiilidioksidipäästöt uhkaavat edelleen kasvaa varsin nopeasti lentokoneteknologian jatkuvasta kehitymisestä huolimatta ja lentosektori on yksi sektori harvenevassa vielä päästöjään absoluuttisesti kasvattavien toimialojen joukossa. Tämä aiheuttaa mielestämme selkeän uhan, että poliittiset päättäjät asettavat sektorille maksuja, veroja ja/tai muita lisäkuluja, joilla kasvavaa päästörasitetta pyrittäisiin kompensoimaan. Varsinaisen regulaation riskinä ovat myös kuluttajien mielialojen muutokset ja ympäristötietoisuuden kasvu, joka voi muuttaa kuluttajien suhtautumista lentämiseen negatiivisemmaksi ja leikata siten kysyntää. Riskit mielestämme korostuvat lyhyen matkan liikenteessä, jossa lentämiselle on helpompi löytää aidosti ekologisempia vaihtoehtoja.

Esimerkiksi Ruotsissa on jo asetettu ylimääräinen lentovero, joka on portaittainen matkan pituuden mukaan. Tämentyyppiset ylimääräiset rasitteet ovat mielestämme uhka myös Finnairin tapauksessa keskipitkällä ja etenkin pitkällä aikavälillä, vaikka Suomessa ei olekaan konkreettisia suunnitelmia esimerkiksi lentoveroista tai muista pakollisista päästökompensaatioista. Ylimääräiset maksut Finnairin ja muiden lentoyhtiöiden pitäisi luonnollisesti siirtää asiakkaidensa maksettavaksi, mikä taas vaikuttaisi hintajoustoista riippuen jollain voimakkuudella kysyntään ja sitä kautta yhtiön kannattavuuteen.

Kansainvälinen siviili-ilmailujärjestö (ICAO) on

päättänyt globaalista markkinaehtoisesta päästöjen kompensointiohjelmasta (CORSA). Ohjelman tavoitteena on jäädyttää siviili-ilmailun hiilidioksidipäästöt vuoden 2020 tasolle ja vuoteen 2050 mennessä leikata päästöjä 50 %:lla vuoden 2005 tasoon verrattuna. Ohjelma toimii EU:n päästökaupan rinnalla.

Ohjelman sisältöön liittyy vielä huomattavia epävarmuuksia, sillä tällä hetkellä ICAO on keräämässä päästödataa lentoyhtiöltä ja rakentamassa mekanismeja vertailutasojen määrittämiseksi. Hiilidioksidipäästöjen hyvityksen pilottivaihe, jossa Finnair on mukana, alkaa vuonna 2021. Ensimmäinen vaihe on efektiivinen vuosina 2024-2026 ja ohjelmaan osallistuminen on pakollista kaikille lentoyhtiölle vuodesta 2027 alkaen. Viimeisessä vaiheessa mukaan tulevat Kiina, Intia ja Venäjä. Pilotin aikana ja ensimmäisessä vaiheessa ja pakollisen vaiheen alussa hiilidioksidipäästöjä hyvitetään perustuen koko ilmailusektorin päästöjen kasvuvauhtiin. Pakollisessa vaiheessa kompensatio muuttuu lopulta yhtiökohtaiseen päästöjen kasvuun sidotuksi.

Koska ohjelman ehtojen ja vertailutasojen laatiminen on vielä kesken, CORSA:n taloudellisten vaikutusten arviointi on erittäin vaikeaa. Tämänhetkisen näkemyksemme mukaan ainakaan ohjelman alku ei aiheuta Finnairille tuntuja lisäkuluja, vaan kompensatiokulut pysyvät joissakin miljoonissa. Pitkällä tähtäimellä pidämme ohjelmaa toimialan ja yhtiöiden kannalta tarpeellisena, jotta yhtiöiden ja toimialan maine ei kärsi kolhuja.

Sijoitusprofiili

1.

Aasian ja etenkin Kiinan liikenteen kasvu

2.

Vahva markkina-asema Suomessa

3.

Vaikea toimiala- ja kilpailudynamiikka

4.

Kustannusten krooninen nousupaine

5.

Vahva tase ja likviditeetti

Potentiaali



- Trendinomaisesti kasvava kysyntä ja kapasiteetti antavat orgaanista kasvupotentiaalia
- Kasvu helpottaa kustannusten hallintaa ja tukee kannattavuutta kahdesta suunnasta
- Vahva taloudellinen asema antaa yhtiölle liikkumavaraa
- Lisäpalvelumyynti on vielä kaukana potentiaalista ja yhtiön tavoitteista

Riskit



- Toimiala on erittäin kilpailu ja yksikkötuotoissa on kroonista laskupainetta
- Kysyntä on lyhyellä tähtäimellä herkkää shokeille
- Polttoaineen hinta ja valuuttakurssit heiluttavat kannattavuutta
- Rakenteelliset muutokset toimialalla
- Häiriöiden uhka, Venäjä ja kiristynvä regulaatio

Toimiala 1/3

Lentoliikenteen kysyntä on historiallisesti tuplaantunut 15 vuodessa

Globaali lentoliiketoiminta on valtava satojen miljardien dollarien markkina. Lentomatkat voidaan luokitella elintaso-ohyödykkeeksi, sillä suuri osa matkustusvolyymistä on vapaa-ajan matkoja. Tästä huolimatta myydyillä henkilöstökilometreillä mitattuna länsimaita köyhempi Aasia on noussut väestömääränsä turvin jo suurimmaksi markkinaksi, kun taas Eurooppa on toiseksi suurin markkina. Matkustuksen frekvenssi on Länsi-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa selvästi Aasiaa ja muita kehittyviä maita korkeampi. Esimerkiksi Kiinassa BKT on vasta saavuttamassa absoluuttista tasoa, jolla vapaa-ajan matkustus kiihtyy.

Historiallisesti lentomatkamattamisen kysyntä on kasvanut varsin nopeasti, sillä viime vuosikymmeninä lentomatkustus on määrällisesti kaksinkertaistunut 15 vuoden välein. Tämä vastaa keskimäärin noin 4,5 %:n vuosikasvua, mikä ylittää

selvästi maailmantalouden saman aikajakson noin 3-4 %:n keskimääräisen vuosikasvun. Ajanjaksolle on myös osunut useita toimialaa ravistelleita ulkoisia shokkeja, kuten taloustaantumia, öljykriisejä, sodan uhkia, turvallisuusriskejä ja pandemioita, mistä huolimatta pitkän ajan trendikasvu on jatkunut vakaana. Kysyntä on myös toipunut shokeista tyypillisesti nopeasti. Vuosina 2014-2018 lentoliikenteen kasvu on ollut trendikasvun yläpuolella keskimäärin 6,5 % vuodessa, joten ala on nauttinut viimeaikoina suotuisan trendin lisäksi myös syklisesti hyvästä jaksosta, kun globaali taloussykli on piristynyt ja polttoaineen hinnan lasku (ts. lippujen hintojen lasku) on ruokkinut kysyntää. Vuonna 2019 kysynnän kasvu on jäänyt taloustilanteen jäähtymisen, poliittisen epävarmuuden ja hintastimulaation loppumisen takia trendikasvun alapuolelle.

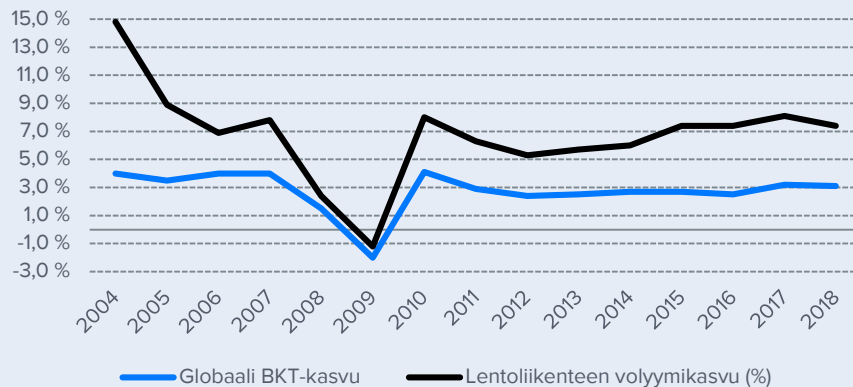
Kysynnän odotetaan pysyvän samalla kehityskäyrällä myös jatkossa

Vahva trendikasvu ja palautuminen shokeista johtuvat lentomatkamattamista tukevista vahvoista kasvuajureista, joita ovat väestön kasvu, globaali elintason nousu, maailmankaupan lisääntyminen ja lentomatkustuksen tekninen kehitys. Nämä voimakkaat ajurit tukevat lentomatkamattamista myös jatkossa ja lentokonemarkkinaa dominoivat Boeing ja Airbus odottavat globaalin lentomatkamattamisen volyymin kaksinkertaistuvan myös seuraavan 15 vuoden aikana ja ylittävän siten selvästi maailmantalouden kasvuvauhdin.

Kiina on Finnairille merkittävä mahdollisuus

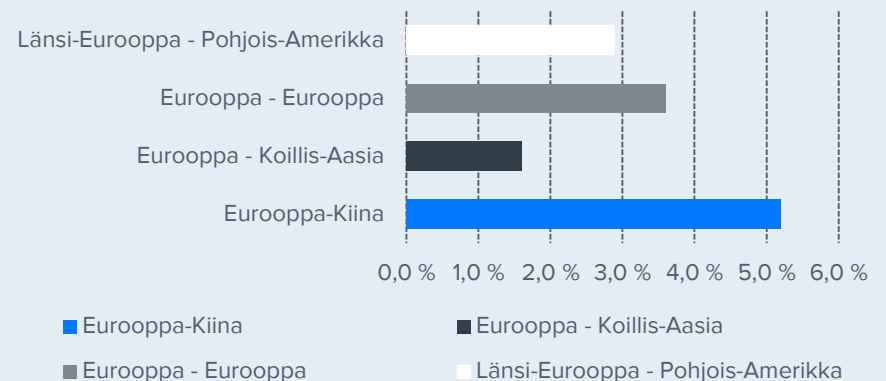
Finnair on pieni ja tiettyihin alueisiin keskittynyt toimija, joten sen kannalta koko markkinan kasvupotentiaalia olennaisempaa on katsoa etenkin yhtiön päämarkkina-alueiden kasvunäkymiä. Boeing on ennustanut tänä vuonna Kiinan ja Euroopan välisen liikenteen kasvavan vuosina 2018-2037 5,6 % vuodessa. Kiina on siten Finnairille merkittävä mahdollisuus.

Lentämisen volyymin ja maailman BKT-kasvu 2004-2018



Lähde: IATA, Boeing

Finnairin alueiden kysynnän kasvuennuste 2018-2038e



Toimiala 2/3

Länsi-Euroopan ja Koillis-Aasian (Japani ja Korea) välisessä liikenteessä kasvuennuste on noin 1,6 % vuodessa, kun taas Euroopan sisäisen liikenteen sekä Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisten reittien ennustetaan kasvavan 3,6 ja 2,9 % samalla aikavälillä. Siten päämarkkinoiden kysyntäfundamentit ovat terveet kaikilla markkinoilla ja etenkin Kiinassa on Finnairille merkittävää potentiaalia etenkin pitkällä aikavälillä.

Lentoyhtiöt ovat valmistautuneet hyvien kysyntänäkymien jatkumiseen

Vahvaa pitkän aikavälin kasvua heijastellen lentoyhtiöiden kapasiteetti (lentokoneiden yhteenlaskettu penkkimäärä) on kasvanut historiallisesti merkittävästi, vaikka yhtiöt ovat pystyneet tehostamaan pitkällä aikavälillä käyttöasteitaan tuntuvasti ja nykyinen yli 80 %:n globaali matkustajakäyttöaste on sektorin historian huipputasolla. Lentoyhtiöt ovat myös valmistautuneet kysynnän kasvun jatkumiseen tilaamalla runsaasti uutta kapasiteettia. Kasvun

lisäksi uudella kapasiteetilla yhtiöt hakevat operatiivista tehokkuutta ja ympäristörasituksen pienentämistä. Tästä osoituksena ovat myös Airbusin ja Boeingin pitkät tilauskirjat, vaikka peruutukset ja tilauksien muutokset ovat alalla yleisiä eikä konevalmistajien tilauskirja tule suurella todennäköisyydellä siirtymään sellaisenaan kapasiteetiksi. Kohtuullisen kuvan alan tarjontanäkymistä tilauskannat kuitenkin antavat.

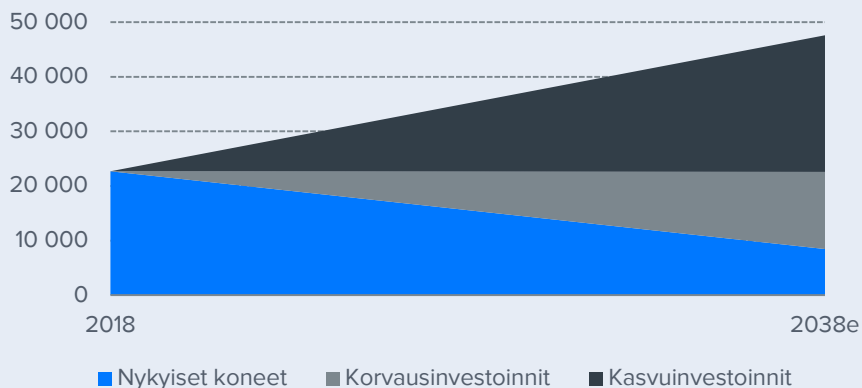
Airbus arvioi matkustaja- ja rahtilentokoneiden määrän kasvavan uusien koneiden toimitukset ja vanhan kaluston poistuma huomioiden vuoden 2019 alun 22 680 matkustaja- ja rahtikoneesta noin 47 680 koneeseen vuonna 2038. Tämä tarkoittaisi noin 110 %:n kasvua eli 3,8 % vuodessa. Kapasiteetin kasvuennuste on laskenut hieman viimeisen vuoden aikana. Airbus odottaa puolestaan matkustajavolyymin kasvavan vuosina 2018-2038 4,3 % vuodessa. Siten kapasiteetin ja kysynnän kasvu ovat kohtuullisen hyvin

tasapainossa, kun huomioidaan myös, että koneiden keskimääräinen penkkimäärä jatkaa todennäköisesti myös kasvuaan. Alueellisia eroja voi kuitenkin syntyä, mitä lentokoneiden verrattain hyvä liikkuvuus kuitenkin rajoittaa. Siten emme usko, että kysyntä/tarjonta-kuvan kehityskaari Finnairin päämarkkinoilla poikkeaisi olennaisesti koko globaalin markkinan isosta kuvasta. Arviot ovat kuitenkin karkeita muun muassa pitkien aikaviiveiden ja ennusteisiin liittyvän olennaisen epävarmuuden takia.

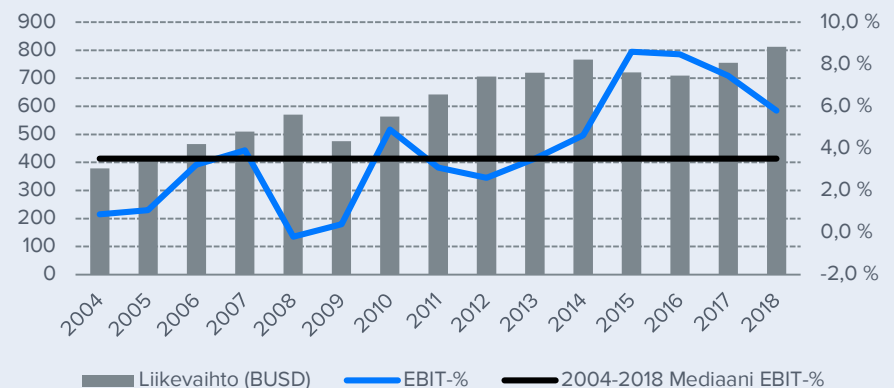
Sektorin kärsii heikosta hinnoitteluvoimasta

Vaikka jatkuva kysynnän kasvu osoittaa, että lentoteollisuus luo merkittävää lisäarvoa asiakkailleen ja koko yhteiskunnalle, lentoliiketoiminnan taloudellisen suorituskyvyn historia on heikko eikä toimiala ole pystynyt luomaan pitkässä juoksussa lisäarvoa sijoittajille (viimeisen 20 vuoden aikana ROIC-% < WACC-%). Viime vuosina toimialan kehitys on ollut nousujohteista etenkin pohjois-amerikkalaisten

Matkustaja ja rahtikoneiden lukumäärä 2018-2038e



Lentosektorin liikevaihto ja kannattavuus 2004-2018



Toimiala 3/3

ja eurooppalaisten nousujohteisen kehityksen ansiosta ja koko toimiala on saavuttanut pääomakustannuksen ylittävän pääoman tuoton vuosina 2015-2018. Vuonna 2019 IATA odottaa toimialan kannattavuuden heikkenevän ja pääoman tuoton olevan käytännössä pääoman kustannuksen tasolla.

Sektorin karsii heikosta hinnoitteluvoimasta

Mielestämme heikon taloudellisen historian taustalla on lentolippujen reaalihintojen selvä lasku pitkällä aikavälillä (Boeingin mukaan keskimäärin noin 1 % vuodessa). Lasku on ollut luonnollista, sillä myös lentämisen yksikkökustannukset ovat laskeneet rajusti mm. polttoainetehokkuuden parantumisen, käyttöasteiden nousun, konekokojen kasvun ja it-kehityksen myötä. Lippujen hintaeroosio on ollut tehokkuuden parantumista nopeampaa, mikä kuvaa sektorin kireää kilpailua ja homogeenisen päätuotteen heikkoa hinnoitteluvoimaa. Marginaaleja ovat lisäksi painaneet sektorin

tiettyjen kustannuserien rakenteelliset nousupaineet ja ainakin aikaisemmin myös valtioiden taloudellisesti epärationaaliset toimet monien lentoyhtiöiden taustalla.

Historiallista kehitystä olennaisempaa on tulevaisuuden näkymät. Mielestämme ainakin osa toimialan haasteista on kuitenkin rakenteellisia ja odotamme toimialadynamiikan pysyvän haastavana sijoittajien perspektiivistä myös jatkossa. Tämä ja koko toimialan historiallinen track-record rasittavat lentoyhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia toistaiseksi, sillä sijoittajat vaativat alan yhtiöiltä leveitä riskipreemioita ainakin ennen kuin alan track-record taloudellisen lisäarvon luonnista on pidempi.

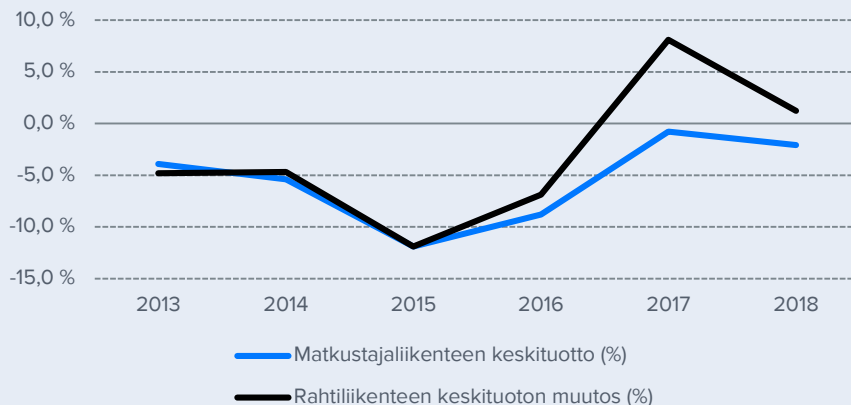
Konsolidaatio tulee etenemään alalla

Haastavan toimialadynamiikan takia lentoyhtiöt ovat tehneet yhteistyötä monilla tasoilla. Yritysjärjestelyt ovat konsolidoineet toimialaa etenkin USA:ssa, mikä on yksi syy maan lentoyhtiöiden

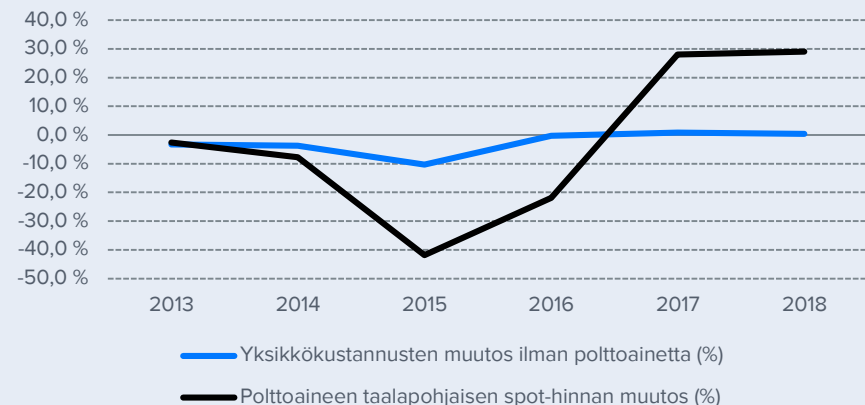
absoluuttisesti hyviin ja suhteellisesti erittäin hyviin kannattavuuksiin. Pohjois-Amerikkaa lukuun ottamatta rakenteet ovat jääneet hajanaisemmiksi, joskin myös Euroopassa konsolidaatio on edennyt viimeisen parin vuoden aikana useiden pienten ja keskisuurten pelurien konkurssien takia. Pidämme konsolidaation etenemistä muilla alueilla vääjäämättömänä, sillä yritysjärjestelyt olisivat tehokkain keino tiettyihin alan rakenteellisiin haasteisiin vastaamiseen.

Konsolidaatio on mahdollista myös Finnairin ydinalueella, sillä Norwegianista on tietävästi ollut kiinnostuneena useampikin lentoyhtiö. Lisäksi arvioimme muiden tasojen yhteistyöhankkeiden merkityksen kasvavan sektorilla entisestään. Finnairin kannalta sen ydinalueilla etenevä konsolidaatio voi muodostaa sekä uhkia että mahdollisuuksia konsolidaattorien strategioista riippuen. Finnairin arvioimme olevan fuusio-muotoisen konsolidaation ulkopuolella Suomen valtion lukossa olevan omistusosuuden takia.

Keskituottojen muutokset 2013-2018



Kuluerien muutokset 2013-2018



Lentosektorin toimialadynamiikan ajurit

Kysynnän pitkän aikavälin trendikasvu > globaalin BKT:n kasvu

Heikko hinnoitteluvoima	Kireä kilpailu	Kustannuspuolen haasteet	Kehitystoimet / lyhyen ajan ajurit
<ul style="list-style-type: none">• Homogeeninen tuote (vaikea erottautua)• Tuotteet helposti vertailtavissa (internet)• Tuotteen alhaiset vaihtokustannukset• Toimialan hajanainen rakenne• Maltilliset suuruuden ekonomian hyödyt	<ul style="list-style-type: none">• Rajalliset suuruuden ekonomian hyödyt• Matala alalle tulon kynnys• Lentokoneiden liikuteltavuus• Halpalentomallin läpilyönti / markkinaosuuden voittaminen• Valtiot ovat tukeneet kilpailukyvyttömiä yhtiöitä	<ul style="list-style-type: none">• Tulokset alttiita volatiiliin öljyn hinnan liikkeille• Henkilöintensiivinen liiketoiminta, voimakas lakkoase• Viranomaissääntely• Palveluntarjoajien oligopolit (esim. konevalmistajat) ja paikalliset monopolit (esim. lentokentät)	<ul style="list-style-type: none">• Kustannustason alentaminen• Uudet liikevaihtovirrat• Konsolidaatio / yhteistyöhankkeet• Suotuisa kysyntäsykli ja öljyn hinnan lasku• Alhainen kustannusinflaatio ja matalat korot

2014 asti Euroopan lentosektorin ROIC-% < WACC-%

2015-2018 Sektorin ROIC-% > WACC-%

Kilpailu 1/4

Kilpailukenttä on hajanainen

Finnairin liikenteen keskuksessa Helsinki-Vantaan lentokentällä operoi lentokenttää pyörittävän Finavian mukaan noin 60 yhtiötä, joista tosin osa myy Helsingistä vain niin sanottuja codeshare-lentoja ja/tai tilauslentoja. Helsinki-Vantaalla konkreettisesti operoivia lentoyhtiöitä on Finavian mukaan reilut 30. Lisäksi muutamat halpalentoyhtiöt operoivat Suomen maakuntakentillä yksittäisiä reittejä Eurooppaan. Helsinki-Vantaalla operoivien yhtiöiden lisäksi Finnairin kilpailukenttä kattaa laajemmin yhtiön strategisilla painopistealueilla operoivia yhtiöitä. Kilpailukenttä on kuitenkin varsin erilainen kotimaan sisäisillä, Suomen ja Euroopan välisillä sekä kaukoreiteillä.

Kotimaassa Norwegian haastaa Finnairia

Kotimaan sisäinen lentoliikenne on jakautunut Finnairin ja vuodesta 2010 aggressiivisesti Suomessakin laajentuneen Norwegianin kesken. Finnair lentää Suomessa Helsingistä yhteensä 16 maakuntakaupunkiin (sis. Norran ostopalveluliikenne) tai Pohjois-Suomen lomakohteeseen. Norwegianilla Suomen sisäisiä reittejä on 4 kappaletta, sillä yhtiö on fokusoitunut vahvasti pitkiin pohjoisen kaupunkireitteihin (Oulu ja Rovaniemi) ja Lapin lomakohteisiin (Kittilä ja Ivalo). Arvioimme Finnairin olevan selvä markkinajohtaja Suomen sisäisessä liikenteessä yli 70 %:n markkinaosuudella (ml. Norran ostoliikenne). Lyhyemmillä maakuntareiteillä myös muut kulkuneuvot ovat tietyllä tasolla kilpailijoita Finnairille, vaikka lentoliikenne asemoituu eri kategoriaan sekä ajallisesti että hintojen osalta

junien, linja-autojen ja oman auton käytön kanssa.

Halpakonseptilla operoiva Norwegian on arviomme mukaan pitänyt kilpailuasetelman Suomessa erittäin kireänä. Kilpailun lisäksi Suomessa ongelmia aiheuttaa pieni markkinan koko etenkin yksittäisillä reiteillä, mikä rajoittaa operatiivista tehokkuutta. Suomen sisäisen liikenteen kannattavuuksista kumpikaan yhtiö ei anna tietoja, mutta volyympotentiaalin rajallisuus ja matalat matkustajakäyttöasteet huomioiden kannattavuus on todennäköisesti Oulun pohjoispuolista maata lukuun ottamatta heikko. Suomen sisäisen liikenteen rooli on Finnairin perspektiivistä verkon kokonaisuutta tukeva eikä maan sisäisen liikenteen kannattavuus ole itseisarvo. Emme silti olisi yllättyneitä, jos Finnairin kotimaan verkostossa kaikkien reittien lentämistä ei voisi perustella edes verkostosyllä, mutta kotimaan verkostoa yhtiö ei hienosäätöjä lukuun ottamatta ole viime vuosina supistanut.

Norwegian ja läntiset verkko-operaattorit kilpailevat Helsingin ja Euroopan liikenteessä

Arviomme mukaan Finnairin (sis. Norra) jälkeen kentän viisi suurinta yhtiötä olivat Norwegian, skandinaavinen SAS, saksalainen Lufthansa, hollantilainen KLM ja lomalentoyhtiö TUI Group. Arviomme mukaan myös Finnairin keskeisimmät kilpailijat Euroopan liikenteessä löytyvät tästä joukosta, sillä myös nämä yhtiöt ovat joko kotoisin tai vahvasti läsnä Finnairin Euroopan strategisella painopistealueella Alppien pohjoispuoleisessa Euroopassa.

Finnairin kommenttien perusteella yhtiön Suomen ja Euroopan välisen liikenteen markkinaosuus on

nyt yli 60 %. Finnairin markkinaosuus Helsingin liikenteessä on siis vahva, mutta näin kuuluukin olla, sillä Helsinki on Finnairin solmukohta, kun taas monille kilpailijoille Helsinki on vain syrjäinen sivukenttä. Arviomme mukaan Finnairin markkinaosuus on ollut viime aikoina nousussa, sillä yhtiön on todennäköisesti hyötynyt ainakin Norwegianin taloudellisista vaikeuksista sekä strategiamuutoksesta. Myös suuret länsimaiset pelurit ovat saattaneet hävitä hieman markkinaosuutta.

Kokonaisuutena Norwegianin aggressiivinen hinnoittelu ja länsipelureiden reunamarkkinoille toisinaan suuntaama räväkkä markkinointi ovat arviomme mukaan pitänyt kilpailutilanteen melko kireänä ja katteet paineessa Helsingin ja Euroopan välisessä liikenteessä. Kokonaisuutena Finnairin kilpailuasetelma Euroopan reiteillä on kuitenkin esimerkiksi muuta Länsi-Eurooppaa selvästi helpompi, sillä halpalentoyhtiöiden kiinnostus Suomen markkinaan on ollut esimerkiksi monia muita alueita (esim. Skandinavia) heikompi maan syrjäisen sijainnin ja pienen markkinakoon takia. Lisäksi Finnair pystyy tarjoamaan Suomen ja Euroopan välisessä liikenteessä läntisiä verkkoyhtiötä paremmat yhteydet asiakkailleen, sillä eurooppalaisyhtiöt lentävät Helsingistä suoraan vain liikenteen solmukohtiinsa. Kireä kilpailu ja Finnairin nykyinen kustannustaso huomioiden näemme Suomen ja Euroopan liikenteen marginaalipotentialin yhtiön kannalta kuitenkin rajallisena. Tästä syystä Euroopan verkoston kehitystä ajaa etenkin Aasian syöttöliikenteen tarpeet.

Kilpailu 2/4

Aasiassa Finnair haastaa läntiset verkkoyhtiöt, kiinalaiset ja Lähi-Idän maiden pelurit

Aasian liikenteessä potentiaalinen markkina-alue on huomattavasti Suomea laajempi ja käsittää suuren osan Eurooppaa painottuen toki Alppien pohjoispuoleisille alueille sekä toisessa päässä etenkin Kiinaan, Japaniin ja Etelä-Koreaan. Siten Finnairin kilpailukenttä on Aasian liikenteessä laajempi kuin lyhyen matkan reiteillä.

Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä Finnairin eurooppalaiset pääkilpailijat ovat arviomme mukaan etenkin maanosan jättyyhtiöt Lufthansa, British Airways (osa IAG:tä) ja Air France-KLM, jotka operoivat solmukohdistaan suoria lentoja ja muista kaupungeista epäsuoria reittejä useisiin Aasian kohteisiin. Merkittäviä pelureita Euroopan ja Aasian liikenteessä ovat myös Persianlahden alueen yhtiöt Qatar Airlines, Etihad ja Emirates sekä turkkilainen Turkish Airlines. Aasialaisista yhtiöstä Japan Airlines on merkittävä peluri etenkin Euroopan ja Japanin välisellä markkinalla ja myös kiinalaisyhtiöt China Air, China Southern Airlines ja Hainan ovat kasvattaneet kaukoliikennekapasiteettejaan asteittain. Kiinaisyhtiöistä Juneyao Airlines ja Tibet Airlines ovat avanneet reitit Suomeen, mutta niiden toiminnan mittakaava on toistaiseksi ollut vähäistä emmekä usko niiden muuttaneen oleellisesti kilpailukenttää Finnairin kannalta (sis. Kilpailun kiristyminen yksittäisillä reiteillä sekä uudet syöttöliikennematkustajat Euroopan verkkoon).

Huomioitavaa on, että halpalentomalli ei kilpaile verkkoyhtiöiden kanssa Euroopan ja Aasian välisellä markkinalla (pl. Norwegianin Bangkokin reitit), mikä johtuu ainakin osin halpalentomallin

kilpailualueen rajallisuudesta pitkän matkan liikenteessä etenkin Aasian suunnassa. Lisäksi Norwegian ei voi toistaiseksi käyttää Venäjän (Siperian) ilmatilaa, minkä takia yhtiön laajentuminen Euroopan ja Koillis-Aasian reiteille on toistaiseksi käytännössä mahdotonta, vaikka yhtiöllä voisi strategiamuutoksesta huolimatta olla halua tuoda halpalentokonsepti Euroopan ja Koillis-Aasian väliselle markkinalle.

Pelureiden suuresta määrästä johtuen Euroopan ja Aasian välinen markkina on rakenteeltaan hajanainen. Finnair on kertonut sen markkinaosuuden olevan yhtiön Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä noin 6 %, millä arvioimme yhtiön olevan markkinan 5-7. suurin peluri. Euroopan ja Kiinan reiteillä markkinaosuus on keskiarvoa alhaisempi, kun taas Euroopan ja Japanin välisillä reiteillä Finnair on suurin tai ainakin suurimpia pelureita, mikä johtuu osin Finnairin, Japan Airlinesin ja British Airwaysin erittäin vahvasta yhteisliiketoiminnasta Japanin ja Euroopan välisellä markkinalla. Arvioimme, että suurimpien toimijoiden markkinaosuudet jäävät noin 15 %:n tasolle eikä kukaan yksittäinen peluri dominoi Koillis-Aasian ja Euroopan välistä markkinaa.

Kilpailukyky riittää Aasian liikenteessä

Kuten todettua, suurin reitti Helsingin ja Koillis-Aasian välillä kulkee Helsingin yli. Koneenvaihdon takia välilaskullisen reitin matka-aika on hieman suoraa reittiä pidempi, minkä takia tiettyjen eurooppalaisten ja aasialaisten kilpailijoiden Euroopan ja Aasian suurkaupunkien välille tarjoamat suorat yhteydet ovat aina hieman vaihdon sisältävää yhteyttä nopeampia, mutta Helsingin nopeat vaihdot huomioiden aikahaitta

jää 1-2 tuntiin ja saman fyysisen etäisyyden takia polttoainekuluihin ei synny olennaista eroa. Vaihdon sisältävissä yhteyksissä Finnair voi tarjota eurooppalaisia ja aasialaisia kilpailijoita 2-4 tuntia nopeamman yhteyden ja saavuttaa lievän edun polttoainekustannuksissa. Sen sijaan Turkin ja Persianlahden pelurit joutuvat käyttämään fyysisesti huomattavasti pidempää etelän reittiä ja niiden kentillä vaihtoajat ovat huomattavasti Helsinki-Vantaata hitaampia. Näin ollen Finnairin aika- ja polttoainekuluetu Turkin ja Persianlahden yhtiöihin on jo merkittävä (ajan osalta jopa 6-8 h). Luonnollisesti aasialaisten (pl. Japan Airlines) sekä Turkin ja Persianlahden yhtiöiden etuina ovat matalammat henkilöstökustannukset, mutta läntisiin verkkolentoyhtiöihin nähden Finnair on henkilöstökuluissa mielestämme samalla viivalla.

Tämä viitekehys huomioiden arviomme, että Finnairin kilpailukyky Euroopan ja Koillis-Aasian välisessä liikenteessä on suhteellisen hyvä kaikkia pääkilpailijoita vastaan. Hinnoittelussa Turkin ja Persianlahden yhtiöt joutuvat olemaan kilpailuhaittojensa takia aggressiivisia, kun taas läntiset verkkokilpailijat ovat konservatiivisempia. Arviomme mukaan Finnair osuu ääripäiden väliin Aasian reittien hinnoittelustrategiassaan, mutta pienen markkinaosuuden takia yhtiö joutuu seuraamaan markkinahintoja, jota kireä kilpailu värittää tälläkin markkinalla. Näkemyksemme mukaan Finnairin pitäisi pystyä asemansa myötä alaa keskimääräistä korkeampiin marginaaleihin Aasian reiteillä, mikä vaatii toki myös lisäpalvelumyynnin ja rahdin suotuisaa kehitystä. Aasian liikenne onkin arviomme mukaan yhtiön selvästi kannattavin osa ja sen pitäisi pystyä ylittämään selvästi konsernin kannattavuustavoite.

Kilpailu 3/4

Pohjois-Amerikka on pieni markkina yhtiölle

Pohjois-Amerikan kaukoliikenteessä pelikenttä on jälleen erilainen, sillä tämä markkina on pitkälti Suomi-vetoinen. Näin ollen Finnairin keskeisimpiä kilpailijoita tällä markkinalla ovat mielestämme perinteiset läntiset verkkoyhtiöt sekä Norwegian, joka on tuonut halpakonseptin myös Pohjois-Amerikan kaukolentoihin. Finnair on kuitenkin ainoa suoria yhteyksiä Suomesta Pohjois-Amerikkaan tarjoava yhtiö, josta yhtiö saa ainakin tietyissä segmenteissä pienen edun. Kilpailu on tällä segmentillä äärimmäisen kovaa, sillä Pohjois-Amerikan kaukoreitit ovat lähes kaikkien perinteisten verkkoyhtiöiden fokusalueena. Markkinan marginaalipotentialiin pitäisi olla silti edelleen kohtuullisen houkutteleva yhtiön kilpailukykyisen tarjoaman ja konekaluston ansiosta, vaikka kireä kilpailu onkin painanut lippujen hintoja. Pohjois-Amerikan merkitys Finnairin kokonaisuuteen on rajallinen, sillä yhtiö saa alueelta vain 6 % liikevaihdostaan.

Finnairin kannattavuus on jäänyt kilpailijoista

Finnairin taloudellista suorituskykyä on kohtuullisen hyvät edellytykset verrata suoriin kilpailijoihin ja verrokkeihin konsernitasona (alueellisia lukuja pelurit eivät avaa). Yhtiöiden rakenteet esimerkiksi liikenteen ja tukitoimintojen suhteen ovat jossain määrin erilaisia, vaikka kaikkien ydinliiketoiminta onkin lentoliikenteessä. Tämä heikentää hieman lukujen vertailtavuutta, mutta mielestämme vertailu antaa silti suuntaa. Olemme sisällyttäneet vertailuun (ks. kalvo 23) yhteensä 24 verkkolentoyhtiötä ja Norwegianin. Vertailuryhmä pitää sisällään Finnairin kilpailijoita eri reiteiltä ja verrokkeja muilta mantereilta.

Finnair on pärjännyt taloudellisesti viime vuosina vertailuryhmän mediaania keskimäärin heikommin. Arviomme mukaan tämä on johtunut etenkin rakenteellisista ongelmista kulupuolella, joita yhtiön vuosien 2011-2014 suuri säästöohjelma kuitenkin korjasi. Lisäksi yhtiö on kärsinyt suurimman markkinan eli Suomen heikosta tilasta

vuosina 2011-2016 ja toisaalta yhtiön kasvuvaiheen käynnistäminen rokotti tulosta vuosina 2015-2016. Finnairin vuosien 2017-2018 luvuilla yhtiö on saanut supistettua eroa verokkiryhmään selvästi.

Siten Finnairilla on yhä parannettavaa kannattavuuden suhteen. Sijoittajien perspektiivistä kilpailijoita heikompi kannattavuus on mielestämme hyväksyttävää arvostusta painava seikka, kunnes Finnairilla on näyttää kestävä kilpailukykyinen track-record taloudellisista tuloksista. Viime vuosien perusteella yhtiö on kuitenkin isossa kuvassa oikeassa suunnassa. Positiivista on myös, että kokoluokka ei näytä olevan vertailun perusteella ainut kasvua ja varsinkaan kannattavuutta ohjaava tekijä, vaikka keskimäärin suuret yhtiöt (ja yhdysvaltalaiset) ovat pärjänneetkin viime vuosina pieniä paremmin.

Datan perusteella myös pienemmän yhtiön on mahdollista kuitenkin yltää hyviin tuloksiin toimialalla löytämällä oikea niche-segmentti, jollainen myös Finnairilla Aasian-liikenteessä on.

Pääkilpailijat kotimaassa



Pääkilpailijat Euroopassa



Pääkilpailijat Aasiassa



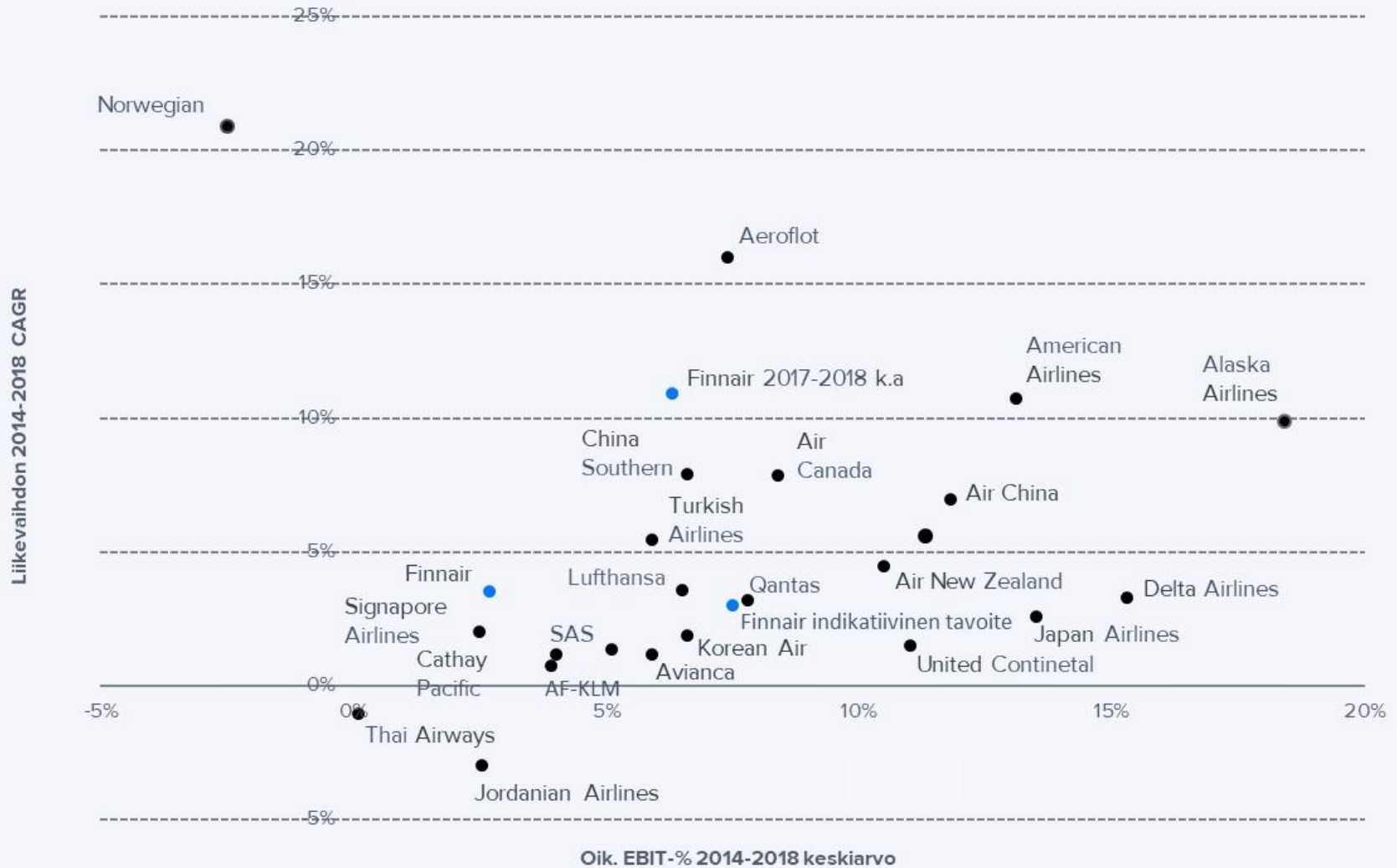
JAPAN AIRLINES



Pääkilpailijat Pohjois-Amerikassa



Finnairin kasvu ja kannattavuus suhteessa verrokkiryhmään 2014-2018



Kilpailu 4/4

Aurinkomatkat on parantanut

Viime vuosina Suomesta lentäen tehdyt valmismatkat ovat olleet noin 700 MEUR:n markkina, joten markkinan potentiaali Finnairin yli 3 miljardin euron liikevaihtoskaalassa on rajallinen. Markkina on myös kasvanut viime vuosina Suomen talouden ja kulutuskysynnän suotuisaa kehitystä heijastellen. Pitkällä tähtäimellä arvioimme valmismatkojen kysynnän kuitenkin kasvavan korkeintaan BKT-kasvun vauhtia. Emme usko valmismatkojen olevan markkinaosuutta voittava konsepti koko turismin sisällä nuorempien, kielitaitoisempien ja matkustamaan tottuneiden sukupolvien keskuudessa, vaikka tietyissä helppoutta arvostustavissa segmenteissä valmismatkat säilyttänevätkin suosionsa.

Aurinkomatkojen tärkeimpiä kilpailijoita ovat TUI Finland (aik. Finnmatkat) ja Tjäreborg, jonka emoyhtiö Thomas Cook ajautui syksyllä 2019 konkurssiin. Suomen matkatoimistoalan liiton (SMAL) mukaan sektorin markkinajohtaja oli

vuonna 2018 TUI Finland, jolla oli noin 28 %:n markkinaosuus Suomen lentomatkoista ja Aurinkomatkat oli markkinakakkonen %-yksikön pienemmällä markkinaosuudella. Tjäreborgin osuus oli noin 19 %. Kolmen suuren pelurin jälkeen markkina on varsin hajanainen, sillä loput vajaat 25 % markkinasta jakautui lähes 20 yhtiölle.

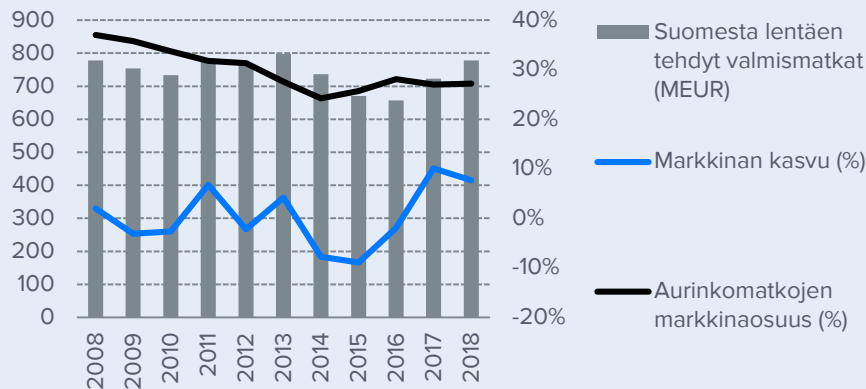
Tilastojen mukaan Finnair on saanut käännettyä finanssikriisistä alkaneen markkinaosuuden luisun (2008: Aurinkomatkojen markkinaosuus 37 %) vuosina 2015-2017 ja vakiinnuttanut paikkansa markkinakakkosena. Tämän taustalla on arvioimme mukaan tehostustoimet, myynnin optimointi ja onnistunut kohdetarjonnan valikoiman kehittäminen. Onnistuneen käänteen ansiosta Aurinkomatkojen markkina-asema on vahva ja mielestämme yhtiöllä on yhä edellytyksiä voittaa markkinaosuutta takaisin. Tjäreborgin emoyhtiön konkurssin emme usko vaikuttavan olennaisesti pidemmän ajan kilpailutilanteeseen, sillä uskomme emoyhtiön konkurssipesän myyvän

yksinään kannattavan Tjäreborgin uusille omistajille eikä tarjontaa siten arvioimme mukaan tule poistumaan markkinoilta.

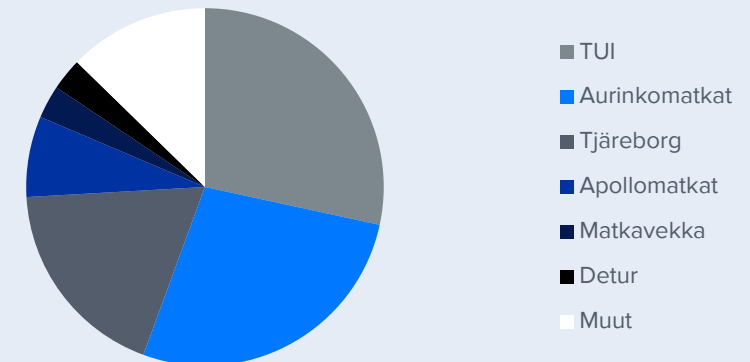
Aurinkomatkojen tulospotentiaali on maltillinen

Aurinkomatkojen kannattavuudesta ei ole varsinaisesti tuoretta tietoa, sillä Finnair lopetti Matkapalvelut-divisioonan raportoinnin vuoden 2016 alussa. Yhtiö kuitenkin paransi selvästi vuonna 2015 ja teki 208 MEUR:n liikevaihdolla 8,3 MEUR:n liikevoiton (liiketulomarginaali 4,0 %). Arvioimme positiivisen kehityksen jatkuneen vuonna 2016-2018, kun liikevaihdon kasvu kiihtyi. Sen sijaan vuosi 2019 on ollut ylikapasiteetin takia liiketoiminnalle todennäköisesti vaikeampi. Liiketoiminnan luonne huomioiden emme näe Aurinkomatkojen pitkän aikavälin tulospotentiaalia erityisen korkeana, mutta mielestämme Aurinkomatkojen pitäisi markkina-asemansa myötä pystyä yltämään kilpailukentän parhaisiin marginaaleihin sekä konsernin kannattavuustavoitteen tasolle.

Valmismatkojen markkinakoko ja kasvu 2008-2018



Suomen valmismatkojen markkinaosuudet 2018



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/6

Aasia on ollut pitkään strategian ytimessä, lähivuosien agendana rauhoittuva kasvu

Finnairin strategian keskiössä on ollut Aasian liikenne ja sen kasvattaminen jo vuodesta 1999 lähtien, mutta painopistealueet ovat muuttuneet markkina- ja kilpailutilanteiden vaihdellessa. Esimerkiksi vuosina 2011-2014 yhtiö toteutti mittavan rakenteita tervehdyttäneen säästöohjelman. Ohjelmalla yhtiö loi riittävän vakaan pohjan kasvulle, joka käynnistyi vuoden 2015 loppupuolella A350-koneiden toimitusten alkaessa. Vuonna 2015 Finnair valmistautui kasvuun ja vuoden 2016 alkupuolella Finnairin hallitus vahvisti aloittavansa kiihdytetyn kasvun, johon yhtiö on keskittynyt vuosina 2016-2019. Tuoreessa syksyn 2019 strategiapäivityksessä vuosien 2020-2025 strategiaa muokattiin sinänsä odotetusti rauhallisempaan suuntaan ja lähivuosien agendana Finnairilla on kestävä kasvu markkinan mukana sekä kannattavuuden parantaminen.

Strategia pyrkii ulosmittaamaan maantieteellisen kilpailuedun hyödyt

Finnairin Aasia-strategia perustuu yhtiön liikenteen solmukohtan Helsingin maantieteelliseen sijaintiin, sillä Koillis-Aasian (Japani, Kiina, Korea) ja monien Euroopan kaupunkien välinen nopein vaihto edellyttävä ja fyysisesti suurin yhteys kulkee Helsingin yli. Siten yhtiö saa liikenteen solmukohtansa maantieteellisestä sijainnista kilpailuedun Koillis-Aasian liikenteessä. Maantieteellisen ”kilpailueturajan” arvioimme olevan Aasiassa Hong Kongin tasolla, kun taas viimeistään Bangkokin eteläpuolella Finnairin kilpailuetu on muuttunut kilpailuhaitaksi.

Fyysisesti lyhyemmän matkan lisäksi Finnairin kilpailuetua korostavat toistaiseksi ruuhkattoman Helsinki-Vantaan nopeat vaihdot verrattuna kilpaileviin kenttiin. Siten Finnair voi tarjota transfer-matkustajille eli Euroopan ja Aasian välisellä tai päinvastaisella matkalla konetta

vaihtaville matkustajille paremman palvelun ajankäytön muodossa. Arviomme mukaan transfer-matkustajia yhtiön tarjoamalla Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä oli yhteensä noin 11 miljoonaa, mikä vastaa karkeasti 45 % koko markkinasta. Siten Finnairin kilpailuetu koskettaa laajaa asiakaskuntaa.

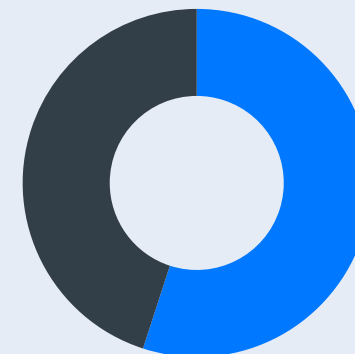
Nopeammat yhteydet mahdollistavat Finnairille lievän preemiohinnoittelun Aasian liikenteessä, minkä lisäksi lyhyempi fyysinen etäisyys tarkoittaa alempia kustannuksia etenkin matalampien polttoainekulujen sekä lentokonekapasiteetin ja lentävän henkilöstön käytön tehostumisen muodossa (ml. mahdollisuus toimialalla yleisesti kriittiseen 24h rotaatioon). Lyhyt lentomatka myös minimoi päästöt. Siten Aasian liikenteen kasvun positiivinen vaikutus kannattavuuteen pitäisi tulla kahta tietä.

Finnairin maantieteellinen kilpailuetu Aasiassa



Lähde: Inderes

Finnairin Aasian ja Euroopan välisen markkinana jakauma



■ Point to point -matkustajat

■ Transfer-matkustajat

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/6

Maantieteellinen kilpailuetu on mielestämme kestävä, vaikka kilpailuedun voimakkuus perustuu osittain Venäjän (Siperian) ilmatilan rajalliseen käytettävyyteen. Tämä on tärkeää yhtiön pitkän aikavälin näkymien kannalta.

2020-2025 fokuksessa Aasian suurkaupungit

Aasian liikenteessä Finnair keskittyy lähivuosina etenkin suurimpiin kaupunkeihin (ml. esim. Tokio, Peking, Shanghai, Hong Kong, Seoul), joista valtaosaan yhtiö lentää jo. Suurkaupungeissa yksikkötuotot ovat parhaat, sillä niiden asukkailla keskimääräiset käytettävissä olevat tulot (sis. mm. maksukyky ja -halu lipuista sekä lisäpalveluista) ovat suuremmat ja toisaalta suurkaupunkeihin kohdistuu enemmän liikematkailua. Liikematkailun rooli lentoyhtiöiden tuottojen muodostumisessa on merkittävä, vaikka volyymistä ne kattavatkin yleensä vain rajallisen osan. Myös hintasensitiivisten ryhmämatkajien osuus suurkaupungeissa on pienempiä kaupunkeja rajallisempi.

Toisaalta strategista valintaa tukee myös suurten kaupunkien kapasiteettien rajoilla toimiva lentokenttäinfra, mikä ei mahdollista nopeita ja merkittäviä kapasiteetin lisäyksiä suurkaupunkeihin kohdistuvaan liikenteeseen. Tästä syystä esimerkiksi Aasiassa toistaiseksi vähäisessä mittakaavassa operoivien pitkän matkan halpalentoyhtiöiden on vaikeampi murtautua suurkaupunkeihin kuin esimerkiksi keskikokoisiin kiinalaiskaupunkeihin. Siten yhtiö asemoituu suurkaupunkistrategialla sivuun selkeimmistä uusista kilpailu-uhista, kun taas

suurkaupungeissa läsnä olevia läntisiä verkkolentoyhtiöitä, Lähi-Idän yhtiötä ja vakiintuneita aasialaisia pelureita vastaan Finnairin kaukoliikenteen kilpailukyky on mielestämme hyvä.

Arviomme mukaan Finnair tulee lisäämään reittitiheyttä suurkaupunkeihin strategiakauden 2020-2025 aikana, kun taas uusien reittiavausten rooli tulee olemaan pienempi. Lentokenttien kapasiteettirajoitukset yhtiö pystyy kiertämään ajoituksilla, sillä tiheyttä lisätään etenkin päivän hiljaisiin aikoihin (lähdöt ja saapumiset kasvavat etenkin Suomen aikaa klo 10-14). Päivän sisäisen liikennevirran tasapainottamisen ansiosta yhtiö tarvitsee strategiakauden lopulla vähemmän kapearunkokoneita suhteessa laajarunkokoneisiin, mikä arviomme mukaan tehostaa Finnairin kapasiteetin ja pääoman käyttöä jopa merkittävästi (> 10 %).

Aasian strategian onnistuminen vaatii myös rahdin kasvussa onnistumista

Aasian strategiassa keskeisessä roolissa on myös rahti, sillä nykymallin pitkien reittien matkustajaliikenne laajarunkokoneilla ei myöskään olisi kannattavaa ilman rahtituottoja (varsinaisia rahtilentoja yhtiöllä ei enää ole). Siten Aasian liikenteen kannattava kasvu edellyttää, että yhtiö löytää matkustajakoneiden ruumiin kasvavan määrän rahtitonnetta Aasiaan, joka kattaa jo nyt valtaosan yhtiön koko rahtivolyymin. Mielestämme suurkaupunkeihin keskittyminen tukee myös rahtia, sillä suurkaupunkien ympäristöissä on merkittävä määrä lentorahdin

potentiaalisia asiakkaita etenkin kuluttajavetoisissa rahdin premium-segmentissä (ml. esim. kalan kaltaiset tuoretuotteet sekä lääkkeet).

Vuonna 2018 Helsinki-Vantaalle avautunut uusi rahtiterminaali mahdollistaa tämän käytännössä, minkä lisäksi terminaali-investointi tehostaa alempien käsittelykustannusten kautta kannattavuutta. Terminaalin tuomia hyötyjä on tuloslaskelmassa toistaiseksi näkynyt rajallisesti, sillä vuoden 2018 alussa laitoksen ylösajo häiritsi toimintaa ja sen jälkeen markkinatilanne on heikentynyt.

Suurkaupunkeihin keskittyminen optimoi kannattavuutta kasvun sijaan

Pidämme suurkaupunkeihin keskittymistä Aasiassa järkevänä liikkeenä mainitut tekijät ja yhtiön laivasto huomioiden (A350 saattaa olla liian iso keskikokoisten kiinalaiskaupunkien volyymipotentiali huomioiden). Arviomme mukaan suurkaupunkistrategia ei maksimoi yhtiön kasvuvauhtia lähivuosille, mutta kannattavuuden perspektiivistä valinta on looginen. Pidämme kannattavuutta yhtiön arvonmuodostumisen kannalta tärkeämmässä roolissa lähivuosina, sillä kiihdytetyn kasvun strategiassa noussut skaala on jäänyt yhtiöltä vielä osin hyödyntämättä. Lisäksi kannattavuuden parantuminen laskisi osakkeen riskitasoa ja tukisi siten hyväksyttävää arvostusta, sillä mielestämme paras suoja korkeita toimialariskejä ja liiketoiminnan syklistä vastaan on korkea kannattavuusmarginaali.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/6

Euroopan ja Suomen liikenne tukevat Aasia

Suomen ja Euroopan välisen sekä Suomen sisäisten liikenteiden rooli strategiassa on mielestämme tukea Aasian kasvustrategiaa syöttöliikenteen muodossa sekä palvella Suomen sisämarkkinoita. Tämän strategisen roolin takia yhtiö tulee panostamaan myös Euroopan liikenteen kasvuun, sillä Aasian liikenteen kasvattaminen vaatii syöttöliikenteen pitkän ajan kasvua, jotta kansainvälisillä transfer-matkustajilla on realistinen mahdollisuus päästä sujuvasti Helsinkiin ja Aasian verkostoon tai päinvastoin. Lisäksi yhtiö tarjoaa syöttöliikennettä myös muille Helsinki-Vantaalle lentäville aasialaisyhtiölle. Tämän roolin painoarvo on ollut viime aikoina nouseva, sillä vuoden 2019 aikana kiinalaiset Juneyao Air ja Tiber Airlines ovat aloittaneet lennot Helsinkiin. Finnairin yhteistyökumppani japanilainen Japan Airlines on sen sijaan ollut markkinalla jo pidempään.

Siten Eurooppa pysyy Finnairin fokusalueena, vaikka Suomen ja Euroopan välisessä liikenteessä yhtiön kilpailuetu on huomattavasti Aasian liikennettä heikompi ja se rajoittuu lähinnä helppoutta ja suoria yhteyksiä arvostaviin vähemmän hintasensitiivisiin asiakassegmentteihin Suomessa. Lisäksi Euroopan liikenteessä yhtiön laivasto on juuri uusittua laajarunkolaivastoa vanhempi ja tehottomampi eikä tämä tilanne ole parantumassa ennen kapearunkolaivaston uusintaa, joka ajoittunee 2020-luvun molemmille puolille. Siten Euroopan luoma tulostuki Aasian liikenteelle on arviomme mukaan rajallinen, mutta Finnairin on toki tarkasteltava verkostoaan kokonaisuutena.

Euroopan liikenteessä yhtiö keskittyy etenkin Alppien pohjoispuoleiseen Eurooppaan, mikä on mielestämme Euroopan talouden näkymien ja maantieteen takia valintana järkevä. Lisäksi viime vuosien kuluttajatrendit ovat lisänneet Pohjoismaiden (etenkin Lappi) houkuttelevuutta matkakohteena erityisesti Aasiassa. Tämä olisi jatkuessaan suotuista trendiä Finnairille, mutta yhtiön skaalassa kokonaisvaikutus ei ole valtava.

Euroopan liikenteessä yhtiö on kasvattanut viime vuosina sekä koneiden lukumäärää että konekokoja ja lisännyt uusia kohteita verkostoon. Lähivuosina syöttöliikenteen kasvu maltillistunee sekä kapasiteetin että verkoston osalta. Lisäksi Euroopan liikenneverkostossa näkyvät Aurinkomatkojen tarpeet, sillä Aurinkomatkojen rooli konsernistrategiassa on arviomme mukaan olla etenkin myyntikanava lentoliikenteelle (erillisiä pelkästään Aurinkomatkoille suunnattuja lomalentoja Finnair ei enää operoi).

Mielestämme konekokojen painottaminen Euroopan kasvussa on loogista, sillä tyypillisesti verkon kannattavuuden optimointi vaatii reittien jatkuvaa operointia ja toisaalta Finnairille maantieteellisesti relevantissa markkinassa on uusia riittävän volyymipotentialin kohteita tarjolla rajallisesti. Konekokojen suurentamista tukee osaltaan myös Euroopan ilmatilan ruuhkaisuus. Lisäksi suurempi konekoko mahdollistaa matalammat yksikkökustannukset, joskin suuremman koneen ”break-even täyttöaste” on vastaavasti korkeammalla. Kuluttajayhtiönä Finnairin täytyy kuitenkin pystyä muuttamaan verkostoaan kysynnän mukaan, joten etenkin Euroopan verkosto tulee luultavasti elämään

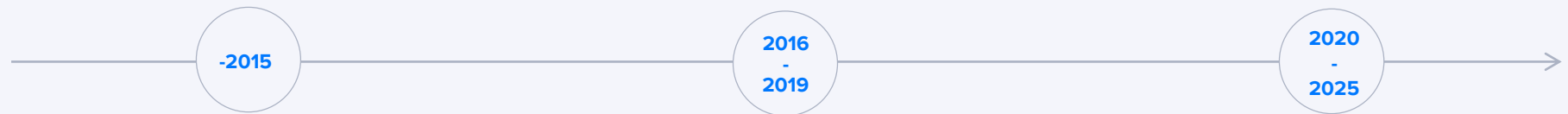
etenkin lomakohteiden osalta jonkun verran.

Kotimaassa fokus on pohjoisessa

Kotimaan verkostossa Pohjois-Suomi (ts. Oulu ja sen pohjoispuoli) on mielestämme selkeä ja looginen kohde Finnairille ja arvioimme näillä reiteillä olevan verkostovaikutukset huomioiden kohtuullista taloudellista potentiaalia yhtiölle. Lisäksi yhtiöllä on kuitenkin useita lyhyempiä (vrt. kilpailu oman auton, linja-autojen ja junien kanssa etenkin liikematkustuksessa) ja kroonisesti alhaisen volyymipotentialin reittejä (ts. kohteina pieniä maakuntakaupunkeja), joiden taloudelliseen potentiaaliin suhtaudumme skeptisesti verkostovaikutuksista huolimatta. Sijoittajien kannalta yhtiön kotimaan toiminnan laajuuden kriittinen tarkastelu olisi mielestämme toivottavaa, vaikka tietyistä avauksista (esim. yhtiö paljasti Q3’15-raportissa kotimaan liiketoiminnan olevan tappiollista useilla reiteillä) huolimatta konkreettiset toimenpiteet ovat jääneet vähiin.

Valtaosan kotimaan liikenteestä (ja pienen osan Euroopan liikenteestä) Finnair osapalveluna Norralta, jonka pääomistajaksi on noussut tanskalainen DAT. Finnair omistaa Norrasta 40 %. Arviomme mukaan DAT:lla on tiettyä synergia potentiaalia Norran kanssa, joten jättäytyminen vähemmistöön on mielestämme looginen asetelma Finnairille Norran suhteen. Emme kuitenkaan usko Norran omistusrakenteen vaikuttavan merkittävästi Finnairin kotimaan liikenteen kannattavuuteen.

Strategia



Perustan rakentaminen (nollakasvu)

- Fokus kustannusrakenteen tervehdyttämisessä ja kasvun perustan mahdollistamisessa
- A350-toimitusten odottaminen
- Pohjan luominen A350-investointiohjelman rahoitukselle

Kiihdytetty kasvu (yli 2x markkinakasvu)

- Painopistemuutos kasvuun, kun A350-toimitukset alkavat Q4'15 ja rakenteelliset säästöt on tehty
- Alkuvuodesta 2016 yhtiö päättää uusia kahden A330-koneen lease-sopimukset (kiihdytetty kasvu)
- Syöttöliikennekapasiteetin kasvu 2018-2019
- Liikevaihdon hallintajärjestelmän uusiminen
- Mittavan rekrytointiohjelman läpivienti

Asemien vakautus (markkinakasvu)

- A350-toimitukset ja samalla kapasiteetin kasvu rauhoittuvat (5 konetta 2020-2022)
- Kasvun rauhoittuminen mahdollistaa fokuksen siirtämisen kohti kannattavuutta
- Kulurakenteen tehostaminen

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Käänteinen kasvuun ja kannattavuuden tasokorjaus (ml. kulttuurimuutos organisaatiossa)
- Markkinaosuuksien kääntäminen nousuun
- Kustannuskilpailukykyä tuotu kohti pääkilpailijoiden tasoa
- Vahvan taseen säilyttäminen

Lähitulevaisuus 1-2v

- A350-ohjelman loppuunsaattaminen ja markkinaosuuksien kasvattaminen Aasian suurkaupungeissa
- Myyntikanavien kehittäminen ja myynnin tehostaminen (ml. myyntikanavat, asiakastarjonnan parantaminen, hinnoittelun dynaamisuus)
- Lipun ulkopuolisten tuottojen lisääminen
- Jatkuva kulutehokkuuden parantaminen
- Kapearunkolaivaston uusinnan valmistelu
- Vahvan taseen säilyttäminen

Seuraavat 5 vuotta

- Aasian markkinakasvuun vastaaminen ja markkinaosuuden voittaminen etenkin Aasian suurkaupungeissa
- Siperian ja Atlantin yhteisyritysten jatkaminen
- Kapearunkolaivaston uusiminen ja suurinvestoinnin rahoitus
- Syöttöliikenteen tehostuminen investoinnin myötä ja jatkuvat tehokkuusparannukset
- Ympäristövaikutusten ja päästöjen vähentäminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/6

Pohjois-Amerikka kuuluu ydinliiketoimintaan

Pohjois-Amerikan merkitys strategiassa on pienempi, sillä tämä markkina on arviomme mukaan Suomi-vetoinen. Relevantin markkina-alueen laajentuminen vaatisi Venäjän talouden elpymistä ja poliittista liennytyä idän ja lännen suhteissa, mikä voisi kasvattaa saavuttavissa olevaa markkinaa. Ainakin lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä merkittävä Venäjistä kumpuava selvä vetoapu Finnairille vaikuttaa mielestämme epätodennäköiseltä, vaikka Venäjä onkin elpynyt jossain määrin edellisestä kriisistään.

Pohjois-Amerikan suosio suomalaisten lomamatkustajien keskuudessa on viime vuosina lisääntynyt ja toisaalta yhtiö on pystynyt vastaamaan kysyntään hyvillä uusilla reittiavauksilla (ml. San Fransisco ja Los Angeles). Reittien avaamisen lisäksi yhtiöllä voi arviomme mukaan olla mahdollisuuksia optimoida myös tuottopuolta Pohjois-Amerikassa, kun kasvu rauhoittuu lähivuosina. Merkittävää pitkän aikavälin kasvua emme kuitenkaan valtaosin Suomen ajaman markkinan usko pystyvän Finnairille tarjoamaan, mutta kannattava kasvu konsernin mukana olisi jo hyvä suoritus Pohjois-Amerikan liiketoiminnalle.

Yhtiö nosti odotetusti kannattavuustavoitteitaan

Finnair päivitti taloudelliset tavoitteensa marraskuun 2019 strategiapäivityksen yhteydessä.

Kannattavuus: Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali yli 7,5 % yli syklin kiinteillä polttoaineen hinnoilla ja valuuttakursseilla 12-18 kuukauden siirtymäkauden jälkeen (aik. yli 6 %)

Pääomatehokkuus: Sijoitetun pääoman tuotto

(ROCE-%) vähintään 10 % yli syklin kiinteillä polttoaineen hinnoilla ja valuuttakursseilla 12-18 kuukauden siirtymäkauden jälkeen (aik. ROCE-% yli 7 %)

Täsmällisyys: Lennoista yli 85 % aikataulussa

Asiakas- ja työntekijätyytyväisyys: positiivinen kehitys

Lisäksi Finnair antoi strategiakaudeksi indikaatiivisen lisäohjeistuksen:

Kapasiteetin (ASK) kasvu: 3-5 %/a (CAGR)

Nettovelkaantumisaste: enintään 175 % (ennallaan)

Likviditeetti: Kassan osuus liikevaihdosta vähintään 15 %

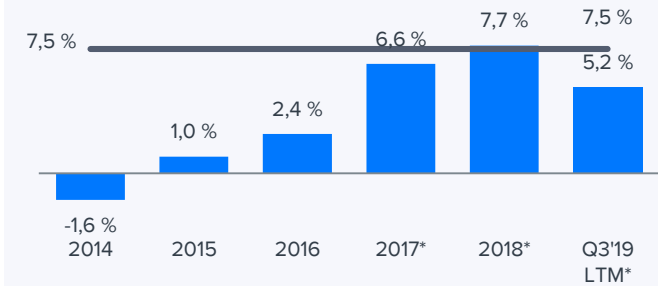
Hybridirahoitus: Hybridipääoman pienentäminen

Lentokonerahoitus: Omien koneiden osuuden kasvattaminen

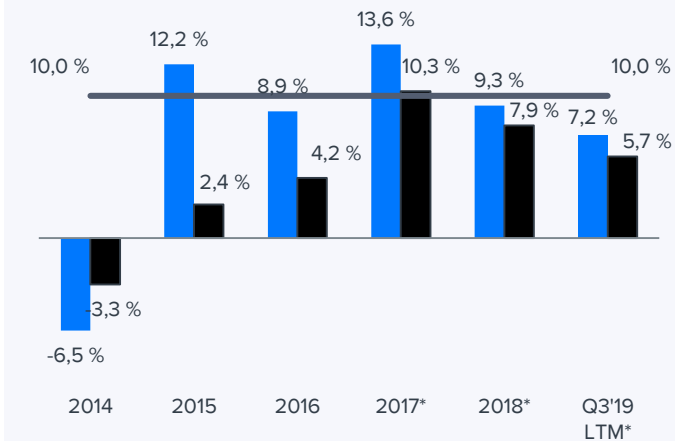
Yhtiön osinkopolitiikkana on edelleen maksaa suhdannesyklin aikana keskimäärin vähintään kolmasosa osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Yhtiön tuloskehitys ja -näkyvät sekä rahoitustilanne ja pääomatarpeet pyritään ottamaan huomioon osingonmaksussa.

Finnairin on vielä varsin kaukana marginaali- ja pääoman tuottotavoitteistaan, sillä Q3'19:n 12 kuukauden rullaavilla luvuilla laskettuna yhtiön oikaistu liikevoitto-% oli 5,6 % ja sijoitetun pääoman tuotto 7,4 %. Täsmällisyys oli 78 %. Nettovelkaantumisen osalta yhtiö on ollut indikaatiivisen lisäohjeistuksen alapuolella jo kauan ja Q3'19:n lopussa nettovelkaantumisaste oli 74 %.

Oik. EBIT-% ja tavoitetason alaraja



ROCE-%, oik. ROCE-% ja tavoitetason alaraja



Legend: ROCE-% (blue bar), Oik. ROCE-% (black bar), Tavoitetaso yli syklin (grey line)

Lähde: Finnair

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/6

Finnairin taloudellisten tavoitteiden päivitys oli mielestämme hyvin odotettu lopputulema, sillä strategian hienosäädön lisäksi yhtiön tavoiteasetannan viitekehitystä on muokannut oleellisesti IFRS 16 -standardin käyttöönotto (IFRS 16 -kirjanpidossa Finnairin liikevoitto ja sijoitettu pääoma kasvoivat oleellisesti suhteessa aiempaan).

Tavoitteet ovat pörssiyhtiölle riittävällä tasolla

Vaikka Finnair ei pystynytkään saavuttamaan tai ylittämään aiempia tavoitteitaan toistuvasti, suhtaudumme tavoitteiden nostoon positiivisesti ja mielestämme uudet tavoitteet ovat paremmin linjassa pörssiyhtiöltä vaadittavan ambitiotason kanssa (vrt. aikaisemman ROCE-%:n tavoitteen alaraja oli todennäköisesti yhtiön normalisoidun WACC-%:n alapuolella). Mielestämme yhtiön uudet tavoitteet ovat Finnairille riittävän haastavia seuraavalle strategiakaudelle, vaikka toimialan parhaat pelurit yltävätkin kaksinumerosiin kannattavuuksiin ja pääoman tuottoihin.

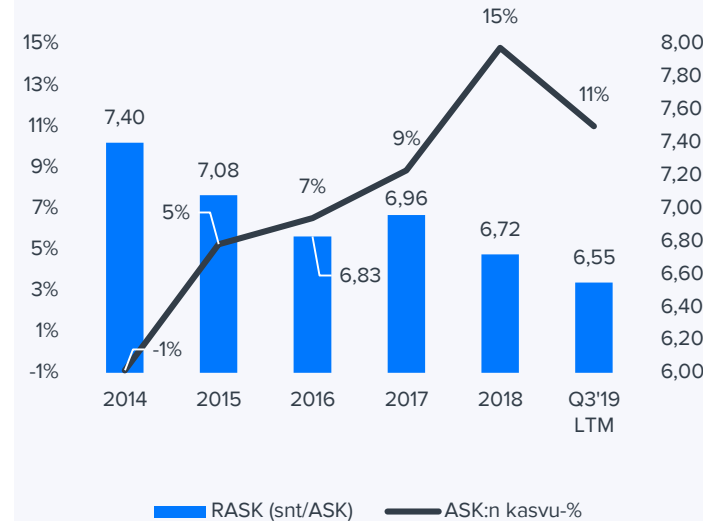
Finnairin nykyinen kokoluokka ja pieni kotimarkkina huomioiden uusiin tavoitteisiin yltäminen varsinkin yli syklin laskettuna olisi Finnairilta mielestämme hyvä suoritus. Kaksinumeroista pääoman tuottoa tekevänä yhtiönä Finnair tulisi mielestämme hinnoitella myös oman pääoman tasearvonsa yläpuolelle, mikä on yhtiön historiassa ollut jossain määrin epätyypillinen tilanne. Näin ollen tavoitteiden saavuttaminen tukisi mielestämme myös osakkeen hyväksyttävää arvostusta, jos yhtiö yltää strategiakauden aikana tavoitteisiinsa.

Yhtiö aikoo stabiloida yksikkötuoton ja ulosmitata skaalana kasvun hyödyt

Kannattavuuttaan Finnair aikoo parantaa sekä liikevaihto- että kustannuspuolen toimenpiteiden kautta. Yhtiö kertoi CMD:llä pyrkivänsä strategiakauden aikana stabiloimaan konsernitason yksikkötuottoa, jotka ovat toimialan yhtiölle tyypillisesti kohdanneet painetta sekä viime vuosina että pitkällä tähtäimellä. Käytännössä arvioimme yhtiön tähtäävän etenkin lisäpalvelumyynnin kasvuun, rahdin hieman konsernia nopeampaan kasvuun, lievään matkustajakäyttöasteen nostoon (kaukoliikenteen suhteellisen osuuden lievä kasvu) ja tuotemixin parantumiseen (korkean tuottopotentialin reittien osuuden kasvu portfolioissa). Nämä tekijät voivat mielestämme riittää kompensoimaan toimialalle tyypillistä lippujen keskihintojen painetta, kunhan hintapaine pysyy kohtuullisena. Toimialan kireä kilpailu tekee kuitenkin tuottojen stabiloinnista mielestämme haastavaa.

Toisaalta Finnair aikoo kääntää yksikkökulunsa laskuun kiinteillä polttoaineiden hinnoilla ja valuuttakursseilla. Käytännössä tämä vaatisi yhtiöltä tehokkuuden jatkuvaa parantamista mm. polttoainetehokkuudessa (sis. reititys, lento-ohjelmointi jne.), täsmällisyydessä (myöhästymisten suorien ja epäsuorien kulujen lasku) ja muissa operaatioissa (kunnossapito ja lentokenttäoperaatiot). Lisäksi yksikkökustannuksia painaisi myös kapearunkolaivaston suurinvestoinnin toteutus.

RASK:n kehitys ja ASK:n kasvu 2014-Q3'19



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 6/6

Kulutehokkuuden parantumista pidämme hieman yksikkötuoton stabilointia helpompana tavoitteena, sillä kiihdytetyn kasvun strategia kasvatti Finnairin skaalaa (kapasiteetti +50 % 2016-2019) oleellisesti, mutta hyödyt ovat ulosmittaamatta (CASK ilman polttoainetta noussut 2016-2019). Näin ollen systeemissä pitäisi olla tehostamisen varaa, kun huomioidaan lentoliiketoiminnan lievä skaalautumispotentiaali.

Yhtiöllä ei ole pitkän aikavälin kasvutavoitteita, mutta lähivuosien päämäärät ovat selkeitä

Vaikka Finnair profiloituu nyt kasvuyhtiöksi, ei yhtiöllä ole pitkän aikavälin taloudellisissa tavoitteissaan rahamääräistä kasvutavoitetta. Finnair on silti kertonut, että yhtiö tavoittelee kuljettavansa 20 miljoonaa matkustajaa vuonna 2030. Tämä vastaa reilun 3 %:n vuosittaista kasvua suhteessa vuoden 2019 arvioituun matkustajamäärään. Tämä kasvuvauhti on mielestämme jokseenkin linjassa Finnairin relevanttien markkinoiden kasvuvauhdin kanssa, mihin yhtiö on nyt hidastamassa kasvua. Euromääräinen kasvuvauhti riippuu luonnollisesti hintojen kehityksestä ja perinteisesti arvon kasvu on toimialalla ollut volyymikasvua hitaampaa. Finnair kuitenkin aikoo arviomme mukaan pysyä kasvuyhtiönä ja myös tavoiteasetanta tukee tätä.

Strategian toteutus vaatii myös merkittäviä pääomia

Finnair kertoi lisäksi, että strategiakaudelle suunnitellut investoinnit ovat 3,5-4,0 miljardia euroa, mistä 850 MEUR on lyöty jo lukkoon (sis. etenkin vielä toimitettavat viisi A350-laajarunkokonetta). Investoinneista noin yksi kolmasosa kohdistuu kasvuun ja kaksi kolmasosa

on korvausinvestointeja. Arviomme mukaan kasvun osuus tulee pitkälti laajarunkokoneista, kun taas suuri korvausinvestointi tarkoittaa käytännössä kapearunkolaivaston uusintaa. Kapearunkokoneista yhtiöllä ei ole vielä sitovia tilauksia sisällä. Tästä syystä kyse onkin vielä strategiakauden investointisuunnitelmasta.

Investoinnit Finnair aikoo rahoittaa valtaosin liiketoiminnan kassavirralla. Finnair generoi lentoyhtiölle tyypillisesti voimakkaita rahavirtoja ja vuosien 2018-2019 noin 500 MEUR:n liiketoiminnan rahavirtatason säilyttäminen sekä kassaan kertynyt ylimääräinen 500 MEUR:n ylimääräinen puskuri (vrt. kassan osuus liikevaihdosta 34 % Q3:n lopussa) riittäisivät investointihaaran alarajan rahoittamiseen. Pääomatarve on siten mittava ja arviomme mukaan investointisuunnitelma nostaa jossain määrin osakkeen lähivuosien riskitasoa, vaikka Finnairin tase onkin vahva.

Osinkojen rahoittamiseksi ja tavoiteltujen hybridilainojen pienentämiseksi (H2'20) yhtiön olisi kuitenkin kriittistä onnistua parantamaan lähivuosina liiketoiminnan rahavirtaansa (ts. tulosta), vaikka yhtiön velkaantumisessa onkin jonkun verran nousuvaraa suhteessa Finnairin tavoitetasoon (nettovelkaantumisaste Q3'19:n lopussa 74 % vs. tavoite alle 175 %). Osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksen kannalta tulosparannuksessa onnistuminen on mielestämme kriittisessä roolissa, sillä suhteellisesti Finnairin tulokset ovat preemiolla ja osinkopolitiikan (noin kolmannes EPS:stä) sekä investointitarpeiden valossa osinko antaa hyvässäkin skenaariossa vain taustatukea tuotto-odotukselle strategiakaudelle.

Finnairin 2020-2025 suunnitellut investoinnit ja niiden rahoitusrunko



Taloudellinen tilanne 1/2

Lentokoneet ja kassa dominoivat taseen varoja

Finnairin Q3'19:n lopun noin 4 miljardin euron taseen varoista karkeasti kaksikolmannesta on pitkäaikaisia ja yksi kolmannes lyhytaikaisia. Pitkäaikaisissa varoissa suurin erä on lentokoneet (sis. hankintojen ennakot ja niiden valuuttasuojaukset), joiden tasearvo oli Q3'19:n lopussa noin 2,3 miljardia euroa. Tämä tasearvo sisältää myös IFRS 16 -kirjanpidossa taseeseen kirjatun käyttöoikeuslaivastoerän (leasing-koneet), joiden arvo oli jakson päättyessä noin 800 MEUR. Loput laivaston tasearvosta kohdistui yhtiön omistamille koneille. Pidämme koneiden tasearvoa vähintään kuranttina, sillä se sisältää 7 uutta aliarvoon (ts. alle sale&leaseback hintojen) kirjattua A350-konetta. Tästä piiloarvosta on purkautunut poistojen kautta toistaiseksi vain osa.

Toinen suuri omaisuuserä taseessa oli Q3'19:n lopussa noin 1,0 miljardiin euroon kohonnut kassa. Lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin rahoitus- ja suojaustarpeiden sekä kassavirtojen ajoituksen takia, mutta yhtiön kassaposition on arviolta 300-400 MEUR yli jatkuvan liiketoiminnan pyörittämiseen tarvittavan tason. Jatkuvien investointien (ml. A350-ostojen häntä ja 2020-luvun puolella siintävä kapearunkolaivaston uusiminen) takia emme usko yhtiön pyrkivän silti purkamaan kassavarojaan aktiivisesti. Odotamme kuitenkin yhtiön rahoittavan seuraavia A350-toimituksia suoraan kassasta, sillä nykyisillä korkotasolla raskaasti ylisuuren kassapuskurin päällä istuminen on varsin tehotonta.

Loput omaisuuserät liittyvät johdannaisiin, omiin ja vuokrattuihin kiinteistöihin, ennakkoon maksettuihin kuluihin ja myyntisaamisiin. Näillä

sektoreilla yhtiöllä on sekä pitkä- että lyhytaikaista omaisuutta. Näistä eristä yksikään ei ole konsernin mittakaavassa mielestämme huomattavan merkittävä emmekä epäile erien kuranttiutta.

Omassa pääomassa on suuri hybridilaina

Taseen vastattavissa Finnairilla oli Q3'19:n lopussa yhteensä 921 MEUR omaa pääomaa. Tämä sisältää syksyllä 2020 erääntyvän 200 MEUR:n hybridilainan (kuponkikorko 7,875 %), joka luokitellaan IFRS-kirjanpidossa omaksi pääomaksi. Hybridilaina ei kuitenkaan ole osakkeenomistajien rahaa, vaan lähinnä korollista velkaa sijoittajaperspektiivistä. Absoluuttisesti lainakorko on mielestämme kova, etenkin jos se suhteutetaan Finnairin sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen (yli 7 % ROCE-%) ja oman pääoman tuotto-odotukseen. Viime vuosina alenemaan päin olleen Finnairin riskiprofiiliin valossa uskomme myös, että yhtiö voisi tällä hetkellä saada hybridilainaa markkinoilla 1-2 %-yksikköä alemmalla korolla.

Finnairin nettotulokseen suhteessa korkeista absoluuttisista kustannuksista (13 MEUR verohyöty huomioiden) huolimatta pidämme hybridirahoitusta perusteltuna, sillä yhtiöllä on ollut käynnissä merkittävä investointiohjelma. Tämä on asettanut edellytyksiä myös omalle pääomalle. Pitkällä tähtäimellä hybridilainasta irtautuminen loisi kuitenkin mielestämme omistaja-arvoa olettaen, että yhtiön tuloskuunto paranee asteittain. Kapearunkolaivaston vaatimien investointien valossa emme kuitenkaan usko yhtiön pääsevän hybridistä täysin eroon lähivuosina vaan odotamme yhtiön uusivan lainan sen erääntyessä ainakin osin ja laskevan samalla lainan keskiporkoa.

Taserakenne Q3'19:n lopussa

Kassa 1021
MEUR (25 %)

Muut varat 440
MEUR (11 %)

Muu kiinteä
omaisuus 314
MEUR (8 %)

Laivasto 2267
MEUR (56 %)

Lentolippu-
velka 503
MEUR 12 %

Muut velat 907
MEUR (23 %)

Korollinen
velka 1707
MEUR (42 %)

Oma
pääoma 921
MEUR (23 %)

Taloudellinen tilanne 2/2

Korollista velkaa Finnairilla oli Q3'19:n lopussa 1,8 miljardia euroa. Tästä noin 1,1 miljardia euroa oli pitkäaikaisiin vuokrasopimuksiin liittyviä vastuita pääosin lentokoneista. Arviomme mukaan velan keskikorko on 4-5 %:n tasolla lease-sopimusten korkeampaa korkokantaa heijastellen.

Varsinaisten korollisten velkojen keskikorkojen arvioimme olevan 1-2 %:ssa. Muissa vastuissa yhtiöllä oli noin 600 MEUR:n arvosta lippuennakoita, kun taas loput vastuueristä ovat konsernin mittakaavassa pienehköjä.

Tase on hyvässä kunnossa

Q3'19:n lopussa Finnairin omavaraisuusaste oli 23 % (sis. hybridilaina) ja nettovelkaantumisaste 74 %. Yhtiö oli siten selvästi taloudellisten tavoitteidensa asettaman 175 %:n oikaistun velkaantumisasterajan alapuolella ja yhtiön tase on toimialan logiikka huomioiden melko vahva (tyypillisesti lentoyhtiöt käyttävät runsasta velkavipua). Liikkumavara taseessa on kuitenkin tarpeen, sillä Finnairilla oli investointisitoumuksia

käyttöomaisuushyödykkeisiin Q3'19:n lopussa vielä 849 MEUR, josta pääosa arviomme mukaan liittyy A350-ohjelman loppuunsaattamiseen. Tämä tulee heijastumaan lähivuosina yhtiön vapaaseen rahavirtaan, joskin investointien rahavirrat riippuvat olennaisesti valituista koneiden rahoitusvaihtoehdoista (omistus vs. leasing).

Kassavirta ja osinkopotentiali

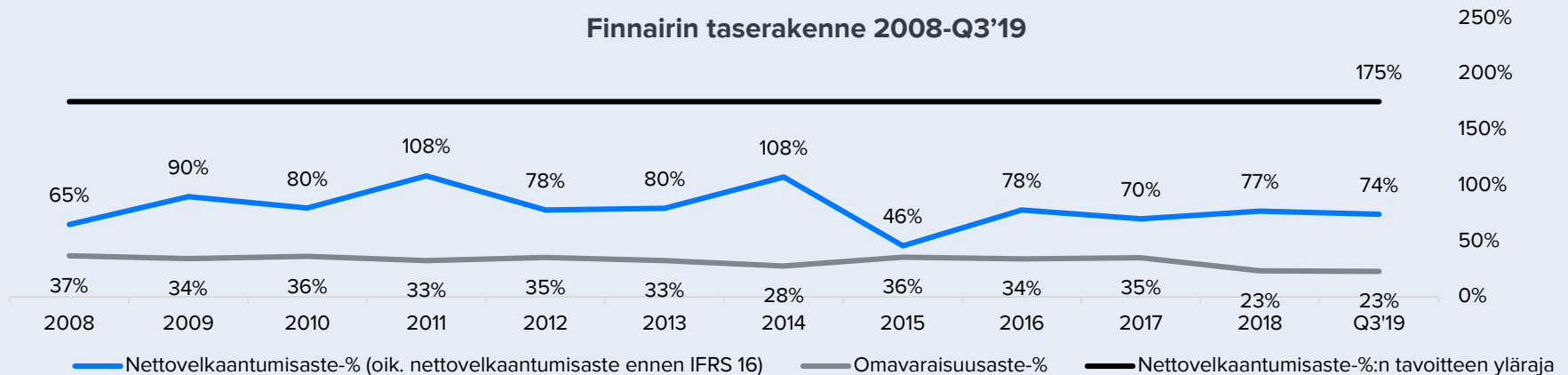
Kuten todettua, Finnair on parantanut viime vuosina kannattavuuttaan selvästi suhteessa historiallisiin tasoihin, mikä on yhdessä kasvuun kääntyneen liikevaihdon kanssa tukenut liiketoiminnan rahavirtaa. Toimialan luonteelle (suuret poistot ja investoinnit) tyypillisesti rahavirrat ovat voimakkaita, mutta vapaa rahavirta riippuu kannattavuudesta, kasvunopeudesta ja investointisyklin vaiheesta. Lähivuosina Finnair jatkaa investointimoodissa, vaikka A350-toimitusten voimakkain aalto onkin jo takana. Siten yhtiön lähivuosien osinkopotentialin määrää arviomme mukaan suurelta osin

tuloskehitys. Arviomme mukaan osingon ylläpito ja kasvattaminen vaativat yhtiöltä nousujohteista tuloskehitystä. Osinkoon liittyvän tietyn epävarmuuden takia osinko ei myöskään muodosta osakkeelle helposti tukitasoa.

IFRS 16 muutti raportoituja lukuja

Finnair otti vuoden 2019 alussa käyttöön IFRS 16 -standardin (vuokrasopimukset). Käytännössä muutos kasvatti huomattavasti Finnairin taseen loppusummaa ja vaikutti tuloslaskelman eri riveihin sekä liiketoiminnan ja rahoituksen rahavirtoihin. Sijoittajien kannattaa huomioida, että vuosien 2018-2019 luvut eivät ole vertailukelpoisia suhteessa yhtiön aiempaan historiaan. Yhtiön taloudelliseen asemaan muutos ei kuitenkaan vaikuttanut, sillä yhtiön pääomarakenteen pohjana aikaisemmin ollut oikaistu nettovelkaantumisaste oli jo huomioinut taseen ulkopuoliset vastuut. Myös yhtiön rahoittajat olivat huomioineet taseen ulkopuoliset vastuut aiemmin, joten standardi ei vaikuttanut Finnairin rahoitusehtoihin lainkaan.

Finnairin taserakenne 2008-Q3'19



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa yhtiön liikennetietodatan sekä tuotto- ja kustannusennusteiden kautta ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien muutoksen perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta kuluriveittäin. Polttoaineen hinnan osalta nojaamme Reutersin konsensuksen Brent-öljyn hintaennusteisiin, joiden muutosta oletamme lentokerosiin hinnan seuraavan (historiallinen korrelaatio on voimakas). Myös EUR/USD-valuuttaparin osalta ennusteemme pohjautuvat pääosin Reutersin konsensusennusteisiin. Pitkän ajan tulosten pohjana käytämme Finnairin historiallista kannattavuutta ja yhtiölle arvioimaamme marginaalipotentialia.

Vuonna 2019 yhtiö jatkaa kasvukiihdytystä

Finnair on ohjeistanut vuodelle 2019, että yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna etenkin A350-koneiden ja syöttöliikennekapasiteetin kasvun myötä 11-12 %. Liikevaihdon yhtiö on ohjeistanut kasvavan hieman kapasiteettia hitaammin ja oikaistun liikevoiton olevan 4,5-6,0 % liikevaihdosta. Tulosohjeistus olettaa, että polttoaineen hinta ja valuuttakurssit eivät muutu merkittävästi. Lisäksi yhtiö on arvioinut, toimintaympäristön odotetaan säilyvän epävakaana myös H2'19:lla, kun taloudellisen kasvun hidastuminen Finnairin päämarkkinoilla jatkuu sekä USA:n ja Kiinan kauppaneuvotteluista ja Brexitistä aiheutuva epävarmuus pysyy yllä. Nämä tekijät saattavat yhtiön mukaan vaikuttaa lentomatokustuksen ja -rahdin kysyntään.

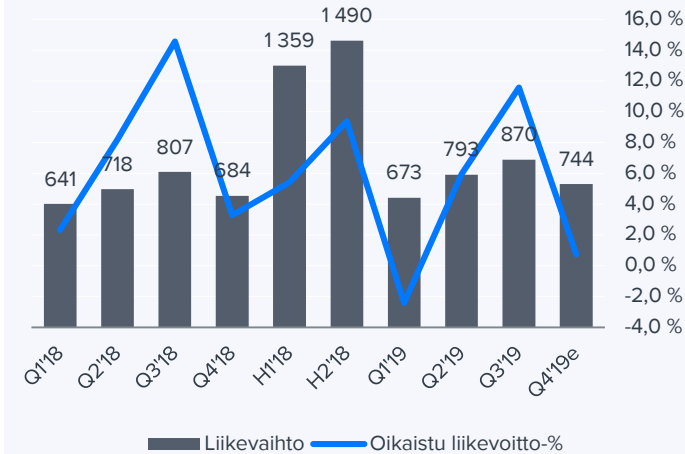
Alkuvuodesta yhtiön kehitys on ollut linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä vuoden ensimmäisen 11 kuukauden aikana Finnairin kapasiteetti on kasvanut 11,2 %. Q3:n jälkeen yhtiön liikevaihdon kasvu oli 7,2 % (vrt. kapasiteetin kasvu 11,6 %). Liikevaihdon kapasiteettia hitaampi kasvu heijastelee yksikötuottoihin kohdistunutta painetta, joka johtuu 1) kapasiteetin ripeästä kasvuvauhdista (ts. suurempaa volyymiä on vaikea myydä nopeasti keskihintoja painamatta) 2) matkustajaliikenteen kireästä kilpailusta 3) rahtimarkkinan vaisusta kysynnästä ja rahdin yksikötuottojen laskusta 4) Aurinkomatkojen konsernin kapasiteettia hitaammasta kasvusta

Oikaistua liikevoittoa Finnair oli tehnyt Q3:n loppuun mennessä 132 MEUR, mikä vastaa 5,6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Q4 on kuitenkin matkustajaliikenteen kausiluonteisuudesta johtuen tyypillisesti vuoden toiseksi heikoin kvartaali Finnairille, joten liikevoittomarginaalin laimeneminen vielä loppuvuodesta on väistämätöntä. Siten vuodesta 2019 on siis tulossa toinen peräkkäinen vuosi jolloin kasvu ei ole generoinut Finnairille tuloskasvua. Tämä johtuu arviomme mukaan 1) polttoaineen suojatun hinnan noususta 2) heikentyneestä EUR/USD-kurssista 3) yksikötuottojen paineesta 4) tietyistä kasvun kulurasitteista, mitkä ovat eliminoineet kiinteän tehokkuusparannuksien (ml. polttoaine- ja henkilöstötehokkuus) hyötyjä.

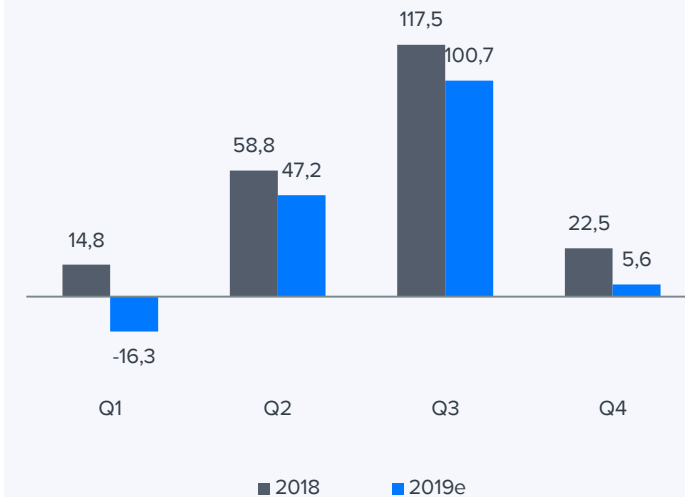
Tulosohjeistuksen saavuttaminen ei ole varmaa

Q4:llä odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan kapasiteetin kasvun ja jatkuvan yksikötuottopaineen myötä 9 % 744 MEUR:oon.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/5

Oikaistun liikevoiton odotamme heikkenevän 75 % 5,6 MEUR:oon. Tuloksen suhteellisesti rajua heikentymistä selittää osaltaan vertailukaudelle osunut 11 MEUR:n varauksen peruutus, joka johtui lentäjien pitkän aikavälin säästöohjelman peruuntumisesta. Lisäksi tulosta rokottavat kolme ensimmäistä kvartaalia rasittaneet tekijät, vaikka polttoaineen suojatun hinnan osalta aletaankin olla jo loppuvuodesta lähellä taitepistettä. Toisaalta arvioimme yhtiön myynnin kehittyneen suotuisasti loppuvuodesta etenkin lokakuun ja myös marraskuun liikeneraportin olivat oli matkustajavolyymien osalta hyviä ja arvioimme yhtiön markkinaosuuksien kasvaneen (etenkin Norwegian on jatkanut kapasiteetin leikkaamista), mitkä nostaa ylöspäin myös tehokkuuden kannalta kriittistä matkustajakäyttöästä. Rahdissa markkinatilanne on sen sijaan pysynyt Q4:llä vaikeana.

Q4:n ennusteet ja alkuvuoden toteuma huomioiden Odotamme siten Finnairilta 4,5 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia tänä vuonna, mikä on aivan yhtiön ohjeistushaarukan alalaidalla. Näin ollen ohjeistuksen saavuttaminen ei mielestämme ole varmaa, kun huomioidaan vallitseva epävarmuus sekä Finnairin tuloksen tyypilliset suurehkot ennustetoleranssit. Negatiivisen skenaariosta johtuva tulosvaroitusta olisi kuitenkin arviomme mukaan varsin lievä. Sen sijaan selvä liiketappio Q4:lta vaatisi mielestämme paha yksikkötuottojen sakkausta tai yhtiön palvelutarjoajien lakkojen eskaloitumista. Sen sijaan kulutaso alkaa olla jo pitkälti lukittu, joten tältä puolelta isoa yllätystä on tuskin enää tänä vuonna tulossa. Sijoittajien luottamusta negatiivisen tulosvaroitusta voisi toki voisi syödä,

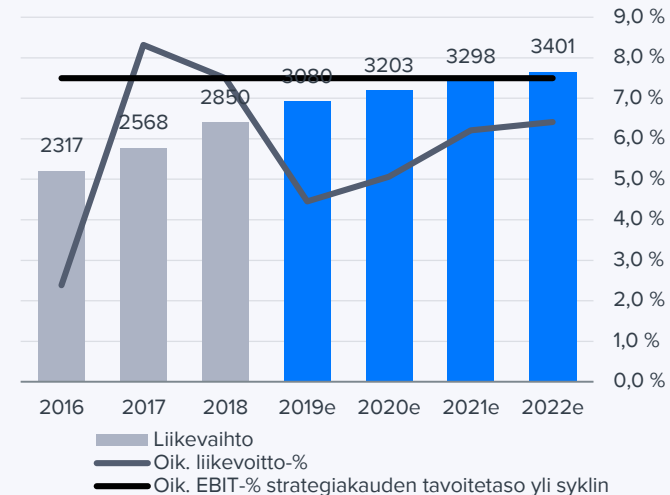
joten lieväkin varoitusriski kohottaa osakkeen riskitasoa toistaiseksi jossain määrin. Muutokset vuoden 2019 oikaistun liikevoiton ennusteisiimme ovat pieniä.

Alemmas tuloslaskelmaan Finnair on kirjannut oikaisueriä (kertakuluja ja käyvän arvon muutoksia) Q1-Q3:lla -6 MEUR, mitkä ovat sisällä kuluvan vuoden ennusteissamme. Q4:lle emme ennusta oikaisueriä. Jokseenkin normaalien reilun 80 MEUR:n rahoituskulujen (IFRS 16 kirjanpituusmuutos kohotti rahoituskuluja valuuttapohjaisista syistä 2018) ja normaalin 20 %:n veroasteen jälkeinen EPS-ennusteemme on 0,20 euroa. Osinkoa ennustamme Finnairin laskevan ensi keväänä tuloksen putoamista heijastellen 0,10 euroon (2018: 0,274 euroa), sillä mittavien investointien ja mollivoittoisen tuloskehityksen takia yhtiön velkaantuminen ei laske (2019e: nettovelkaantumistaso 78 %).

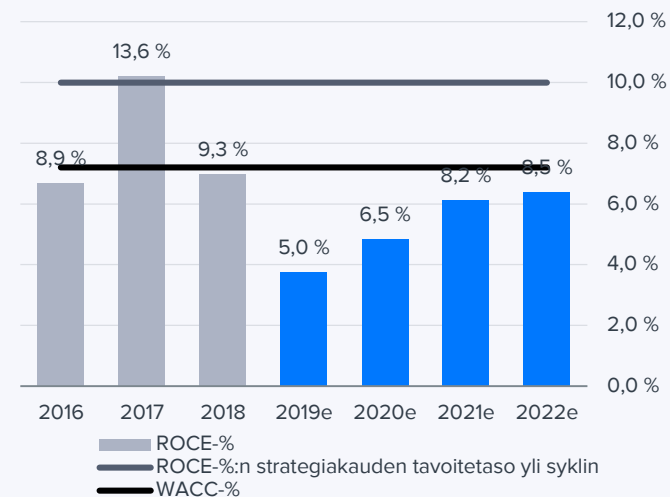
2020 kasvu alkaa rauhoittua ja odotamme myös tulostrendin kääntyvän

Vuonna 2020 Finnairin kasvu rauhoittuu vuosien 2017-2019 erittäin nopean kasvupyrahdyksen jälkeen. Arviomme mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa ensi vuonna 5 % lähinnä kahden uuden A350-koneen myötä. Arviomme mukaan kasvu painottuu Aasian liikenteeseen (Busan, Peking Daxing, lisävuorot nykyisen reittiohjelman suurkaupunkeihin) yhtiön strategian mukaisesti. Aasiaan painottuva matkustajaliikennekapasiteetin kasvu nostaa myös rahtikapasiteettia konsernin keskiarvoa nopeammin ensi vuonna. Syöttöliikennekapasiteetin kasvun ennustamme olevan ensi vuonna maltillista, sillä uusia koneita kapearunkolaivastoon ei ole tulossa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



ROCE-%:n kehitys



Lähde: Finnair, Inderes

Ennusteet 3/5

Finnairin liikevaihdon ennustamme kasvavan vuonna 2020 4,0 % 3203 MEUR:oon. Kasvua tukee etenkin kapasiteetin kasvun ajamana lievästi kasvava matkustajamäärä ja myyty matkustajavolyymi (RPK). Matkustajaliikenteen keskituottojen (yield-%) arvioimme laskevan ensi vuonna lievästi kaikilla alueilla yhä kireään kilpailun takia, mutta kilpailutilanteen lievän rauhoittumisen (ml. kapasiteetin leikkaukset Euroopassa, verkkolentoyhtiöiden rajalliset kapasiteetin lisäykset Aasiassa) ja yhtiön tuotevalikoiman suotuisan kehityksen takia odotamme keskituottojen paineen jäävän jo ensi vuonna pidemmän ajan keskiarvojen alapuolelle. Lisäksi odotamme matkustajakäyttöasteiden nousevan hieman ensi vuonna, kun kasvu rauhoittuu ja kaukoliikenteen osuus portfolioissa kasvaa, mikä tukee yksikkötuoton kehitystä suhteessa keskituottoon (2020e: RASK -0,7 % vs. yield-% -1,1 %). Arvioimme mukaan yksikkötuottoa tukee myös lisäpalvelumyynti, jossa yhtiön myyntikanavan kehittämiseksi viime vuosina tekemien toimien ja niiden avulla parantuvan tarjonnan pitäisi pikkuhiljaa kääntää matkustajakohtainen lisäpalvelumyynti kasvuun ensi vuonna. Toisaalta rahdin vaikea markkinatilanne ja Matkapalveluiden konsernia hitaampi kasvu rokottavat arvioimme mukaan yksikkötuottoa ensi vuonna.

Finnairin liiketuloksen ennustamme paranevan vuonna 2020 18 % 162 MEUR:oon. Parannus on merkittävä, mutta vuoden 2020 liiketulosennusteemme vastaa yhä vain 5,1 %:n EBIT-%. Tulosparannusta ajaa etenkin liikevaihdon kasvu, minkä lisäksi arvioimme polttoaineen suojatun hinnan kääntyvän ensi vuoden aikana laskuun nykyisellä öljyn hinnan skenaariolla

(2020e: Brent-öljy 62 USD/bbl). Heikkenevä suojattu EUR/USD on yhä Finnairille ongelma ja toisaalta isoja kulupuolen säästöjä koko vuodelle ei arvioimme mukaan ehdi tulla läpi, sillä tietyt kehitystoimet jatkuvat ja toisaalta emme usko kulujen laskevan nopeiden ja suurien kertaluonteisten toimien kautta. Vuoden 2020 liikevoittoennusteemme ovat pysyneet käytännössä ennallaan.

Oikaistueriä emme odota Finnairin ensi vuodelle kirjaavan, vaikka liiketoiminnan luonteen takia pienet oikaistuerät suuntaain tai toiseen ovat lähes väistämättömiä. Rahoituskulujen arvioimme nousevan nettovelan lievän kasvun (ml. investoinnit kahteen A350-koneeseen) takia lievästi ja veroasteen pysyvän vakiona. Q4:llä tapahtuva hybridilainan uusiminen ei ehdi vaikuttaa oleellisesti vielä ensi vuoteen, mutta odotamme yhtiön pystyvän laskemaan hybridipääoman noin 150 MEUR:oon (nyt 200 MEUR) ja lainan koron 4 %:iin (nyt 7,875 %) Q4'20:llä. Näin ollen vuoden 2020 EPS-ennusteemme on 0,38 euroa. Osinkoa arvioimme Finnairin maksavan vuoden 2020 tuloksesta 0,15 euroa osakkeelta. Vapaa rahavirta jää isojen investointien (2 kpl A350-konetta kassasta, 2020e investoinnit 400 MEUR) ja potentiaalinsa alapuolella pysyvän kannattavuuden takia vaisuksi vielä 2020. Kun vielä osingonmaksu ja hybridipääoman lasku rokottavat omaa pääomaa ja investoinnit jatkuvat, kohoaa Finnairin nettovelkaantumisasaste vuoden 2020 lopussa arvioimme mukaan 87 %:iin. Velkamäärä pysyy silti selvästi yhtiön taloudellisen päämäärän (nettovelkaantumisasaste alle 175 %) alapuolella.



Ennusteet 4/5

Vuodet 2021 ja 2022 ovat jo todellisia mittatikkuja strategian onnistumiselle

Vuosina 2021-2022 Finnairin strategiakauden tavoitteiden realistisuutta aletaan mielestämme mitata kunnolla, kun CMD:stä 2019 alkanut 12-18 kuukauden ylimenokausi on umpeutunut. Ylimenokauden aikana Finnair on arviomme mukaan saanut lisäreittejä Aasian suurkaupunkeihin, tuonut premium economy – tuotteen kaukoreiteille (kohderyhmänä etenkin turistiluokassa matkustavat työmatkalaiset sekä varakkaat vapaa-ajan matkustajat), parantanut myyntikanaviaan, ottanut käyttöön dynaamisempaa hinnoittelua mahdollistavan myynnin hallintajärjestelmän ja toteuttanut kulurakennetta laskevia toimia (ml. ei-lentävän henkilöstön lukumäärän lasku, kehityskulujen aleneminen, kenttä- ja huolto-operaatioiden parantaminen, reittioptimoinnin tehostuminen, lentopainojen lasku). Lisäksi polttoaineen hinnasta tai valuuttakursseista ei pitäisi nykyisillä konsensusennusteilla kummuta yhtiölle enää suurempaa vastatuulta 2021-2022.

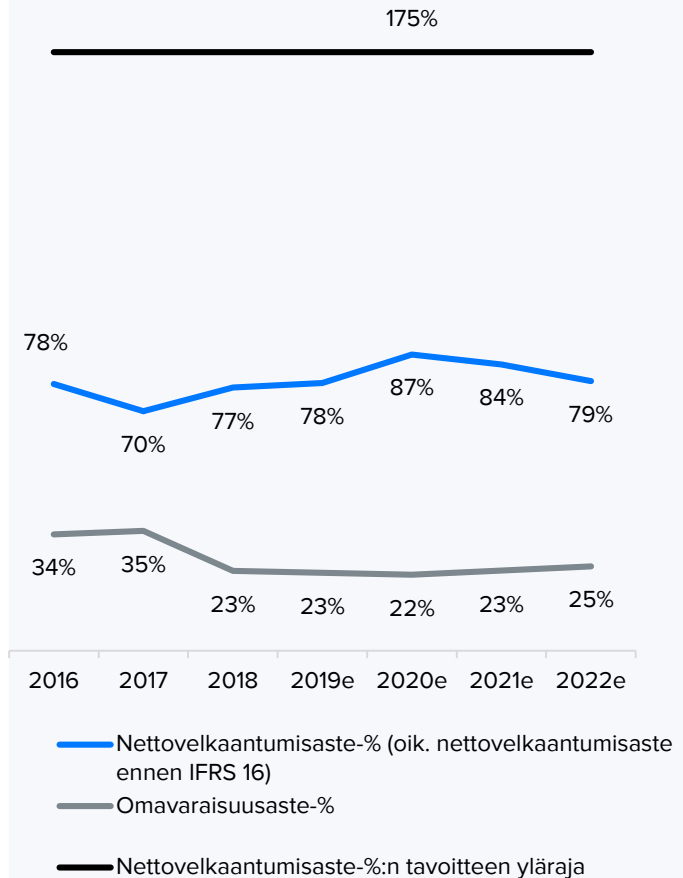
Finnairin kapasiteetin arvioimme vuosina 2021-2022 kasvavan noin 3 %:n vuosivauhtia A350-ohjelman hännän takia. Vuosina 2021-2022 odotamme Finnairin yksikkötuottojen laskevan enää lievää 0,3-0,5 %:n vuosivauhtia. Yksikkötuottoja tukevat Aasian korkeakatteisiin suurkaupunkeihin nojaava reittiverkkostrategia, hinnoittelun tehostuminen (dynaaminen hinnoittelumalli), matkustajakäyttöasteen lievä nousu (ml. verkoston vakiintumisen hyödyt ja korkean käyttöasteen kaukoliikenteen osuuden kasvu portfoliossa), kapasiteettia nopeammin kasvava lisäpalvelumyynti (ts. asiakstarjoaman

paraneminen). Toisella puolella vaakakupissa ovat yhä kireänä pysyvä kilpailu ja Aurinkomatkojen konsernia hitaampi kasvu, kun taas rahdin odotamme kasvavan konsernin vauhtia 2021-2022. Vuosina 2021 ja 2020 odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan 3,0 % ja 3,1 % 3298 MEUR:oon ja 3401 MEUR:oon.

Vuosina 2021 ja 2022 odotamme edelleen Finnairin oikaistun liikevoiton kasvavan 26 % ja 7 % 205 MEUR:oon ja 218 MEUR:oon. Vuosien 2021 ja 2022 ennusteemme vastaavat 6,2 %:n ja 6,4 %:n oikaistuja liikevoittomarginaaleja. Nämä tasot ovat esimerkiksi vuosina 2017-2018 saavutettujen tasojen alapuolella, joten absoluuttisesti ennusteet eivät ole tuntuista parannusodotuksista huolimatta pilvissä suhteessa yhtiön tavoitteisiin tai lähihistorian parhaisiin vuosiin. Tuloskasvu ajaa liikevaihdon kasvu sekä yksikkökustannusten lievä lasku (2021e-2022e: CASK -1,7 % ja -0,5 %). CASK:n laskun taustalla on etenkin yhtiön jatkuva parantaminen useilla kuluriveillä, sillä uusien ja polttoainetehokkaampien kapearunkokoneiden emme usko olevan vielä tällöin laivastossa. Vuosien 2021 ja 2020 ennusteitamme olemme nostaneet lievästi.

Oikaistueriä emme odota Finnairin vuosille 2021 ja 2022 kirjaavan ja rahoituskulujen arvioimme nousevan lievästi korkeana pysyvien investointien (sis. A350-ohjelman häntä sekä ennakoija kapearunkotoimituksista) takia, kun taas veroaste pysyy vakaana 20 %:ssa. Lisäksi hybridilainan korkokulut (sis. verohännys) laskevat arviomme mukaan noin 5 MEUR:oon Q4'20:llä, mikä tukee EPS:ää yhdessä operatiivisen tuloskasvun kanssa 2021-2022.

Finnairin taseen kehitys 2016-2022e



Lähde: Finnair, Inderes

Ennusteet 5/5

Vuosien 2021 ja 2022 EPS-ennusteemme ovat 0,66 euroa ja 0,71 euroa. Osinkoa odotamme Finnairin maksavan vuosilta 2021 ja 2022 0,20 euroa ja 0,25 euroa. Yhtiön suhteellisen velkamäärän arvioimme myös kääntyvän vuonna 2021, mutta korkeat investoinnit (2021e-2022e: investoinnit 400-500 MEUR/a) ja osingonmaksu pitävän nettovelkaantumisasasteen laskun hitaana (2021-2022e: 84 % ja 79 %). Tase pysyy kuitenkin arviomme mukaan toimialan logiikkaan nähden hyvässä kunnossa. Korostamme kuitenkin, että suhteellisen velkaantumisen pysäyttäminen vaatii yhtiöltä ennustamiemme tulosparannusten saavuttamista 2021-2022.

Sektorin iso kuva pitkän ajan odotusten pohjana

Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan vuosina 2023-2027 2,5-3,0 % vuodessa lentoliikennettä ja yhtiön Aasian strategiaa tukevien ajurien ansiosta, kun taas terminaalikasvuodotuksemme on 2,0 %. Oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme ennustamme olevan toimialan rakenteellisesti haastava viitekehys huomioiden 5,5-6,9 %:n tasolla. Taso ei ole absoluuttisesti erityisen korkea pääomavaltaiseen liiketoimintaan, mutta Finnairin ja toimialan historiaan suhteutettuna pidämme sitä toistaiseksi riittävänä. Pitkän aikavälin ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea toimialan luonne huomioiden. Pitkän tähtäimen ennusteiden rooli on lähinnä tukea lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita ja muodostaa runko osakkeen arvonmäärityksen apukomponenttina käyttämäämme DCF-malliin.

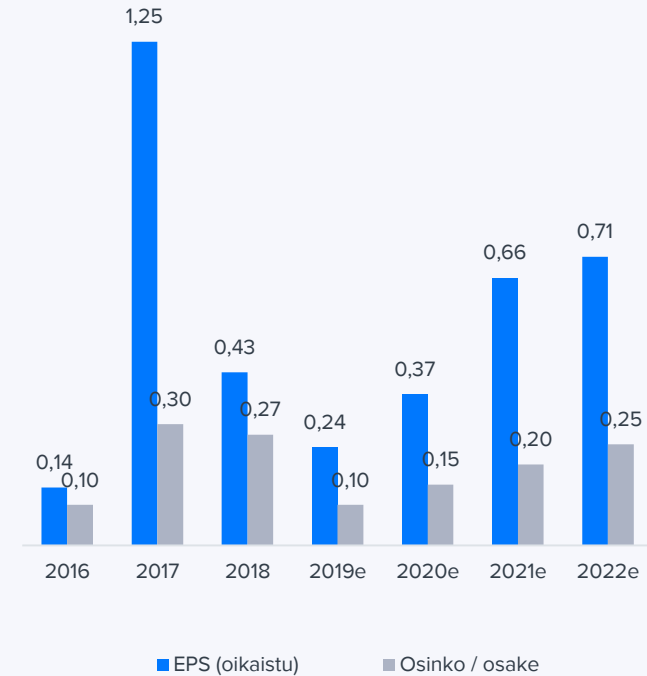
Ennusteet ovat alle yhtiön tavoitetason

Tulosennusteemme jäävän liikevoittomarginaalien

osalta yhtiön yli 7,5 %:ssa yli syklin (12-18 kk siirtymäajan jälkeen kiinteillä valuuttakursseilla ja polttoaineen hinnoilla laskettuna) olevan tavoitetason alapuolelle (2021e-2025e: oik. EBIT-% 6,6 %). Yhtiön tavoitetasoa alhaisemman kannattavuusoletuksen takia myös ROCE-%:n ennusteemme jäävät Finnairin yli 10 %:ssa olevan tavoitteen (sis. mainitut reunaehdot) alapuolelle (2021e-2022e: ROCE-% 8,1 % ja 8,6 %). ROCE-%:n ennusteemme on kuitenkin arviomme mukaan yhtiön pääoman kustannuksen yläpuolella, joten odotamme yhtiön luovan strategiakaudella taloudellista lisäarvoa. Polttoaineen hintojen ja valuuttojen osalta ennusteemme ovat kohtuullisen lähellä nykyisiä spot-hintoja, joten tästä perspektiivistä ennusteitamme voi mielestämme peilata suoraan yhtiön tavoitteisiin.

Tavoitteiden toteutuessa Finnairilla olisi arviomme mukaan potentiaalia tehdä keskimäärin karkeasti 1,00 euron EPS strategiakauden viiden viimeisen vuoden aikana. Arviomme mukaan täyden potentiaali realisoimiseksi saavuttamiseksi Finnairin pitäisi 1) saada yksikkötuotot lievään kasvuun kaupallisen puolen onnistumisten kautta 2) matkustajakäyttöaste ennätyskelliselle 83-84 %:n tasolle 3) pystyä alentamaan kiinteitä ja muuttuvia yksikkökuluja (CASK) hieman ennusteitamme enemmän 4) saada kapearunko-laivaston investointi odotuksiamme aikaisemmin käyntiin 5) pystyä keventämään hieman tasetta. Emme pidä näiden tekijöiden tai niiden yhdistelmän toteutumista mahdollisena, mutta yhtiön taloudellisen historian ja toimialadynamiikan haasteiden takia jäämme odottamaan lisänäyttöjä nousevasta tuloskunnosta ennen kuin olemme valmiita korottamaan ennusteitamme enempää.

Finnairin EPS ja osinko 2016-2019e



Lähde: Inderes

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	2850	673	793	870	744	3080	717	828	899	760	3203	3298	3401
Finnair	2850	673	793	870	744	3080	717	828	899	760	3203	3298	3401
Oikaisuerät	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
Käyttökate	551	58,3	127	176	86,6	448	60,1	136	200	102	498	545	574
Poistot ja arvonalennukset	-294,2	-75,9	-78,7	-81,3	-81,0	-316,9	-82,0	-84,0	-85,0	-85,0	-336,0	-340,5	-356,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	214	-16,3	47,2	101	5,6	137	-21,9	52,2	115	16,8	162	205	218
Liikevoitto	256	-17,6	47,9	94,9	5,6	131	-21,9	52,2	115	16,8	162	205	218
Finnair	218	-16,2	47,2	101	5,6	137	-21,9	52,2	115	16,8	162	205	218
Oikaisuerät	37,9	-1,3	0,6	-5,7	0,0	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-129,0	-31,6	-8,2	-22,8	-20,0	-82,6	-21,0	-22,0	-22,0	-23,0	-88,0	-91,2	-85,0
Tulos ennen veroja	127	-49,2	39,7	72,1	-14,4	48,2	-42,9	30,2	93,0	-6,2	74,1	114	133
Verot	-25,6	9,7	-7,8	-14,4	2,9	-9,6	8,6	-6,0	-18,6	1,2	-14,8	-22,7	-26,6
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	102	-39,5	31,9	57,7	-11,6	38,6	-34,3	24,1	74,4	-4,9	59,3	90,9	107
EPS (oikaistu)	0,43	-0,32	0,22	0,46	-0,11	0,24	-0,29	0,16	0,56	-0,05	0,37	0,66	0,79
EPS (raportoitu)	0,69	-0,33	0,22	0,43	-0,11	0,20	-0,29	0,16	0,56	-0,05	0,37	0,66	0,79

Ennusteparametrit	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Tarjottujen hlokilometrien kasvu (%)	14,8 %	10,4 %	14,8 %	9,5 %	10,4 %	11,3 %	7,3 %	5,0 %	3,9 %	3,3 %	4,8 %	3,5 %	3,4 %
Matkustajamäärä (Mkpl)	13,3	3,1	3,9	4,1	3,5	14,6	3,3	4,0	4,2	3,6	15,1	15,6	16,0
Yksikkötuotto (RASK snt/km)	6,72	6,31	6,44	6,89	6,43	6,53	6,26	6,41	6,85	6,37	6,45	6,43	6,42
Yksikkökustannus (CASK, snt/km)	6,21	6,46	6,06	6,09	6,39	6,24	6,45	6,01	5,97	6,23	6,05	6,02	5,98
Matkustajakäyttöaste (%)	81,8 %	78,3 %	82,5 %	86,2 %	79,1 %	81,7 %	79,4 %	83,6 %	86,9 %	79,1 %	82,4 %	82,6 %	83,1 %
Brent-öljyn spot hinta (USD/bbl)	71,2	63,1	68,8	61,9	62,4	64,1	62,3	62,1	62,8	62,4	62,4	64,4	65,5
EUR/USD-valuuttakurssi (spot)	1,18	1,14	1,12	1,11	1,11	1,12	1,11	1,12	1,14	1,17	1,14	1,18	1,18
Lisäpalvelumyynti per matkustaja (€)	12,1	12,9	11,6	11,2	12,3	11,9	12,9	11,7	11,4	12,5	12,1	12,4	12,7

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat ainakin toistaiseksi matalia

Finnairin jo vakiintuneen kasvuyhtiöprofiiliin myötä painotamme arvonmäärityksessä tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Rajallisen näkyvyyden vuoksi painotamme näkemyksessämme seuraavan vuoden kertoimia. Tulostulokertoimien lisäksi tase pohjainen P/B-luku hybridilainasta oikaistuna ja osinkotuotto ovat tyypillisesti hyviä mittareita Finnairin kaltaiselle pääomavaltaiselle ja sykliselle yhtiölle. Arvostuskertoimia suhteutamme myös lentosektorin verrokkeihin, sillä alalta löytyy paljon listattuna suoria kilpailijoita ja muuten samantyyppisellä liiketoimintamallilla operoivia verrokkeja. Lisäksi käytämme Finnairin arvonmäärityksessä kassavirtamallia, mutta sen painoarvo on mielestämme rajallinen, sillä pitkän aikavälin ennusteisiin perustuvan mallin arvo on erittäin herkkä parametrien muutoksille.

Finnairin arvostusta ei voi mielestämme IFRS 16:n aiheuttaman merkittävän kirjanpituksen takia peilata enää historiallisiin tasoihin. Suosimme toistaiseksi Finnairin arvonmäärityksessämme etenkin P/E- ja EV/EBIT-kertoimia, joiden vertailtavuuden yhtiöiden välillä pitäisi olla melko hyvä. Finnairin P/E-luku voi kuitenkin olla IFRS 16:n aikana hieman epästabiili, sillä tuloslaskelman rahoituskuluihin vaikuttavat muun muassa valuuttakurssit. Lisäksi arvioimme, että yhtiön vuokrasopimuskannan rakenne (sopimuskannan arvosta tuntuva osa on arviomme mukaan tuoreita ja pitkiä A350-vuokria, joissa korko-osan osuus on lähivuosina vuokrasopimuksen keskiarvoa suurempi) painaa lähivuosina yhtiön nettotulosta laskennallisesti rahavirtaa heikommaksi.

Toisaalta stabiilimpi EV/EBIT ei huomioi Finnairin suurta hybridilainaa (tämä on osakkeenomistajien perspektiivistä korollista velkaa) mielestämme täysimääräisesti.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Finnairille hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

Maantieteellinen kilpailuetu Aasian liikenteessä antaa luottamusta yhtiön pitkän aikavälin tulostulokunnan kannalta

Liiketoiminnan kasvupotentiaali on kohtuullisen hyvä, sillä yhtiö on hyvällä painolla läsnä Aasian kasvumarkkinoilla ja lentoliikenteen kasvuajurit ovat vahvat

Hyvässä kunnossa oleva tase rajaa sijoittajan riskitasoa heikommassakin syklissä ja mahdollistaa investoinnit sekä voitonjaon kasvattamisen

Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys (ml. herkkyys öljyn hinnalle ja valuuttakurssille) nostaa sijoittajan riskiprofiilia, korostaa sijoituksen ajoituksen roolia ja edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa

Merkittävät pääomavaatimukset rajaavat voitonjakopotentiaalia ja sitovat pääomia investointeihin

Valtion ”lukitun” omistusosuuden takia yhtiöön ei kannata mielestämme leipoa sisään M&A-preemiota

Yhtiön ja toimialan track-recordit taloudellisen lisäarvon luonnista ovat vielä lyhyitä, mikä nostaa

sijoittajien riskipreemioita

Finnairin osakkeen likviditeetti on mielestämme kohtuullinen, vaikka valtion merkittävän omistusosuuden takia vapaasti vaihdettavien osakkeiden (ns. free-float) määrä onkin rajallinen. Siten osakkeelta ei arviomme mukaan pidä vaatia ylimääräistä likviditeettipreemiota.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Mainitut ajurit huomioiden Finnairille hyväksyttävä arvostus on P/E-luvulla mitattuna mielestämme noin 9x-13x, kun taas EV/EBIT -kertoimella mitattuna pidämme yhtiölle hyväksyttävänä haarukkana 8x-12x. Nämä tasot ovat suhteessa muiden toimialojen pörssiyhtiöihin varsinkin nykyisessä nollakorkoympäristössä melko maltillisia, mikä heijastelee etenkin toimialan historiallisesti vaikeaa liiketoimintadynamiikkaa.

Tase pohjaisesti Finnair tulisi mielestämme hinnoitella karkeasti oman pääoman tasearvon tasolle noin oikaistulla P/B-luvulla 0,9x-1,3x, kun huomioidaan yhtiön pääoman tuottopotentiaali ja taseessa omaisuuden puolella oleva kurantti ja myös melko likvidi laivasto. Tase pohjaiseen hyväksyttävään arvostukseen vaikuttaa olennaisesti yhtiön pääoman tuotto eli käytännössä tulostaso. Yhtiön tavoitteiden taloudellisten tavoitteiden täytyessä (ts. ROCE-% yli 10 % ja ROE-% > ROCE-% Finnair ansaitsisi mielestämme premion suhteessa oman pääoman tasearvoon (haarukan ylälaita). Vastaavasti kroonisesti pääoman kustannuksen alapuolelle jäävä pääoman tuotto (ROCE-% < WACC-%) johtaisi arviomme mukaan alennukseen suhteessa oman pääoman tasearvoon.

Arvonmääritys ja suositus 2/4

Lyhyellä tähtämellä arvioimme kuitenkin, että oman pääoman oikaistu tasearvo antaa osakkeelle tiettyä tukea, vaikka sijoitetun pääoman tuotto jäisikin pääoman kustannuksen alapuolelle, ja näkemyksemme mukaan mukaan pidemmällä perspektiivillä oman pääoman tasearvon alapuolelle jäävä hinnoittelu vaatisi tuloksen taantumista pitkällä aikavälillä heikolle tasolle. Tuloksen painuminen tappiolle luonnollisesti johtaisi selvään (> 20 %) alennukseen suhteessa oman pääoman tasearvoon, mutta tämä on mielestämme Finnairin nykyrakenteella jo melko kaukainen skenaario ja se vaatisi taakseen erittäin heikon markkinatilanteen.

Tuotto/riski-kuva on jo olla varovaisen houkutteleva

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2019-2021 ovat 22x, 15x ja 8x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 10x, 9x ja 8x. Siten osakkeen arvostus on kuluvan vuoden kertoimilla korkea, kun taas ennustamamme tuloskasvu nostaa ensi vuoden kertoimet ovat jokseenkin neutraaleiksi. Vuodelle 2021 ennustamamme parannukset painaisivat kertoimet jo mataliksi, mutta tulosparannuksiin liittyy kuitenkin tietty epävarmuutta ja näkyvyys lentoliikenteen kaltaisella toimialalla kahden vuoden päähän on heikko.

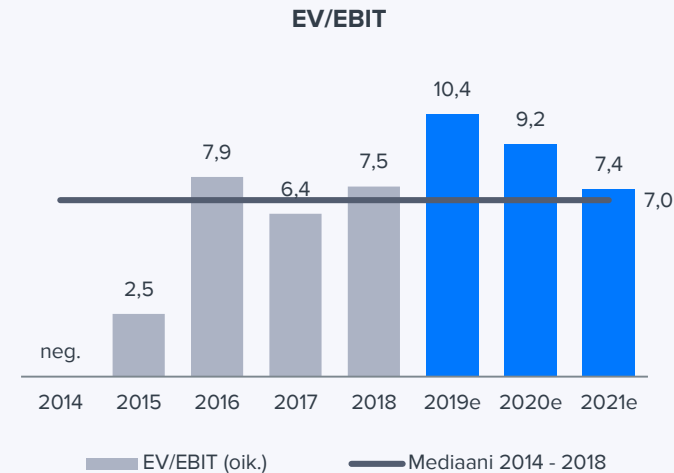
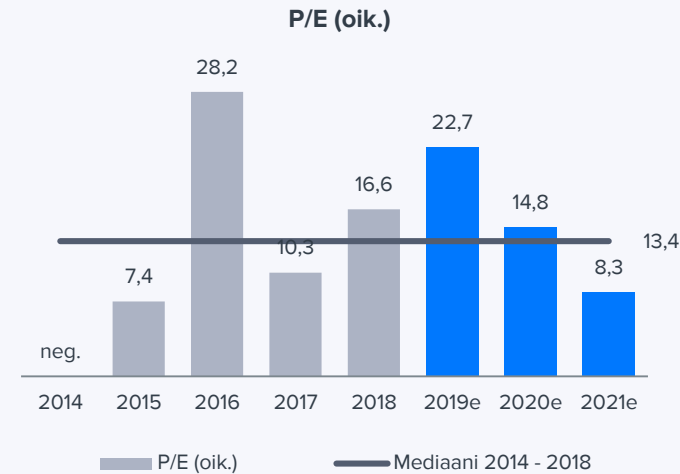
Toisaalta oikaistu P/B on painunut jo tasolle 1,0x (2019e). Tämä on mielestämme maltillinen taso Finnairille pidemmällä perspektiivillä, sillä emme odota yhtiön sijoitetun pääoman tuoton jäävän kroonisesti pääoman kustannuksen alapuolelle (tai oman pääoman tuoton oman pääoman kustannuksen alapuolelle). Lisäksi arvioimme, että tasearvostus antaa jo osakkeelle jossain määrin tukea, mikä parantaa osakkeen lyhyen ajan tuotto/riski-suhdetta. Jos yhtiö saisi tulostrendinsä

käännettyä ensi vuoden aikana, kuten ennusteissamme odotamme, näemme tasearvostuksessa lievää nousuvaraa jo pelkän suunnan muutoksen ajamana. Näin ollen tasearvostus alkaa mielestämme jo puoltaa tiettyä riskinottoa osakkeen suhteen sekä vuoden tähtämellä että pidemmällä perspektiivillä.

Finnairin lähivuosien osinkotuottojen arvioimme jäävän 2-3 %:n tasolle, mikä ei mielestämme ole korkea taso nollakoroista huolimatta. Näin ollen voitonjako ei toimi ostosignaalinä osakkeelle toistaiseksi, vaan katseet kääntyvät etenkin tuloksen ja hyväksyttävän arvostuksen muutoksiin.

Suhteellisesti Finnair ei ole halpa suhteessa erittäin alhaalle arvostettuihin pääverrokkeihin

Lentosektorilla on globaalisti paljon listattuja yhtiöitä. Varsinaisen vertailuryhmän olemme rajanneet Finnairin kanssa kilpaileviin yhtiöihin, mutta toissijaisesti suhteutamme Finnairin arvostusta myös laajempaan verrokkiryhmään (ml. lähes kaikki listatut verkkolentoyhtiöt). Sen sijaan tyypillisesti korkeammalle arvostetuista halpalentoyhtiöistä vertailuryhmässä on mukana vain Finnairin kanssa suoraan merkittävässä mittakaavassa kilpaileva Norwegian, minkä lisäksi olemme sisällyttäneet eurooppalaisista verkkolentoyhtiöistä ensisijaiseen verrokkiryhmään Lufthansan, IAG:n, SAS:n ja Air France KLM:n. Globaaleista verkkoyhtiöistä verrokkiryhmään kuuluvat Finnairin kanssa Aasian liikenteessä kilpailevat Turkish Airlines, Japan Airlines ja Air China. Arvostusmittareina olemme käyttäneet suhteellisessa vertailussa etenkin vuosien 2020 ja 2021 EV/EBIT-, P/E-kertoimia, osinkotuottoja ja P/B-lukuja, sillä IFRS 16 kirjapidossa nämä kaikki ovat vertailukelpoisia mittareita.



HUOM: 2014-2017 -kertoimet eivät ole vertailukelpoisia 2018-2021e -kertoimien kanssa IFRS 16- kirjapidonmuutoksen takia

Arvonmääritys ja suositus 3/4

Suhteessa ydinverrokkiryhmään Finnairin arvostus on mielestämme hieman ristiriitainen. EV-pohjaisesti yhtiö on arvostettu selvällä alennuksella suhteessa pääverrokkien mediaaniin, mutta P/E:llä preemio on vielä selvempi. Tasepohjaisesti yhtiö on lievästi aliarvostettu, mutta verrokkiryhmän osinkotuotto on korkeampi. Kokonaisuutena emme pidä osaketta huomattavan halpana suhteessa ydinverrokkeihin, mutta toisaalta varsinkin suurten läntisten verkkolentoyhtiöiden arvostus on erittäin matala (IAG, Lufthansa, AF-KLM 2020e-2021e P/E 5x-7x ja EV/EBIT 5x-10x), mikä painaa koko ydinverrokkiryhmän arvostusta melko alhaiseksi. Siten emme näe suhteellisen arvostuksen estävän osakkeen lievää nousuvaraa 12 kuukauden tähtäimellä, mutta nousuajuri suhteellinen arvostus ei osakkeelle ole. Suhteessa laajempaan verrokkiryhmään, jossa on varsin kirjava ryhmä erilaisia ja hyvin erityyppisissä tilanteissa operoivia verkkolentoyhtiötä, Finnair on aliarvostettu kaikilla mittareilla vuoden 2020 P/E-lukua lukuun ottamatta. Siten arvostus suhteessa laajaan verrokkiryhmään tukee näkemystämme Finnairin suhteellisesti siedettävästä arvostuksesta.

DCF-arvonmääritys

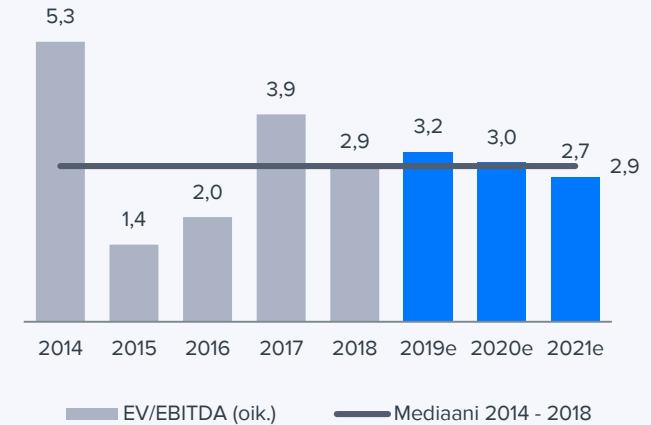
Kassavirtamallimme mukainen Finnairin osakkeen arvo on noin 8 euroa osakkeelta, mikä indikoisi selvää nousuvaraa nykykurssiin nähden. Toimialan etumaksupainotteisesta logiikasta tukea saava DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme joten oitkän aikavälin odotukset ovat siis verrattain maltilliset suhteessa yhtiön tavoitetasoihin. Annamme kuitenkin DCF-arvostukselle Finnairin arvonnäärityksen kokonaiskuvassa silti rajallisen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille.

Mallissa terminaalin painoarvo on 65 %, joten melko suuri osa DCF-mallin indikoimasta osakkeen arvosta nojaa kaukaiseen tulevaisuuteen (takapainoisuus johtuu lähivuosien mittavista investoinneista). Mallissa pääoman kustannus on 7,2 %, mikä heijastelee mielestämme Finnairin pääoman kustannusta rahoitusmarkkinoiden normaalissa tilanteessa. Pääoman kustannusta painaa mallissa korkeahko 60 %:n velkaosuus, joka muodostuu yhtiön korollisen velan arvioimastamme pitkä aikavälin kustannuksesta (sis. korot varsinaisista veloista ja koneiden vuokrasopimuksista). Oman pääoman kustannus on 10,2 %, mikä heijastelee mielestämme oman pääoman ehtojen sijoittajien tuottovaatimusta yhtiölle (kääntäen P/E 10x). Riskitön korko on 3,0 %, velkarahoituksen kustannus 6,5 % markkinariskipreemio 4,75 % ja beta korkeahko 1,5 lentosektorin korkeaa riskiprofiilia heijastellen.

Osakkeessa on jo pessimistinen skenaario

Tarkistamme Finnairin tavoitehintamme 6,25 euroon (aik. 6,40 euroa). Tavoitehintamme perustuu kokonaisarvioon yhtiölle 12 kuukauden tähtäimellä hyväksymästämme arvostustasosta. Nostamme kuitenkin Finnairin suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä), sillä osakkeen arvostus on painunut viime viikkojen kurssilaskussa jo melko maltilliseksi. Osake on mielestämme hinnoiteltu jo varsin pessimistisesti vaisuhkojen lyhyen ajan näkymien mukaan, eikä osakemarkkina anna mielestämme nyt juurikaan painoa yhtiön vuosien 2020-2025 tasapainoiselle strategialle ja sen toimenpiteiden luomalle kannattavuusparannus-potentiaalille. Siten näemme tilanteen jo mahdollisuutena pitkäjänteisen ja lentoliiketoiminnan korkeita riskejä sietävien sijoittajien perspektiivistä.

EV/EBITDA



Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
P/E 2020e 13x	4,9	-22 %
EV/EBIT 2020e 10x	6,5	4 %
Oik. P/B 2019e 1,1x	6,1	-3 %
DCF	8,3	32 %
Keskiarvo/ Tavoitehintana	6,43	6,25

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 4/4

Hyvä perusskenaarion tuotto-odotus ja rajallinen laskuvara muodostavat positiivisen odotusarvon

Odotamme Finnairin pystyvän vakauttamaan yksikkötuottojaan 2020-luvun alkupuolella kasvun hidastuessa ja kaupallisen strategian edetessä. Toisaalta kohdennetuilla tehostustoimilla viime vuosina kasvaneen skaalan hyötyjä pitäisi olla ulosmitattavissa ja lisäksi polttoaineen hintojen sekä valuuttojen osalta pahin vastatuuli alkaa näillä näkymin olla takana 2020-luvun alkupuolella. Odotammekin Finnairin saavan käännettyä tuloksensa kasvuun vuoden 2019 vaisulta tasolta ensi vuonna ja jatkavan parannuksia 2020-luvulle.

Osakkeen tuotto-odotuksen pääkomponentti on arviomme mukaan tuloskasvu, jonka arviomme olevan mainittujen ajureiden myötä noin 10 %:n vuositasolla aikavälillä Q3'19 LTM-2020e. Finnairin osingonjako pysyy arviomme mukaan maltillisena, sillä A350-ohjelman häntä ja 2020-luvulla käynnistyvä kapearunkolaivaston uusinta sitovat yhtiön pääomia. 2-4 %:iin asettuva osinkotuotto tukee kuitenkin yhtiön tuotto-odotusta.

Arvostuskomponentin muutoksen arviomme olevan melko neutraali, sillä Q3'19 LTM tuloksella osake on siedettävästi hinnoiteltu (EV/EBIT 8x, P/E 15x).

Näin ollen Finnairin tuotto-odotus nykyhetkestä vuoden 2022 loppuun mennessä on arviomme kaksinumeroinen. Pidämme tätä jo varovaisen houkuttelevana tasona suhteessa yhtiölle arvioimaamme oman pääoman kustannukseen. Lisäksi osakkeen tuotto/riski-profiilia tukee mielestämme jo tasepohjainen arvostus, sillä yhtiön oikaistu P/B-luku on laskenut mielestämme jo maltilliselle tasolle 1,0x. Arviomme tämän tason

antavan jo osakkeelle tukea. Tämä taas laskee osakkeen riskitasoa, sillä osakkeen laskuvara on mielestämme jo jossain määrin rajallinen. Finnairin nykyinen vakiintunut kasvuyhtiöstatus ja 2010-luvun alkuvuosista noussut kannattavuus huomioiden P/B:n putoaminen esimerkiksi alle tason 0,8x (ts. 20 % laskuvara nykykurssiin) vaatisi mielestämme jo rajun alituksen suhteessa lähivuosien ennusteisiimme ja/tai kasvuyhtiöstatuksen vaihtumisen käänneyhtiöksi. Heikon skenaarion siedettävä laskuvara, neutraalin skenaarion kaksinumeroinen tuotto-odotus ja optio merkittävästä nousuvarasta (ts. taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen) muodostavat osakkeelle tietyistä riskeistä huolimatta positiivisen odotusarvon.

Ostoja on syytä hajauttaa ajallisesti

Finnairin lähivuosille ennakoimamme hyvä tuotto-odotus nojaa tuloskasvuun eikä ilman tuloskasvua osakkeessa ei mielestämme selkeää liikkumavaraa suuntaan tai toiseen. Pääriskit tulosennusteidemme kannalta ovat arviomme mukaan sektorin äärikireä kilpailu, globaalin talouden kehitys, polttoaineen hinnan nousu, valuuttakurssit sekä vihreiden arvojen nousuun vastaamisen epäonnistuminen. Lisäksi myös osakkeen arvostuksessa olisi todennäköisesti laskuvaraa, jos yhtiön tulos heikkenisi kuluvan vuoden vaisusta tasosta tai jämähtäisi tämän vuoden tasolle pitkäksi aikaa. Lisäksi korostamme, että positiivinen näkemyksemme osakkeessa nojaa osin varsin kaukana 2020-luvun puolella olevaa potentiaaliin ja kunnollisen kannattavuuden saavuttaminen vaatii yhtiöltä aikaa. Tämä tekijän ja lyhyellä tähtäimellä osakkeeseen liittyvän riskin lievästä tulosvaroituksesta suosittelemme sijoittajia hajauttamaan ajallisesti ostoja Finnairissa, vaikka suosituksemme on nyt positiivinen.

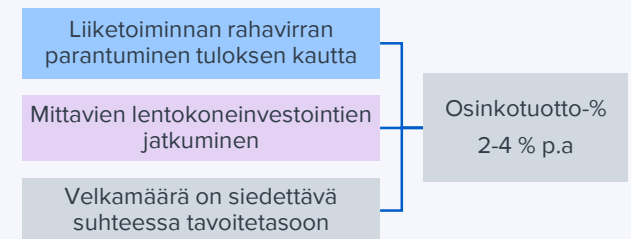
Osaketuoton ajurit Q3'19 LTM-2022e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

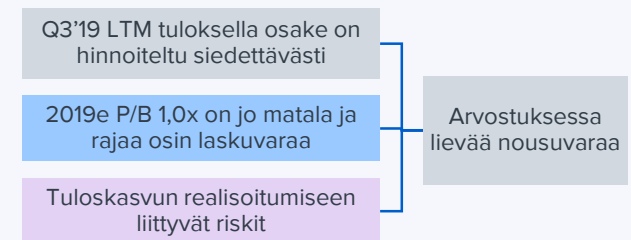
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
> 10 % p.a.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,48	5,42	4,03	12,8	7,09	5,53	5,53	5,53	5,53
Osakemäärä, milj. kpl	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1
Markkina-arvo	318	694	516	1643	908	709	709	709	709
Yritysarvo (EV)	325	333	437	1378	1609	1428	1541	1570	1574
P/E (oik.)	neg.	7,4	28,2	10,3	16,6	22,7	14,8	8,3	7,7
P/E	neg.	8,6	7,7	10,5	10,2	27,2	14,8	8,3	7,7
P/Kassavirta	6,7	2,8	neg.	8,5	neg.	9,2	10,2	11,2	7,2
P/B	0,6	1,0	0,6	1,6	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
P/S	0,1	0,3	0,2	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	5,3	1,4	2,0	3,9	2,9	3,2	3,1	2,8	2,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	2,5	7,9	6,4	7,5	10,4	9,5	7,7	7,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	19,0 %	24,5 %	39,4 %	49,2 %	40,2 %	30,2 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,3 %	3,9 %	1,8 %	2,7 %	3,6 %	4,5 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
IAG	546,20	12847	17672	5,8	5,2	3,6	3,3	0,8	0,7	5,5	5,0	4,7	5,3	1,5
Lufthansa	16,52	7857	14034	8,9	7,4	4,0	3,7	0,5	0,5	4,9	4,1	4,8	5,6	0,7
SAS	15,20	556	887	20,4	16,9	5,9	5,7	0,8	0,9	7,0	4,6			1,2
Air France-KLM	10,35	4352	11205	10,6	9,2	3,2	3,0	0,5	0,5	6,9	5,2			1,7
Turkish Airlines	13,59	2914	12628	13,2	11,1	5,0	4,5	0,9	0,8	4,4	3,6			0,4
Norwegian	37,00	587	4219	26,6	19,4	8,4	7,4	1,8	1,7		5,0			1,3
Japan Airlines	3379,00	9619	7742			3,7	3,4	0,7	0,7	10,6	10,0	3,3	3,4	1,0
Air China	8,66	14922	32243	13,2	12,6	6,0	5,7	1,4	1,3	12,1	10,9	1,5	1,9	1,2
Finnair (Inderes)	5,53	709	1428	9,2	7,4	3,0	2,7	0,5	0,5	14,8	8,3	2,7	3,6	0,8
Keskiarvo				14,1	11,7	5,0	4,6	0,9	0,9	7,3	6,1	3,6	4,1	1,1
Mediaani				13,2	11,1	4,5	4,1	0,8	0,8	6,9	5,0	4,0	4,4	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				-30 %	-33 %	-33 %	-34 %	-43 %	-41 %	115 %	67 %	-32 %	-17 %	-32 %

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

Laajennettu verrokkiryhmä

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Ilkevaihto		P/E		Osinkotuotto		P/B
		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Finnair	5,53	709	1394	10,9	8,9	3,7	3,4	0,6	0,6	15,5	9,1	3,6	4,4	0,9
IAG	546,20	12847	17672	5,8	5,3	3,6	3,3	0,8	0,7	5,5	5,0	4,7	5,3	1,5
Lufthansa	16,52	7857	14034	8,9	7,4	4,0	3,7	0,5	0,5	4,9	4,1	4,8	5,6	0,7
SAS	15,20	556	887	20,4	17,0	5,9	5,7	0,8	0,9	7,0	4,6	0,0	0,0	1,2
Air France-KLM	10,35	4352	11205	10,6	9,2	3,2	3,0	0,5	0,5	6,9	5,2	0,0	0,0	1,7
Turkish Airlines	13,59	2914	12628	13,2	11,1	5,0	4,5	0,9	0,8	4,4	3,6	0,0	0,0	0,4
Norwegian	37,00	587	4219	26,6	19,4	8,4	7,4	1,8	1,7	NaN	5,0	0,0	0,0	1,3
Japan Airlines	3379,00	9619	7742	NaN	NaN	3,7	3,4	0,7	0,7	10,6	10,0	3,3	3,4	1,0
Air China	8,66	14922	32243	13,2	12,6	6,0	5,7	1,4	1,3	12,1	10,9	1,5	1,9	1,2
Aeroflot	103,94	1640	9707	9,3	7,4	3,8	3,2	1,0	0,8	5,5	4,2	9,3	11,0	NaN
Delta Airlines	55,11	32378	39789	8,3	7,7	5,6	5,3	1,1	1,0	7,7	7,0	3,1	3,2	1,9
United Continental Holdings	Word could not be	19736	28116	8,5	7,8	5,4	5,0	0,9	0,8	6,7	5,9	0,0	0,0	1,5
American Airlines	26,74	10663	28753	9,3	8,7	4,8	4,4	0,7	0,7	5,0	4,4	1,6	1,7	4,1
Singapore Airlines	9,03	7192	11252	17,0	17,9	6,1	6,4	1,1	1,2	15,4	14,2	3,5	4,1	0,8
Cathay Pacific	10,32	4676	13705	18,5	16,5	4,4	4,1	0,8	0,7	13,6	10,8	2,5	2,9	0,6
Qantas	7,31	6690	8574	10,1	8,8	4,6	4,2	0,8	0,8	12,2	10,3	3,7	3,8	3,1
Air New Zealand	2,80	1855	2736	10,5	8,9	4,2	3,8	0,8	0,7	10,6	9,2	7,7	8,1	1,5
Air Canada	49,44	8766	11146	7,8	6,8	3,9	3,4	0,8	0,7	10,2	8,0	NaN	NaN	2,6
Alaska Airlines	66,91	7467	7548	9,0	8,2	6,5	5,9	1,2	1,1	9,8	8,8	2,4	2,5	1,7
Avianca	4,58	169	4319	17,0	12,3	5,5	5,0	1,1	1,0	8,0	6,0	0,0	0,0	1,1
China Southern	6,75	9533	31601	15,3	14,6	6,1	5,1	1,1	0,9	13,8	11,1	1,3	1,7	1,2
Korean Air	26650,00	1928	14071	30,4	21,9	6,6	6,2	1,3	1,2	20,6	12,3	0,9	0,9	1,0
LATAM	11,20	6086	14289	14,7	11,8	6,2	5,4	1,3	1,2	26,5	18,0	1,1	1,4	2,0
Jordanian Airlines	0,37	129	684	28,2	NaN	8,4	NaN	1,0	NaN	37,0	37,0	NaN	0,0	0,8
Thai Airways	6,80	442	4307	52,7	18,7	8,6	6,2	0,7	0,6	NaN	NaN	0,0	0,0	1,1
Finnair (Inderes)				9,2	7,4	3,0	2,7	0,5	0,5	14,8	8,3	2,7	3,6	0,8
Keskiarvo				14,1	11,7	5,4	4,7	0,9	0,9	11,7	9,4	2,4	2,6	1,4
Mediaani				12,0	9,2	5,4	4,8	0,9	0,8	10,2	8,4	1,6	1,8	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				-24 %	-19 %	-45 %	-43 %	-48 %	-42 %	45 %	-1 %	70 %	101 %	-35 %

DCF-malli

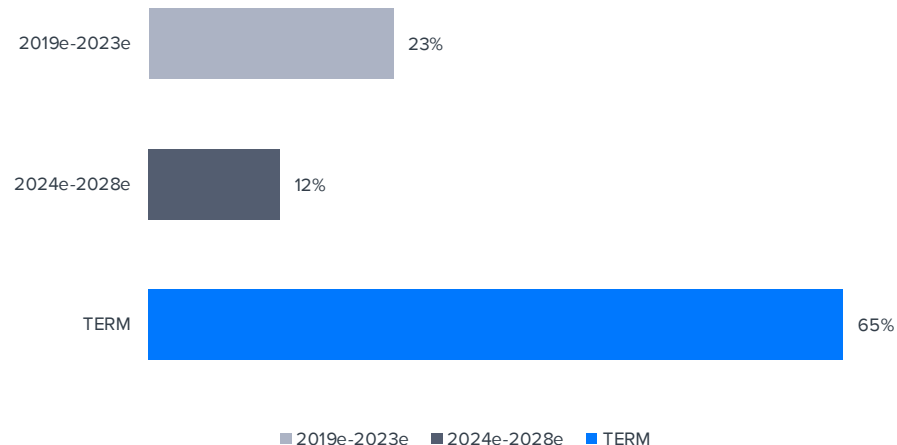
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	256	131	162	205	218	241	248	239	227	213	217	
+ Kokonaispoistot	294	317	336	353	367	378	381	409	447	445	443	
- Maksetut verot	-51,9	-24,0	-14,8	-22,7	-24,4	-30,7	-30,8	-27,6	-24,4	-22,3	-23,3	
- verot rahoituskuluista	-26,2	-16,7	-17,8	-18,4	-19,4	-17,7	-19,0	-20,4	-21,1	-20,4	-20,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	220	-64,3	15,3	11,8	12,8	11,8	12,1	11,1	11,4	11,7	9,6	
Operatiivinen kassavirta	693	343	481	529	555	583	591	612	640	627	626	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	37,6	227	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1396,3	-480,0	-400,0	-460,0	-450,0	-400,0	-600,0	-700,0	-430,0	-430,0	-509,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-666,2	89,7	80,9	69,2	105	183	-8,5	-87,9	210	197	117	
+/- Muut	-12,6	-12,5	-11,4	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	
Vapaa kassavirta	-678,7	77,2	69,5	63,2	98,7	177	-14,5	-93,9	204	191	111	2180
Diskontattu vapaa kassavirta		76,9	64,6	54,8	79,9	134	-10,2	-61,7	125	109	59,0	1164
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1796	1719	1654	1599	1519	1386	1396	1458	1333	1223	1164
Velaton arvo DCF		1796										
- Korolliset velat		-1774,1										
+ Rahavarat		1073										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-35,1										
Oman pääoman arvo DCF		1060										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Lyhennetty tuloslaskelma, avainlukuja ja ennustemuutokset

Lyhennetty tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	2284	2255	2317	2568	2850	3080	3203	3298	3401
Käyttökate (EBITDA)	62	230	222	354	551	448	498	545	574
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	-37	134	55	214	214	137	162	205	218
Liikevoitto (EBIT)	-73	122	116	225	256	131	162	205	218
Tulos ennen veroja	-99	113	106	211	127	48	74	114	122
Nettotulos	-93	89	85	169	102	39	59	91	98
Osakekohtainen tulos	-0,4	0,7	0,14	1,25	0,43	0,24	0,37	0,66	0,71
Vapaa kassavirta	47	246	-289	194	-679	77	70	50	87

Avainluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,8 %	-1,3 %	2,8 %	10,9 %	11,0 %	8,1 %	4,0 %	3,0 %	3,1 %
Käyttökate-%	2,7 %	10,2 %	9,6 %	13,8 %	19,3 %	14,5 %	15,5 %	16,5 %	16,9 %
Oik. liikevoitto-%	-1,6 %	5,9 %	2,4 %	8,3 %	7,5 %	4,5 %	5,1 %	6,2 %	6,4 %
Liikevoitto-%	-3,2 %	5,4 %	5,0 %	8,8 %	9,0 %	4,2 %	5,1 %	6,2 %	6,4 %
ROE-%	-15,6 %	13,1 %	8,5 %	16,7 %	9,2 %	2,8 %	5,4 %	9,6 %	9,6 %
ROI-%	-6,8 %	12,3 %	9,0 %	13,6 %	11,6 %	5,0 %	6,5 %	8,2 %	8,5 %
Omavaraisuusaste	27,3 %	35,5 %	33,9 %	35,2 %	23,3 %	22,9 %	21,5 %	22,7 %	23,9 %
Nettovelkaantumisaste	0,3 %	-49,8 %	-9,3 %	-26,1 %	76,3 %	78,2 %	97,5 %	95,1 %	90,3 %

Osakelukuja	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS (oikaistu)	-0,45	0,73	0,14	1,25	0,43	0,24	0,37	0,66	0,71
Kassavirta / osake	0,37	1,92	-2,26	1,52	-5,30	0,60	0,54	0,39	0,68
Osinko / osake	0,00	0,00	0,10	0,30	0,27	0,10	0,15	0,20	0,25
Omapääoma / osake	4,01	5,68	6,69	7,93	7,17	7,17	6,66	7,18	7,69

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	3075	3080	0 %	3207	3203	0 %	3294	3298	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	139	137	-1 %	163	162	-1 %	196	205	5 %
Liikevoitto	133	131	-1 %	163	162	-1 %	196	205	5 %
Tulos ennen veroja	50,0	48,2	-4 %	75,4	74,1	-2 %	103	114	11 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,24	-5 %	0,37	0,37	0 %	0,64	0,66	3 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,10	-50 %	0,22	0,15	-32 %	0,25	0,20	-20 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	1446	2545	2712	2776	2882
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	1422	2492	2655	2719	2826
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2,5	0,0	3,3	3,3	3,3
Muut sijoitukset	5,6	53,3	53,3	53,3	53,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1441	1398	1402	1293	1262
Vaihto-omaisuus	17,2	121	67,8	70,5	72,6
Muut lyhytaikaiset varat	121	52,1	121	121	121
Myyntisaamiset	320	152	290	301	310
Likvidit varat	983	1073	924	801	759
Taseen loppusumma	2887	3944	4114	4069	4145

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	1016	919	919	904	970
Osakepääoma	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Kertyneet voittovarot	211	270	260	295	361
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	200	200	150	150
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	729	374	383	383	383
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	747	1720	1863	1809	1797
Laskennalliset verovelat	73,9	47,6	33,2	33,2	33,2
Varaukset	79,0	107	150	150	150
Lainat rahoituslaitoksilta	586	1549	1479	1425	1413
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,5	17,0	201	201	201
Lyhytaikaiset velat	1125	1305	1332	1356	1378
Lainat rahoituslaitoksilta	132	226	164	158	157
Lyhytaikaiset korottomat velat	566	622	739	769	792
Muut lyhytaikaiset velat	426	458	429	429	429
Taseen loppusumma	2887	3944	4114	4069	4145

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk 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 yhtiössä. 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.9.2017	Myy	8,50 €	10,00 €
26.10.2017	Myy	9,50 €	11,12 €
19.2.2018	Vähennä	10,25 €	10,58 €
25.4.2018	Vähennä	10,25 €	10,22 €
11.7.2018	Vähennä	9,20 €	8,78 €
18.7.2018	Lisää	7,75 €	7,15 €
3.10.2018	Vähennä	7,25 €	7,12 €
26.10.2018	Vähennä	6,50 €	6,44 €
18.2.2019	Vähennä	7,50 €	7,77 €
25.4.2019	Vähennä	7,50 €	7,82 €
18.7.2019	Vähennä	6,75 €	6,83 €
23.10.2019	Vähennä	6,40 €	6,21 €
12.12.2019	Lisää	6,25 €	5,53 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**