

Finnair

Yhtiöraportti

16.2.2023 8:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hintaruuvien kiristäminen vauhdittaa toipumista

Finnairin Q4-raportti oli selvästi odotuksiamme parempi, kun lentolippujen väkevästi onnistunut hinnoittelu siivitti yhtiön selvään ennusteylitykseen Q4:lla ja tuki lyhyen ajan näkymiä. Nostimme raportin jälkeen ennusteitamme, mitä heijastellen korotamme Finnairin tavoitehintamme 0,40 euroon osakkeelta (aik. 0,35 €). Finnairin korkean arvostuksen ja tasetilanteesta aiheutuvan laimennusriskin takia näemme kuitenkin osakkeen tuotto/riski-suhteen heikkona nykyiseltä kurssitasolta. Näin ollen säilytämme osakkeen myy-suosituksemme ennallaan.

Kaikki tuloslaskelman rivit olivat plusalla ensi kertaa kolmeen vuoteen

Finnairin liikevaihto kasvoi Q4:llä yli 66 % 687 MEUR:oon. Liikevaihto ylitti meidän ja konsensuksen ennusteet, kun yhtiö onnistui etenkin lentolippujen hinnoittelussa kaikilla maantieteellisillä alueilla selvästi odotuksiamme paremmin olosuhteisiin nähden vahvassa kysyntätilanteessa. Liikevaihdon kehityksen ansiosta Finnairin oikaistu liiketulos pysyi Q4:llä Q3:n tavoin plussalla ja oli 18 MEUR. Operatiivinen tulos ylitti meidän ja konsensuksen ennusteet selvästi. Ylityksen taustalla oli väkevä liikevaihdon kasvu, kun taas yhä korkea polttoaineen hinta nosti kulut nettona piirun yli ennusteidemme. Alariveillä pienet positiiviset oikaistuerät ja valuutoista johtuneet poikkeuksellisen alhaiset rahoituskulut nostivat EPS:n plussalle. Rahavirta oli käyttöpääoman kausiluonteisesti sitoutumisesta huolimatta lievällä plussalla ja Finnairilla oli Q4:n lopussa pullea 1,5 mrd:n euron kassa. Yhtiön Q4:n 10 %:n omavaraisuusaste ja oman pääoman rakenne pitävät osakkeenomistajien osalta tilanteen silti hankalana.

Nostimme ennusteitamme etenkin kuluvan vuoden osalta suotuisan hinnoittelutilanteen ansiosta

Finnair ohjeisti merkittävästi viime vuotta korkeampaa liikevaihtoa (taustalla etenkin H1'22:n alhaiset vertailutasot) sekä noin 80-85 %:n kapasiteettia suhteessa vuoden 2019 tasoon. Lisäksi yhtiön kertoi vahvan hinnoittelutilanteen jatkuvan ainakin alkuvuodesta. Tulosohejistusta Finnair ei sinänsä odotetusti vielä antanut. Kommentit olivat vallitseviin epävarmuuksiin peilattuna vahvoja. Nostimme etenkin Finnairin tämän vuoden ja hieman myös ensi vuoden tulosennusteitamme, kun nousseet lippujen hintaennusteet ja jo hieman maltillistuva polttoaineen hintanäkymä valui tulokseen. Odotamme Finnairin nousevan kasvavan volyymin, uuteen strategiaan liittyvien säästöjen sekä muiden kehitystoimien (ml. esim. hinnoittelun parantaminen oman jakelun lisäämisen kautta) etenemisen ansiosta noin nollatason nettotulokseen vuonna 2023 ja parantavan edelleen vuosina 2024-2025. Pidemmän aikavälin osalta ennustemuutokset jäivät kuitenkin vähäisemmiksi, sillä emme lähtökohtaisesti ole toimialalle harvinaisen yksikkötuottojen nousun olevan pysyvä olotila ajan yli.

Osakkeen omistamisen kannusteet ovat edelleen vähissä

Suosittellemme sijoittajia arvottamaan Finnairia etenkin nettotulospohjaisesti, sillä yhtiöllä on liikevoiton alla raskas rahoitusrakenne. Merkittävistä tulosparannusodotuksista huolimatta Finnairin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut piirtävät arvostuksesta haastavaa kuvaa, sillä vuoden 2024 ennusteillammekin kerroin on 17x. Tämä on yli kaksinkertainen verrokkiryhmään nähden. Finnairin tuplakriisissä paisuneet velat huomioiva yritysarvo on (etenkin hybridilainalla ja pääomalainalla oikaistuna) myös yhä korkeahkolla tasolla ja epäilemme yhä vahvasti, että investointikykyisen taseen rakentaminen tulee tavalla tai toisella laimentamaan Finnairin nykyomistajien omistuksia lähivuosina. Korkean arvostuksen ja laimennusriskin yhtälö ei mielestämme houkuttele omistamaan osaketta nyt, vaikka liiketoiminnan viime aikojen odotuksia parempi kehitys onkin varmistanut aiempaa näkemystämme yhtiön kyvystä selvitä myös tuplakriisin toisesta osasta.

Suositus

Myy

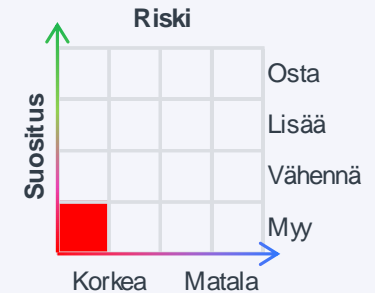
(aik. Myy)

0,40 EUR

(aik. 0,35 EUR)

Osakekurssi:

0,55 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	2357	2799	2892	2932
kasvu-%	181 %	19 %	3 %	1 %
EBIT oik.	-163,9	122,3	165,0	186,0
EBIT-% oik.	-7,0 %	4,4 %	5,7 %	6,3 %
Nettotulos	-476,1	-1,7	62,0	84,1
EPS (oik.)	-0,33	0,00	0,03	0,05

P/E (oik.)	neg.	neg.	16,9	11,2
P/B	1,3	1,9	1,9	1,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,7	10,4	9,3
EV/EBITDA	11,1	4,2	3,6	3,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6

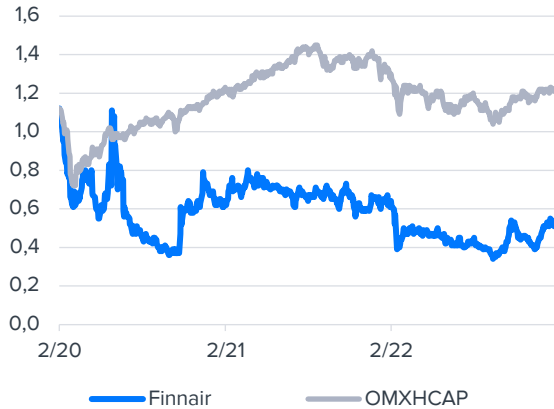
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

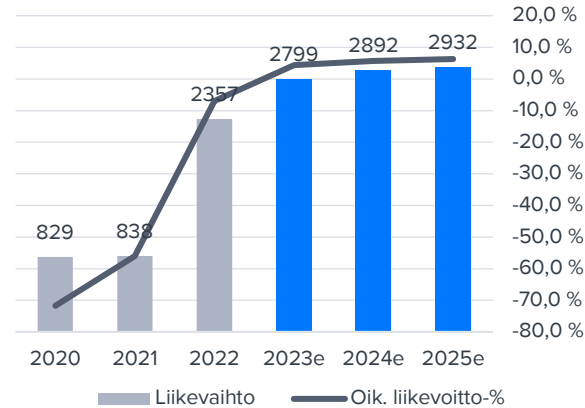
Finnair arvioi koko vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan vuodesta 2022. Yhtiö arvioi, että liikevaihto ei kuitenkaan vielä yllä vuoden 2019 tasolle. Finnair päivittää tulevaisuuden näkymiään ja ohjeistustaan vuoden 2023 ensimmäisen neljänneksen osavuositarkastuksen yhteydessä

Osakekurssi



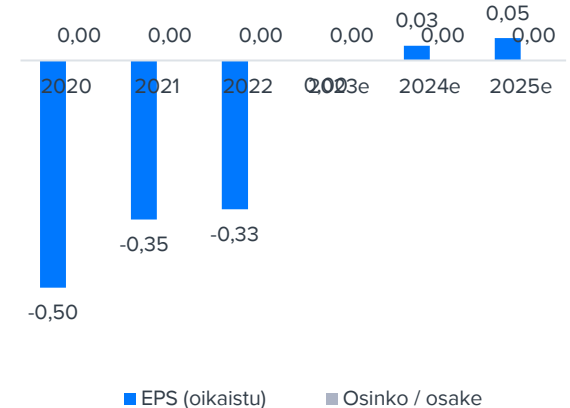
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Venäjän ylilentikielto Aasiaan uhkaa yhtiön kilpailuetua
- Sektorin kysyntä on syklistä ja kilpailu on äärikireää
- Rakennemuutokset toimialalla
- Polttoaineen hintaan ja valuuttoihin liittyvät riskit
- Regulaation kiristyminen
- Koronaviruksen mahdolliset negatiiviset vaikutukset lentomatkailun pitkän aikavälin kysyntään (erityisesti liikematkailu)
- Korkea velkamäärän ja osakesarjan laimentuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	770	770	770
Yritysarvo (EV)	1803	1717	1726
P/E (oik.)	neg.	16,9	11,2
P/E	neg.	16,9	11,2
P/Kassavirta	4,0	3,3	4,8
P/B	1,9	1,9	1,9
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	4,2	3,6	3,5
EV/EBIT (oik.)	14,7	10,4	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Q4:n tulos oli olosuhteisiin nähden jopa erittäin hyvä

Liikevaihdon kasvu oli pirteää Q4:llä

Finnairin liikevaihto kasvoi Q4:llä 66 % 687 MEUR:oon, mikä ylitti sekä meidän että konsensuksen ennusteet. Kasvu oli jälleen hyvää, kun kysyntä jatkui vahvana ja samalla tuki yksikkötuottoja. Yksikkötuotot nousivat Q4'19:sta 25 %, mikä on toimialalla poikkeuksellista, vaikka korkean polttoaineen onkin nostanut tarjontakäyrää. Liikevaihtoylitys ennusteistamme tuli käytännössä kokonaan matkustajaliikenteen hinnoittelusta kaikilla alueilla (volyymit olivat jo tiedossa ja ne jäivät Q4:n aikana hieman ennusteistamme) ja sen mukana kasvaneista lisäpalveluista. Rahdin osalta luvut olivat odotetut, mutta Aurinkomatkojen myynti oli odotuksiamme hieman heikompi.

Tulos oli odotuksia parempi

Hyvän liikevaihdon kehityksen myötä Finnairin oikaistu liikevoitto oli Q4:llä jälleen plussalla (18

MEUR). Tulos parani tappiollisesta vertailukaudesta selvästi ja ylitti meidän sekä konsensuksen odotukset selvästi. Yliityksen taustalla oli etenkin väkevä liikevaihdon kasvu, kun taas korkea polttoaineen hinta nosti kulut nettona yli ennusteidemme (polttoainetta ja maapalveluita lukuun ottamatta kulut alittivat ennusteemme). Alariveillä pienet positiiviset oikaistuerät ja valuutoista johtuneet poikkeuksellisen alhaiset rahoituskulut nostivat EPS:n plussalle. Piirun verran odotuksiamme suurempia veroja ja odotuksiamme parempaa operatiivista tulosta peilaten osakekohtainen EPS asettui 0,03 euroon osakkeelta ja ylitti sekä meidän että konsensuksen ennusteet.

Taloudellinen asema on edelleen hiostava

Finnairin liiketoiminnan kassavirta oli Q4:llä lievästi positiivinen käyttöpääoman kausiluonteisesta sitoutumisesta huolimatta. Siten yhtiön kassa pysyi vahvana Q4:llä ja oli noin 1,5 miljardia euroa. Tästä

huolimatta yhtiöllä on korollista velkaa tuhdit 2,6 miljardia euroa, jolloin korollista nettovelkaa Q4:n lopussa oli noin 1,1 miljardia euroa (ts. ilman omaan pääomaan IFRS-kirjanpidossa kirjattavaa hybridilainaa ja pääomalainaa).

Finnairin omavaraisuusaste oli Q4:n lopussa 9,9 % (Q4'21: omavaraisuusaste 12 %). Lentoyhtiöllä 10 %:n omavaraisuus etenkin nykyisessä IFRS 16 -standardin mukaisessa kirjanpidossa on vielä siedettävä taso. Vahvan kassatilanteen ansiosta likviditeetti ei yhtiölle olekaan ongelma ja kassan puolesta Finnair voi keskittyä rauhassa liiketoiminnan tervehdyttämiseen. Pitkässä juoksussa nykyinen taloudellinen asema ei tietenkään ole optimaalinen, sillä etenkin nousevien korkojen ympäristössä Finnairin rahoituskulut uhkaavat pysyä korkealla, Kiinteisiin korkoihin pohjautuvan velkarakenteen takia korkojen nousu luo velkakuluihin painetta toki vasta asteittain.

Ennustetualukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	414	687	671	671	650	- 712	2 %	2357
Liikevoitto (oik.)	-66	18	6	-2	-19	- 6	220 %	-164
Liikevoitto	-60	38	6	-2	-19	- 6	579 %	-201
Tulos ennen veroja	-105	55	-22	-48	-22	- -69		-371
EPS (raportoitu)	-0,06	0,03	-0,02	-0,03	-0,03	- -0,02		
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- 0,00		0,00
Liikevaihdon kasvu-%	305,4 %	66,2 %	62,3 %	62,3 %	57 %	- 72 %	3,9 %-yks.	181,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	-16,0 %	2,6 %	0,8 %	-0,3 %	-2,9 %	- 0,8 %	1,8 %-yks.	-7,0 %

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Ennusteet nousivat reippaasti etenkin hinnoittelun takia

Näkymät olivat vallitseviin epävarmuuksiin peilattuna hyvät

Finnair ohjeisti merkittävästi viime vuotta korkeampaa liikevaihtoa (taustalla etenkin H1'22:n alhaiset vertailutasot) sekä noin 80-85 %:n kapasiteettia suhteessa vuoden 2019 tasoon. Kapasiteetin tasoon vaikuttaa Kiinan matkustuksen käynnistyminen sekä vuokrajärjestelyjen määrä. Vuokrajärjestelyjen osalta yhtiö kertoi vuokranneensa 4 kapearunkokonetta Britti Airwaysille, mikä vähintään vahvisti näkemystämme vuokratuottojen jatkumisesta hyvällä tasolla tänä vuonna. Yhtiö kertoi vahvan hinnoittelutilanteen jatkuvan ainakin alkuvuodesta. Tulosohejistusta Finnair ei sinänsä odotetusti vielä antanut.

Kokonaisuutena näkymät olivat mielestämme hyvät etenkin vallitseviin epävarmuuksiin peilattuna. Kapasiteetin osalta ohjeistus oli hieman ennustettamme vahvempi vuokra-oikaisu

huomioidenkin. Positiivista myös on, että kuluttajien ostovoiman heikentyminen ei edelleenkään näy kysynnässä (pääsiäisen ja kesän varaukset ovat kehittyneet hyvin), mikä mahdollistaa Finnairille luultavasti edelleen aggressiivisen hinnoittelun. Myös polttoaineen eurohinnan osalta pahin vaikuttaa olevan ohi. Riskejä kuitenkin riittää, sillä kuluttajakäytös voi muuttua nopeastikin, korkojen nousu haastaa Finnairin suomalaisia asiakkaita monia muita maita enemmän vasta tänä vuonna ja polttoaineen käänteet voivat olla yllättäviä (suojausaste on myös alhainen). Yhtiön näkyvyys rajoittunee muutenkin alkuvuoteen tässä vaiheessa.

Ennustemuutokset olivat selvästi positiivisia

Nostimme raportin Finnairin tämän vuoden ja ensi vuoden tulosenusteitamme selvästi, kun nousseet lippujen hintaennusteet, hieman maltillistunut polttoaineen hintanäkymä ja EUR/USD-kurssin vahvistuminen valuivat läpi tulokseen, vaikka

laskimme hieman matkustajakäyttöasteen ja rahdin ennusteitamme. Odotamme Finnairin nousevan kasvavan volyymin, uuteen strategiaan liittyvien säästöjen sekä muiden kehitystoimien (ml. esim. hinnoittelun parantaminen oman jakelun lisäämisen kautta) etenemisen ansiosta noin nollatason nettotulokseen vuonna 2023 ja parantavan edelleen vuosina 2024-2025.

Näin ollen Finnair etenee mielestämme kannattavuustavoitteeseensa (H2'24:ita alkaen oik. liikevoitto-% yli 5 %) hyvää vauhtia ja odotuksia paremman markkinatilanteen jatkuessa tavoitteen saavuttaminen jopa etuajassa on mahdollista. Pidemmän aikavälin osalta ennustemuutokset jäivät kuitenkin vähäisemmiksi, sillä emme lähtökohtaisesti ole toimialalle harvinaisen yksikkötuottojen nousun olevan pysyvä olotila ajan yli vaan tilanne tulee arviomme mukaan normalisoitumaan joko kysyntä- tai tarjontapuolen muutosten kautta.

Ennustemuutokset	2022	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2340	2357	1 %	2809	2799	0 %	2880	2892	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-176	-164	-7 %	50	122	145 %	151	165	9 %
Liikevoitto	-233	-201	-14 %	50	122	145 %	151	165	9 %
Tulos ennen veroja	-448	-371	-17 %	-74	-2	-98 %	32,1	62,0	93 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,37	-0,33	-11 %	-0,06	0,00	-98 %	0,01	0,03	190 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus on vaativa

Arvostus on edelleen korkea

Ennusteillamme Finnairin vuosien 2023-2024 P/E-luvut ovat ennusteillamme negatiiviset tai korkeat (2024e: P/E 17x). P/E-luvun laskennassa pääomallain osalta myöskään korkoja ei ole huomioitu (vrt. H2'22:lla pääomallaista kertyi kuluksi kirjaamatonta korkoa 15 MEUR tai 0,01 €/osake), sillä emme odota yhtiön kirjaavan lainasta korkoja pääomallainaan liittyvien kirjanpitosäännösten takia ainakaan vuonna 2023. EV/EBIT:n kautta arvostus olisi maltillisempi, mutta tämän tunnusluvun laskennassa 200 MEUR:n hybridilainaa ja 400 MEUR:n pääomallainaa ei ole oikaistu velaksi. Näin ollen taulukoissa esittämämme kertoimet antavan osakkeenomistajien perspektiivistä jopa turhan positiivisen kuvan arvostuksesta. Lentoyhtiöiden riskiprofiili oli jo ennen kriisiä korkea ja monet eurooppalaiset verkkolentoyhtiöt hinnoiteltiin alle 10x P/E-kertoimilla. Myös vuoden 2024 ennusteilla verrokiryhmän P/E-luku on alle 10x. Näin ollen tulosperusteisesti Finnairin osakkeen arvostus on hyvin haastava parin seuraavan vuoden merkittävistä tuloskasvuodotuksista huolimatta.

Velkalasti vaikeuttaa omistajien tilannetta

Finnairin velat huomioiva yritysarvo (EV) on yhä ennen koronapandemian puhkeamista edeltävää aikaa korkeammalla etenkin hybridi- ja pääomallainoilla oikaistuna. Omistajien kannalta velkataso on ongelmallinen, sillä velkoja on pian lyhennettävä ja korkeat rahoituskulut syövät liikevoittoa (nousevien korkojen ympäristö ei myöskään helpota tilannetta). Finnair ei ole vielä avannut tarkempia suunnitelmiaan taseensa suhteen. Myös vielä julkaisematta oleva laivastosuunnitelman lopullinen muoto (kaluston vuokrasopimusneuvottelut ovat nyt käynnissä) on luultavasti pääomarakenteen kannalta isossa roolissa. Koska investointikyky on toimialalla kriittinen

menestystekijä ja Finnairille sen rakentaminen tuloksen ja kassavirran kautta vaatisi luultavasti liian paljon aikaa, epäilemme yhä vahvasti, että Finnairin tasetta tullaan järjestelemään uudestaan lähivuosina esimerkiksi konvertoimalla hybridilainaa ja pääomallainaa osakkeiksi. Tämä taas johtaisi osakemäärän selvään kasvuun ja luultavasti nykyomistusten laimentumiseen, mikä on mielestämme ongelmallista osakkeen jo nykyisilläänkin numeroilla korkeahko P/E-arvostus huomioiden. Näin ollen näemme kriisien yhtiön omistajille luomat uhat selvästi mahdollisuuksia suuremmiksi yhtiön hyvin etenevästä uudelleenrakennusstrategiasta ja lähiaikojen merkittävistä tulosparannusodotuksista huolimatta. Vahvan kassansa ja Suomen valtion tuen ansiosta yhtiö tulee arviomme mukaan selviämään myös Venäjän ylilentokiellosta ja lyhyellä tähtäimellä markkinakin antaa yhtiölle vihdoinkin myötätuulta.

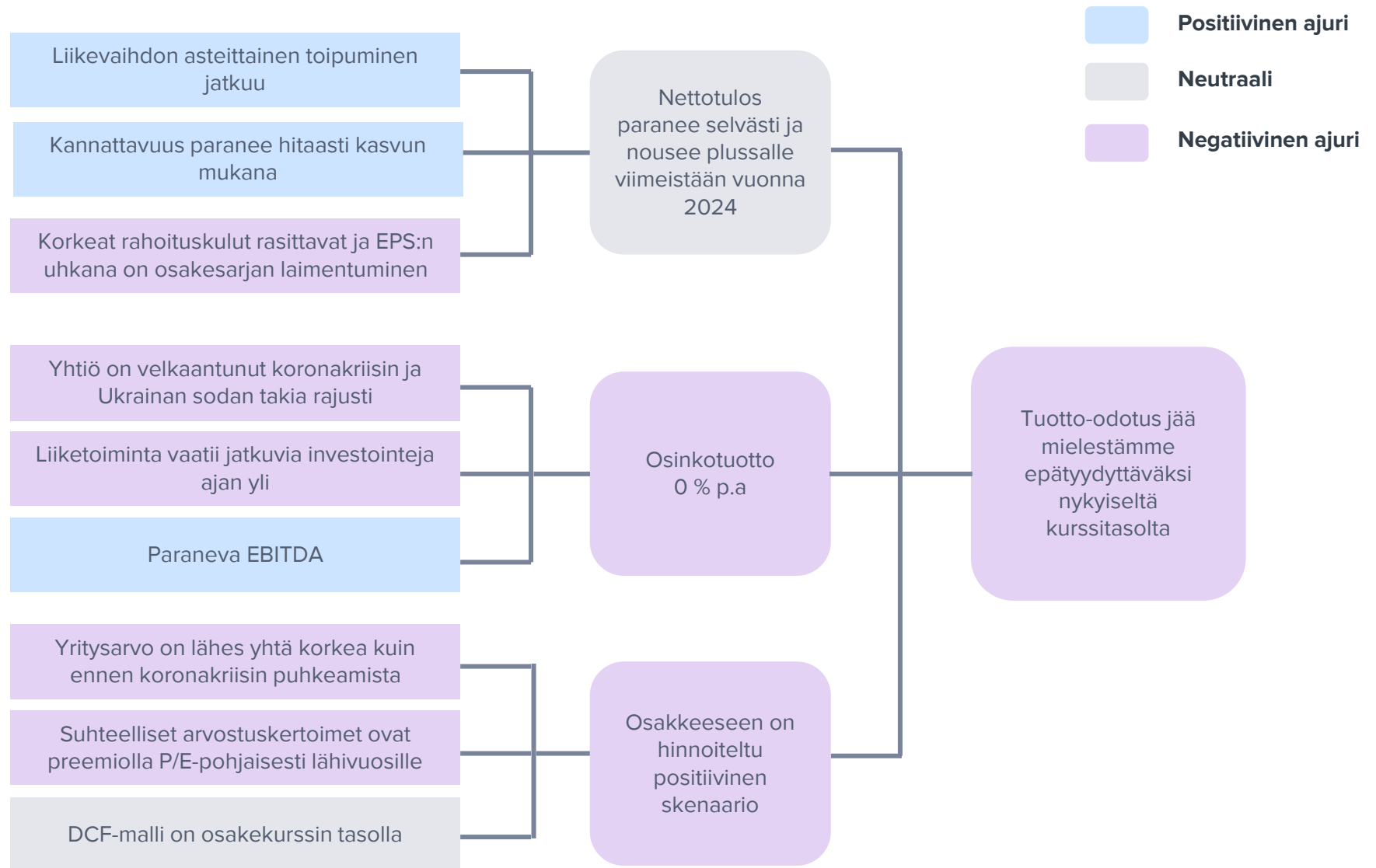
Myös DCF-arvo on osakekurssin tasolla

Finnairin riskiprofiili on mielestämme korkea (riskiluokka 4), mikä johtuu sekä vuosia vaativasta liiketoiminnan toipumisesta, toimialan luonteesta ja taseriskistä. DCF-mallimme indikoima osakkeen arvo on myös kurssin tasolla. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, joissa Finnair saavuttaa koronakriisiä edeltäneen liikevaihtotason vasta vuosikymmenen lopulla, kun taas yhtiön kannattavuus nousee pandemiaa edeltäneitä aikoja paremmaksi (huom: hybridilainan ja pääomallainan odotamme olevan mallissa ”ikuisia” ja vain näiden lainojen korkokulut rasittavat mallia). Heikon ennustettavuuden takia DCF ei mielestämme sovellu erityisen hyvin Finnairin kaltaisten yhtiöiden arvottamiseen, joten arvonmäärityksemme annamme merkittävästi enemmän painoa absoluuttisille ja suhteellisille tuloskertoimille.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	770	770	770
Yritysarvo (EV)	1803	1717	1726
P/E (oik.)	neg.	16,9	11,2
P/E	neg.	16,9	11,2
P/Kassavirta	4,0	3,3	4,8
P/B	1,9	1,9	1,9
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	4,2	3,6	3,5
EV/EBIT (oik.)	14,7	10,4	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

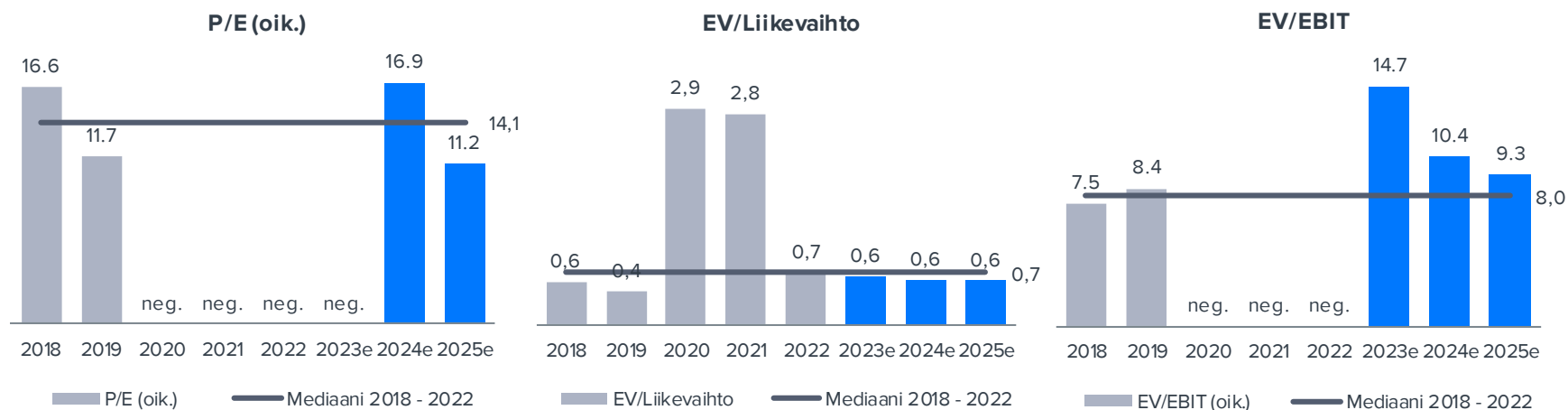
Osaketuoton ajurit 2022e-2024e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,09	5,88	0,76	0,60	0,39	0,55	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	128,1	128,1	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	908	753	1070	844	549	770	770	770	770
Yritysarvo (EV)	1609	1376	2425	2388	1654	1803	1717	1726	1820
P/E (oik.)	16,6	11,7	neg.	neg.	neg.	neg.	16,9	11,2	10,4
P/E	10,2	12,1	neg.	neg.	neg.	neg.	16,9	11,2	10,4
P/Kassavirta	neg.	5,1	neg.	neg.	2,4	4,0	3,3	4,8	12,7
P/B	1,0	0,8	1,2	1,8	1,3	1,9	1,9	1,9	1,9
P/S	0,3	0,2	1,3	1,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	2,9	2,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	2,9	2,8	neg.	neg.	11,1	4,2	3,6	3,5	3,7
EV/EBIT (oik.)	7,5	8,4	neg.	neg.	neg.	14,7	10,4	9,3	9,6
Osinko/tulos (%)	39,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
IAG	9295	18291	9,2	6,9	4,4	3,7	0,7	0,6	10,5	6,9		0,0	4,5
Lufthansa	11572	16153	9,6	7,6	3,9	3,5	0,4	0,4	12,2	8,8			1,3
SAS	297	3912		37,0	16,0	7,6	1,1	1,0					
Air France - KLM	4051	11284	10,0	7,2	3,0	2,6	0,4	0,4	12,3	4,9			
Turkish Airlines	8692	16619	9,1	8,7	4,0	3,4	0,9	0,8	5,2	5,2			0,8
Norwegian	883	1033	8,4	3,9	3,1	2,3	0,5	0,4	13,7	7,9			2,1
Japan Airlines	7907	10511	22,4	11	6,5	5	1	1	26,8	13,0	0,7	2,1	1,3
China Air	21115	46955	50,7	21,5	12,8	9,1	2,8	2,2	131,2	14,0	0,2	1,0	5,3
Finnair (Inderes)	770	1803	14,7	10,4	4,2	3,6	0,6	0,6		16,9	0,0	0,0	1,9
Keskiarvo			17,1	13	6,7	5	1	1	30,3	8,7	0,5	1,0	2,5
Mediaani			9,6	8,2	4,2	3,6	0,8	0,7	12,3	7,9	0,5	1,0	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			54 %	28 %	-1 %	0 %	-16 %	-15 %		113 %	-100 %	-100 %	9 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	838	400	550	719	687	2357	648	710	778	662	2799	2892	2932	2974
Finnair	838	400	550	719	687	2357	648	710	778	662	2799	2892	2932	2974
Oikaisuerät	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyttökate	-135	-53	-15	98	119	149	68	101	163	100	432	474	487	490
Poistot ja arvonalennukset	-320	-112	-78	-79	-81	-350	-79	-78	-77	-76	-310	-309	-301	-300
Liikevoitto ilman kertaeriä	-470	-133	-84	35	18	-164	-11	23	86	24	122	165	186	190
Liikevoitto	-454	-165	-93	19	38	-201	-11	23	86	24	122	165	186	190
Finnair	-469	-133	-84	35	18	-164	-11	23	86	24	122	165	186	190
Oikaisuerät	15	-32	-9	-16	20	-37	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	-128	-47	-76	-64	17	-170	-29	-31	-33	-31	-124	-103	-102	-81
Tulos ennen veroja	-582	-212	-169	-45	55	-371	-40	-8	53	-7	-2	62	84	109
Verot	118	-1	-110	8	-2	-105	0	0	0	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	-464	-213	-280	-37	53	-476	-40	-8	53	-7	-2	62	84	109
EPS (oikaistu)	-0,35	-0,13	-0,20	-0,02	0,02	-0,33	-0,03	-0,01	0,04	0,00	0,00	0,03	0,05	0,05
EPS (raportoitu)	-0,34	-0,15	-0,20	-0,03	0,03	-0,35	-0,028	-0,006	0,038	-0,005	0,00	0,03	0,05	0,05
Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	1,1 %	251,9 %	392,2 %	260,5 %	66,2 %	181,1 %	62,1 %	29,1 %	8,1 %	-3,6 %	18,8 %	3,4 %	1,4 %	1,4 %
Käyttökate-%	-16,1 %	-13,4 %	-2,7 %	13,6 %	17,3 %	6,3 %	10,5 %	14,2 %	21,0 %	15,1 %	15,4 %	16,4 %	16,6 %	16,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-56,0 %	-33,2 %	-15,3 %	4,9 %	2,6 %	-7,0 %	-1,7 %	3,2 %	11,1 %	3,6 %	4,4 %	5,7 %	6,3 %	6,4 %
Nettotulos-%	-57,3 %	-54,2 %	-51,6 %	-5,7 %	7,2 %	-20,9 %	-6,2 %	-1,1 %	6,9 %	-1,0 %	-0,1 %	1,6 %	2,3 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	2570	2328	2272	2212	2212
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	2290	2123	2063	2004	2003
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	6,9	4,5	4,5	4,5	4,5
Muut pitkäaikaiset varat	80,9	120	120	120	120
Laskennalliset verosaamiset	192	80,6	84,1	84,1	84,1
Vaihtuvat vastaavat	1477	1805	1591	1340	1050
Vaihto-omaisuus	55,8	122	140	130	117
Muut lyhytaikaiset varat	44,7	23,5	23,5	23,5	23,5
Myyntisaamiset	111	135	168	174	176
Likvidit varat	1266	1524	1259	1012	733
Taseen loppusumma	4047	4133	3862	3552	3261

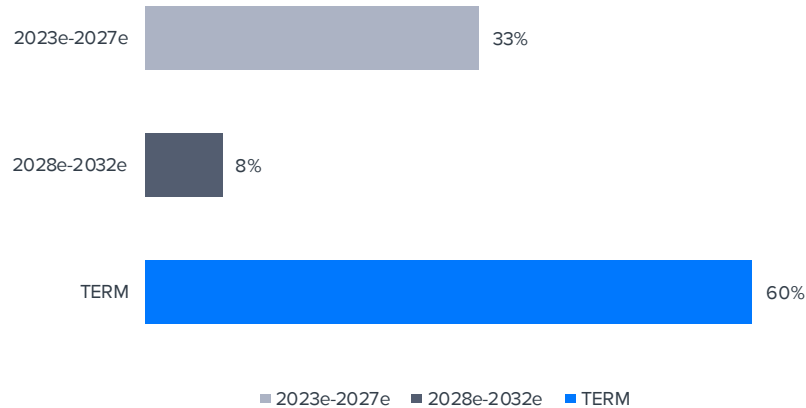
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	476	411	411	411	411
Osakepääoma	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Kertyneet voittovarot	-743,3	-1235,9	-1237,5	-1191,9	-1123,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	201	200	200	200	200
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	943	1371	1373	1327	1258
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2392	2373	2021	1755	1539
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	201	186	186	186	186
Lainat rahoituslaitoksilta	2190	2186	1834	1568	1351
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Lyhytaikaiset velat	1180	1349	1430	1386	1312
Lainat rahoituslaitoksilta	619	443	459	392	338
Lyhytaikaiset korottomat velat	345	542	672	694	674
Muut lyhytaikaiset velat	217	364	300	300	300
Taseen loppusumma	4047	4133	3862	3552	3261

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	181,1 %	18,8 %	3,4 %	1,4 %	1,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-8,5 %	4,4 %	5,7 %	6,3 %	6,4 %	6,0 %	6,0 %	5,6 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %
Liikevoitto	-201	122	165	186	190	183	187	179	174	178	182	
+ Kokonaispoistot	350	310	309	301	300	315	328	339	368	388	405	
- Maksetut verot	6	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	-14	
- verot rahoituskuluista	49	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-25	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	
- Käyttöpääoman muutos	276	15	27	-9	5	10	10	10	10	11	9	
Operatiivinen kassavirta	480	443	501	477	496	508	525	528	552	577	559	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-219	-250	-250	-300	-400	-400	-400	-500	-500	-500	-414	
Vapaa operatiivinen kassavirta	246	193	251	177	96	108	125	28	52	77	145	
+/- Muut	-16	0	-16	-15	-35	-35	-35	-35	-35	-35	-35	
Vapaa kassavirta	230	193	235	162	61	73	90	-7	17	42	110	2216
Diskontattu vapaa kassavirta		182	207	133	47	52	60	-4	10	23	56	1131
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1897	1715	1508	1375	1328	1276	1216	1220	1210	1187	1131
Velaton arvo DCF		1897										
- Korolliset velat		-2629										
+ Rahavarat		1524										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		792										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,56										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	75,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,8 %
Yrityksen Beta	2,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	829	838	2357	2799	2892	EPS (raportoitu)	-0,38	-0,34	-0,35	0,00	0,03
Käyttökate	-121	-135	149	432	474	EPS (oikaistu)	-0,50	-0,35	-0,33	0,00	0,03
Liikevoitto	-464	-454	-201	122	165	Operat. kassavirta / osake	-0,46	-0,05	0,34	0,32	0,36
Voitto ennen veroja	-654	-582	-371	-2	62	Vapaa kassavirta / osake	-0,75	-0,10	0,16	0,14	0,17
Nettovoitto	-541	-481	-493	-2	46	Omapääoma / osake	0,64	0,34	0,29	0,29	0,29
Kertaluontoiset erät	131	16	-37	0	0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	3647	4047	4133	3862	3552	Liikevaihdon kasvu-%	-73 %	1 %	181 %	19 %	3 %
Oma pääoma	897	476	411	411	411	Käyttökateen kasvu-%	-125 %	12 %	-211 %	190 %	10 %
Liikearvo	0	0	0	0	0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-466 %	-21 %	-65 %	-175 %	35 %
Nettovelat	1355	1543	1105	1034	947	EPS oik. kasvu-%	-200 %	-30 %	-6 %	-100 %	-2843 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	-14,6 %	-16,1 %	6,3 %	15,4 %	16,4 %
Käyttökate	-121	-135	149	432	474	Oik. Liikevoitto-%	-71,8 %	-56,0 %	-7,0 %	4,4 %	5,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-471	79	276	15	27	Liikevoitto-%	-56,0 %	-54,2 %	-8,5 %	4,4 %	5,7 %
Operatiivinen kassavirta	-648	-71	480	443	501	ROE-%	-58,1 %	-70,1 %	-111,1 %	-0,4 %	11,1 %
Investoinnit	-315	-98	-219	-250	-250	ROI-%	-16,5 %	-14,3 %	-6,3 %	4,3 %	7,2 %
Vapaa kassavirta	-1052	-146	230	193	235	Omavaraisuusaste	24,6 %	11,8 %	9,9 %	10,6 %	11,6 %
						Nettovelkaantumisaste	151,1 %	324,4 %	269,0 %	251,7 %	230,7 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	2,9	2,8	0,7	0,6	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	11,1	4,2	3,6						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	14,7	10,4						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	16,9						
P/B	1,2	1,8	1,3	1,9	1,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/07/2019	Vähennä	6,75 €	6,83 €
23/10/2019	Vähennä	6,40 €	6,21 €
12/12/2019	Lisää	6,25 €	5,53 €
10/02/2020	Lisää	6,25 €	5,83 €
#####	Vähennä	5,75 €	5,41 €
02/03/2020	Vähennä	5,00 €	4,78 €
16/03/2020	Vähennä	3,75 €	3,56 €
17/03/2020	Vähennä	3,50 €	3,35 €
29.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
11/06/2020	Myy	0,65 €	0,72 €
27/07/2020	Vähennä	0,50 €	0,50 €
16/09/2020	Vähennä	0,45 €	0,44 €
28/10/2020	Vähennä	0,36 €	0,37 €
12/11/2020	Myy	0,48 €	0,56 €
19/02/2021	Myy	0,48 €	0,61 €
28/04/2021	Myy	0,60 €	0,78 €
16/07/2021	Myy	0,60 €	0,65 €
27/10/2021	Vähennä	0,60 €	0,62 €
01/12/2021	Vähennä	0,55 €	0,57 €
18/02/2022	Myy	0,55 €	0,62 €
01/03/2022	Myy	0,40 €	0,45 €
22/04/2022	Myy	0,40 €	0,48 €
28/04/2022	Myy	0,40 €	0,46 €
20/07/2022	Myy	0,35 €	0,41 €
30/10/2022	Myy	0,35 €	0,43 €
16/02/2023	Myy	0,40 €	5,53 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**