

Finnair

Yhtiöpäivitys

11/6/2020

- Tarkistamme Finnairin tavoitehintamme merkintäoikeuden irtoamista heijastellen 0,65 euroon (aik. 3,50 euroa) ja laskemme yhtiön suosituksemme myy-tasolle (aik. vähennä) viime viikkoina nousseen arvostuksen takia
- Finnair julkisti noin 500 MEUR:n osakeantinsa tarkat ehdot ja noin 45 %:n laskennallisella alennuksella teoreettiseen hintaan nähden toteutettava anti voi laimentaa nykyisten osakkaiden omistuksia tuntuvasti
- Operatiivisiin tulosennusteisiimme olemme tehneet vain pientä hienosäätöä
- Finnairin osakekurssi on kohonnut toukokuun puolen välin pohjilta 30 % ja mielestämme arvostus on kohonnut turhan kovaan etunojaan yhtiön yhä erittäin hankalat lyhyen ja keskipitkän aikavälin näkymät huomioiden

Kurssirallissa on otettu liikaa ennakkoa

Tarkistamme Finnairin tavoitehintamme 0,65 euroon (aik. 3,50 euroa). Muutos heijastelee puhtaasti yhtiön eilen julkaiseman osakeannin ehtoja ja tänään osakkeesta irronnutta merkintäoikeutta. Yhtiön suosiksemme laskemme myy-tasolle (aik. vähennä). Pörssien ja matkailuosakkeiden kurssiralli on tarttunut voimalla myös Finnairiin viime viikkoina (osake +30 % toukokuun pohjilta) ja tämä on kohottanut yhtiön arvostusta selvästi. Mielestämme tämä on lentoalan yhä erittäin hankalat näkymät ja kriisin Finnairin taseeseen jättämät jäljet huomioiden ennenaikaista.

Noin 500 MEUR:n osakeanti toteutetaan odotetusti rajusti pörssikurssia alemmalla hinnalla

Finnair julkisti eilen jo tiedossa olleen noin 500 MEUR:n merkintäoikeusantinsa tarkat ehdot, jotka on luettavissa [täältä](#). Yhtiö tarjoaa annissa enintään 1279 265 150 uutta osaketta hintaan 0,40 euroa/osake. Nykyisillä osakkeenomistajilla on oikeus merkintä 10 uutta osaketta 1 omistamaansa osaketta kohden. Laskelmiemme mukaan Finnairin osakkeen teoreettinen hinta merkintäoikeuden irtoamisen jälkeen eilisen päätöskurssin pohjautuen on noin 0,72 euroa osakkeelta. Siten osakeannin merkintähinta vastaa noin 44 %:n alennusta suhteessa teoreettiseen hintaan. Alennuksen kokoluokka on tyypillinen suurelle merkintäoikeusannille ja anti aiheuttaa Finnairin nykyisille omistajille merkittävän laimennuksen. Mielestämme osakeanti on silti yhtiölle tarpeellinen pitkän ajan kilpailu- ja investointikyvyn turvaamiseksi. Arviomme mukaan mukaan Finnair saa antipääomalla ”siivottua” koronapandemian yhtiön taseeseen jättämät kolhut ja vuoden 2020 lopussa odotamme yhtiön nettovelkaantumistasteen olevan suurin piirtein vuoden 2019 lopun tasolla noin 70 %:ssa (sis. oletus 200 MEUR:n hybridilainan uusimisesta H2:lla). Velkaantumisen mittakaava ja eri järjestelyillä vahvistettu likviditeetti huomioiden Finnairin selviytyminen kriisiin yli on arviomme mukaan turvattu ja korjatun pääomarakenteen turvin yhtiö pystyy aikanaan myös siirtymään kestäväen kasvun strategiansa edistämiseen.

Emme ole tehneet ennustemuutoksia operatiivisiin ennusteisiimme

Koronapandemia on ollut viime aikoina rauhoittumaan päin Finnairin päämarkkina-alueilla Euroopassa ja Aasiassa. Matkustusrajoitukset ovat kuitenkin vielä pääosin voimassa ja niiden voimassaolo sekä kysynnän elpymisvauhti ovat edelleen hyvin epäselviä. Siten emme ole tehneet Finnairin operatiivisiin tulostenennusteisiimme oleellisia muutoksia toistaiseksi. Odotamme Finnairin aloittavan kapasiteettinsa ylösajon Q3:n alussa ja saavuttavan vuoden 2019 liikevaihtotason vuonna 2023. Yhtiön liiketoiminnan kassavirran arviomme kääntyvän positiiviseksi talvella, vapaan kassavirran ensi vuonna ja nettotuloksen vuonna 2022. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus on luonnollisesti erittäin korkea, mutta mielestämme toimialan ja Finnairin nopeaan elpymiseen viittaavat merkit ovat vielä vähissä.

Osakkeenomistajien tuotto-odotus on arviomme mukaan heikko

Finnairin osake ei saa tukea tämän ja ensi vuoden tuloskertomista negatiivisten tai matalan tulostason takia. Vuoden 2022 ennusteilla Finnairin osake ei myöskään ole halpa suhteessa verrokkiryhmään. Yhtiön tasepohjainen oik. P/B on keskipitkän ajan mediaaninsa tasolla 1,2x, mitä pidämme vallitseva historiallisen vaikea näkymä huomioiden korkeana arvostuksena. Sijoittajien toivo Finnairissa lepää pitkässä tähtäimessä, sillä koko toimialaa ravasteleva kriisi voi hyvässä skenaariossa tehdä lentosektorista terveemmän pelikentän Finnairin kaltaisille selviytyjille (ml. kilpailun ja tiettyjen kulupaineiden rauhoittuminen) keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä. 12 kk:n tähtäimellä omistajien tuotto-odotus on kuitenkin mielestämme heikko, sillä 1) arvostus jo ottanut etunojaa elpymiseen 2) aikanaan elpymä kassavirta menee lähivuosina kriisin jälkien paikkailuun (ts. velkojen lyhentämiseen) ja investointeihin 3) osakeanti voi luoda vielä painetta kurssiin. Siten odotamme, että Finnairin kyytiin pääsee selvästi paremmalla tuotto/riski-suhteella myöhemmin.

Analytiikko



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

Suositus ja tavoitehinta

Myy

(aik. Vähennä)



0,65 EUR

(aik. 3,50 EUR)

Osakekurssi: 3,91 EUR

Potentiaali: -83,4 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Finnair arvioi, että sen oikaistu liiketulos on noin 2 MEUR tappiollinen päivätasolla koko Q2:n ajan. Vallitsevan tilanteen vuoksi Finnairin liikevaihto tulee vuonna 2020 laskemaan olennaisesti vuoteen 2019 verrattuna ja oikaistu liiketappio tulee olemaan huomattava tilikaudella 2020.

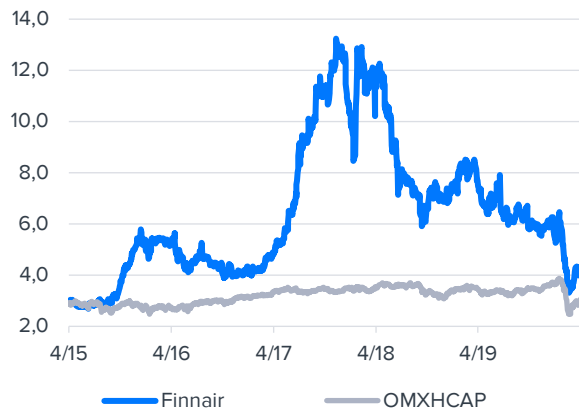
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	3098	1419	2585	2911
kasvu-%	9 %	-54 %	82 %	13 %
EBIT oik.	162,8	-322,6	67,3	131,8
EBIT-% oik.	5,3 %	-22,7 %	2,6 %	4,5 %
Nettotulos	74,7	-387,8	-20,2	29,1
EPS (oik.)	0,05	-0,28	-0,02	0,01

P/E (oik.)	11,7	neg.	neg.	51,9
P/B	0,8	1,0	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	8,4	neg.	26,4	13,7
EV/EBITDA	2,8	69,4	4,2	3,6
EV/Liikevaihto	0,4	1,3	0,7	0,6

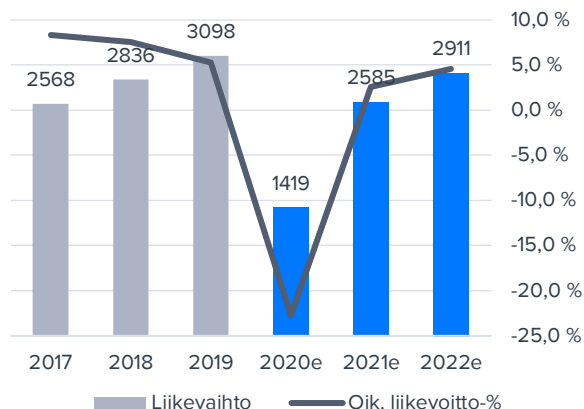
Lähde: Inderes

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 tuottoetta kulupuolen kehitystoimien kautta

Riskitekijät

- Sektorin kysyntä on syklistä ja kilpailu on äärikireää
- Rakennemuutokset toimialalla
- Polttoaineen hintaan ja valuuttoihin liittyvät riskit
- Regulaation kiristyminen
- Koronaviruksen leviäminen ja sen aiheuttaman kysynnän äkkipysähdyksen kesto
- Suuri noin 500 MEUR:n merkintäoikeusanti voi luoda lyhyellä aikavälillä painetta kurssiin

Arvostus

- Finnairin arvostus ei saa lyhyellä tähtäimellä tukea tulosarvostuksesta tappiollisen tuloksen takia
- Tasepohjainen arvostus ei ole erityisen halpa eikä negatiivisen kassavirran ja nettotappion takia tasearvostukseen voi nojata
- Sijoittajien toivo lepää Finnairin sinänsä hyvissä mahdollisuuksissa selvitä kriisistä kilpailijoita pienemmin lommoin, mutta tuotto/riski-suhde on etenkin lyhyellä tähtäimellä melko selvästi negatiivinen

Operatiiviset ennustemuutokset jäivät pieniksi, anti vaikuttaa EPS:ään

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2020e			2021e			2022e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	1441	1419	-2 %	2576	2585	0 %	2899	2911	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-318,0	-322,6	1 %	66,3	67,3	2 %	130	132	1 %
Liikevoitto	-322,5	-327,1	1 %	66,3	67,3	2 %	130	132	1 %
Tulos ennen veroja	-480,2	-484,7	1 %	-23,2	-25,2	9 %	36,0	36,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	-3,07	-0,28	-91 %	-0,22	-0,02	-90 %	0,15	0,01	-91 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus on karannut turhan korkealle

Lyhyellä tähtäimellä arvostuksella ei ole tukitasoja

Finnairin osake ei saa tukea tämän tai ensi vuoden tulokertoimista, sillä P/E-kertoimia ei voi tappiollisen nettotuloksen takia käyttää. Myös kuluvan vuoden EV/EBIT-kerroin on negatiivinen ja ensi vuoden kerroin on korkea 26x. Lisäksi volyymipohjainen arvostus on korkea, sillä Finnairin laskeva liikevaihto ja kasvava nettovelka ovat kohottaneet yhtiön vuosien 2020-2021 EV/S-kertoimet yli vuosien 2018-2019 tasojen (aiempien vuosien kertoimia ei voi katsoa IFRS 16-muutosten takia). Tasepohjainen P/B on keskipitkän ajan tasollaan 1,2x, mikä on mielestämme korkea arvostus vielä tuntemattoman ajan vääriin suuntaan pyörivä kassavirta ja historiallisen heikko liiketoimintänäkö huomioiden. Näin ollen yhtiön arvostuksesta on lyhyellä aikavälillä vaikea löytää tukitasoja kurssille. Suhteellinen arvonmääritys on rajussa toimialan myllerryksessä vaikeaa, mutta vuosien 2021-2022 ennusteilla Finnair ei ole näkemyksemme mukaan halpa suhteessa muihin läntisiin verkkolentoyhtiöihin.

DCF-malliin on myös vaikea nojata näkemystä, vaikka parametrit ovat konservatiivisia

Kassavirtamallimme mukainen Finnairin osakkeen arvo on tavoitehintamme tasolla 0,65 eurossa osakkeelta. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa kysynnän ei odoteta toipuvan vauhdilla koronakriisistä, mutta toisaalta uskomme yhä lentoliiketoiminnan pysyvän kasvuliiketoimintana pitkällä aikavälillä. Myös kannattavuuden odotamme asteittain elpävän noin 6 %:n EBIT-%:n tasolle. Tämä on selvästi alle Finnairin vuosina 2017-2018 saavuttamien tasojen, mutta noin yhtiön 2015-2019 keskiarvon tasolla. Näin ollen myöskään pitkään tähtäimeen nojaava DCF-malli ei indikoi osakkeelle nousuvaraa soveltamillamme konservatiivisilla

parametreilla. Mallia rokottaa luonnollisesti myös nettovelan kasvu koronakriisissä sekä korkealla tasolla lyhyellä ja myös keskipitkällä tähtäimellä pysyvät investoinnit (sis. A350-ohjelman häntä 2020-2022 ja kapearunkolaivaston uusinta sen jälkeen). Siten odotamme yhtiön positiiviseksi aikanaan kääntyvän kassavirran menevän täysimääräisesti velkojen lyhentämiseen ja investointeihin ainakin seuraavat 3 vuotta. Muutenkin vain kaukaiseen ja epävarmaan tulevaisuuteen painottuvaan DCF-malliin nojaaminen ei olisi erityisen houkuttelevaa vallitsevassa lyhyelläkin tähtäimellä epävarmassa markkinassa. Osakemäärän kasvu on kuitenkin nyt huomioitu DCF-mallissamme.

Sijoittajien pitää asettaa tähtäin kauas

Sijoittajien toivo Finnairissa lepää pitkässä tähtäimessä, sillä koko toimialaa ravisteleva kriisi voi mielestämme tehdä lentosektorista terveemmän pelikentän Finnairin kaltaisille selviytyjille (ml. kilpailun ja tiettyjen kulupaineiden rauhoittuminen). Myös 2020-luvulla edessä olevan kapearunkolaivaston investointia alan syvä kriisi voi helpottaa, sillä kapasiteettia saattaa olla lähivuosina saatavilla edulliseen hintaan. Näiden tekijöiden takia pidämme periaatteessa mahdollisena, että yhtiö voi ylittää ennusteemme keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä.

Tähtäin on arviomme mukaan varsin kaukana ja matkalla on edessä vielä useita ilmakuoppia (etenkin tilanteen pitkittyminen ja tuloksen kautta ulos vuotava kassavirta olisivat sijoittajille iso ongelma). Siten omistajien tuotto-odotus on mielestämme nyt heikko 12 kuukauden tähtäimellä, vaikka yhtiö onkin pystynyt nopealla reagoinnillaan kuluihin ja rahoitusasioihin siivoamaan toiminnan jatkuvuuteen liittyvät riskit vauhdilla pois pöydältä. Näin ollen odotammekin, että Finnairin kyytiin on vielä mahdollista päästä selvästi nykyistä paremmalla tuotto/riski-profiililla myöhemmin.

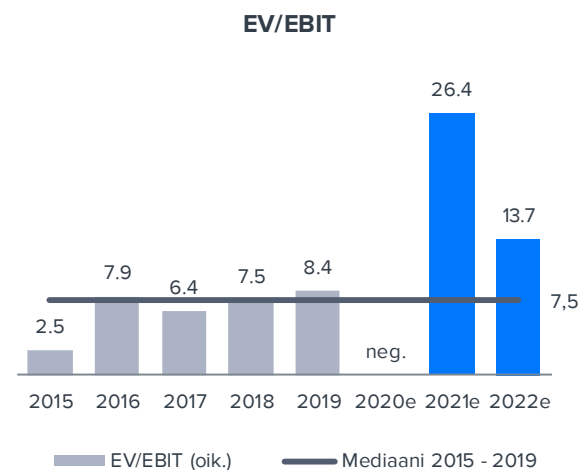
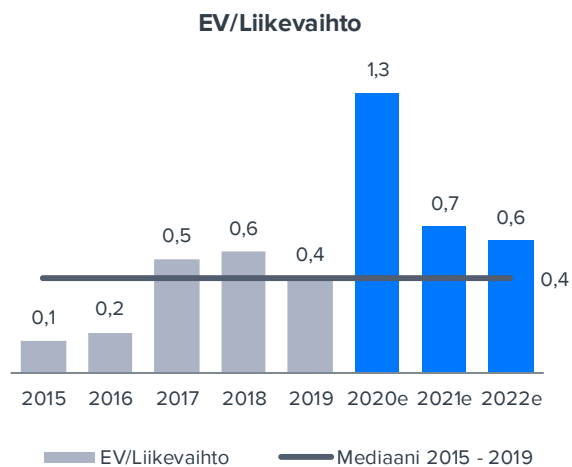
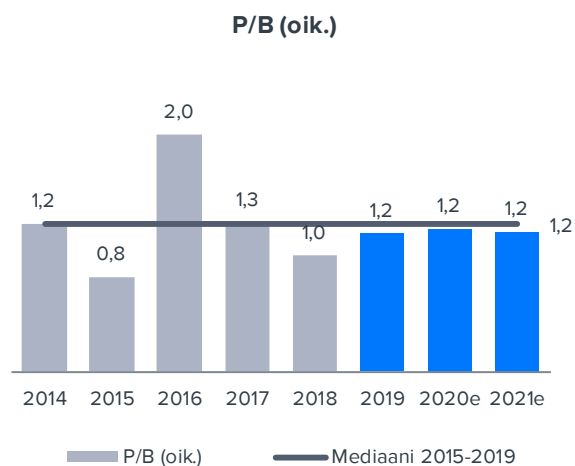
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,72	0,72	0,72
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	1013	1013	1013
Yritysarvo (EV)	1868	1776	1806
P/E (oik.)	neg.	neg.	51,9
P/E	neg.	neg.	51,9
P/Kassavirta	neg.	6,1	21,6
P/B	1,0	1,0	1,0
P/S	0,7	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	1,3	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	69,4	4,2	3,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	26,4	13,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,49	0,37	1,17	0,64	0,53	0,72	0,72	0,72	0,72
Osakemäärä, milj. kpl	1409,5	1409,5	1409,5	1409,5	1409,5	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	694	516	1643	908	753	1013	1013	1013	1013
Yritysarvo (EV)	333	437	1378	1609	1376	1868	1776	1806	1842
P/E (oik.)	7,4	28,2	10,3	16,6	11,7	neg.	neg.	51,9	14,6
P/E	8,6	7,7	10,5	10,2	12,1	neg.	neg.	51,9	14,6
P/Kassavirta	2,8	neg.	8,5	neg.	5,1	neg.	6,1	21,6	26,6
P/B	1,0	0,6	1,6	1,0	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,6	0,3	0,2	0,7	0,4	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,1	0,2	0,5	0,6	0,4	1,3	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	1,4	2,0	3,9	2,9	2,8	69,4	4,2	3,6	3,3
EV/EBIT (oik.)	2,5	7,9	6,4	7,5	8,4	neg.	26,4	13,7	9,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	19,0 %	24,5 %	39,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	2,3 %	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
IAG	222,00	4971	12589	20,7	5,5	6,5	3,2	1,1	0,8	2,9	2,9	7,5	0,9	
Lufthansa	8,30	3875	10646		15,0		5,1	0,9	0,6	6,1		2,0	0,6	
SAS	8,55	303	2472	43,9	16,9	7,2	5,4	1,0	0,9	3,1			0,9	
Air France-KLM	4,53	1905	8580		58,6	23,3	3,9	1,0	0,6				9,3	
Turkish Airlines	10,61	1946	12019	91,2	19,4	6,8	6,1	1,2	1,1	4,4			0,3	
Norwegian	5,18	72	5257		17,7	10,4	7,8	2,0	1,7				0,4	
Japan Airlines	1911,00	5555	4420			2,7	5,9	0,5	0,7	9,1		4,9	3,4	0,6
Air China	6,85	11944	29874		13,5	9,8	6,0	2,2	1,5	11,9	0,3	1,2	1,1	
Finnair (Inderes)	0,72	1013	1868	-5,8	26,4	69,4	4,2	1,3	0,7	-34,0	0,0	0,0	1,0	
Keskiarvo				51,9	20,9	9,5	5,4	1,2	1,0	9,1	5,7	2,7	3,5	1,8
Mediaani				43,9	16,9	7,2	5,7	1,1	0,9	9,1	4,4	2,9	2,7	0,8
Erotus-% vrt. mediaani				-113 %	56 %	864 %	-26 %	25 %	-19 %	-874 %	-100 %	-100 %	27 %	

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	2836	668	789	866	775	3098	561	32,3	305	521	1419	2585	2911	3122
Finnair	2836	668	789	866	775	3098	561	32,3	305	521	1419	2585	2911	3122
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	0,0
Käyttökate	551	58,3	127	176	124	485	-7,6	-90,2	54,4	70,3	26,9	427	496	562
Poistot ja arvonalennukset	-294,2	-75,9	-78,7	-81,3	-89,5	-325,4	-88,0	-88,0	-88,0	-90,0	-354,0	-360,2	-363,9	-369,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	214	-16,3	47,2	101	31,2	163	-91,1	-178,2	-33,6	-19,7	-322,6	67,3	132	192
Liikevoitto	256	-17,6	47,9	94,9	34,8	160	-95,6	-178,2	-33,6	-19,7	-327,1	67,3	132	192
Finnair	218	-16,2	47,2	101	31,2	163	-91,1	-178,2	-33,6	-19,7	-322,6	67,3	132	192
Oikaisuerät	37,9	-1,3	0,6	-5,7	3,6	-2,8	-4,5	0,0	0,0	0,0	-4,5	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-129,0	-31,6	-8,2	-22,8	-4,4	-67,0	-82,7	-25,0	-25,0	-25,0	-157,7	-92,5	-95,4	-93,4
Tulos ennen veroja	127	-49,2	39,7	72,1	30,4	93,0	-178,2	-203,2	-58,6	-44,7	-484,7	-25,2	36,4	99,0
Verot	-25,6	9,7	-7,8	-14,4	-5,9	-18,4	35,6	40,6	11,7	8,9	96,9	5,0	-7,3	-19,8
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	0,0
Nettotulos	102	-39,5	31,8	57,8	24,5	74,7	-142,6	-162,5	-46,9	-35,8	-387,8	-20,2	29,1	79,2
EPS (oikaistu)	0,04	-0,03	0,02	0,04	0,01	0,05	-0,10	-0,12	-0,04	-0,03	-0,28	-0,02	0,01	0,05
EPS (raportoitu)	0,06	-0,33	0,22	0,43	0,17	0,04	-0,10	-0,12	-0,04	-0,03	-0,28	-0,02	0,01	0,05
Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	10,4 %	5,1 %	10,3 %	7,9 %	13,4 %	9,2 %	-16,0 %	-95,9 %	-64,8 %	-32,8 %	-54,2 %	82,2 %	12,6 %	7,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	0,0 %	-209,9 %	-19,7 %	-14,3 %	38,9 %	-23,8 %	459,6 %	-477,4 %	-133,4 %	-163,3 %	-298,1 %	-120,9 %	95,8 %	46,0 %
Käyttökate-%	19,4 %	8,7 %	16,0 %	20,4 %	16,0 %	15,7 %	-1,4 %	-279,5 %	17,8 %	13,5 %	1,9 %	16,5 %	17,0 %	18,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,5 %	-2,4 %	6,0 %	11,6 %	4,0 %	5,3 %	-16,2 %	-552,4 %	-11,0 %	-3,8 %	-22,7 %	2,6 %	4,5 %	6,2 %
Nettotulos-%	3,1 %	-6,4 %	3,6 %	6,3 %	2,8 %	2,0 %	-26,0 %	-513,7 %	-16,4 %	-7,5 %	-28,2 %	-1,2 %	0,7 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	2545	2629	2698	2738	2824
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	2155	2270	2339	2379	2465
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	53,3	39,5	39,5	39,5	39,5
Muut pitkäaikaiset varat	338	320	320	320	320
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1398	1249	575	950	1005
Vaihto-omaisuus	121	80,2	31,2	56,9	64,0
Muut lyhytaikaiset varat	52,1	55,7	55,7	55,7	55,7
Myyntisaamiset	152	161	133	243	274
Likvidit varat	1073	953	355	595	611
Taseen loppusumma	3944	3878	3273	3688	3828

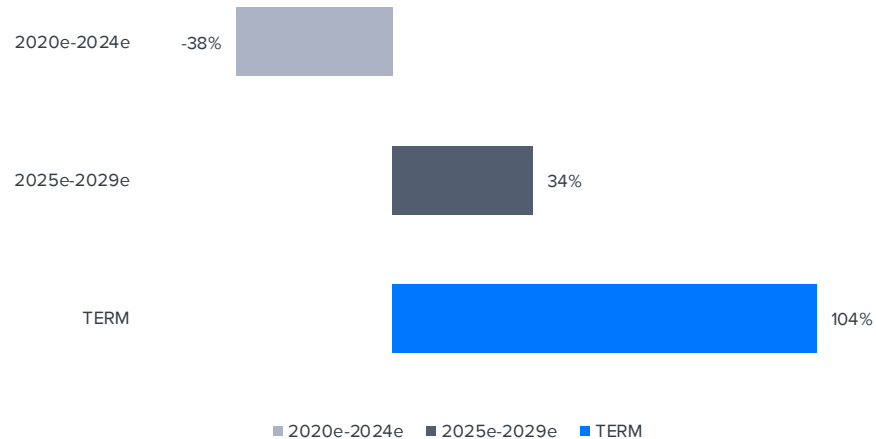
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	919	966	1066	1036	1056
Osakepääoma	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Kertyneet voittovarot	643	691	291	261	281
Oman pääoman ehtoiset lainat	200	200	200	200	200
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	500	500	500
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1720	1689	1387	1520	1561
Laskennalliset verovelat	47,6	64,3	64,3	64,3	64,3
Varaukset	107	157	157	157	157
Lainat rahoituslaitoksilta	1549	1391	1088	1222	1263
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	17,0	77,1	77,1	77,1	77,1
Lyhytaikaiset velat	1305	1222	820	1131	1211
Lainat rahoituslaitoksilta	226	184	121	136	140
Lyhytaikaiset korottomat velat	622	637	298	595	669
Muut lyhytaikaiset velat	458	401	401	401	401
Taseen loppusumma	3944	3878	3273	3688	3828

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	160	-327,1	67,3	132	192	209	215	204	195	185	189	
+ Kokonaispoistot	325	354	360	364	370	389	421	448	445	443	441	
- Maksetut verot	-1,7	96,9	5,0	-7,3	-19,8	-24,8	-25,4	-23,1	-22,0	-20,7	-21,7	
- verot rahoituskuluista	-13,5	-31,6	-18,6	-19,2	-18,8	-17,1	-17,8	-17,7	-17,1	-16,5	-16,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-12,2	-263,2	161	37,1	24,1	10,7	11,0	9,4	9,7	9,9	8,1	
Operatiivinen kassavirta	458	-170,9	575	506	548	567	604	620	611	601	600	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	110	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-408,8	-423,0	-400,0	-450,0	-500,0	-600,0	-600,0	-430,0	-430,0	-430,0	-485,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	159	-593,9	175	56,4	47,7	-32,9	4,1	190	181	171	115	
+/- Muut	-12,5	-12,4	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6	-9,6	
Vapaa kassavirta	147	-606,3	166	46,8	38,1	-42,5	-5,5	181	171	162	106	2085
Diskontattu vapaa kassavirta		-583,3	149	39,2	29,8	-31,0	-3,7	115	101	89,3	54,5	1076
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1035	1618	1470	1430	1401	1432	1435	1321	1219	1130	1076
Velaton arvo DCF		1035										
- Korolliset velat		-1075										
+ Rahavarat		953										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		913										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,65										

Rahavirran jakauma jaksoittain



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	2568	2836	3098	1419	2585	EPS (raportoitu)	0,11	0,06	0,04	-0,28	-0,02
Käyttökate	354	551	485	27	427	EPS (oikaistu)	0,11	0,04	0,05	-0,28	-0,02
Liikevoitto	225	256	160	-327	67	Operat. kassavirta / osake	0,43	0,49	0,33	-0,12	0,41
Voitto ennen veroja	211	127	93	-485	-25	Vapaa kassavirta / osake	0,14	-0,48	0,10	-0,43	0,12
Nettovoitto	157	89	62	-400	-30	Omapääoma / osake	0,72	0,65	0,69	0,76	0,74
Kertaluontoiset erät	11	43	-3	-5	0	Osinko / osake	0,30	0,27	0,00	0,00	0,00

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	2887	3944	3878	3273	3688	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	10 %	9 %	-54 %	82 %
Oma pääoma	1016	919	966	1066	1036	Käyttökateen kasvu-%	59 %	56 %	-12 %	-94 %	1488 %
Liikearvo	0	0	0	0	0	Liikevoiton oik. kasvu-%	287 %	0 %	-24 %	-298 %	-121 %
Nettovelat	-265	701	622	855	763	EPS oik. kasvu-%	772 %	-66 %	17 %	-717 %	-92 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	13,8 %	19,4 %	15,7 %	1,9 %	16,5 %
Käyttökate	354	551	485	27	427	Oik. Liikevoitto-%	8,3 %	7,5 %	5,3 %	-22,7 %	2,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	256	220	-12	-263	161	Liikevoitto-%	8,8 %	9,0 %	5,2 %	-23,0 %	2,6 %
Operatiivinen kassavirta	607	693	458	-171	575	ROE-%	16,7 %	9,2 %	6,6 %	-39,4 %	-2,8 %
Investoinnit	-386	-1396	-409	-423	-400	ROI-%	13,6 %	11,6 %	6,2 %	-13,6 %	2,9 %
Vapaa kassavirta	194	-679	147	-606	166	Omavaraisuusaste	35,2 %	23,3 %	24,9 %	32,6 %	28,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-26,1 %	76,3 %	64,4 %	80,2 %	73,6 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Valtioneuvoston kanslia	55,8 %
KEVA	4,8 %
Keskinäinen vakuutusyhtiö Ilmarinen	2,9 %
Heikki Kyöstiä	2,1 %
Tiiviste-Group Oy	1,9 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,4	1,3	0,7
EV/EBITDA (oik.)	3,9	2,9	2,8	69,4	4,2
EV/EBIT (oik.)	6,4	7,5	8,4	neg.	26,4
P/E (oik.)	10,3	16,6	11,7	neg.	neg.
P/B	1,6	1,0	0,8	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus 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.

Suositus historia (>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 €
10.2.2020	Lisää	6,25 €	5,83 €
25.2.2020	Vähennä	5,75 €	5,41 €
2.3.2020	Vähennä	5,00 €	4,78 €
16.3.2020	Vähennä	3,75 €	3,56 €
17.3.2020	Vähennä	3,50 €	3,35 €
29.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
11.6.2020	Myy	0,65 €	0,72 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia 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.**