

Finnair

Yhtiöraportti

10/2018

**inde
res.**

Turbulenssia edessä

Laskemme negatiivisia ennustemuutoksia heijastellen Finnairin tavoitehintamme 7,25 euroon (aik. 7,75 euroa) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Polttoaineen hinnan nousu kääntää yhtiön tuloksen laskukäyrälle Q3:lla ja tähän suhteutettuna osakkeen arvostus on mielestämme melko neutraali. Kasvustrategiassaan Finnair etenee oikeaan suuntaan.

Kiihdytetyn kasvun strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan

Finnair on perinteisellä verkkoliiketoimintamallilla operoiva lentoyhtiö, joka liikennöi Euroopan, Aasian ja Pohjois-Amerikan liikenteessä sekä Suomessa sisäisesti. Finnair on maantieteellisesti fokuoitunut etenkin Euroopan ja Aasian väliseen liikenteeseen. Strategia perustuu Finnairin liikenteen solmu-kohdan Helsingin maantieteelliseen sijaintiin, sillä fyysisesti lyhin lentoreitti Alppien pohjoispuoleisesta Euroopasta Koillis-Aasiaan (Kiina, Japani, Etelä-Korea) kulkee Helsingin yli. Lyhin fyysinen etäisyys antaa yhtiölle kilpailuedun suhteessa pääkilpailijoihin vaihtoa vaativien transit-matkustajien osalta. Mielestämme kilpailuetu on suhteellisen kestävä, vaikka se perustuukin osittain Venäjän (Siperian) ilmatilan rajalliseen käytettävyyteen. Finnair toteuttaa vuosien 2016-2018 strategiakaudella kiihdytetyn kasvun strategiaa, jonka aikana yhtiön kapasiteetti kasvaa voimakkaasti noin 8-15 % vuodessa etenkin uusien A350-laajarunkokoneiden myötä. Mielestämme yhtiön strategia on isoilta linjoiltaan järkevä ja se hyödyntää hyvin Finnairin vahvuuksia. Myös kasvun kiihdyttäminen on ollut sektorin äärikireästä kilpailusta huolimatta näkemyksemme mukaan perusteltua, sillä lentoliikenteen kysyntäajurit Koillis-Aasiassa ja etenkin Kiinassa ovat vahvat. Kulurakenteen lievän skaalautumispotentiaalin lisäksi kasvu helpottaa kroonisista kustannuspaineista kärsivällä toimialalla kustannusten hallintaa.

Yhtiö on saanut aikaan tulokseen tasokorjauksen, mutta lähiaikoina on edessä haasteita

Finnair ei historiallisesti ole pystynyt luomaan taloudellista lisäarvoa sijoittajille, mutta vuosina 2015-2016 yhtiö sai operatiivisen liiketuloksensa nousukäyrälle ja voitolle. Vuonna 2017 yhtiö ylitti ensimmäistä kertaa yli 6 %:ssa olevan liikevoittomarginaalitavoitteen. Arvioimme tuloksen jäävän tästä tasosta vuosina 2018-2020 hidastumaan päin olevan kasvun hyödyt hautuvat tuntuvasti nousseen polttoaineen hinnan alle. Näin ollen kannattavuusennusteemme ovat alle Finnairin yli 6 %:ssa olevan tämänhetkisen tavoitetason, vaikka kilpailijoiden kannattavuuksien perusteella tavoite-taso ei olekaan suhteettoman korkea. Ennusteemme perustuvat lievästi laskeviin yksikkötuottoihin, öljyn hintaan 72-75 USD/bbl (konsensus) ja EUR/USD-valuuttakurssiin 1,16-1,22. Finnairin pääriskejä ovat mielestämme heikko hinnoitteluvoima, kilpailukentän muutokset, öljyn hinta ja valuuttakurssit.

Arvostuksen kokonaiskuva on melko neutraali vuoden tähtäimellä.

Finnairin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 9x ja 10x, kun taas vastaavat EV(oik.)/EBITDAR(oik.)-kertoimet ovat reilut 4x. Sektorin toimialadynamiikka ja yhtiön historiallinen track-record painavat mielestämme hyväksyttävää arvostusta ja pidämme tulokertoimia neutraaleina. Suhteellisesti Finnair on arvostettu lievällä alennuksella, mikä on mielestämme kuitenkin oikeutettua yhtiön verrokkeja heikomman pidemmän aikavälin kannattavuuden takia. Tasepohjainen P/B-luku on hybridilainasta oikaistuna maltillinen 1x, mutta lähivuosien odotettu tulostaso huomioiden emme näe tasekertoimissa nousuvaraa vaan kokonaistuotto-odotus jää pääosin noin 4 %:ssa olevan osinko-tuoton varaan. Myös ennusteriskit ovat kohollaan yhä Q3:lla nousseen polttoaineen spot-hinnan takia.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Lisää

7,25 EUR

Edellinen: 7,75 euroa



Osakekurssi: 7,115 EUR

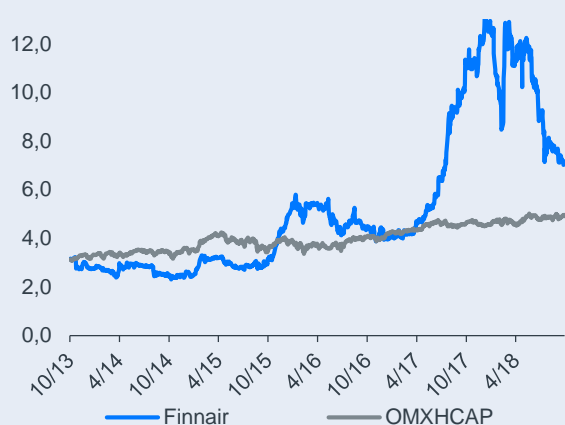
Potentiaali: 1,9 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	2568	2851	3029
- kasvu-%	10,9 %	11,0 %	6,3 %
Oik. Liikevoitto (EBIT)	170	163	150
- Oik. EBIT-%	8,8 %	5,5 %	4,9 %
Tulos ennen veroja	211	139	133
Nettotulos	157	98	94
EPS	1,22	0,77	0,73
Osinko	0,30	0,30	0,30
- Osinkosuhde	25 %	39 %	41 %
P/E	14,1	8,7	9,7
P/B (oik.)	2,0	1,0	1,0
P/S	0,6	0,3	0,3
EV/S	0,5	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,6	2,5	2,8
EV/EBIT	8,1	4,6	5,6
Osinkotuotto-%	2,3 %	4,2 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Kurssikehitys



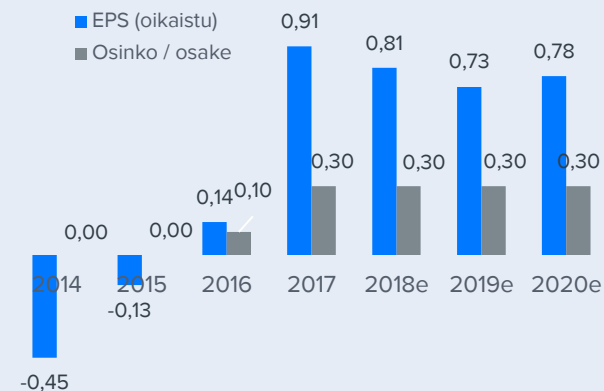
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

10x

2019e

EV/EBIT

6x

2019e

P/B (oik.)

1,0x

2018e

Osinko-%

4 %

2018e



Arvoajurit

- Yhtiöllä on Aasian liikenteessä kestävä maantieteellinen kilpailuetu
- Uudet A350-koneet mahdollistavat ripeän kasvun
- Kasvu helpottaa myös kustannuksien hallintaa
- Kannattavuudessa on vielä parantamisen varaa



Riskitekijät

- Äärikilpaillun sektorin toimialadynamiikka on vaikea
- Tulos on herkkä polttoaineen hinnalle ja valuuttakursseille
- Pääomistaja pitää yhtiön ulkona konsolidaatiosta
- Kilpailuetu on osin Venäjän toimien varassa



Arvostus

- Tulostrendin kääntyessä alaspäin ensi vuoden tuloskertoimet ovat neutraalit
- Suhteellisesti arvostus on myös neutraali
- Maltillinen tasearvostus ja kohtuullinen osinkotuotto tukevat osaketta
- Pääosin osingosta tuleva tuotto-odotus ei riitä riskien vastineeksi

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijointusprofiili	s. 9-12
Liiketoimintamalli	s. 13-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 17-24
Toimiala	s. 25-29
Kilpailukenttä	s. 30-33
Taloudellinen tilanne	s. 34-37
Ennusteet	s. 38-42
Arvonmääritys ja suositus	s. 43-52
Taulukot	s. 53-54
Vastuuvapauslauseke	s. 55

Yhtiöesittely (1/2)

Valtio-omisteinen lentoyhtiö

Vuonna 1923 perustettu Finnair (alun perin Aero Oy) on yksi maailman vanhimpia yhä toiminnassa olevia lentoyhtiöitä. Yhtiö on ollut listattuna Helsingin Pörssiin vuodesta 1989 kaupankäyntitunnuksella FIA1S, mutta päätös-valtaa yhtiössä käyttää edelleen Suomen valtio selvän enemmistöosuuden turvin. Q2'18:n lopussa noin 6500 henkeä työllistänyt Finnair teki vuonna 2017 2568 MEUR:n liikevaihdolla 170 MEUR:n oikaistun liikevoiton.

55 omasta ja 24 osakkuusyhtiö Norran lentokoneesta (ostopalveluliikennettä Finnairille) koostuvaa laivastoa operoiva ja oneworld-allianssiin kuuluva Finnair raportoi liiketoimintansa taloudellista kehitystä vain konsernitasolla. Maantieteellisesti yhtiön suurimpia liikennealueita ovat Aasia ja Eurooppa, joista kertyy myös valtaosa Finnairin liikevaihdosta. Näiden alueiden lisäksi Finnairin liikennealueisiin kuuluvat kotimaan sisäinen liikenne ja Pohjois-Amerikka. Yhtiö operoi valmismatkaliiketoiminnoissa Aurinkomatkojen kautta. Finnairin tärkeimpiä yksittäisiä maita liikevaihtokertymän mukaan ovat arviomme mukaan Suomi, Kiina, Japani ja Ruotsi.

Liiketoimintarakenne

Finnairin tulovirta koostuu neljästä eri lähteestä:

- 1. Matkustajaliikenne** eli kuluttajille myydyt lentoliput ovat Finnairin selvästi suurin tulokomponentti, sillä niistä kertyi viime vuonna Finnairin liikevaihdosta 79 %. Lipputuotoista reilut 44 % kertyy Euroopan ja Aasian välisestä liikenteestä sekä toiset noin 42 % Euroopan ja Suomen välisestä liikenteestä. Suomen ja Pohjois-Amerikan reittien osuus ovat 9 % ja 6 %, kun taas kohdistamaton liikevaihto kattaa loput

matkustajaliikenteen liikevaihdosta. Matkustajia Finnairilla oli viime vuonna lähes 12 miljoonaa, joten matkustajaliikenteen liikevaihto kertyy pienistä puroista, kuten kuluttajatuote-yhtiölle on tyypillistä.

- 2. Lisäpalvelut** eli lentomatkustajille lippujen kyljessä myydyt palvelut ja tuotteet kattoivat viime vuonna vajaat 6 % konsernin liikevaihdosta. Tähän nopeasti kasvavaan osaan kuuluu esimerkiksi paikkavarauksia, matkavaramaksuja, lounge-palveluja, Economy Comfort -matkustusluokan myyntiä ja lentojen aikaista ruoka- sekä juomakauppaa, wifin myyntiä ja vähittäismyyntiä.
- 3. Rahti** toi Finnairin liikevaihdosta viime vuonna vajaat 8 %. 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.
- 4. 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 Aurinkomatoilla 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. Rahtikysyntä taas riippuu suurelta osin maailmankaupan vedosta, joka vaihtelee

taloussykliä mukana.

Historiallisesti yhtiö on ollut vaikeuksissa, mutta viime vuodet tulos on ollut nousussa

Lentoteollisuus on kärsinyt pitkällä aikavälillä kroonisista kannattavuusvaikeuksista, mikä johtuu näkemyksemme mukaan useista rakenteellisista haasteista sektorin liiketoimintadynamiikassa. Viimeiset vuodet ovat olleet sektorille kuitenkin parempia ja toimialan sijoitetun pääoman tuotto on nyt yltänyt kolmena viimeisenä vuonna pääomakustannuksen yläpuolelle (ts. sektori on luonut taloudellista lisäarvoa). Toimialalla konkurssit eivät ole olleet harvinaisia ja lisäksi omistajat ovat joutuneet pääomittamaan heikoimmin kilpailussa pärjänneitä pelureita.

Finnair ei ole ollut poikkeus toimialan trendiin, vaikka yhtiö onkin pystynyt operoimaan finanssi-kriisin jälkeisessä toimialamurroksessa omin voimin (ts. ilman pääomitusta osakeannein). Vuosina 2001-2017 Finnair on yltänyt 12 kertaa liikevoitolle, kun taas 5 kertaa jo operatiivinen liiketulos on jäänyt tappiolle. Erityisen suurissa vaikeuksissa Finnair oli finanssikriisin puhkeamisen jälkeen, sillä tappiollisista vuosista neljä osuu 2010-luvulle. Vuosina 2015 ja 2016 Finnair sai kammettua tuloksensa voitolle ja nousukäyrälle säästöjen, lievän kasvun ja polttoaineen hinnan laskun ansiosta. Vuonna 2017 tulostaso nousi yhtiön historian parhaalle ja myös absoluuttisesti hyvälle tasolle, kun mainittujen tekijöiden lisäksi Finnairin liikevaihdon kasvu kiihtyi yhtiön oikeiden kapasiteettipäätösten ja maailman talouden piristymisen ansiosta. Tämä ajoi myös yhtiön suhteellista kannattavuutta selvästi ylöspäin, kun kohonneet käyttöasteet ja kiinteän kulurakenteen skaalautuminen tukivat yhtiön marginaaleja.

Yhtiöesittely (2/2)

Viime vuonna Finnairin operatiivisen toiminnan sijoitetun pääoman tuotto (operatiivinen ROCE-%) nousi arviomme mukaan myös ensimmäistä kertaa viimeisen 15 vuoden aikana pääomakustannusten (WACC-%) yläpuolelle (ts. yhtiö loi taloudellista lisäarvoa). Kertatuotot huomioiden ROCE-% on ylittänyt WACC-%:n arviolta neljänä vuonna 2000-luvulla, joten raportoiduilla luvuilla tilanne on hieman valoisampi. Yhtiön track-record omistaja-arvon luonnista on kuitenkin vielä varsin lyhyt.

Finnairin 2000-luvun haasteet ovat heijastuneet myös osakekurssiin, sillä yhtiö kävi viime vuoden huiman kurssirallin päätteeksi vasta tavoittelemassa vuonna 2006 saavutettua osakekurssin huipputasoa (13,62 euroa per osake). Kun vielä osingot ovat jääneet finanssi-kriisin jälkeen vähiin, on Finnairin osaketuotto jäänyt vaatimattomaksi yli syklin laskettuna. Liiketoiminnan käänteiden ennakoinnissa onnistuneet sijoittajat ovat toki tehneet Finnairin osakkeella erinomaisia tuottoja lyhyemmällä aikavälillä, mikä myös osaltaan korostaa ajoituksen merkitystä Finnairiin sijoitettaessa.

Mielestämme Finnairin vielä vaatimaton pidemmän ajan taloudellinen track-record nostaa osakkeen riskiprofiilia yhä lievästi myös tulevaisuutta ajatellen, kunnes Finnair pystyy selvästi vakauttamaan operatiivisen toiminnan pääoman tuottonsa pääomakustannuksen yläpuolelle. Yhtiön viime aikojen kehitys on kuitenkin lupaavaa.

Valtio pysyy tiukasti pääomistajana

Finnairissa pääomistajana valtaa käyttää Suomen valtio, sillä Valtioneuvoston kanslian omistusosuus yhtiöstä on tällä hetkellä 55,8 %. Omistusosuuden pienentäminen oli arviomme

mukaan pöydällä viimeksi keväällä 2016, kun Suomen hallitus linjasi omistajaohjaus-strategiaansa edellisen kerran. Finnair-omistukseen valtion uudet linjaukset eivät aiheuttaneet muutoksia. Suomen tällä hetkellä voimassa oleva lainsäädäntö ei myöskään mahdollista omistusosuuden laskemista alle 50 %:n ilman eduskunnan hyväksyntää, minkä saavuttaminen olisi todennäköisesti sekä vaikeaa että hidasta poliittisista syistä.

Arviomme mukaan Finnairin johto ja hallitus pyrkivät itse ajamaan valtio-omistajan kontrollin pienentämistä, sillä se antaisi johdolle huomattavasti nykyistä leveämpää liikkumavaraa Finnairin kehittämiseen pitkällä aikavälillä. Tästä konkreettinen esimerkki olisi Euroopan lentosektorin konsolidaatio, joka on pyörähtänyt muutaman pykälän eteenpäin viime aikoina Air Berlinin, Alitalian ja Monarchin konkurssien jäljiltä. Emme myöskään usko, että johto olisi valmis vaarantamaan strategian kannalta keskeisten Venäjän ylilentolupien jatkuvuutta missään skenaariossa, joten valtion enemmistö-omistus ei tässä suhteessa ole välttämättä täysin kriittistä, vaikka julkisessa keskustelussa valtion enemmistöomistusta argumentoidaankin usein Venäjän ylilentolupien saatavuuden varmistamisella.

Kokonaisuutena näemme valtion vahvan kontrollin yhtiössä jossain määrin negatiivisena tekijänä muiden omistajien kannalta. Ilman valtion määräävää omistaja-asemaa Finnair olisi erittäin potentiaalinen yritysostokohde, mikä antaisi mielestämme osakkeen hinnalle selkeän tukitason tietystä pisteestä. Kuitenkin myös Finnairin osallistuminen koko yhtiön myymistä kevyempiin yhteistyökuvioihin (esim. strategiset allianssit, ristiinomistukset jne.) on nykyisellä

omistarakenteella arviomme mukaan vaikeaa, sillä valtio ei ole erityisen houkutteleva yhteistyökumppani yksityiselle sektorille. Tämä on mielestämme uhka Finnairille pitkällä tähtäimellä, sillä pienen ja yksinäisen yhtiön asema voi toimialan logiikka huomioiden muodostua haastavaksi, jos ja kun ympäröivät rakenteet yhdistyvät suuremmiksi ja voimakkaammiksi kokonaisuuksiksi tulevaisuudessa. Näin ollen valtio-omistajaan liittyvä huolestuneisuus on etenkin strateginen.

Operatiivisessa johdossa on ollut vaihtuvuutta

Finnairin toimitusjohtajana aloittaa vuoden 2019 alusta alkaen Nordealta Finnairiin siirtyvä Topi Manner, joka mielestämme kuluttajaliiketoiminnassa olevan taustansa puolesta sopivalta valinnalta tehtävään. Toimitusjohtajavaihdoksen taustalla oli yhtiön tuloksen nousukäyrälle kääntäneen edellisen toimitusjohtajan Pekka Vauramon irtisanoutuminen alkukesästä 2018. Yhtiön johtoryhmään kuuluu yhteensä 9 jäsentä, joista 7 on toiminut johtoryhmässä alle 4 vuotta. Näin ollen johdossa on ollut vaihtuvuutta, mutta toisaalta yhtiö on tarvinnut painopistemuutoksen takia myös uudenlaista osaamista.

Hallituksen puheenjohtajaksi nousi kevään 2017 yhtiökokouksessa Jouko Karvinen, jolla on vahvat näytöt liikkeenjohdosta muun muassa Stora Enson toimitusjohtajana yhtiön rakennemuutoksessa finanssikriisin molemmin puolin. Valtioneuvoston kanslialla ei ole 7 jäsenisessä hallituksessa suoraa edustajaa, mutta hallitusten jäsenten on luonnollisesti nautittava pääomistajan luottamusta.

Finnair lyhyesti

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

1923

EDELTÄJÄ AERO OY
PERUSTETTIIN

1989

FINNAIRIN
LISTAUTUMINEN

#1 Helsinki-Eurooppa liikenne
#5-7 Eurooppa-Aasia liikenne*

*MARKKINAOSUUS FINNAIRIN REITEILLÄ, INDERES ARVIO

2568 MEUR (+10,9 % vs.
2016)

LIIKEVAIHTO 2017

170 MEUR (6,6 % lv:stä)

LIIKEVOITTO OIK. 2017

6527

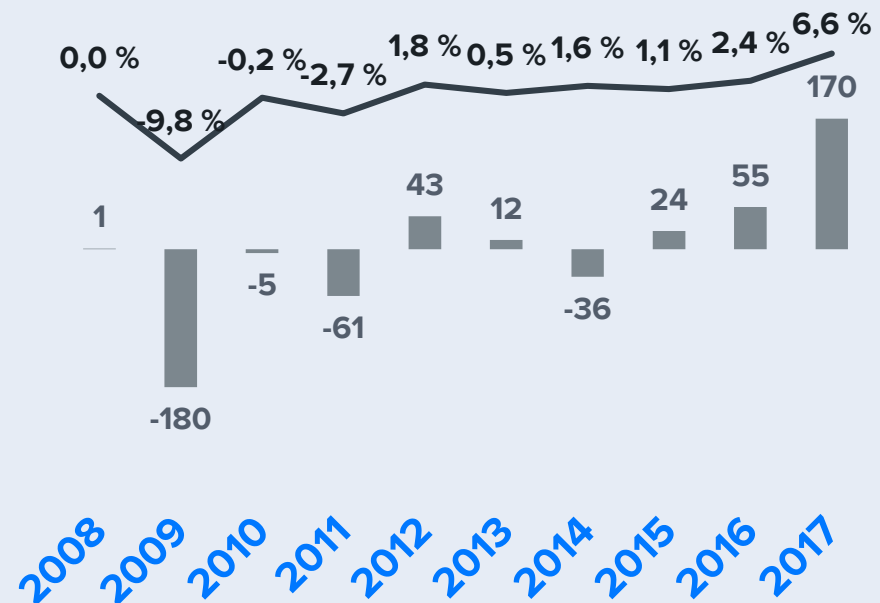
HENKILÖSTÖ
Q2'18:n LOPUSSA

55

LENTOKONETTA
LAIVASTOSSA

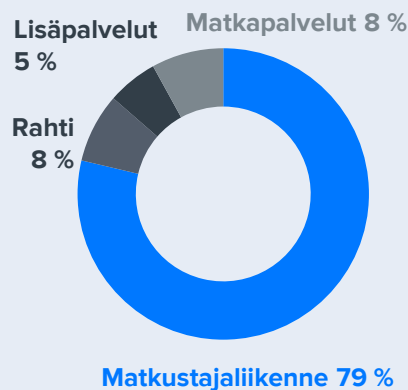
Kysyntä toipuu finanssikriisistä, mutta kilpailun kiristyminen ja öljyn hinnan nousu pitävät tuloksen tappiolla 2009-2011
Säästö- ja tehostusvaihe toi 217 MEUR:n säästöt 2011-2014
A350-toimitukset alkavat ja yhtiö valmistautuu kasvuun 2015
Kasvu kiihtyy laajarunkolaivaston kasvaessa 2016-2018
Yhtiö saavuttaa historiansa parhaan tuloksen 2017 kasvun kautta

Oikaistun EBIT:n (MEUR) ja EBIT-%:n kehitys 2008-2017

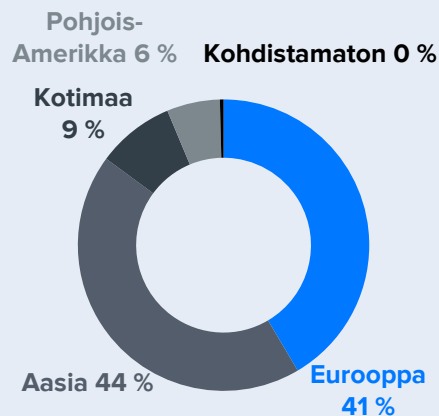


Finnairin liiketoiminta- ja yhtiö rakenne 2017

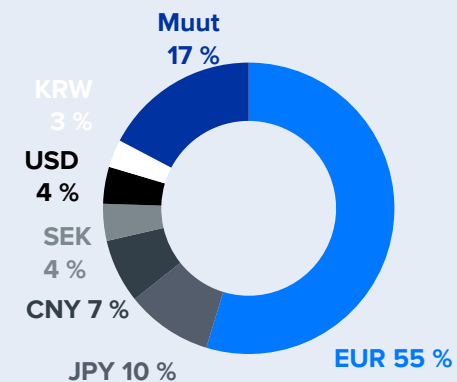
Liikevaihto tuotelajeittain



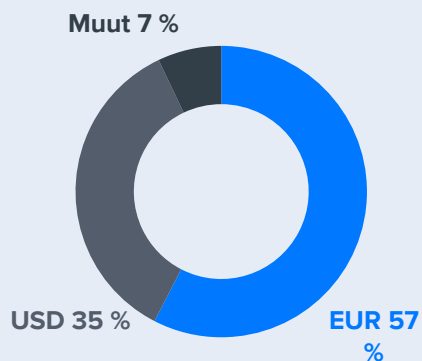
Lippumyynti alueittain



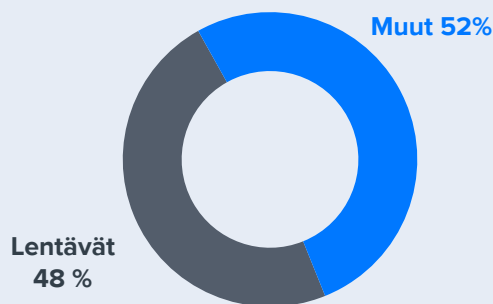
Liikevaihto valuuttakursseittain



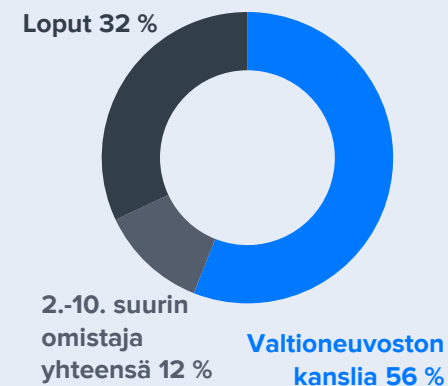
Kustannukset valuuttakursseittain



Henkilöstö ryhmittäin



Omistajarakenne



Sijoitusprofiili (1/3)

Finnair profiloituu kasvuyhtiöksi

Finnair on ollut takavuosina selkeä käännetyhtiö, mutta tuloksen kääntymisen ja keväällä 2016 lanseeratun kiihdytetyn kasvun strategian myötä Finnair pyrkii arviomme mukaan profiloitumaan kasvuyhtiöksi. 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 yhteensä 19:sta A350-koneesta toimitetaan.

Lähivuosien kapasiteetin kasvun arvioimme olevan 5-15 % vuodessa. 2020-luvulla kapasiteetin kasvu todennäköisesti hidastuu 3-5 %:iin vuodessa. Huikeita kasvuprosentteja markkina ei yli ajan orgaanisesti tarjoa, mutta kokonaisuutena globaalin BKT:n pitkän aikavälin kasvua vahvempi orgaanisen kasvunäkymän ja Finnairin kasvua painottava strategia (ml. tavoite nostaa matkustajamäärä yli 20 miljoonaan vuoteen 2030 mennessä) tukevat näkemyksemme mukaan yhtiön kasvuprofiilia.

Positiiviset arvo-ajurit

▪ Matkustajaliikenteen kasvu etenkin

Aasiassa: Historiallisesti lentoliikenteen kysynnän kasvu ajan yli on ollut vakaata ja myös näkyvät ovat tässä suhteessa varsin positiiviset. Mielestämme Finnair on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiön keskeisellä markkinalla Kiinassa BKT henkilöä kohti on vasta saavuttamassa 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.

▪ 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) sekä matkustajakohtaista myyntiä nostamalla. Tämä vaatii yhtiöltä vanhojen tuotteiden saatavuuden parantamista sekä uusia tuotteita ja palvelumalleja. Lisäpalvelumyynnissä osa tuotteista on usein 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 muuttuvia kustannuksia voidaan kasvattaa keskimääräisiä kustannuksia edullisemmin (esim. Finnairiin lähivuosina rekrytoidut lentäjät ja matkustamohenkilökunta aloittavat alimmasta

palkkaluokasta) ja toisaalta 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 parantaa lähivuosina vuoden 2018 alussa avattu uusi rahtiterminaali.

▪ Edulliset A350-ostot:

Finnair oli ensimmäisiä A350-koneita tilanneita lentoyhtiöitä vuonna 2005, minkä takia arvioimme yhtiön saaneen etenkin ensimmäiset 11 konetta (toimitettu 2015-2017) selvästi niiden tämänhetkistä markkinahintaa edullisemmin, mitä vuosina 2014-2016 heikentynyt EUR/USD-kurssi vielä korosti (lentokonekauppaa käydään dollareissa). Loput 8 konetta on tilattu vuonna 2013 vahvistetulla optiolla ja ne ovat arviomme mukaan ensivaiheessa tilattuja 11 konetta kalliimpia, mutta silti edullisia nykyisiin markkinahintoihin nähden. Mielestämme edulliset A350-ostot ovat luoneet Finnairin taseeseen arvoa, mikä on purkautunut myynti- ja takaisvuokrausjärjestelyiden yhteydessä myyntivoitoina ja kassaruiskeina (ml. ennakkomaksuosuuden palautuminen), kun koneiden käyvät arvot ovat ostohintoja korkeampia. Omaan taseeseen tulleiden koneiden ja IFRS-16 standardin käyttöön oton jälkeen kaikkien koneiden osalta edullinen hankintahinta purkautuu asteittain tuloksen kautta, sillä koneista tehtävät poistot ovat normaalia tasoa matalampia (tasearvot ovat käypiä arvoja pienempi).

Sijoitusprofiili (2/3)

- **Vahva tase:** Finnairin taserakenne on lentoyhtiölle konservatiivinen ja yhtiön likviditeetti on erittäin vahva. Vahvan taseensa ansiosta Finnairilla on hyvät edellytykset tarttua esimerkiksi lentokonemarkkinoilla toisinaan avautuviin erikoistilanteisiin, joissa kilpailukykyistä kalustoa on saatavilla kohtuulliseen hintaan. Lisäksi vahvistunut tase tarjoaa yhtiölle myös tuloskasvupotentiaalia, sillä suotuisan tuloskehityksen myötä pidämme mahdollisena, että yhtiö pääsee irti vuoden 2020 lopulla korkeakorkoisesta hybridilainastaan. Tämä taas antaisi osakkeenomistajille selkeää EPS-kasvun potentiaalia.

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 muodostaa tuloksen teon perspektiivistä hankalan yhtälön. Finnair on monia verrokkeja paremmin suojassa kilpailulta Suomen syrjäisen sijainnin ja toisaalta Koillis-Aasian liikennettä rajoittavien tekijöiden takia, mutta sektorin äärikireä kilpailu ja yksikkötuottojen krooninen paine ovat silti mielestämme merkittävimpiä riskejä Finnairin pitkän ajan kannattavuudelle. Q2'18:n lopun tilanteen mukaan 1%-yksikön muutos matkustajaliikenteen keskituotossa vaikuttaa Finnairin liiketulokseen 23 MEUR:lla.
- **Kysynnän volatilitteetti:** Lentomat kustamisen

kysyntä on lyhyellä tähtäimellä tyypillisesti herkkää ulkoisille shokeille, kuten esimerkiksi taloussyörien muutoksille, tarttuville taudeille ja terrori-iskuille. Tämä voi vaikuttaa lyhyellä tähtäimellä Finnairin kannattavuuteen, sillä Q2'18:n tilanteen mukaan matkustajakäyttöasteen 1 %-yksikön muutos vaikuttaa yhtiön liiketulokseen 25 MEUR:lla. Siten ulkoisen toimintaympäristön muutokset voivat heiluttaa yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta tyypillisesti lentoliikenne on toipunut melko nopeasti shokeista sektorin tukevien vahvojen kysyntäajurien takia.

- **Rakenteelliset muutokset toimialalla:** Haastavan toimialadynamiikan ja lentosektorilla osittain saavutettavissa olevien suuruuden ekonomian hyötyjen takia erilaisten yhteistyökuvioiden merkitys tulee 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) ovat mahdollisuus Finnairille. Lisäksi tietyissä skenaarioissa yhtiö voisi myös hyötyä kilpailukentän konsolidoitumisesta.
- **Polttoaineen hintariski:** Öljyn hinnan kanssa vahvasti korreloiva lentopetrolin on suurin kustannuserä Finnairin tuloslaskelmassa. Sektorin kireän kilpailutilanteen takia lentoyhtiöllä on historiallisesti ollut vaikeuksia siirtää polttoaineen hinnan nousu täysimääräisesti lippujen hintoihin ja polttoaineen hintakehitys tulee heiluttamaan Finnairin tulosta ja rahavirtaa myös jatkossa. Q2'18:n lopun tilanteen mukaan polttoaineen 10 %:n hinnan muutos ennen suojauksia vaikutti yhtiön liikevoittoon 66 MEUR:lla ja

suojausten jälkeen 29 MEUR:lla.

- **Valuuttakurssit:** Finnairin merkittävimpiä tulovaluuttoja ovat euro, Japanin jeni ja Kiinan yuan (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. Q2'18:n lopun tilanteen mukaan EUR/JPY-kurssin 10 %:n muutos vaikuttaa liiketulokseen ennen suojauksia 26 MEUR:lla ja suojausten jälkeen 12 MEUR:lla. USA:n dollarin osalta vastaavat herkkyydet ovat 71 MEUR ja 27 MEUR, mutta suunta on päinvastainen.
- **Häiriöriskit:** Lentoliiketoiminta on henkilö-intensiivistä ja lentävän henkilökunnan osalta tarkasti säänneltyä, minkä takia lakot, työnsisäykset 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 vuoden 2020 alkupuolelle ja matkustamohenkilökunnan kanssa vuoden 2018 lopulle, joten neuvotteluja kriittisten henkilöryhmien kanssa on edessä jo lähiaikoina. 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.

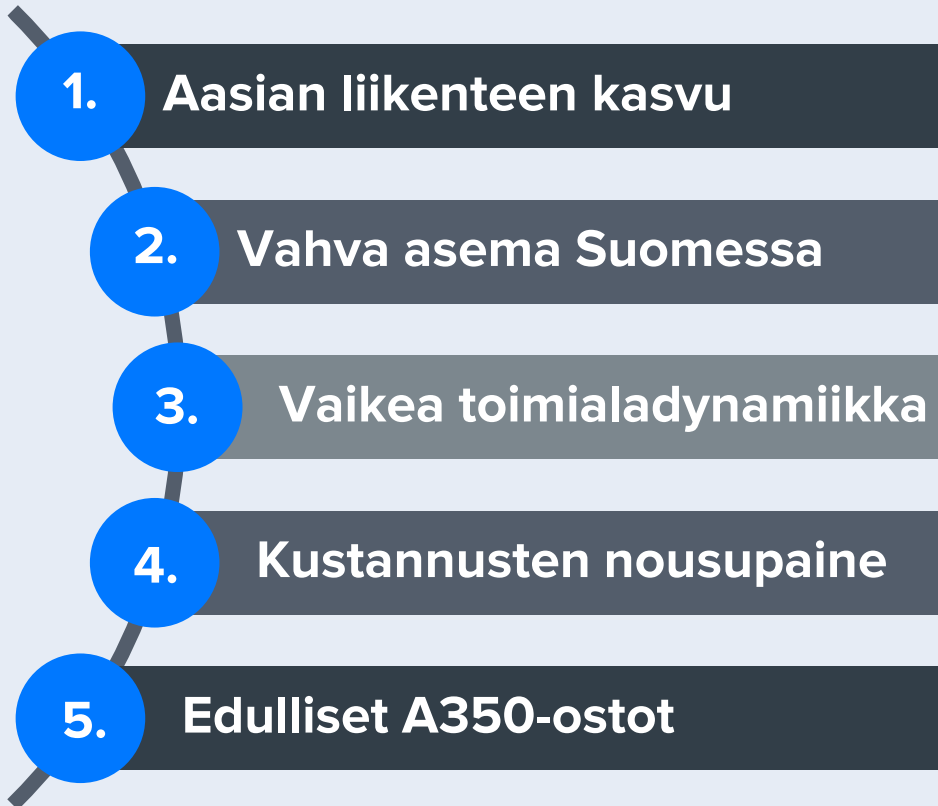
Sijoitusprofiili (3/3)

- **Venäjän ylilento-oikeuspolitiikka:** Finnairille strategisesti tärkeä ja 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 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.
- **Kiristävä regulaatio:** Lentoliikenne aiheuttaa globaaleista hiilidioksidipäästöistä karkeiden arvioiden mukaan 3-5 %. Lentoliikenteen ripeän volyymikasvunäkymän takia sektorin hiilidioksidipäästöt uhkaavat edelleen kasvaa varsin nopeasti lentokoneteknologian jatkuvasta kehittämisestä huolimatta ja lentosektori on yksi sektori harvonevassa 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.

Riski korostuu lyhyen matkan liikenteessä, jossa lentämiselle on helpompi löytää aitoja vaihtoehtoja.

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

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kasvava kapasiteetti ja kysyntä antavat orgaanista kasvupotentiaalia
- Kasvu helpottaa kustannusten hallintaa
- Vahva tase antaa taloudellista liikkumavaraa
- Yhtiö osti A350-koneet edullisesti

Riskit

- Sektori on erittäin kilpailtu ja yksikkötuotoissa on kroonista painetta
- Kysyntä herkkää shokeille
- Polttoaineen hinta ja valuutat heiluttavat kannattavuutta
- Rakenteelliset muutokset alalla
- Häiriöriskit ja Venäjä

Liiketoimintamalli (1/2)

Finnair on perinteinen verkkolentoyhtiö

Lentoteollisuudessa on tyypillisesti käytössä kolme kilpailevaa liiketoimintamallia. Perinteisin on verkkoliiketoimintamalli, jolla Finnair ja monet sen historialliset kilpailijat (esim. SAS Lufthansa, Air France-KLM, British Airways) operoivat. 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).

Verkkoliiketoimintamalli perustuu laajaan verkostoon, joka rakennetaan yhden tai muutaman liikenteen solmukohdan eli hubin ympärille. 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.

Verkkolentoyhtiö erottautuu palvelulla

Finnair ja monet muut verkkolentoyhtiöt pyrkivät kattamaan koko asiakaskunnan tarpeet kattavilla palveluilla sekä maassa että ilmassa. Ne segmentoivat lukuisat kuluttaja-asiakkaat eri segmentteihin ja tarjoavat tyypillisesti erilaisia lipputyyppejä esimerkiksi liike- ja vapaa-ajan matkustajille. Palvelun ja segmentoinnin avulla verkkolentoyhtiöiden tavoitteena on saada asiakas hyväksymään lipulle hintapremio. Tämä on edellytys kannattavuuden kannalta, sillä verkon ylläpitämisestä johtuvat korkeat kiinteät kulut on kompensoitava korkeammalla asiakas-kohtaisella liikevaihdolla. Hinnoittelussa verkkolentoyhtiöt ovat tyypillisesti konservatiivisia ja hinnoittelu on moniulotteista useiden lipputyyppeiden myötä. Myynnissä ja jakelussa verkkoyhtiöllä on tavallisesti ollut käytössä

useita kanavia omista ja kumppaneiden tarjoamista internet-kanavista aina perinteiseen myyntiin matkatoimistojen kivijaloissa

Finnair optimoi koko verkon kannattavuutta

Sijoittajien kannalta tärkeää on ymmärtää, että Finnairin kaltaiset lentoyhtiöt optimoivat koko verkon volyymiä ja kannattavuutta. 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. Tämän takia Aasian liikenteen kasvu edellyttää Finnairilta syöttöliikenteen kasvattamista Aasian liikenteen mukana eikä keskittyminen pelkkään Aasiaan liikenteeseen ole yhtiön nykyisellä toimintamallilla mahdollista.

Verkkoyhtiöt ovat kohdanneet haasteita 2000-luvulla, liiketoimintamallin evoluutio jatkuu

Mahdollisimman halpoin lippuihin perustuva halpalentokonsepti on voittanut markkina-osuutta voimakkaasti 2000-luvulla etenkin mannerten sisäisissä lennoissa. 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. Halpalentokonseptin menestys on kuitenkin pakottanut Finnairin ja muut perinteiset verkkoyhtiöt muokkaamaan toimintamallejaan voimakkaasti viime vuosina, jotta ne voisivat vastata kilpailun kiristymiseen. 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.

Verkkoyhtiöiden pääkeinoja halpayhtiöiden kilpailuhaasteeseen vastaamisessa ovat olleet säästöt ja rakenteelliset uudistukset, joilla perinteiset pelurit ovat pyrkineet pienentämään kustannuskuiluaan suhteessa halpayhtiöihin. Finnair toteutti vuosina 2011-2014 onnistuneesti yli 200 MEUR:n säästöohjelman, joka oli avainroolissa yhtiön kilpailukykyyn parantamisessa vallitsevan kilpailukentän vaatimuksiin. Tulopuolella painopistealueita ovat olleet liike-matkustaminen, kaukoreitit ja lisäpalvelut (ml. aiemmin lipun hintaan sisältyneiden palveluiden muuttaminen maksulliseksi).

Lisäksi jotkut perinteiset verkkolentoyhtiöt ovat siirtäneet syöttöliikenteensä halpakonseptia jäljittelevien tytäryhtiöiden hoidettavaksi (esim. Lufthansan Eurowings ja AF-KLM:n Transavia), mutta tulokset ovat jääneet laihoiksi. Tämä kuvaa mielestämme sitä, että halpalentomallin kustannusetujen saavuttaminen perinteisten lentokonsernien sisällä on vaikeaa. Finnair on ostanut ja ostaa Suomen sisäistä ja Euroopan syöttöliikennettä ostopalveluna (mm. Norra) ja monella muulla yhtiöllä on ollut vastaavia järjestelyitä. Suoria syöttöliikennesopimuksia merkittävät halpalentopelurit ja suuret verkko-yhtiöt eivät kuitenkaan ole vielä onnistuneet erinäisistä syistä solmimaan. Arviomme mukaan tämän tyyppisen liiketoimintamallin syntyminen on kuitenkin pitkällä aikavälillä vääjäämätöntä, sillä mielestämme ratkaisemattomia esteitä tämän tyyppiselle yhteistyölle ei ole. Siten lentoyhtiöiden liiketoimintamallien melko voimakas evoluutio tulee arviomme mukaan jatkumaan, mikä on sekä uhka että mahdollisuus Finnairille.

Liiketoimintamalli (2/2)

Yhteistyö kuuluu Finnairin liiketoimintamalliin

Finnair tekee yhteistyötä muiden lentoyhtiöiden kanssa useilla tasoilla. Tämä on verkkoyhtiölle tavallista, mutta halpalentoyhtiöt ovat tyypillisesti pysytelleet ulkona yhteishankkeista. Kevyin yhteistyön muoto on code-sharing, jonka kautta lentoyhtiöt myyvät lippuja toisten yhtiöiden ope- roimille lennoille ja saavat liikevaihtoa myyntinsä perusteella. Code-sharing mahdollistaa verkon optimoinnin ja voi antaa hinnoitteluetua allianssikiilpailun ulkopuolisilla reiteillä. Tämän tyyppisiä yhteistyökumppaneita Finnairilla on reilut 20, joista 15 kuuluu Finnairin tavoin glo- baaliin oneworld-allianssiin. Oneworldissa yhtiöt ovat syventäneet yhteistyötä reittiverkkojen optimointiin, myyntiin ja jakeluun sekä yhteisten resurssien käyttöön. Tavoitteena allianssissa on verkoston laajentaminen ja operatiiviset syner- giat. Mielestämme laaja osallistuminen yhteis- työhankkeisiin on Finnairin kaltaisen pienen lentoyhtiön kannalta tärkeää, sillä se parantaa tarjoamaa. Huomattavaa hinnoitteluhuotyä tai kulusynergioita tämä ei kuitenkaan tarjoa.

Finnairin kannalta syvin ja tärkein yhteisyhtiön muoto ovat yhteiset liiketoiminnot, jossa yhtiö sopii hankkeiden alaisten reittien kapasiteetista kumppaniensa kanssa ja yhden yhtiön operoi- mien lentojen tulot jaetaan jäsenten kesken ennalta sovitusti. Yhteisliiketoimintoja Finnairilla on Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisessä lii- kenteessä (Atlantin JB) American Airlinesin, US Airwaysin, British Airwaysin ja Iberian muodosta- man ryhmän kanssa sekä Euroopan ja Japanin välisessä liikenteessä Japan Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian kanssa (Siperian JB). Molemmilla yhteisliiketoiminnoilla on vahva markkina-asema. 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 yritys- asiakkaita lukuun ottamatta, sillä lentolippu on homogeeninen tuote, jonka vertailtavuus suhteessa kilpaileviin tuotteisiin on helppoa. Siten hajanainen asiakasrakenne ei tyypillisesti anna lentoyhtiölle selkeää hinnoitteluvoimaa.

Lentäminen ei ole erityisen skaalautuvaa

Lentoliiketoiminnassa kasvu ei ole erityisen skaalautuvaa, sillä kokoluokan kasvattaminen vaatii käytännössä lentokoneiden ja henkilö- kunnan määrän kasvattamista. Finnairin kaikista operatiivisista kustannuksista noin 18 % on kiinteitä ja pääosin tukitoimintoihin liittyviä kuluja, jotka skaalautuvat arviomme mukaan liikevaihdon kasvuun kohtuullisesti. Siten kulurakenteessa on jonkun verran tulosvipua.

Kiinteisiin kuluihin ei ole sisällytetty lentokone- kustannuksia, joiden osuus kokonaiskuluista on noin 10 %. Nämä kulut eivät lyhyellä tähtäimellä ole erityisen joustavia ja pidemmällä 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 raja-tuotto). Tämä nähtiin käytännössä Finnairin tapauksessa vuonna 2017. Lentoyhtiöllä onkin tyypillisesti houkutus täyttää

koneitaan hinnoittelun kustannuksella eikä hintakuri sektorilla ole ollut erityisen hyvä.

Finnairin toimintamalli on pääomaintensiivinen

Lentoliiketoiminnassa pääomien sitoutumisen voimakkuus riippuu liiketoimintamallista, sillä toimivan vuokramarkkinan myötä koneiden omistus on mahdollista ulkoistaa vuokrayhtiöille. Finnair on tyypillisesti omistanut noin puolet laivastostaan, kun taas toinen puoli on vuokrattu pitkäaikaisilla leasing-sopimuksilla. Finnairin kiinteä omaisuus vastaa noin 40 % taseen loppusummasta, joten yhtiön toimintamalli on melko pääomaintensiivinen. Mielestämme tietty konservatiivisuus tässä suhteessa on Finnairin kaltaiselle pienelle yhtiölle perusteltua, jotta kulurakenteessa on jonkin verran joustoa eikä yhtiö jää täysin vuokrayhtiöiden armoille. 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 keski- määrin 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 voimakkaan negatiivinen ja esimerkiksi Finnairin nettokäyttöpääoma oli vuoden 2017 lopussa -20 % liikevaihdosta. Tämä rajoittaa jossain määrin korollisen pääoman sitoutumista 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.

Liiketoimintamalli



Inderesin arvio Finnairin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Verkko- ja halpalentomallien erot

Verkkolentomalli

- Pyrkii erottautumaan palvelulla ja tavoittelee preemiohinnoittelua
- Verkko solmukohdan (hubin) ympärillä
- Mannerten sisäisiä ja niiden välisiä lentoja
- Segmentointi eri asiakasryhmiin
- Kattavat kanta-asiakasohjelmat
- Kompleksi ja konservatiivinen hinnoittelu
- Laivastossa useita konetyyppejä
- Useita myynti- ja jakelukanavia
- Mukana alliansseissa ja yhteisliiketoimissa

Halpalentomalli

- Nojaa kustannusjohtajuuteen ja mahdollisimman halpuihin lippuihin
- Suorat pisteiden väliset lennot
- Keskittynyt lyhyen matkan reitteihin, mutta laajentumassa yhä voimakkaammin kaukolentoihin
- Yksi lipputyyppejä kaikille
- Ei kanta-asiakasohjelmia tai suppea kanta-asiakasohjelma
- Joustava ja aggressiivinen hinnoittelu
- Laivasto standardoitu
- Täysin internetpohjainen myynti ja jakelu
- Itsenäinen, ei mukana allianssiyhteistyössä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/6)

Aasia on ollut pitkään strategian ytimessä, lähivuosien agendana on kiihdytetty 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 kiihdytetyn kasvun strategian vuosille 2016-2018. Tässä strategiapäivityksessä yhtiö linjasi painopistealueiksi vajaan kolmen vuoden strategiakaudelle seuraavat asiat:

- 1) Kannattava kasvu
- 2) Asiakaskokemus
- 3) Henkilöstökokemus
- 4) Digitaalinen transformaatio.

Käytännössä kiihdytetty kasvu tarkoittaa, että yhtiö päätti pitää liikenteessä kaksi A330-mallin laajarunkokonetta, jotka alkuperäisessä suunnitelmassa oli tarkoitus korvata A350-koneilla niiden toimitusten edetessä. Siten Finnairin kaukoliikennekapasiteetti kasvaa suunniteltua nopeammin, mikä kasvattaa myös syöttöliikennekapasiteetin tarvetta. Pidämme kasvun kiihdyttämistä pitkällä tähtäimellä järkevänä, sillä A330-koneet ovat kilpailukykyisiä ja Aasian liikenteessä markkinanäkymä on suotuisa. Arvioimme yhtiön jatkavan samalla ripeän kasvun linjalla myös lähivuosina ja odotamme yhtiön vahvistavan tämän myös strategiapäivityksellä lähivartaaleilla.

Strategia pyrkii ulosmittaamaan maantieteellisen kilpailuedun hyödyt

Finnairin Aasia-strategia perustuu yhtiön liikenteen solmukohtaan Helsingin maantieteelliseen sijaintiin, sillä Koillis-Aasian (Japani, Kiina, Korea) ja monien Euroopan kaupunkien välinen nopein vaihtoa edellyttävä

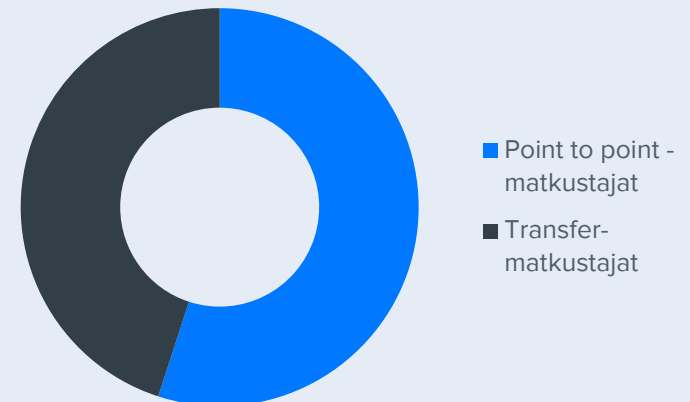
ja fyysisesti suurin yhteys kulkee Helsingin yli. Siten yhtiö saa liikenteen solmukohtansa maantieteestä sijainnista kilpailuedun Koillis-Aasian liikenteessä. Maantieteellisen ”kilpailueturajan” arvioimme olevan Aasiassa Hong Kongin tasolla, kun taas viimeistään Bangkokin eteläpuolella Finnairin kilpailuetu 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, mikä liittyy osaltaan myös strategian painopisteistä asiakaskokemukseen. Arvioimme 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.

Finnairin maantieteellinen kilpailuetu Aasiassa



Finnairin Aasian ja Euroopan välisen markkinan jakauma



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/6)

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 (mahdollisuus toimialalla yleisesti kriittiseen 24h rotaatioon). Näin ollen Aasian liikenteen kasvun positiivinen vaikutus kannattavuuteen pitäisi tulla kahta tietä. Maantieteellinen kilpailuetu on mielestämme kestävä, vaikka kilpailuedun voimakkuus perustuu osittain Venäjän (Siperian) ilmatilan rajalliseen käytettävyyteen. Tämä on tärkeää yhtiön pitkän aikavälin näkymien kannalta.

Yhtiö hakee Aasiasta sekä liike- että vapaa-ajan matkustajia

Pääkohderyhmänä Finnairin Aasian strategiassa ovat etenkin korkean tuottopotentiaalin liike-matkustajat. Tähän liittyen businessluokan palvelun parantaminen on keskeinen osa yhtiön strategiaa, mihin painopisteistä liittyvät sekä henkilöstö- ja asiakaskokemus ja digitalisaatio. Aasian maiden talouksien ripeän kasvun myötä kuitenkin vapaa-ajan matkustuksen merkitys on kasvanut ja myös vapaa-ajan matkustajat ovat olennainen kohderyhmä yhtiölle (valtaosa volyyminä on vapaa-ajan matkustusta). Lisäksi Aasiassa myös vapaa-ajan matkustajat käyttävät enenevässä määrin business-luokkaa etenkin mannerten välisillä lennoilla, joten business-luokan kehittäminen tukee myös tätä varakasta ja siten houkuttelevaa asiakassegmenttiä.

Finnair avasi vuonna 2016 uusia reittejä Fukuokan (Japani) ja Guangzhoun (Kiina) ja vuonna 2018 Nanjingin (Kiina). Kesällä 2019 yhtiö tihentää Kiinan ja Japanin reittien frekvenssiä. Jatkossa arvioimme Finnairin hakevan kasvua etenkin vuoroväläjä

tihentämällä nykyisiin kohteisiin, minkä lisäksi muutamien uusien reittien avaaminen on mahdollista Aasian suuntaan. Jatkuvuus on tärkeää etenkin liikematkustajien asiakaskokemuksen kannalta (tyypillisesti uuden reitin ylösajo vie 3-4 vuotta), minkä lisäksi vuorovälin tihentäminen nykyisen verkon kannattavimmilla reiteillä (reittikannattavuuksissa on huomattavia eroja) on perusteltua konsernin marginaalien perspektiivistä. Siten pidämme nykyisten reittien tuottopotentiaalin ulos-mittaamiseen panostamista loogisena valintana. Lisäksi uusien reittien avaaminen pienempiin kiinalaiskaupunkeihin voi vaatia A350-mallia pienempiä laajarunkokoneita.

Rahtivolyymin ja -tuottojen kasvattaminen on keskeinen osa kasvustrategiaa

Finnair on luopunut varsinaisista rahtilennoista, mutta matkustajakapasiteetin kasvun myötä yhtiön matkustajakoneiden ruumissa kulkeva rahtikapasiteetti (ns. belly-rahti) on kasvanut voimakkaasti viime vuosina ja kasvaa myös lähivuosina. Myös tässä suhteessa painopistealue on Aasia, joka kattaa valtaosan yhtiön nykyisestä rahtivolyyminä. Nykyisen kaltainen matkustajaliikenne ei olisi kannattavaa ilman rahtituottoja, joten kannattava kasvu edellyttää, että yhtiö löytää matkustajakoneiden ruumiin kasvavan määrän rahtitonnejä.

Rahtivolyymin tulisi lisäksi painottua preemiohinnoittelun mahdollistaviin niche-segmentteihin (esim. kala- ja tuoretuotteet sekä lääkkeet) kannattavuuden parantamiseksi. Vuonna 2018 Helsinki-Vantaalle avautunut uusi rahtiterminaali mahdollistaa tämän käytännössä, minkä lisäksi terminaali-investointi tehostaa alempien käsittelykustannusten kautta kannattavuutta. Myös markkina on kehittynyt tässä suhteessa suotuisasti, sillä Kiina päätti sallia norjalaisen

lohen tuonnin vuonna 2018 ja Finnairin aseman tässä segmentissä pitäisi olla erinomainen.

Euroopan ja Suomen liikenne tukevat Aasiastrategiaa

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 kasvattamista arviomme mukaan suhteessa 1,00:0,66-1,00, jotta kansainvälisillä matkustajilla on realistinen mahdollisuus päästä sujuvasti Helsinkiin ja Aasian verkostoon tai päinvastoin. 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. Lisäksi Euroopan liikenteessä yhtiön laivasto on juuri uusittua laajarunkolaivastoa vanhempi ja tehottomampi eikä tämä tilanne ole parantumassa ennen kapearunkolaivaston uusintaa 2020-luvulla. Tämä laskee Euroopan tuottopotentiaalia.

Euroopan liikenteessä yhtiö keskittyy etenkin Alppien pohjoispuoleiseen Eurooppaan, mikä on mielestämme Euroopan talouden näkymien ja maantieteen takia valintana järkevä. Lisäksi viime vuosien Euroopan terrorismihuolet ovat lisänneet Pohjoismaiden (etenkin Lappi) houkuttelevuutta matkakohteena erityisesti Aasiassa, mikä olisi jatkuessaan suotuisa trendi Finnairille.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/6)

Euroopan liikenteen kasvussa pääroolissa on konekokojen kasvattaminen nykyisessä verkostossa ja muutamat uudet lisäykset reittiverkkoon (vuodelle 2018-2019 Bergen, Hannover, Lissabon, Minsk, Stuttgart ja Tromssa). Euroopan liikenneverkostossa näkyvät Aurinkomatkojen tarpeet, sillä Aurinkomatkojen rooli konsernistrategiassa on olla etenkin myyntikanava lentoliikenteelle (erillisiä pelkästään Aurinkomatoille 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 volyympotentiaalin 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 elämään etenkin lomakohteiden osalta jonkun verran.

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. Näiden reittien lisäksi yhtiöllä on kuitenkin useita lyhyempiä (vrt. kilpailu oman auton linja-autojen ja junien kanssa etenkin liikematkustuksessa) ja kroonisesti alhaisen volyympotentiaalin reittejä (ts. kohteina pieniä maakuntakaupunkeja), joiden taloudelliseen kannattavuuteen

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 melko vähiin.

Valtaosan kotimaan liikenteestä (ja pienen osan Euroopan liikenteestä) Finnair osapalveluna Norralta, jonka pääomistajaksi (Finnairilla 40 %:n Norrasta) tulee H2’18:lla tanskalainen DAT. Suhtaudumme Norra-enemmistön myymisen positiivisesti ja arvioimme mukaan uudella pääomistajalla on tiettyä synergiapotentiaalia, mutta emme kuitenkaan usko omistusmuutoksen vaikuttavan merkittävästi Finnairin kotimaan liikenteen kannattavuuteen.

Pohjois-Amerikka kuuluu ydinliiketoimintaan

Pohjois-Amerikan merkitys strategiassa on pienempi, sillä tämä markkina on arvioimme mukaan Suomi-vetoinen. Markkinan merkittävä kasvu vaatisi Venäjän talouden elpymistä ja poliittista liennytyistä idän ja lännen suhteissa, mikä voisi kasvattaa saavuttavissa olevaa markkinaa. Ainakin lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä merkittävä Venäjistä kumpuava vetoapu Finnairille vaikuttaa mielestämme epätodennäköiseltä.

Finnair linjasi kuitenkin kiihdytetyn kasvun strategiassaan, että yhtiö pyrkii säilyttämään Aasian ja Pohjois-Amerikan liikenteen suhteen ennallaan. Näin ollen Aasian kasvaessa myös Pohjois-Amerikan liikenteen pitäisi kasvaa selvästi, vaikka tämä on mielestämme haastava tavoite, kun huomioidaan relevantin markkina koko ja toisaalta Atlantin ylittävän liikenteen

erittäin kireäksi vuosina 2015-2017 äitynyt kilpailu. Toistaiseksi Finnair on kuitenkin onnistunut tavoitteessaan, sillä Pohjois-Amerikan suosio suomalaisten lomamatkustajien keskuudessa on viime vuosina lisääntynyt ja toisaalta yhtiö on pystynyt vastaamaan kysyntään hyvillä uusilla reittiavauksilla (2017/2019 uudet kohteet Kuuban Havanna, Meksikon Puerto Vallarta ja Dominikaanisen tasavallan Puerto Plata ja USA:n San Francisco sekä Los Angeles). Arvioimmekin yhtiön pyrkivän säilyttämään itärannikon kaupunkireiteillä asemansa, kun taas kasvusta valtaosa tulee myös Aurinkomatkojen tarpeita palvelevasta lomaliikenteestä sekä kausireiteistä länsirannikon suurkaupunkeihin.

Lisäpalveluilla keskeinen rooli strategiassa

Finnairin kannattavassa kasvussa keskeinen elementti on lipun ulkopuolisten tuottojen lisäämiseen tähtäävä lisäpalvelumyynti. Tämä tarkoittaa käytännössä aiemmin lipun hintaan sisältyneiden komponenttien maksulliseksi muuttuneita osia (esim. matkalaukut ja tarjoilu) sekä uusia tuotteita (esim. maksullinen paikkavaraus, Economy Comfort -luokka ja wifi) sekä vähittäismyyntiä.

Näemme tässä lisäpalveluiden viime vuosien ripeästä kasvusta huolimatta vielä merkittävää potentiaalia, sillä toimialan parhaiden yhtiöiden matkustajakohtainen lisäpalvelumyynti on tuntuvasti Finnairin tämänhetkistä tasoa korkeampi. Lisäpalvelumyyntiä tukee myös digitalisaatio, joka mahdollistaa yhdessä laivastouudistuksen kanssa esimerkiksi viihdepalveluiden sekä vähittäismyyntituotteiden tarjonnan parantamisen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/6)

Toisaalta digitalisaatio vaatii yhtiöltä myös panostuksia, sillä uusien tuotteiden tuominen tarjontaan edellyttää yhtiöltä usein it-investointeja. Näiden it-projektien eteneminen on keskeistä lisäpalvelumyynnin kasvuvauhdin ylläpitämisessä (vrt. lisäpalvelumyynnin hidastuminen H1'18:lla it-pullonkaulojen takia) tällä hetkellä ja investointien avulla yhtiön pitäisi pystyä parantamaan lisäpalvelutarjoamaansa etenkin Aasian reiteillä. Pitkällä tähtäimellä lisäpalvelumyynnin kasvattaminen vaatii lisäksi tuoteinnovaatioita, sillä osassa nykytuotteita penetraatio alkaa olla jo hyvällä tasolla.

Lisäpalveluihin liittyy myös henkilöstökokemus, sillä henkilöstöllä on keskeinen rooli myyntiprosessissa. Myyntiprosessin helpottamiseksi Finnair on panostanut myös uusiin maksutapoihin (mm. AliPay) yhtenä ensimmäisistä lentoyhtiöistä. Etenkin Aasian reittien lisäpalvelu-tarjoamassa yhtiöllä on kuitenkin vielä tekemistä, sillä Finnair ei vielä pysty myymään Aasian reiteillä yhtä laajaa lisäpalveluportfoliota kuin Euroopassa.

Yhtiö huolehtii kustannuksista kasvun kautta

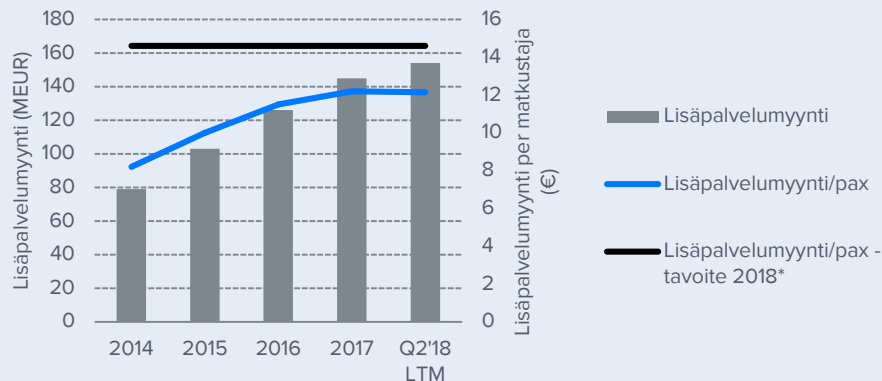
Vaikka Finnairin strategia painottuu kasvuun, arviomme mukaan strategiaan kuuluu myös kustannusten alentamiseen liittyviä tavoitteita. Merkittäviä rakenteellisia ja suoria säästöjä on tuskin lähiaikoina luvassa, vaan yksikkö-kustannusten alentamisessa pääroolissa on kasvu. Tämä parantaa muun muassa henkilöstön työn tuottavuutta, kunhan kasvun vaatimat rekrytoinnit sujuvat (henkilöstökokemus). Lisäksi digitalisaatio mahdollistaa säästöjä erilaisten uusien sovelluksien kautta (esim. tarjoiluhukan määrän alentaminen etukäteisvarausten kautta). Lisäksi yksikkötuottojen laskutavoitteita tukee tiettyjen kuluerien skaalautuminen kasvun mukana. Vaikka Finnair on nyt kasvumoodissa, pidämme kulupuolen hallintaa erittäin tärkeänä, sillä kroonisessa paineessa olevien yksikkötuottojen ja tiettyjen kustannuserien rakenneinflaation takia kilpailukyvyyn ylläpito vaatii mielestämme operatiivisen toiminnan jatkuvaa parantamista ja kroonista kustannusjahtia.

Strategia asemoi yhtiötä oikeaan suuntaan

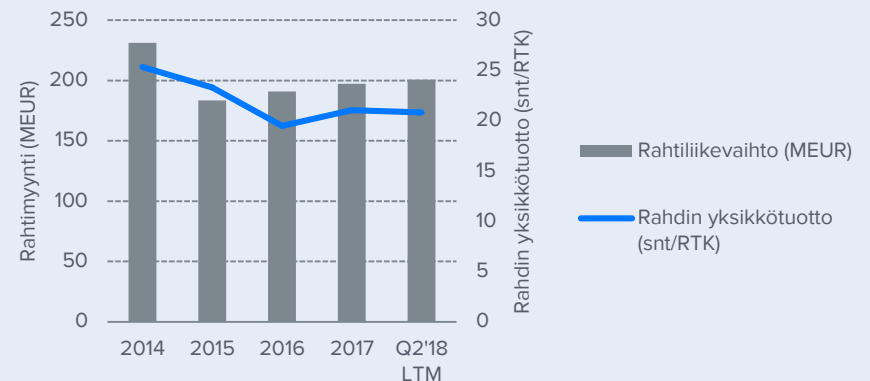
Kokonaisuutena Finnairin strategia hyödyntää mielestämme yhtiön vahvuuksia ja asemoi Finnairia kilpailullisesti järkevään asemaan suhteessa suurempia ja/tai muuten hintakilpailukykyisempiä pelureita vastaan. Aasiassa yhtiöllä on myös oma niche-alueensa, jota ilman pienten verkkoliiketoimintamallilla operoivien lentoyhtiöiden pärjääminen on ollut vaikeaa (vrt. esim. AirBerlinin ja Alltalian konkurssit 2017).

Olennaista Finnairin taloudellisen kehityksen kannalta on kuitenkin se, miten yhtiö onnistuu strategiansa toteuttamisessa. Katset ovat mielestämme etenkin liikevaihdon ja tuottojen kehityksessä. Ne tulevat öljyn hinnan ja valuuttakurssien kaltaisten ulkoisten tekijöiden lisäksi määrittelemään yhtiön tuloksen kehityskäyrän suunnan ja kulmakertoimen lähivuosina. Vertailukelpoisilla valuutoilla yhtiöllä pitäisi olla kohtuulliset edellytykset pitää muut kulut kurissa lähivuosina, kunhan kasvu realisoituu eivätkä seuraavat palkkaratkaisut henkilöstöryhmien kanssa muodostu liian kalliiksi.

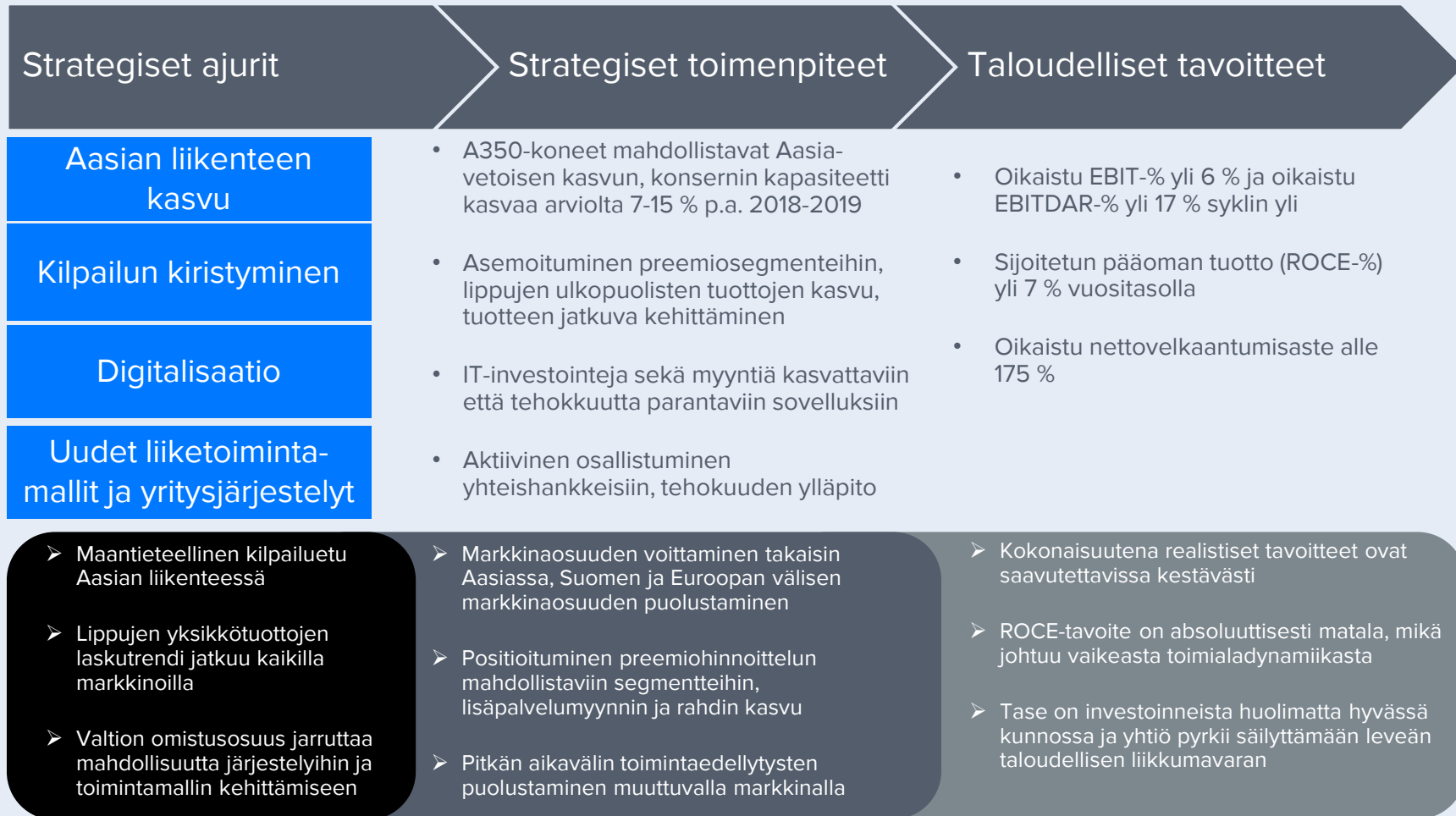
Lisäpalvelumyynnin kehitys 2017-Q2'18 LTM



Rahdin liikevaihdon ja yksikkötuoton kehitys 2014-Q2'18 LTM



Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (5/6)

Finnair päivitti alun perin vuonna 2012 asetetut taloudelliset tavoitteensa toukokuussa 2016.

1) Kannattavuus: Toiminnallinen liikevoittomarginaali yli 6 % ja toiminnallinen EBITDAR-marginaali vähintään 17 % yli syklin

2) Pääomatehokkuus: Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) vähintään 7 %

3) Velkaantuneisuus: Oikaistu nettovelkaantumisaste alle 175 %.

Viime vuonna Finnair saavutti hyvin skaalautuneen kasvun ansiosta sekä kannattavuus- (oik. EBITDAR-% 17,0 % oik. EBIT-% 6,6 %), että pääomatehokkuustavoitteensa (2017: ROCE-% 13,6 %). Velkatavoitteensa alapuolella yhtiö on ollut jo pitkään (2017: nettovelkaantumisaste 70 %).

Tavoitteet ovat pörssiyhtiölle matalia, vaikka yhtiö on jäänyt kauas tavoitteistaan

Vaikka Finnair saavutti operatiiviselle kannattavuudelle asettamansa tavoitteet ensimmäisen kerran viime vuonna, eivät ne ole mielestämme erityisen korkeita absoluuttisesti. Mielestämme tavoitteet ovat heijastus lentoliiketoiminnan äärimmäisen hankalasta liiketoimintadynamiikasta, jota värittävät matalat voittomarginaalit ja pääomaintensiivisyys. Pidämme Finnairin tavoitteita kuitenkin realistisina pidemmälläkin tähtäimellä, kunhan yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa. Tätä tukevat kilpailijoiden kannattavuudet pidemmältä perspektiiviltä.

Varsinkin Finnairin yli 7 %:n ROCE-%:n tavoite on pörssiyhtiölle matala, kun huomioidaan, että oman pääoman ehtoisten sijoittajien tuotto-vaatimus on lentoliiketoiminnan korkea

riskiprofiili huomioiden kaksinumeroinen tai ainakin hyvin lähellä kaksinumeroista. Tämän myötä koko pääoman kustannus (WACC-%) nousee velkavivusta huolimatta ainakin normaaleissa korkomarkkinoiden olosuhteissa Finnairin tämänhetkisen sijoitetun pääoman tuottotavoitteen alarajalle tai mieluummin sen yli. Tämä taas kuvastaa liiketoiminnan vaikeuksia luoda taloudellista lisäarvoa sijoittajille pitkällä aikavälillä. Vaikka velkavivun ansiosta oman pääoman tuotto kohoaa sektorilla tyyppisesti sijoitetun pääoman tuottoa korkeammaksi, sijoittajien täytyy mielestämme huomioida tämä haastava viitekehys etenkin tasepohjaisia arvostusmittareita käytettäessä (P/B-luku).

IFRS-16 tulee muuttamaan tavoiteasetantaa

Finnair ottaa IFRS-16 standardin (vuokrasopimukset) käyttöön vuoden 2019 alussa. Kirjanpituksella on merkittäviä vaikutuksia Finnairin tulosriveihin (ks. luku taloudellinen tilanne) rivin tulos ennen veroja yläpuolella ja toisaalta vuokrasopimuksista (pääosin lentokoneiden lease-sopimuksia) kirjattavat omaisuuserät ja korolliset velat nostavat huomattavasti yhtiön sijoitettua pääomaa ja siten taseen loppusummaa. Oikaistuun nettovelkaantumisasteeseen kirjanpituksien vaikutus on kuitenkin vähäinen, sillä tämä tunnusluku on jo huomioinut taseen ulkopuoliset lease-vastuut.

Käytännössä kirjanpituksien muutokset johtavat siihen, että Finnairin liikevoittomarginaali-tavoitteesta tulee suhteessa helpompi saavuttaa ja toisaalta pääomatehokkuustavoite muodostuu varsin haastavaksi. Arvioimme, että Finnair tulee päivittämään taloudelliset tavoitteensa ennen Q1'19-raportin julkaisemista, jotta tavoiteasetanta olisi paremmin linjassa kirjanpito-

tapojen kanssa. Arviomme mukaan yhtiö voisi tavoitella 7-8 %:n liikevoittomarginaalia, mikä olisi vertailukelpoisella kirjanpidollakin lievä korotus suhteessa entiseen tavoitteeseen. Pääomatehokkuustavoitteensa yhtiö vaihtaa arviomme mukaan oman pääoman tuottoon (ROE-%) pohjautuvaksi. Arviomme mukaan uusi tavoite voisi olla yli 10 %:n ROE-%. Tätä alempi tavoite olisi mielestämme negatiivinen signaali osakkeen kannalta, sillä alle 10 %:n ROE-% jäisi mielestämme alle oman pääoman ehtoisten sijoittajien tuottovaatimuksen. (ts. sijoituksen perustelevuus yhtiöön vaatisi alennusta suhteessa oman pääoman tasearvoon)

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 (aiempi tavoite Aasian liikenteen tuplaamisesta 2020 mennessä vuoteen 2010 verrattuna toteutuu kaksi vuotta etuajassa tänä vuonna) Lisäksi Finnair pyrkii nostamaan liikevaihtoaan vuoden 2019 loppuun mennessä 500 MEUR:lla vuoteen 2016 nähden. Myös tämä tavoite vaikuttaa vuosien 2017 ja 2018 vahvan kehityksen jälkeen hyvin realistiselta, jos markkinatilanne ei ala heikentyä. Yhtiö on kertonut tavoittelevansa strategiakaudella 2016-2018 46 %:n kasvua matkustajakohtaiseen lisäpalvelumyyntiin 2015 tasoon verrattuna. Tästä tasosta yhtiö on toistaiseksi jäljessä ja myöhässä olevien it-projektien takia tavoite ei tule toteutumaan alkuperäisen aikataulun puitteissa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (6/6)

Käytännössä Finnairin liikevaihdon kasvu jää kuitenkin kapasiteetin kasvua hitaammaksi, sillä suuremman kapasiteetin myyminen painaa toimialalle tyypillisesti keskihintoja. Siten kannattavuustavoitteiden saavuttaminen vaatii keskituottopaineen kompensoimista osin rahdilla, lisäpalveluilla ja Aurinkomatkoilla. Lisäksi Finnairin täytyy pystyä alentamaan myös yksikkökustannuksiaan, mutta tämä on realistista, sillä yhtiö uusi kapasiteetti tulee portfolioon alemmalla yksikkökustannuksella (tehokkaammat koneet, uuden henkilöstön keskipalkkoja alemmat palkat ja kiinteiden kulujen skaalautuminen). Toisaalta kuitenkin muistutamme, että Finnairin raportoitu yksikkökustannus riippuu olennaisesti polttoaineen hinnasta ja valuuttakursseista, joten yksikkökulut eivät ole puhtaasti yhtiön omissa käsissä.

Taseen suhteen yhtiö on konservatiivinen

Finnairin pääomarakennetta ohjaava oikaistu nettovelkaantumisaste on laskettu lisäämällä korollisiin nettovelkoihin seitsemän vuoden lease-maksut ja suhteuttamalla niiden määrä omaan pääomaan. Tämä on toimialalle tyypillinen oikaisu, jolla pyritään ottamaan huomioon taseen ulkopuoliset lease-vastuut. Lease-vastuut eivät kuitenkaan ole korollista velkaa, mikä antaa lentoyhtiöille velka-kapasiteettia yhdessä taseen verrattain likvidin kiinteän omaisuuden (ts. lentokoneet) kanssa. Aiemmin tehtyjen oikaisujen takia IFRS-16 standardin käyttöönotto muuttaa Finnairin oikaistua nettovelkaantumisastetta vain lievästi (vrt. 7x-estimaatti lease-vastuista vaihtuu tarkkaan vastuun arvoon)

Taseen suhteen Finnair on mielestämme ollut historiallisesti melko konservatiivinen toimialan luonne huomioiden. Keskimääräistä lentoyhtiötä matalampi velkavipu pitää yhtiön pääomakustannuksen (WACC-%) korkeahkona, mikä vaikeuttaa osaltaan taloudellisen lisäarvon luomista ja laskee oman pääoman tuottotasoa. Toisaalta konservatiivinen taseen käyttö (sis. Q2'18:n lopun 1,1 miljardin euron likvidit varat) antaa haittojen vastapainoksi Finnairille kohtuullisen puskurin esimerkiksi heikompia tulossyklejä vastaan ja strategista liikkumavaraa.

Leveä liikkumavara voi olla tarpeen, sillä 5-10 vuoden aikajänteellä Finnair joutuu todennäköisesti päivittämään kapearunkolaivastoaan, eikä yhtiöllä ole vielä tilauksia kapearunkokoneista sisällä. Arvioimme mukaan kapearunkolaivaston päivittäminen uusiin koneisiin olisi vähintään useiden satojen miljoonien eurojen investointi, mikä kuvaa osaltaan liiketoiminnan pääomaintensiteettiä ja toistuvaa investointitarvetta (vrt. kapearunkolaivaston uudistus alalla lähes heti laajanrunkolaivaston uudistuksen jälkeen). Taloudellisen liikkumavaran ansiosta yhtiö voisi myös tarttua verrattain nopeasti ja joustavasti lentokonemarkkinoilla toisinaan avautuviin erikoistilanteisiin, joten mielestämme liikkumavaran säilyttäminen on pienen lentoyhtiön perspektiivistä järkevää. Tällä hetkellä leveää liikkumavaraa puoltaa myös edelleen kesken oleva A350-investointiohjelma.

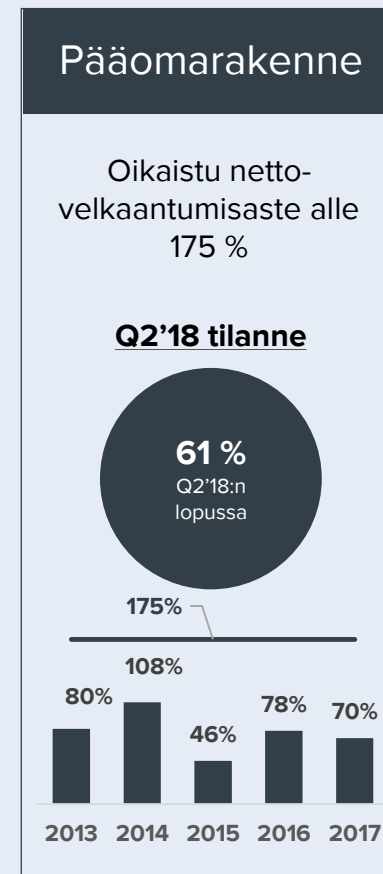
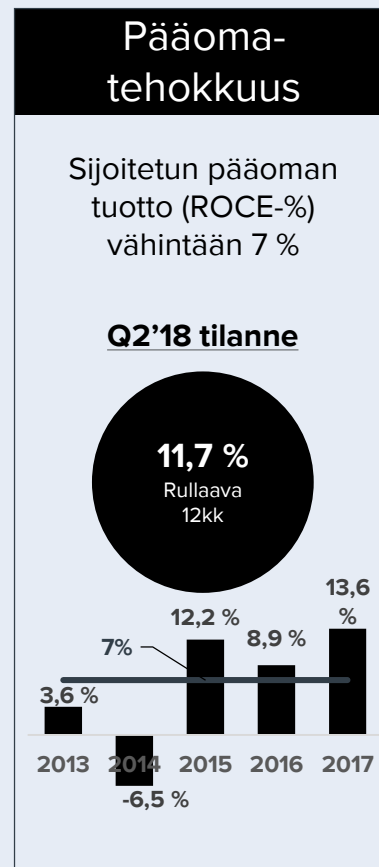
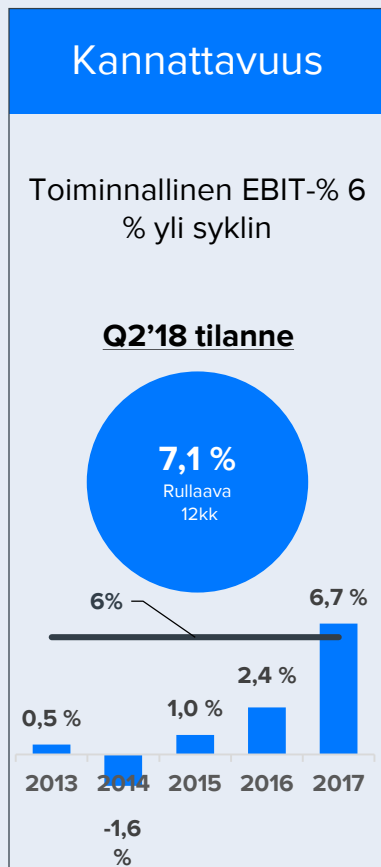
Lisäksi huomautamme, että vahvistuneen taseen ansiosta yhtiöllä voi olla edellytyksiä päästä eroon kalliista 200 MEUR:n hybridilainastaan (kirjattu omaan pääomaan) vuonna 2020, jos markkinatilanne ja tuloskehitys eivät heikkene

eikä suurinvestointeja osu eteen. Tämä loisi mielestämme huomattavasti omistaja-arvoa, sillä yhtiö säästäisi korkokuluja verovähennyksellä oikaistuna noin 12,6 MEUR/a, jos hybridilaina maksettaisiin pois kassaposiitiota pienentämällä (esimerkkinä lainan kulu 0,099 euroa per osake P/E-kertoimilla 10x antaisi osakekurssille noin 1 euron nousuvaran). Näin ollen kalliista lainasta luopuminen olisi mielestämme erittäin perusteltua, jos investoinnit eivät pakota yhtiötä tukemaan omaa pääomaa hybridirahoituksella enää jatkossa.

Myös osinkolinjaukset jättävät liikkumavaraa

Finnairin osinkopolitiikan tavoitteena on maksaa suhdannesyklin aikana keskimäärin vähintään kolmasosa omistajille osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Hallitus ottaa kuitenkin osingonmaksusta päättäessään huomioon yhtiön tuloskehityksen ja -näkyvät sekä rahoitustilanteen ja pääomatarpeet. Siten osinkopolitiikka jättää yhtiölle merkittävästi liikkumavaraa osinkojen suhteen, mutta arvioimme yhtiön pyrkivän lähtökohtaisesti kasvattamaan osinkoaan maltillisesti palattuaan osingon maksajaksi vuonna 2016. Syklisen ja investointi-intensiivisen yhtiön tapauksessa osinko ei kuitenkaan ole kiveen hakattu. Siten näemme riskin, että esimerkiksi tuloksen heikentyessä yhtiö joutuisi tinkimään osinkotavoitteestaan. Lisäksi osakkeenomistajien kannalta hybridilainan takaisinmaksuun valmistautuminen olisi mielestämme osingonjakosuhteen selvää nostoa perustellumpi pääoman allokoitintarkaus lähivuosina.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Finnairin tavoitteena on maksaa osinkoa keskimäärin 1/3 tuloksesta syklin yli (2017: 0,30 euroa/osake, 24 % nettotuloksesta)

Toimiala (1/3)

Lentoliikenteen kysyntä on historiallisesti tuplaantunut 15 vuodessa

Globaali lentoliiketoiminta on valtava satojen miljardien dollarien markkina. Lentomatkat voidaan luokitella elintasohyödykkeeksi, sillä suuri osa matkustusvolyyymistä on vapaa-ajan matkoja. Tästä huolimatta myydyillä henkilöistö-kilometreillä 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 alkaa vasta saavuttaa absoluuttista tasoa, jolla vapaa-ajan matkustus kiihtyy. Intia ja monet muut väestömäärältään merkittävät kehitysmaat ovat vielä Kiinaa jäljessä tässä evoluutiossa.

Historiallisesti lentomatkustamisen 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 aikajaksolla 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 trendinomaisen kasvu on jatkunut vakaana. Kysyntä on myös toipunut shokeista tyypillisesti nopeasti. Viimeisen 5 vuoden aikana 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.

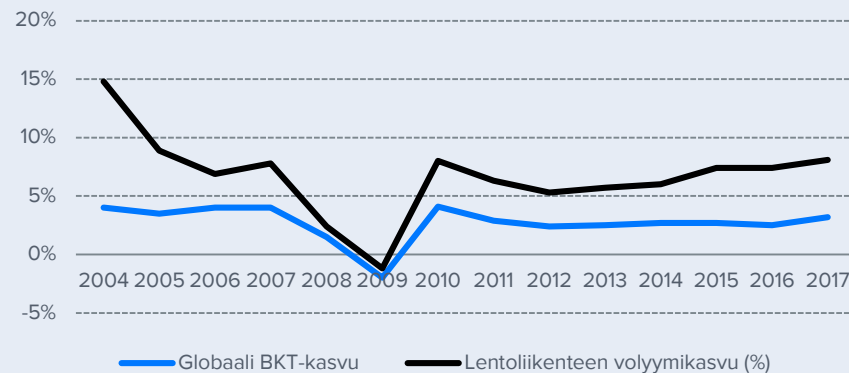
Kysynnän odotetaan pysyvän samalla kehityskäyrällä myös jatkossa

Vahva trendikasvu ja palautuminen shokeista johtuvat lentomatkustamista tukevista vahvoista kasvuajureista, joita ovat väestön kasvu, globaali elintason nousu, maailmankaupan lisääntyminen ja lentomatkustuksen tekninen kehitys. Nämä

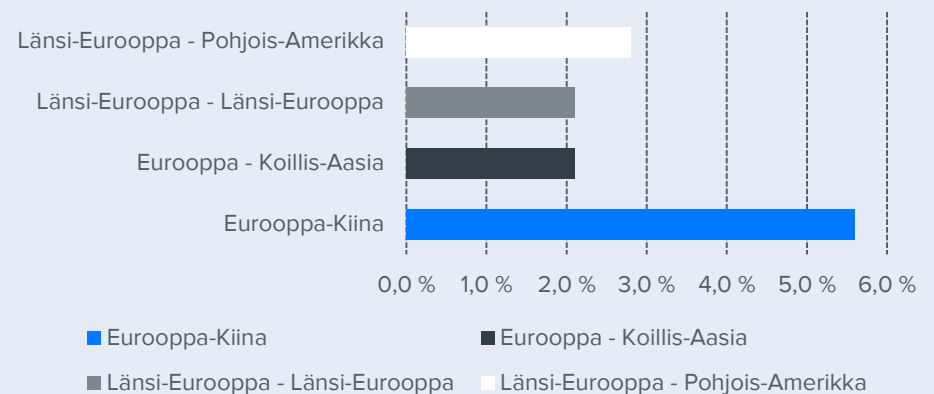
voimakkaat ajurit tukevat lentomatkustusta myös jatkossa ja lentokonemarkkinaa dominoivat Boeing ja Airbus, odottavat globaalin lentomatkustamisen volyymin kaksinkertaistuvan myös seuraavan 15 vuoden aikana (ts. 4,5 %:n keskimääräinen vuosikasvu). Maailmantalouden kasvun ennustetaan yleisesti olevan samassa ajassa vajaan 3 %:n tasolla, joten lentomatkustuksen arvioidaan kasvavan lähivuosina bruttokansantuotetta nopeammin. Historiallisesti lentoliikenteen kasvun vipu on kuitenkin ollut tätä korkeampi, sillä edellisen vajaan 5 vuoden aikana matkustajavolyymin kasvu on ylittänyt BKT-kasvun peräti 4 %-yksiköllä mediaaneilla mitattuna.

Lentomatkustamista tukevat ajurit ovat voimakkaammin läsnä kehittyvillä markkinoilla, joissa Airbus ennustaa lentämisen kysynnän kasvavan vuoteen 2037 mennessä noin 4-7 % vuodessa alueesta riippuen. Kuitenkin myös kehittyneissä maissa on lentoyhtiölle potentiaalia, sillä länsimaiden (Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Japani) kasvun Airbus ennustaa olevan samalla ajanjaksolla 2-3 %.

Maailman BKT:n ja lentoliikenteen kasvu 2004-2017



Finnairin päämarkkinoiden volyymikasvuennusteet



Toimiala (2/3)

Pidämme näitä ennusteita järkevinä, mutta huomautamme, että nämä ovat ei-syklisiä pitkän ajan arvioita. Syklit ja epäsymmetriset shokit tulevat kuitenkin vaikuttamaan toimialaan myös tulevaisuudessa.

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. Länsi-Euroopan ja Koillis-Aasian (Japani ja Korea) välisessä liikenteessä kasvuennuste on noin 2,1 % vuodessa, kun taas Euroopan sisäisen liikenteen sekä Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisten reittien ennustetaan kasvavan 3,6 ja 3,0 % samalla aikavälillä. Siten päämarkkinoiden kysyntäfundamentit ovat terveet kaikilla markkinoilla ja etenkin Kiinassa on Finnairille merkittävää potentiaalia sekä lyhyellä että

pitkällä aikavälillä.

Käyttöaste on parantunut tuntuvasti

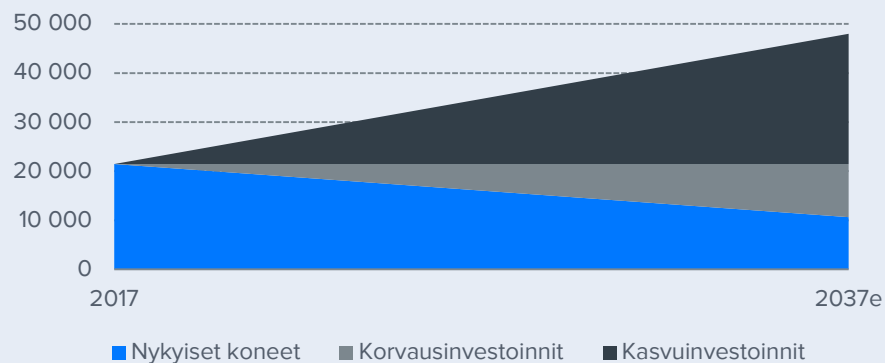
Lentomatkustuksen kysynnän vahvan kasvun myötä myös sektorin kapasiteetti (ts. tarjolla oleva penkkimäärä lentokoneissa) on kasvanut merkittävästi. Kapasiteetin kasvu on tullut etenkin lentokoneiden määrän kasvusta, mutta toisaalta myös konekokojen suurentuminen on nostanut kapasiteettia. Esimerkiksi Airbusin mukaan keskimääräinen lentokoneen koko istumapaikoilla mitattuna on kasvanut vuosina 1980-2014 noin 46 %. On kuitenkin huomioitava, että globaali matkustajakapasiteetin käyttöaste on Airbusin mukaan noussut noin 20 %-yksikköä vuoden 1980 hieman yli 60 %:sta vuoden 2017 noin 81,4 %:iin. IATA:n näkemys kehityksestä on samansuuntainen. Käyttöasteen nousu on mielestämme sektorin mittakaavassa merkittävä parannus ja myös absoluuttisesti sektorin nykyinen ennätyskorkea yli 80 %:n matkustajakäyttöastetaso on mielestämme tyydyttävä eikä koko sektorilla ole mielestämme tuntuva

rakenteellista ylikapasiteettia. Yksittäisten reittien tai alueiden osalta tilanne voi kuitenkin olla toinen. Myös Finnairin kannalta on relevanttia tarkastella globaalia kapasiteettia, sillä lentokoneet ovat ainakin teoriassa hyvin liikuteltavissa olevia tuotantopanoksia (vrt. kiinteät tehtaot)

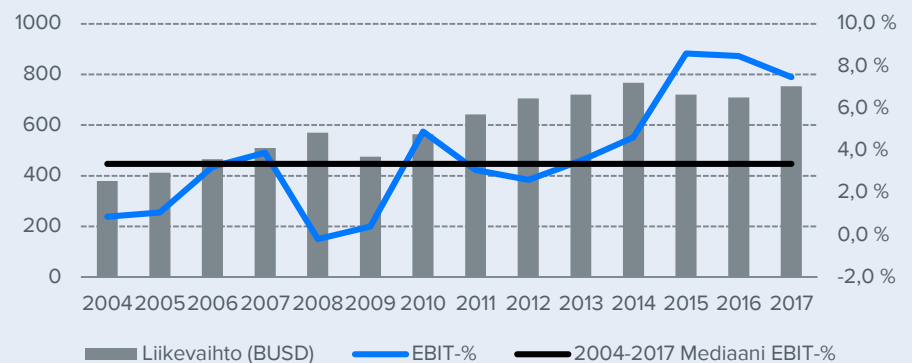
Lentoyhtiöt ovat valmistautuneet hyvien kysyntänäkymien jatkumiseen

Tulevaisuuden suhteen emme odota sektorin kysyntä/tarjonta-tasapainon olevan enää selvästi paranemaan päin, sillä lentoyhtiöt ovat tilanneet runsaasti uutta kapasiteettia hyvien kysyntänäkymien tyydyttämiseksi ja operatiivisen tehokkuuden jatkuvaksi parantamiseksi. Tästä osoituksena ovat myös Airbusin ja Boeingin pitkät tilauskirjat. Peruutukset ja tilauksien muutokset ovat alalla yleisiä eikä konevalmistajien tilauskirja tule siten luultavasti siirtymään sellaisenaan kapasiteetiksi, mutta kohtuullisen kuvan alan tarjontanäkymistä tilauskannat kuitenkin antavat.

Lentokoneiden lukumäärän kehitys 2017-2037e



Lentosektorin liikevaihto ja kannattavuus 2004-2017



Toimiala (3/3)

Airbus arvioi matkustaja- ja rahtilentokoneiden määrän kasvavan uusien koneiden toimitukset ja vanhan kaluston poistuma huomioiden vuoden 2018 alun 21 450 matkustaja- ja rahtikoneesta noin 47 990 koneeseen vuonna 2037. Tämä tarkoittaisi noin 124 %:n kasvua eli 4,2 % vuodessa. Kun matkustajavolyymin odotetaan kasvavan vuosina 2018-2037 4,5 % vuodessa, pitäisi koneiden paikkamäärän kasvutrendin lähes katketa, jotta sektorin markkinatasapaino säilyisi ennallaan. Arviot ovat karkeita muun muassa pitkien aikaviiveiden ja ennusteisiin liittyvän olennaisen epävarmuuden takia. Emme kuitenkaan usko, että sektorin markkinatasapaino pääsee kiristymään lentoyhtiöiden kannalta nykyistä suotuisammaksi positiivisesta kysyntätrendistä huolimatta. Alueellisia eroja voi kuitenkin syntyä, mitä lentokoneiden verrattain hyvä liikkuvuus kuitenkin rajoittaa (vrt. esim. 2018 kilpailun kiristyminen Euroopan ja Japanin välisellä markkinalla, joka oli Finnairille erinomainen 2017). Siten emme usko, että kysyntä/tarjonta-kuvan kehityskaari Finnairin päämarkkinoilla poikkeaisi olennaisesti koko globaalin markkinan isosta kuvasta.

Toimialalla on ollut vaikeuksia luoda taloudellista lisäarvoa sijoittajille

Vaikka jatkuva kysynnän kasvu osoittaa, että lentoteollisuus luo merkittävää lisäarvoa asiakkailleen ja koko yhteiskunnalle, lentoliiketoiminnan taloudellisen suorituskyvyn historia on heikko. Toimialan kaikkien yhtiöiden sijoitetun pääoman tuotto (ROIC-%) on IATA:n mukaan yltänyt pääomakustannusten (WACC) tasolle viimeisen 20 vuoden aikana vain vuosina 2015-2017, kun etenkin pohjois-amerikkalaiset lentoyhtiöt ovat pystyneet parantamaan kannattavuuksiaan sektorin voimakkaan konsolidoitumisen, rakenteellisten kustannusmuutosten (usean yhtiön Chapter11-menettelyt),

hyvän kysynnän ja öljyn hinnan laskun myötä. Muissa maanosissa ROIC-%:t jäivät WACC %:ien alle pääosin myös vuosina 2015-2017, joskin viime vuosi oli sektorille sen historian paras.

Käytännössä pääomakustannuksen alittava sijoitetun pääoman tuotto tarkoittaa, että sektorina lentoteollisuus ei ole pystynyt luomaan taloudellista lisäarvoa sijoittajille, vaan on tuhonnut velkasijoittajien ja etenkin osakkeenomistajien arvoa. Arvon menettäminen koskee kaikkia liiketoimintamalleja, vaikka historiallisesti halpalentoyhtiöt ovat pärjänneet keskimäärin hieman verkkolentoyhtiöitä paremmin. Siten toimialan taloudellinen historia on poikkeuksellinen. IATA on myös ennustanut sektorin kannattavuuden kääntyvän laskuun 2018 nousevan öljyn hinnan mukana, joten kehityskaarissa saattaa olla edes suunnan muutos. Yhtiötasolla polarisaatio on toki huomattava eikä koko sektorin trendiä voi suoraan yleistää yksittäisiin yhtiöihin.

Sektori kärsii 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 valtioiden taloudellisesti epärationaaliset toimet monien lentoyhtiöiden taustalla.

Sijoittajien kannalta 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 alan historiallinen track-record rasittavat lentoyhtiölle hyväksyttävistä arvostuskertoimista 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-Amerikkaan lukuun ottamatta rakenteet ovat jääneet hajanaisemmiksi, joskin myös Euroopassa konsolidaatio on edennyt viimeisen parin vuoden aikana mm. Air Berlinin, Alltalian ja Monarchin konkurssien takia. Pidämme konsolidaation etenemistä muilla alueilla väijäämättömänä, sillä yritysjärjestelyt olisivat tehokkain keino tiettyihin alan rakenteellisiin haasteisiin vastaamiseen. Konsolidaatio on mahdollista myös Finnairin ydinalueella, sillä Norwegianista on tiettävästi 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.

Lentosektorin toimialadynamiikan ajurit

Kysynnän pitkän aikavälin trendikasvu > globaalin BKT:n kasvu

Heikko hinnoitteluvoima
<ul style="list-style-type: none">• Homogeeninen tuote (vaikea erottautua)• Tuotteet helposti vertailtavissa (internet)• Tuotteen alhaiset vaihtokustannukset• Toimialan hajanainen rakenne• Maltilliset suuruuden ekonomian hyödyt

Kireä kilpailu
<ul style="list-style-type: none">• Rajalliset suuruuden ekonomian hyödyt• Matala alalle tulokynnys• Lentokoneiden liikuteltavuus• Halpalentomallin läpilyönti / markkinaosuuden voittaminen• Valtiot ovat tukeneet kilpailukyvyttömiä yhtiöitä

Kustannuspuolen haasteet
<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)

Kehitystoimet / lyhyen ajan ajurit
<ul style="list-style-type: none">• Kustannustason alentaminen• Uudet liikevaihtovirrat• Konsolidaatio / yhteistyöhankkeet• Suotuisa kysyntäsykli ja öljyn hinnan lasku• Alhainen kustannusinflaatio ja matalat korot

Finanssikriisin jälkeen Euroopan lentosektorin ROIC-% < WACC-%

2015-2017 Sektorin ROIC -% > WACC-%

Kilpailukenttä (1/4)

Kilpailukenttä on hajanainen

Finnairin liikenteen keskuksesta 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. Liikenteen solmukohtana Helsinki-Vantaan lentokenttä toimii Finnairin lisäksi norjalaiselle Norwegianille ja tilauslentoyhtiö TUIfly Nordicille. Luonnollisesti Finnairin kilpailukenttä ei rajoitu vain Helsinki-Vantaalle operoiviin yhtiöihin, vaan kattaa laajemmin Finnairin 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). Lyhyemmällä maakuntareiteillä myös muut kulkuneuvot ovat tietyllä tasolla kilpailija Finnairilla, vaikka lentoliikenne

asemoituu eri kategoriaan sekä ajallisesti että hintojen osalta junien, linja-autojen ja oman auton käytön kanssa.

Yleisesti arvioimme, että halpakonseptilla operoivan Norwegianin mukaantulo on pitänyt kilpailuasetelman Suomessa erittäin kireänä, vaikka muutamat yhtiöt (esim. Blue1) ovat vetäytyneet Suomen sisäisestä liikenteestä viime vuosina ja myös Norwegian on fokusoitunut vahvasti muutama reitteihin. Suomen sisäisen liikenteen kannattavuuksista kumpikaan yhtiö ei anna tietoja, mutta volyympotentiaalin rajallisuus ja matalat matkustajakäyttöasteet huomioiden kannattavuus on todennäköisesti Pohjois-Suomen sesonkilentoja 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 verkostosyillä.

Norwegian ja läntiset verkko-operaattorit kilpailevat Helsingin ja Euroopan liikenteessä

Finavian mukaan vuonna 2014 Finnairin ja Norran jälkeen kentän viisi suurinta yhtiötä olivat Norwegian, skandinaavinen SAS, saksalainen Lufthansa, hollantilainen KLM ja lomalentoyhtiö TUI Group. Arvioimme mukaan myös Finnairin keskeisimmät kilpailijat Euroopan liikenteessä löytyvät tästä joukosta, sillä myös nämä yhtiöt ovat joko kotoisin tai vahvasti läsnä Finnairin Euroopan strategisella painopiste-alueella Alppien pohjoispuoleisessa Euroopassa.

Finnairin kommenttien perusteella yhtiön Suomen ja Euroopan välisen liikenteen markkinaosuus on nyt vajaat 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. Finnairin markkinaosuuden arvioimme pysyneen viime vuosina melko vakaana, kun taas markkinaosuutta on voittanut voimakkaasti Norwegian, joka on ainut merkittävä Helsinki-Vantaalle lentävä halpalentoyhtiö. Häviäjjiä ovat vastaavasti olleet läntiset verkko-operaattorit.

Kokonaisuutena Norwegianin aggressiivinen hinnoittelu on arvioimme mukaan pitänyt kilpailutilanteen melko kireänä Helsingin ja Euroopan välisessä liikenteessä katteet ovat olleet viime vuosina paineessa. Kokonaisuutena Finnairin kilpailuasetelma on kuitenkin esimerkiksi muuta Länsi-Eurooppaa selvästi helpompi, sillä halpalentoyhtiöiden kiinnostus Suomen markkinaan on ollut esimerkiksi monia muita alueita 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.

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. Siten Finnairin kilpailukenttä on laajempi kuin lyhyen matkan reiteillä.

Kilpailukenttä (2/4)

Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä Finnairin eurooppalaiset pääkilpailijat ovat arviomme mukaan etenkin maanosan jätty-yhtiöt 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 ja 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 kasvattamassa kaukoliikennekapasiteettejaan asteittain. Kiinalaisyhtiöiden on huhuttu aloittavan suoria lentoja Kiinasta myös Helsinki-Vantaalle, mutta toistaiseksi nämä hankkeet eivät ole edenneet. Isossa kuvassa kiinalaisyhtiöiden pääfokus on ollut vielä maan sisäisen markkinan kasvupotentiaalin ulosmittaamisessa (maailman nopeimmin kasvava yksittäinen markkina). Kolmen ensiksi mainitun kiinalaisyhtiön omistajiin lukeutuu myös Kiinan valtio, joten niiden taustalla on erittäin voimakkaita resursseja. Sama koskee luonnollisesti myös Lähi-Idän pelureita.

Huomioitavaa on, että halpalentomalli ei kilpaile verkkoyhtiöiden kanssa Euroopan ja Aasian välisellä markkinalla (pl. Norwegianin Bangkokin reitit), mikä johtuu ainakin osin halpalentomallin kilpailuetujen 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 olisi kapasiteettia ja todennäköisesti myös 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 arviomme yhtiön olevan markkinan 5-7. suurin peluri. Euroopan ja Kiinan reiteillä markkinaosuus on keskiarvoa alhaisempi, kun taas Euroopan ja Japanin välisillä reiteillä Finnair on suurimpia pelureita, mikä johtuu osin Finnairin, Japan Airlinesin ja British Airwaysin erittäin vahvasta yhteisliiketoiminnasta Japanin ja Euroopan välisellä markkinalla. Arviomme, 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. Koneen-vaihdon 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 polttoainekulu-etu 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 verkkolento-yhtiöihin 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 hinnoittelu-strategiaansa, 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 tällä markkinalla, 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 yli 6 %:n EBIT-%-tavoite.

Pohjois-Amerikan liikenteessä etenkin halpalentokonsepti on kiristännyt kilpailu

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.

Kilpailukenttä (3/4)

Kilpailu on tällä segmentillä äärimmäisen kovaa, sillä Pohjois-Amerikan kaukoreitit ovat lähes kaikkien perinteisten verkkoyhtiöiden fokus-alueena ja toisaalta etenkin halpalentoyhtiöiden hinnoittelu on ollut erittäin aggressiivista. Markkinan marginaalipotentialin pitäisi olla silti edelleen kohtuullisen houkutteleva yhtiön kilpailukykyisen tarjoaman ja konekaluston ansiosta, vaikka kilpailu onkin pitänyt lippujen hinnat laskukäyrällä. Pohjois-Amerikan merkitys Finnairin kokonaisuuteen on rajallinen, sillä yhtiö saa alueelta vain alle 5 % liikevaihdostaan.

Finnairin kannattavuus on jäänyt kilpailijakenttää heikommaksi

Lentoteollisuudessa toimii paljon pörssilistattuja yhtiöitä, minkä takia Finnairin taloudellista suorituskykyä on kohtuullisen hyvät edellytykset verrata suoriin kilpailijoihin ja muihin verrokkeihin konsernitasolla. Alueittain kannattavuuden ja tuloksen muodostumista yhtiöt eivät kuitenkaan pääsääntöisesti avaa. Yhtiöiden rakenteet esimerkiksi liikenteen ja

tukitoimintojen suhteen ovat jossain määrin erilaisia, vaikka kaikkien ydinliiketoiminta onkin lentoliikenteessä. Tämä heikentää hieman tuloslukujen vertailtavuutta, mutta mielestämme vertailu antaa silti oikean suunnan Finnairin tulokunnosta suhteessa verrokkeihin. Olemme sisällyttäneet kannattavuusvertailuun (ks. kalvo 33) yhteensä 24 verkkolentoyhtiötä ja Norwegianin. Näin ollen vertailuryhmä pitää sisällään Finnairin kilpailijoita sekä lyhyen että pitkän matkan liikenteestä ja verrokkeja muilta mantereilta.

Finnair on pärjännyt taloudellisesti viime vuosina sekä vertailuryhmän mediaania heikommin. Arviomme mukaan tämä on johtunut etenkin rakenteellisista ongelmista kustannuspuolella, 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 2016-2017 luvuilla ja vuoden 2018 ennusteella

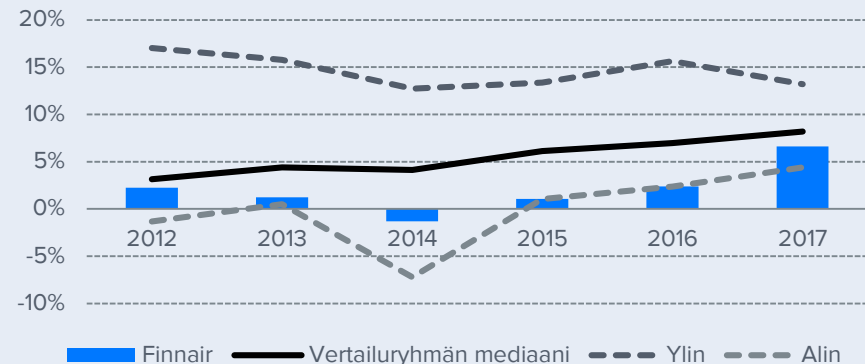
lasketuilla luvuilla yhtiö olisi saanut supistettua eroa verrokkiryhmään todennäköisesti selvästi, vaikka myös verrokkien luvut olisivat vahvempia tässä aikaikkunassa.

Näin ollen Finnairilla on siis yhä parannettavaa sekä absoluuttisesti että suhteessa koko verrokkiryhmään että suoriin kilpailijoihin. 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 selkeästi 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.

Finnairin ja pääkilpailijoiden EBIT-% 2012-2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finnair	2,3 %	1,2 %	-1,3 %	1,1 %	2,4 %	6,6 %
IAG	-0,1 %	4,4 %	7,1 %	10,4 %	11,7 %	13,2 %
Lufthansa	8,9 %	2,7 %	4,2 %	5,5 %	7,5 %	9,3 %
SAS	-0,8 %	3,9 %	0,6 %	6,2 %	3,5 %	5,6 %
AF-KLM	-1,3 %	0,5 %	-0,7 %	3,0 %	4,2 %	5,7 %
Turkish Airlines	8,1 %	6,2 %	6,0 %	7,7 %	2,5 %	8,2 %
Norwegian	3,1 %	6,2 %	-7,2 %	1,5 %	7,0 %	4,4 %
Air China	8,3 %	7,7 %	4,1 %	6,1 %	13,4 %	10,3 %
Japan Airlines	17,0 %	15,8 %	12,7 %	13,4 %	15,7 %	12,6 %
MEDIAANI 2012-2017	5,8 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %

Finnairin EBIT-% suhteessa pääkilpailijoihin 2012-2017



Kilpailukenttä (4/4)

Aurinkomatkat on saanut negatiivisen kierteen katkaistua

Viime vuosina Suomesta lentäen tehdyt valmismatkat ovat olleet noin 700 MEUR:n markkina, joten markkinan potentiaali Finnairin yli 3 miljardin euron liikevaihtoskaalassa on rajallinen. Suomen talouden ja kuluttajien tila oli heikko finanssikriisin jälkeen, mutta vuonna 2017 markkina kiihdytti Suomen talouden ripeän elpymisen myötä hyvään kasvuun. SMAL:n mukaan kesälle 2018 valmismatkatoimittajien tarjonta kasvoi yli 20 % vertailukauteen nähden, joten syklisesti vahva tilanne jatkuu edelleen. 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 säilyttävät todennäköisesti suosionsa.

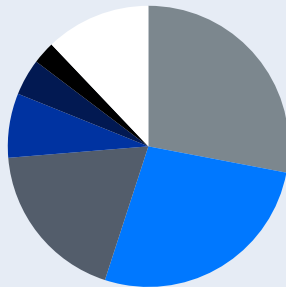
Aurinkomatkojen tärkeimpiä kilpailijoita ovat TUI Finland (aik. Finnmatkat) ja Tjäreborg. Suomen matkatoimisto-alan liiton (SMAL) mukaan sektorin markkinajohtaja oli vuonna 2017 TUI Finland, jolla oli noin 28,0 %:n markkinaosuus Suomesta lentämällä tehdyistä ja Aurinkomatkat oli markkinakakkonen prosenttiyksikön 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 käännettä finanssikriisistä alkaneen markkinaosuuden luisun (2008: Aurinkomatkojen markkinaosuus 37 %) vuosina 2015-2017 ja vakiinnuttanut paikkansa markkinakakkosena. Tämän taustalla on arvioimme mukaan tehostustoimet, myynnin optimointi, nopea reagointi markkinan muutoksiin (esim. turvallisuustilanteesta johtunut kysynnän siirtyminen Turkista ja Egyptistä länteen) ja onnistunut kohdetarjonnan

valikoiman kehittäminen. Lisäksi yhtiön lanseeraama Finnair Holiday-tuote vaikuttaa onnistuneen melko hyvin. Onnistuneen käänteen ansiosta Aurinkomatkojen markkina-asema on vahva ja mielestämme yhtiöllä on yhä edellytyksiä voittaa markkinaosuutta takaisin.

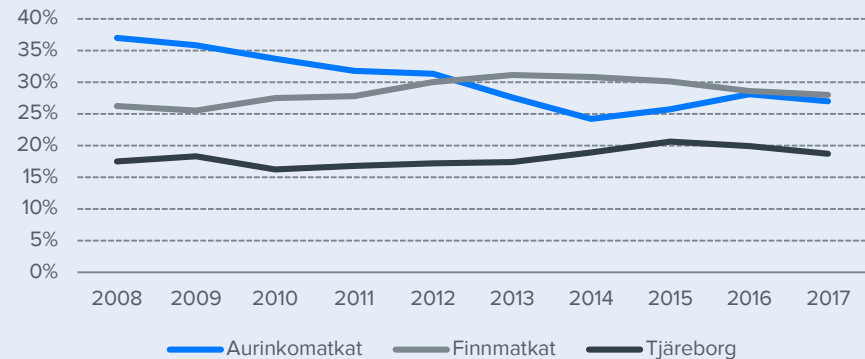
Aurinkomatkojen kannattavuudesta ei ole varsinaisesti tuoretta tietoa, sillä Finnair lopetti Matkapalvelut-divisioonan raportoinnin vuoden 2016 alussa. Yhtiön kuitenkin paransi selvästi vuonna 2015 ja teki 208 MEUR:n liikevaihdolla 8,3 MEUR:n liikevoiton (liiketulosmarginaali 4,0 %). Arvioimme positiivisen kehityksen jatkuneen vuonna 2016 ja etenkin vuonna 2017, kun liikevaihdon kasvu kiihtyi. Liiketoiminnan luonne huomioiden emme näe Aurinkomatkojen pitkän aikavälin marginaalipotentialia erityisen korkeana, mutta mielestämme Aurinkomatkojen pitäisi markkina-asemansa myötä pystyä yltämään kilpailukentän parhaisiin marginaaleihin ja tukea konsernia yli 6 %:n liikevoittomarginaalivoitteen saavuttamisessa.

Suomen valmismatkamarkkinan markkinaosuudet 2017

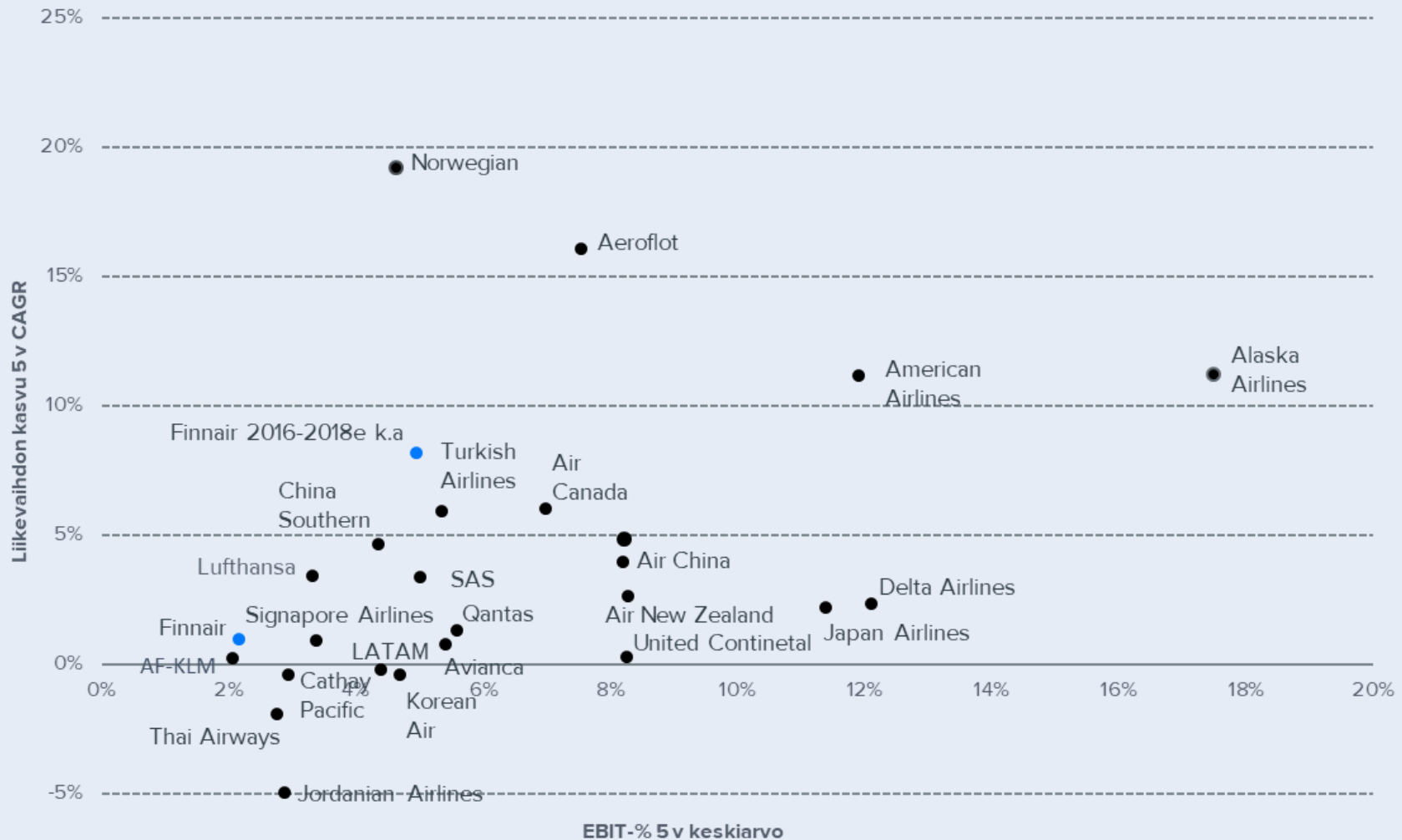


■ TUI ■ Aurinkomatkat ■ Tjäreborg ■ Apollomatkat ■ Matkaveikka ■ Detur ■ Muut

Suurpelureiden markkinaosuuksien kehitys 2008-2017



Verkkolentoyhtiöiden kasvu ja kannattavuus 2013-2017



Taloudellinen tilanne (1/3)

Polttoaine ja henkilöstö suurimmat kuluerät

Finnairin kulurakenne on tyypillinen verkkolentoyhtiölle 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 tuloksensa melko konservatiivisilla 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 ja tyypillisesti polttoaine-

tehokkuuden 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 ovat henkilöstökulut, sillä pääomavaltaiseksi liiketoimialaksi lentoliiketoiminta on myös melko henkilöintensiivistä. Kapasiteetin kasvun myötä henkilömäärä tulee lähivuosina nousemaan ja Finnair on ilmoittanut rekrytoivansa noin 1000 uutta työntekijää vuoteen 2020 mennessä vuoteen 2015 verrattuna. Yhtiö on pystynyt parantamaan selvästi työn tuottavuutta yhtiössä viime vuosina, mikä on etenkin suuria rakenteellisia uudistuksia sisältäneeseen säästöohjelman ansiota, minkä myötä Finnair sai arvioimme mukaan henkilöstökulut länsieurooppalaisten kilpailijoiden tasolle.

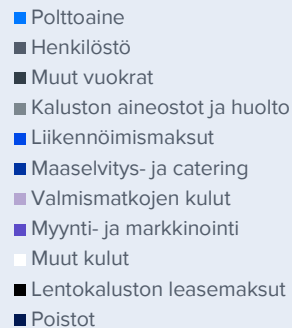
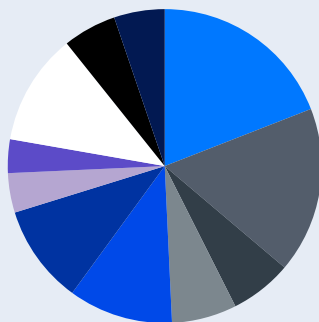
Työn tuottavuuden pitäisi parantua jatkossakin, sillä uusi yhtiön kirjoille tuleva lentävä henkilökunta tulee olemaan nuorempaa ja he aloittavat

alemmista palkkaluokista. Tätä heijastellen Finnairin keskipalkat ovat kääntyneet laskuun ja yhtiö on arvioinut lentävän henkilöstön keski-kustannusten laskevan vuoteen 2018 mennessä 9 % vuoteen 2015 verrattuna. Näin ollen kasvu on tärkeässä roolissa myös kulujen hallinnassa, mitä korostaa alan senioriteettijärjestelmä. Toisaalta arvioimme viime vuosien olemattoman palkkainflaation kiihtyvän, kun uusia sopimuksia henkilöstöryhmien kanssa neuvotellaan nykyisessä paremmassa taloustilanteessa.

Loput kulut koostuvat pienemmistä puroista

Seuraavaksi suurimmat erät Finnairin kulurakenteessa ovat muut kulut, liikennöimismaksut ja maapalvelu- ja cateringkulut. Muihin kuluihin yhtiö kirjaa it-kuluja, valuuttasuojia ja muita melko kiinteitä eriä, jotka eivät yksittäin ole merkittäviä. Liikennöimismaksut koostuvat lentokenttä- ja ylilentomaksuista. Nämä kulut ovat muuttuvia, mutta liikenteen rakenne vaikuttaa niihin, sillä osa kuluista on kiinteitä lentomatkasta riippumatta.

Finnairin kustannusrakenne 2017



Brent-öljyn hintakehitys 2010-luvulla



Taloudellinen tilanne (2/3)

Tämä kuluerä on kohdannut usein inflaatiopainetta emmekä usko tilanteen helpottavan tässä suhteessa myöskään jatkossa, kun lentokentät ja valtiot toteuttavat indeksikorotuksiaan monopolististen asemiansa turvin. Finnairin etuna tässä suhteessa on kuitenkin se, että Helsingin lentoaseman liikennöimismaksut ovat Euroopan pääkentistä edullisimpia heti joidenkin Baltian ja Itä-Euroopan maiden jälkeen. Maapalvelu- ja cateringkulut ovat kapasiteetista ja matkustajamäärästä riippuvaisia kulueriä.

Pienemmällä painolla kulurakenteessa ovat kaluston huolto, poistot ja muut vuokrat, myynti- ja markkinointi, valmismatkatuotanto ja lentokoneiden lease-maksut. Muihin vuokriin yhtiö kirjaa muun muassa rahtikapasiteetin vuokrakuluja, lentokapasiteetin vuokrakuluja (pl. leasing-kulut) ja toimittila- ja muita vuokria. Valmismatkatuotannon kulut heijastelevat valmismatkatuotannon volyyymiä sekä maamixiä ja myynti- ja markkinointikulut kapasiteetin kasvua. Lyhyellä tähtämellä kiinteät lease-maksut ja poistot taas riippuvat poistojen tavojen koneiden omistusstrategioista, koneiden laadusta ja kapasiteetin määrästä. Muita liiketoiminnan tuottoja Finnair on saanut viime vuosina muun muassa lentokonevuokrista alle 1 %:n vuotuisesta liikevaihdosta.

Kulurakenteessa on lievää skaalautuvuutta

Kokonaisuutena arvioimme, että Finnairin kuluista noin 80 % on muuttuvia kuluja, mistä polttoaine vastaa noin kolmannesta. Loput ovat etenkin lyhyellä tähtämellä kiinteitä kuluja, mutta näistä kuluista noin kolmannes on lentokoneiden poistoja ja lease-maksuja, jotka eivät skaalaudu. Kohtuullisesti skaalautuvia

kiinteitä kuluja on noin 15-20 % kuluista, joten kokonaisuutena yhtiön kulurakenteessa on jonkun verran skaalautuvuutta. Toisaalta kulurakenne joustaa suhteellisen heikosti liikevaihdon laskun mukana lyhyellä tähtämellä. Keskipitkällä tähtämellä yhtiöllä on kuitenkin kohtuullisesti joustoa skaalata laivastoaan pienemmäksi (ilman kertakuluja) etenkin kapea-runkolaivaston osalta ja mielestämme joustovara on toimialan logiikka huomioiden kohtuullinen.

Dollarin kurssi heiluttaa euromääräisiä kuluja

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

Lentokoneet ja kassa dominoivat taseen varoja

Finnairin Q2'18:n lopun 3,1 miljardin euron taseen varat ovat jakautuneet karkeasti puoliksi pitkä- ja lyhytaikaisiin varoihin. Pitkäaikaisissa varoissa suurin erä ovat lentokoneet (sis. hankintojen ennakot ja niiden valuuttasuojaukset), joiden tasearvo oli Q2'18:n lopussa noin 1450 MEUR. Pidämme koneiden tasearvoa vähintään kuranttina, sillä se sisältää 7 uutta aliarvoon (ts. alle sale&leaseback hintojen) kirjattua A350-konetta. Toinen suuri omaisuus-erä taseessa oli Q2'18:n lopussa noin 1,1 miljardiin euroon kohonnut kassa, jota osaltaan tukevat osin alan etupainotteiset kassavirrat.

Lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin rahoitus- ja suojaustarpeiden sekä kassavirtojen ajoituksen takia, mutta yhtiön kassapositio on arviolta 300-500 MEUR yli tarvittavan tason. Jatkuvien investointien takia emme usko yhtiön pyrkivän silti purkamaan kassavarojaan aktiivisesti. Loput omaisuuserät liittyvät johdannaisiin, muihin lyhyt- ja pitkäaikaisiin omaisuuseriin ja myytävään omaisuuteen (Norra).

Omassa pääomassa on suuri hybridilaina

Taseen vastattavissa Finnairilla oli Q2'18:n lopussa yhteensä 1051 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 pääomaa vaan lähinnä korollista velkaa sijoittajaperspektiivistä. Hybridilainan korko on suhteellisesti kilpailukykyinen yhtiön riskiprofiili huomioiden. Absoluuttisesti korko on kuitenkin kova, etenkin jos se suhteutetaan Finnairin sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen (yli 7 % ROCE-%) ja oman pääoman tuotto-odotukseen.

Finnairin nettotulokseen suhteessa korkeista absoluuttisista kustannuksista (13 MEUR/a verohyöty huomioiden) huolimatta pidämme hybridirahoitusta perusteltuna, sillä yhtiöllä on ollut käynnissä merkittävä investioiohjelma. Tämä on asettanut edellytyksiä myös omalle pääomalle. Pitkällä tähtämellä hybridilainasta irtautuminen loisi kuitenkin mielestämme omistaja-arvoa olettaen, että yhtiön tuloksen suotuisa kehityskaari jatkuu. Ilman suurempia takaiskuja hybridilainasta luopuminen voi olla mielestämme mahdollista lainan erääntyessä.

Taloudellinen tilanne (3/3)

Korollisia velkoja taseessa oli Q2'18:n lopussa noin 700 MEUR. Korollinen velka sisältää jvk-lainaa ja rahoitusleasingvelkaa. Arviomme mukaan velan keskikorko on matalalla 2,5 %:n tasolla. Lisäksi vastuissa on noin 580 MEUR:lla ennakkoon maksettuihin lippuihin liittyvää korotonta vastuuta ja noin 700 MEUR:lla muuta korotonta velkaa ja/tai vastuuta (ml. ostovelat).

Tase on hyvässä kunnossa

Q2'18:n lopussa Finnairin omavaraisuusaste oli 34 % (sis. hybridilaina) ja arvion taseen ulkopuolisista lease-vastuista huomioiva oikaistu nettovelkaantumisaste 61 %. Yhtiö oli siten selvästi taloudellisten tavoitteidensa asettaman 175 %:n oikaistun velkaantumisasterajan alapuolella ja yhtiön tase on toimialan logiikka huomioiden vahva. Tämä on perusteltua yhtiön koko ja liikkumavaraa edelleen vaativat A350-investoinnit huomioiden. Investointisitoumuksia Finnairilla oli käyttöömaisuushyödykkeisiin Q2'18:n lopussa vielä noin 0,9 miljardia, joten lähivuosien investointitarpeet ovat merkittävät. Tämä tulee heijastumaan lähivuosina yhtiön vapaaseen rahavirtaan, joskin investointien rahavirrat

riippuvat olennaisesti valituista koneiden omistusstrategioista (omistus vs. leasing).

Kannattavuus, kassavirta ja osinko

Kuten todettua, Finnair on parantanut viime vuosina kannattavuuttaan selvästi, 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 investointivaiheesta, vaikka A350-toimitusten voimakkain aalto onkin jo takana. Siten yhtiön lähivuosien osinkopotentiaalin määrää arviomme mukaan suurelta tuloskehitys. Suotuisan tuloskehityksen jatkuessa yhtiöllä on mielestämme edellytykset pitää osinko maltillisella nousukäyrällä lähi-vuosina eikä velkojen takaisinmaksu hybridilainaa lukuun ottamatta mielestämme tehostaisi yhtiön pääomien käyttöä.

IFRS-16 muuttaa raportoituja lukuja, mutta ei vaikuta kokonaisuuteen

Finnair ottaa vuoden 2019 alussa käyttöön IFRS 16 -standardin (vuokrasopimukset). Käytännössä standardin myötä Finnair kirjaa kaikista lentokone-, kiinteistö- ja muista vuokra-sopimuksista taseeseensa omaisuuserän ja vastaavasti korollisen velan. Omaisuuseristä kirjataan tulokseen poisto ja kertynyt korko. Käytännössä muutos kasvattaa huomattavasti Finnairin taseen loppusummaa ja vaikuttaa tuloslaskelman eri riveihin PTP:n (tulos ennen veroja) yläpuolella. Nettotulokseen tai vapaaseen rahavirtaan standardi ei vaikuta. Yhtiön taloudelliseen asemaan muutos ei myöskään vaikuta, sillä yhtiön pääomarakenteen pohjana ollut oikaistu nettovelkaantumisaste on jo huomioinut taseen ulkopuoliset vastuut.

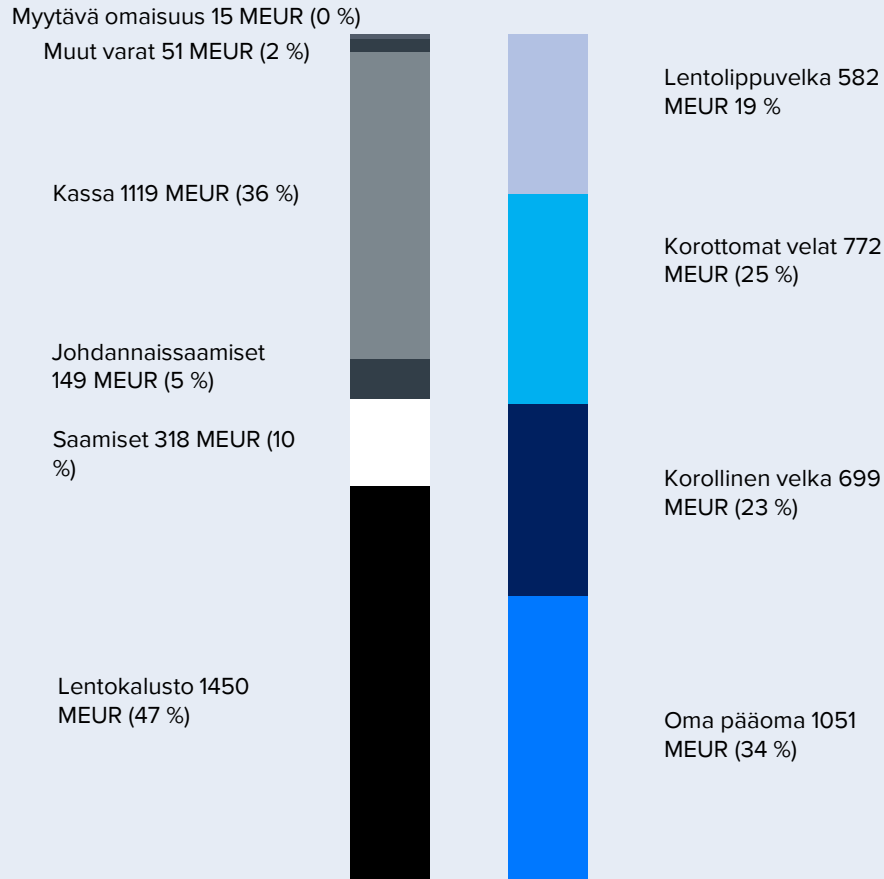
Sijoittajien perspektiivistä kirjanpitemuutos on mielestämme neutraali, vaikka muutamat keskeiset tunnusluvut heilahtavatkin voimakkaasti suhteessa historiallisiin tasoihin. Yhtiön rahoituksen hintaan tai riskiprofiiliin kirjanpitemuutoksella ei ole myöskään arviomme mukaan vaikutusta, sillä rahoittajat ja sijoittajat ovat seuranneet jo aiemmin oikaistua nettovelkaantumisastetta lentoyhtiöissä.

IFRS 16 –standardin vaikutukset Finnairin kirjanpitoon (käyttöön 2019 alussa)

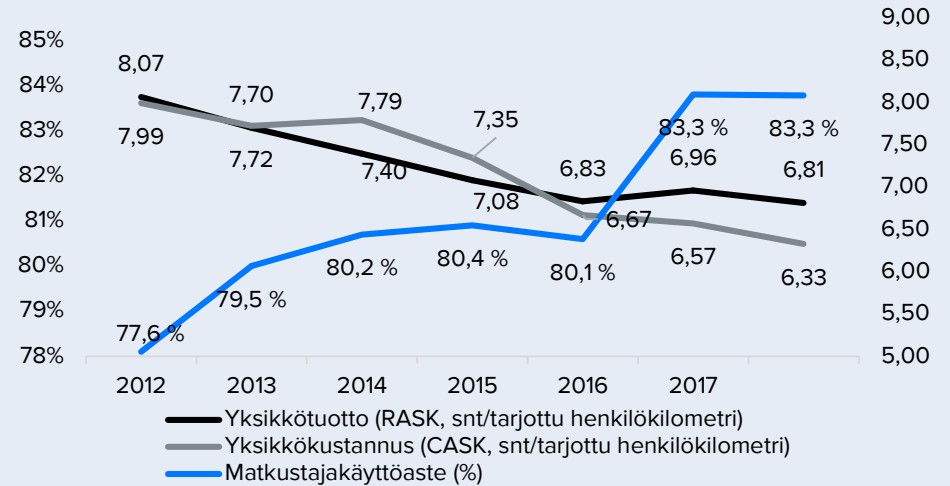
	Tuloslaskelma (nyk.)	Tuloslaskelma (uusi)		Tase (nykyinen)	Tase (uusi)
EBIT	Kuluerä käyttöleasing-sopimuksesta	Poistot kaikista lease-sopimuksista	Omaisuserä	Rahoitusleasing-omaisuuserä	Omaisuserä ”käytössä oleva omaisuus”
	Poisto rahoitusleasing-sopimuksesta		Velka	Rahoitusleasing-vastuu	Kaikkien lease-sopimusten vastuu
PTP	Korko rahoitusleasing-sopimuksesta	Kaikkien lease-sopimusten korot	Vastuu taseen ulkopuolella	Sitova käyttöleasing-sopimus	

Taloudellinen tilanne

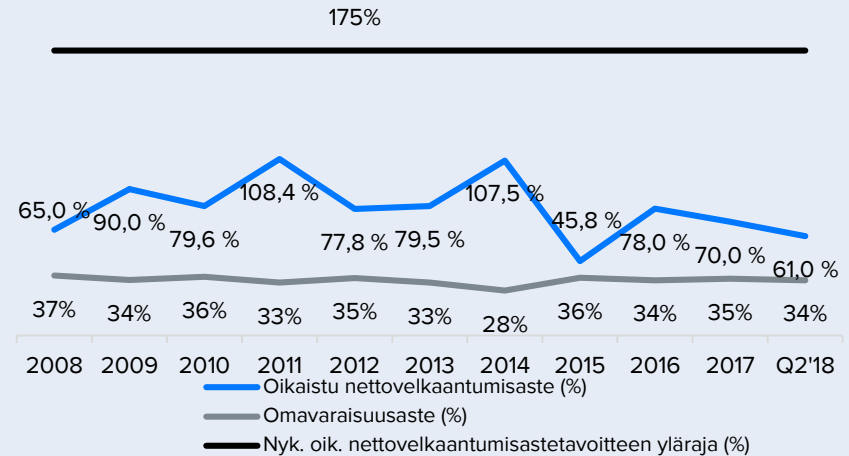
Taserakenne Q2'18:n lopussa



RASK, CASK ja käyttöaste 2012-Q2'18 LTM



Finnairin taseen kehitys 2008-Q2'18



Ennusteet (1/3)

Ennustemalli

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa yhtiön liikennetiedotandan ja tuotto- ja käyttöaste- ja kustannusennusteiden kautta ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkina-osuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta. Polttoaineen hinnan osalta nojaamme Reutersin konsensuksen Brent-öljyn hintaennusteisiin. Pitkän ajan ennusteen pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Finnairin historiallista kannattavuutta ja marginaali-potentiaalia.

Makrotalouden näkymät

Maailmantalouden kasvunäkymät seuraavalle kahdelle vuodelle ovat pysyneet vahvoina. Esimerkiksi OECD ennakoi globaalin talouskasvun olevan tänä ja ensi vuonna 3,9 % (2017: 3,7 %). Yksityinen kulutus toimii yhä kasvun pääajurina, mutta investoinneissa on ollut piristymistä takavuosien heikon kehityksen jälkeen. Näkymiä kuitenkin varjostavat poliittiset muutokset: USA:n presidentin Donald Trumpin läpi ajamat verojen kevennykset ovat piristäneet taloutta, mutta toisaalta riski protektionismista uhkaa USA:n ja sen kauppakumppaneiden

(etenkin Kiina) välisiä suhteita. Protektionismin nousu vaikuttaisi negatiivisesti talouskasvuun.

Euroopassa kasvu on elpynyt löysän rahapolitiikan ja syklisten syiden ansiosta, vaikka varsinaisia kestäväää kasvua luovia uudistuksia on tehty vähän. Euroopassa turvallisuuskuva on yhä epävarma Lähi-Idän tilanteen takia, vaikka terrori-iskut ovatkin vähentyneet hieman vuoden 2016 jälkeen. Kiinassa valtio on onnistunut elvytystoimillaan pitämään toistaiseksi maan talouden kasvussa, minkä varjopuolena velkaantuminen on kuitenkin jatkunut. Lisäksi USA:n tullit voivat iskeä Kiinan talouteen voimalla ja maassa on jo nähty tiettyjä jarruttamisen merkkejä. Japanissa talouskehitys on edelleen kituliasta, mutta Suomessa finanssikriisistä alkanut heikko jakso on takana ja maa on vihdoinkin kiihdyttänyt hyvää kasvuun vientimarkkinoilta tulleen vetoavun ansiosta.

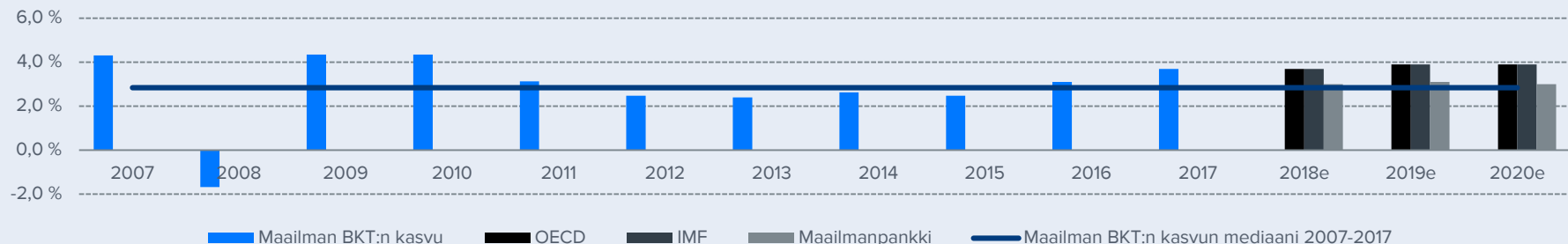
Kokonaisuutena makroympäristö on Finnairin kannalta mielestämme melko suotuisa riskeistä huolimatta, kunhan Kiinan talous ei suuremmin hyydy. Makrokuvan toteutuessa lentosektorilla pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä vähintään trendinkasvun tasolla olevaan keskimääräiseen volyymikasvuun lähivuosina. Riskit ovat kuitenkin kohollaan makrotalouden ja poliittisten epävarmuuksien takia.

Vuonna 2018 yhtiö jatkaa kasvukiihdytystä

Finnair on ohjeistanut vuodelle 2018, että yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna etenkin uusien A350-koneiden ja syöttöliikennekapasiteetin kasvun myötä yli 15 % ja liikevaihto kasvaa hieman kapasiteettia hitaammin. Matkustajamäärän kasvun yhtiö on ohjeistanut olevan jokseenkin kapasiteetin kasvun kanssa samalla tasolla. Alkuvuodesta yhtiön kehitys on ollut linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä vuoden ensimmäisen kahdeksan kuukauden aikana Finnairin kapasiteetti on kasvanut 17 % ja matkustajamäärä 14 %. H1:n jälkeen yhtiön liikevaihdon kasvu oli 13 % (vrt. kapasiteetin kasvu 18 %). Volyymin hyvää kehitystä on tukenut suotuisana pysynyt markkina, mutta yhtiö on onnistunut myymään hyvin voimakkaasti kasvanutta kapasiteettiaan kaikilla matkustajamarkkinoilla, vaikka matkustajakäyttöasteet ja yksikkötuotot ovatkin tänä vuonna laskeneet hieman viime vuodesta. (vrt. vuoden 2017 lähes poikkeuksellinen kapasiteetin, käyttöasteen ja yksikkötuottojen yhtäaikainen kasvu).

Finnair ohjeisti Q2-raportissaan oikaistun liikeluksensa olevan tänä vuonna viime vuoden tasolla (2017: oik. EBIT 170 MEUR).

Maailman talouden kasvu 2007-2017 ja maailman talouden kasvuennusteet 2018e-2020e



Ennusteet (2/3)

Kasvu ei generoi tänä vuonna tuloskasvua, mihin tärkein syy on polttoaineen voimakkaasti (yli 50 %) noussut hinta, joka nostaa yhtiön kuluja. H1:n jäljiltä yhtiöllä oli kasassa oikaistua liikevoittoa 52 MEUR (Q3:n merkitys on vuositulokselle huomattava), mikä oli 23 MEUR vertailukautta enemmän. Siten yhtiö ohjeistaa käytännössä oikaistun liiketuloksensa kääntyvän laskuun H2:n aikana 15 kvartaalin parannuksen jälkeen.

Odotamme Finnairin kapasiteetin kasvavan tänä vuonna noin 15 % ja liikevaihdon 11 % 2851 MEUR:oon. Kasvua ajaa matkustajavolyymin kasvu, mutta ennustamme kapasiteetin kasvun, kireän kilpailun ja keskimääräisen reittipituuden kasvun myötä matkustajaliikenteen keski-tuottojen (yield) painuvan 3,3 %. Lisäpalvelumyynnin ja rahtin liikevaihdon arvioimme jäävän It-pullonkaulojen ja maailman kaupan lievän hidastumisen takia matkustajamäärän kasvua ja rahtikapasiteetin kasvua alemmas. Aurinkomatkojen pitäisi yltää arviomme mukaan hyvään kaksinumeroiseen kasvuun. Vuonna 2018 ennustamme yksikkö-tuoton kuitenkin laskevan 3,4 % ja arvioimme yksikkötuottojen laskun hidastuvan loppuvuotta kohti, kun Finnairin kapasiteetin kasvu rauhoittuu ja koko sektorin paine reagoida hinnoittelulla öljyn hinnan nousuun kasvaa.

Finnairin vuoden 2018 operatiivisen liikevoiton ennustamme laskevan tänä vuonna 163 MEUR:oon, mikä vastaa 5,7 %:n operatiivista EBIT-%:a. Kannattavuutta painaa polttoaineen hinnan nousu, mitä kasvun myötä parantuva tuottavuus ja kiinteiden kustannusten skaalautuminen eivät täysin kompensoi. Yksikkökustannusten arvioimme laskevan tänä vuonna kasvun ansiosta 2,5 % (2018e: yksikkökustannus ilman polttoainetta -5,5 %).

Alemmas tuloslaskelmaan Finnair on kirjannut oikaisueriä (kertakuluja ja käyvän arvon muutoksia H1:llä) 6 MEUR, mitkä ovat sisällä kuluvan vuoden ennusteissamme. H2:lle emme ennusta oikaisueriä. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että yhtiö rahoittaa H2:n puolivälissä toimitettavan A350-koneen sale&leaseback-järjestelyllä, mikä voi johtaa myyntivoittoon (IFRS 16 -standardin käyttöön oton jälkeen sale&leaseback-järjestelyt eivät johda myyntivoittoihin kirjapidossa). Myyntivoittoa ei kuitenkaan ole ennusteissamme toistaiseksi. Lievästi investointien myötä nousevien rahoituskulujen ja normaalien 20 %:n verojen (kassavirtaverot vielä nollassa) jälkeinen EPS-ennusteemme on 0,77 euroa. Osinkoa ennustamme Finnairin maksavan ensi keväänä viime vuoden tavoin 0,30 euroa

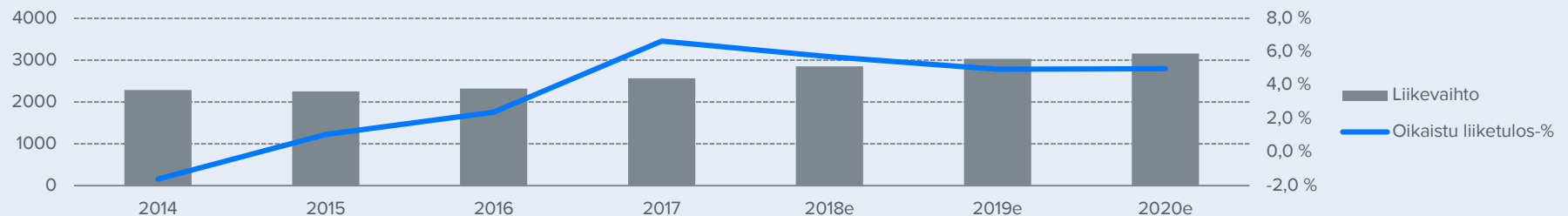
osakkeelta, sillä yhtiön taloudellinen asema pysyy vakaana korkeista investoinneista huolimatta (2018: oik. nettovelkaantumisaste 87 %). Investointien rahoitusvaihtoehtojen valinta voi tosin muuttaa velkaantumisasetta selvästi.

2019 kasvu alkaa rauhoittua

Vuonna 2019 Finnairin kasvu rauhoittuu vuosien 2017-2018 erittäin nopean kasvupyrähdyksen jälkeen. Arviomme mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa ensi vuonna 6 % uusien A350-koneiden ja syöttöliikennekapasiteetin kasvu myötä. Liikevaihdon ennustamme kasvavan 6 % 3029 MEUR:oon, kun tasoittuva hinnoittelu, lisäpalvelumyynnin kasvun lievä kiihtyminen ja rahtimixin parantuminen paikkaavat yksikkötuottojen kroonista painetta. Aurinkomatkojen kasvun odotamme ensi vuonna rauhoittuvan. Vuonna 2019 ennustamme Finnairin yksikkötuoton pysyvän vakaana.

Liiketuloksen ennustamme laskevan vuonna 2019 150 MEUR:oon, mikä vastaa 4,9 %:n EBIT-%. Tulosta painaa yhä polttoaineen hinta, sillä vuosien 2016-2017 spot-hinnan nousu rullaa suojausten läpi vielä pitkälle ensi vuoden ajan. Emme usko yhtiön pystyvän siirtämään hinnan nousua myöskään täysin lippujen hintoihin.

Finnairin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2014-2020e



Ennusteet (3/3)

EUR/USD-kurssin maltillinen vahvistuminen (vaatii tosin spot-kurssin vahvistumista nykytasoilta) ja kasvun skaalautuminen kiinteisiin kuluihin kompensoi tätä vain osin. EPS:n (ei kertaeriä) ennustamme laskevan 0,73 euroon. Kohtuullisen absoluuttisen tulostason ja laskevien investointitarpeiden valossa yhtiön taloudellinen asema vahvistuu ja arvioimme yhtiön osingon pysyvän vakaana 0,30 eurossa. Olemme laskeneet ensi vuoden ennusteitamme melko selvästi polttoaineen viime aikojen hintaennusteiden nousun takia.

2020 on edeltävän vuoden kaltainen

Vuonna 2020 odotamme Finnairin kapasiteetin kasvun olevan 5 %. Liikevaihdon ennustamme kasvavan edelleen hieman kapasiteettia hitaammin 4,3 %:n vauhtia 3161 MEUR:oon. Yksikkötuottojen arvioimme kääntyvän jälleen vuonna 2020 laskuun, kun polttoaineen hinnan nousu tasoittuu ja kilpailu pysyy kireänä. Liiketuloksen ennustamme kasvavan 158 MEUR:oon, mikä vastaa 5,0 %:n liikevoittomarginaalia. Olemme tarkastaneet myös vuoden 2020 ennusteitamme alaspäin polttoaineen viime aikojen hinnan nousun takia. Lievää tuloskasvua ajaa etenkin liikevaihdon kasvu ja EUR/USD-kurssin maltillinen vahvistuminen. Vuoden 2019 EPS-ennusteemme

on 0,78 euroa osakkeelta, mikä ei sisällä kertaeriä. Yhtiön taloudellinen asema vahvistuu arviomme mukaan edelleen vuonna 2019, vaikka investoinnit jatkuvat, ja arvioimme Finnairin pitävän osinkonsa vakaana 0,30 eurossa osakkeelta. Vuoden 2020 lopulla odotamme yhtiön myös maksavan pois hybridilainansa, mutta lainanhoitokulujen loppuminen tukee tulosta vasta 2021 alkaen.

Ennusteet ovat alle yhtiön tavoitetason

Ennusteidemme valossa pidämme yhtiön kasvutavoitetta (500 MEUR 2019 mennessä vs. 2016) realistisena etenkin, kun polttoaineen hinnan nousu luo painetta hinnoitteluun. Tulosennusteemme jäävät kannattavuusmarginaalien osalta yhtiön yli 6 %:ssa olevan tavoitetason alapuolelle. Mielestämme marginaalitavoitteeseen ylttäminen ja vuoden 2017 kannattavuustasolle palaaminen vuosina 2019-2020 vaatisi 1) odotuksiamme parempaa yksikkötuottokehitystä 2) öljyn hinnan kääntymistä selvään laskuun (ennusteemme perustuvat Brent-öljyn hintaan 72-75 USD/bbl vrt. spot 85 USD/bbl), 3) suotuisaa valuuttakurssikehitystä tai 4) näiden tekijöiden yhdistelmää. Käyttöasteen nousua nykyiseltä 83-84 %:n ennätyskorkealta tasolta pidämme epätodennäköisenä. Emme pidä näiden

tekijöiden tai niiden yhdistelmän toteutumista mahdollisena, mutta yhtiön taloudellisen historian ja toimialadynamiikan haasteiden takia jääme odottamaan yhtiöltä lisänäyttöjä tuloskunnosta toimintaympäristöltään poikkeuksellisen hyvän vuoden 2017 jälkeen ennen kuin olemme valmiita nostamaan ennusteitamme ylemmäs.

Sektorin iso kuva pitkän ajan odotusten pohja

Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan vuosina 2020-2025 noin 3 % vuodessa lentoliikennettä ja yhtiön Aasian strategiaa tukevien ajurien ansiosta, kun taas terminaalikasvu-odotuksemme on 2,0 %. Toiminnallisen liiketulosmarginaalin ennustamme olevan toimialan rakenteelliset haasteet huomioiden matalalla 4-5 %:n tasolla (terminaali 3 %), vaikka periaatteessa yhtiöllä voi olla potentiaalia tätä korkeammallekin tasolle ajan yli. Pitkän aikavälin ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea toimialan luonne huomioiden. Pitkän tähtäimen ennusteiden rooli on lähinnä tukea lyhyen aikavälin ennusteita ja muodostaa runko osakkeen arvonmäärityksen apukomponenttina käyttämämme DCF-malliin.

Lähivuosien ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2850	2851	0 %	3025	3029	0 %	3154	3161	0 %
Liikevoitto (oikaistu)	164	163	-1 %	165	150	-9 %	171	158	-8 %
Liikevoitto	159	157	-1 %	165	150	-9 %	171	158	-8 %
Tulos ennen veroja	141	139	-1 %	148	133	-10 %	154	141	-9 %
EPS (oikaistu)	0,83	0,81	-1 %	0,82	0,73	-11 %	0,87	0,78	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,32	0,30	-6 %	0,34	0,30	-12 %	0,36	0,30	-17 %

Lähde: Inderes




Ennusteet

Liikevaihdon rakenne	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018e	2019e	2020e
Lipputuotot	1816	423	516	598	491	2028	482	577	654	533	2246	2393	2495
Lisäpalvelut	126	34	36	37	37	145	39	41	42	42	163	180	195
Rahti	191	39	49	52	57	197	41	52	56	57	205	218	229
Matkapalvelut	191	39	49	52	57	197	41	52	56	57	205	218	229
Yhteensä	2317	554	633	735	645	2568	635	715	806	695	2851	3029	3161

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	2317	554	633	735	645	2568	635	715	806	695	2851	3029	3161
<i>Finnair</i>	<i>2316,8</i>	<i>554,3</i>	<i>633,4</i>	<i>735,4</i>	<i>645,3</i>	<i>2568,4</i>	<i>635,4</i>	<i>715,0</i>	<i>805,9</i>	<i>694,5</i>	<i>2850,9</i>	<i>3029,4</i>	<i>3161,1</i>
Käyttökate	222,0	19,1	119,5	156,9	58,5	354,0	41,6	75,4	139,5	42,3	298,8	297,2	309,1
Poistot ja arvonalennukset	-105,8	-29,1	-30,4	-34,7	-35,0	-129,2	-35,6	-35,5	-35,5	-35,5	-142,1	-147,3	-151,6
Vertailukelpoinen liikevoitto	55,3	-9,0	37,6	118,9	22,9	170,4	3,9	47,9	104,0	6,8	162,6	149,9	157,5
Liikevoitto	116,2	-10,0	89,1	122,2	23,5	224,8	6,0	39,9	104,0	6,8	156,7	149,9	157,5
<i>Finnair</i>	<i>55,2</i>	<i>-9,0</i>	<i>37,5</i>	<i>119,0</i>	<i>22,9</i>	<i>170,4</i>	<i>3,9</i>	<i>47,9</i>	<i>104,0</i>	<i>6,8</i>	<i>162,6</i>	<i>149,9</i>	<i>157,5</i>
<i>Käypien arvojen muutokset</i>	<i>32,0</i>	<i>3,5</i>	<i>2,6</i>	<i>4,7</i>	<i>0,3</i>	<i>11,1</i>	<i>2,0</i>	<i>-7,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-5,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Kertaluonteiset erät</i>	<i>29,0</i>	<i>-4,5</i>	<i>48,9</i>	<i>-1,4</i>	<i>0,3</i>	<i>43,3</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-10,5	0,0	-5,7	-5,1	-2,9	-13,7	-4,1	-5,2	-4,3	-4,3	-17,9	-17,0	-17,0
Tulos ennen veroja	105,8	-10,0	83,4	117,1	20,6	211,1	2,0	34,7	99,7	2,5	138,8	132,9	140,5
Verot	-20,6	2,0	-16,7	-23,4	-3,6	-41,7	-0,4	-6,9	-19,9	-0,5	-27,8	-26,6	-28,1
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	67,3	-11,1	63,5	90,5	13,9	156,8	-1,6	24,6	76,6	-1,1	98,4	93,7	99,8
EPS (toiminnallinen)	0,14	-0,08	0,17	0,71	0,10	0,91	-0,03	0,25	0,60	-0,01	0,81	0,73	0,78
EPS (raportoitu)	0,53	-0,09	0,50	0,71	0,11	1,22	-0,01	0,19	0,60	-0,01	0,77	0,73	0,78

Ennusteparametrit	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018e	2019e	2020e
Tarjottujen hlökilometrien kasvu (%)	6,5 %	0,0 %	6,8 %	11,1 %	17,2 %	8,8 %	19,0 %	17,9 %	13,8 %	9,9 %	15,0 %	5,8 %	5,0 %
Matkustajamäärä (Mkpl)	10,9	2,6	3,1	3,3	3,0	11,9	3,0	3,5	3,7	3,2	13,4	14,1	14,6
Yksikkötuotto (RASK snt/km)	6,83	6,83	6,96	7,29	6,72	6,96	6,57	6,67	7,01	6,58	6,72	6,75	6,70
Yksikkökustannus (CASK, snt/km)	6,67	6,94	6,55	6,11	6,48	6,50	6,53	6,22	6,11	6,51	6,33	6,41	6,37
Matkustajakäyttöaste (%)	79,8 %	81,5 %	83,7 %	87,2 %	80,3 %	83,3 %	82,9 %	82,5 %	85,9 %	80,4 %	83,0 %	83,1 %	83,4 %
Brent-öljyn spot hinta (USD/bbl)	44	54	49	54	62	55	67	74	75	74	73	73	72
EUR/USD-valuuttakurssi (spot)	1,12	1,07	1,10	1,18	1,18	1,13	1,23	1,19	1,17	1,18	1,19	1,20	1,22
Lisäpalvelumyynti per matkustaja (€)	11,5	13,0	11,8	11,4	12,6	12,2	13,0	11,7	11,4	12,9	12,2	12,7	13,3

Finnairin tulosajurit ja niiden lyhyen ajan näkymät

-  Positiivinen ajuri
-  Negatiivinen ajuri
-  Neutraali ajuri



Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat ainakin toistaiseksi matalia

Finnairin saavuttaman kasvukäänteen myötä painotamme arvonmäärityksessä tulosohjaisia arvostuskertoimia. Rajallisen näkyvyyden vuoksi painotamme kuluvan vuoden ja sitä seuraavan vuoden kertoimia. Tuloskertoimien lisäksi tasepohjainen P/B-luku hybridilainasta oikaistuna ja osinkotuotto ovat tyypillisesti hyviä mittareita Finnairin kaltaiselle pääomavaltaiselle ja sykliselle yhtiölle. Huomioimme yhtiölle edullisista A350-ostoista jo syntyneen ja mahdollisesti vielä syntyvän arvon taseen kautta, kun taas tuloskertoimien osalta painotamme operatiivisia lukuja. Lisäksi käytämme Finnairin arvonmäärityksessä kassavirtamallia, mutta sen painoarvo on mielestämme rajallinen, sillä pitkän aikavälin ennusteisiin perustuvan mallin arvo on erittäin herkkä parametrien muutoksille.

Tulosohjaisista kertoimista Finnairille sopii mielestämme etenkin kaikki rivit (ml. hybridilainan korko) huomioiva P/E. Lisäksi Finnairille sopivat yhtiön vahvan taseen paremmin huomioivat yritysarvoon (EV) pohjautuvat kertoimet. EV-kertoimia käytettäessä suosimme lentoyhtiölle tyypillistä vertailukelpoisesta tuloksesta laskettua EV (oik.) /EBITDAR-kerrointa, jossa EV on oikaistu taseen ulkopuolisilla lease-vastuilla ja se on suhteutettu käyttökatteeseen ennen lentokoneisiin liittyviä kustannuksia (ts. poistoja ja lease-maksuja). IFRS 16-standardin käyttöönoton jälkeen myös perinteisemmät EV/EBITDA ja EV/EBIT-kertoimet sopivat mielestämme hyvin Finnairille sekä absoluuttisessa että suhteellisessa vertailussa. Lisäksi EV:ssä hybridilaina pitäisi mielestämme oikaista korolliseksi velaksi, mutta varsinkin suhteellista arvostustasoa mitattaessa jätämme

oikaisun tekemättä, sillä vastaava oikaisu pitäisi tehdä myös verrokkiryhmään vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi (monilla lentoyhtiöllä on taseessa hybridirahoitusta).

Arvotukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Finnairille hyväksyttävään arvostus-tasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- + **Liiketoiminnan kasvupotentiaali** on kohtuullinen, 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
- + **Maantieteellinen kilpailuetu Aasian liikenteessä** antaa luottamusta yhtiön pitkän aikavälin tulostuksen kannalta
- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys (ml. herkkyys öljyn hinnalle ja valuuttakursseille)** nostaa sijoittajan riskiprofiilia, korostaa sijoituksen ajoituksen roolia ja edellyttää tietyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa
- **Merkittävät pääomavaatimukset** rajaavat voitonjakopotentiaalia ja sitovat pääomia investointeihin
- **Valtion ”lukitun” omistussuuden** 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 omistussuuden takia vapaasti vaihdettavien osakkeiden (ns. free-float) määrä onkin rajallinen. Siten osakkeelta ei arvioimme mukaan pidä vaatia ylimääräistä likviditeettipreemiota.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Yhtiölle hyväksyttävä arvostus on P/E-luvulla mitattuna mielestämme noin 8x-11x, kun taas EV(oik.) /EBITDAR(oik.) -kertoimella mitattuna pidämme yhtiölle historiallisesti hyväksytyä tasoa 4x-5x järkevänä myös tulevaisuuden kannalta. Nämä tasot ovat suhteessa muiden toimialojen pörssi-yhtiöihin matalia, mikä heijastelee etenkin toimialan historiallisesti vaikeaa liiketoimintadynamiikkaa. Tase-pohjaisesti Finnair tulisi mielestämme hinnoitella karkeasti oman pääoman tasearvon tasolle noin oikaistulla P/B-luvulla 0,8x-1,2x, kun huomioidaan että yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on noin pääoman kustannuksen tasolla. Premio/alennus ovat osakkeelle perusteltuja, jos sijoitetun pääoman tuotto asettuu ennuste-periodilla pääomakustannuksen ylä-/alapuolelle.

Osake on absoluuttisesti neutraalisti melko hinnoiteltu

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2018-2020 ovat 9x 10x ja 9x, kun taas vastaavat EV(oik.) /EBITDAR-kertoimet ovat 4,2x, 4,4x ja 4,3x. Siten osakkeen arvostus on kuluvan vuoden kertoimilla lievästi alakantissa, mutta laskevan tuloksen takia ensi vuoden kertoimet ovat melko neutraalit molemmilla mittareilla. Näin ollen Finnair tarjoaa lähivuosina noin 10 %:n tulostuottoa osakkeen nykyhinnalle, mikä on linjassa arvioimamme oman pääoman kustannuksen kanssa.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Vastaavasti kuluvan vuoden oikaistu tasepohjainen P/B-luku on 1,0x, mikä sisältää vuoden Q2'18:n lopun oikaistun oman pääoman, yhtiön operatiivisen nettovoiton kuluvalta vuodelta (liittyy epävarmuutta). Siten myös Finnairin tasepohjainen arvostus on mielestämme neutraalilla tasolla, kun huomioidaan, että ennusteidemme mukaan Finnairin taloudellisen lisäarvon luonti jää tältä vuodelta maltillisiksi (ts. operatiivinen ROCE-% ~ WACC-%). Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan reilun 4 %:n tasolla, mitkä tukevat hyvin tuotto-odotusta, mutta eivät riitä ostojen perustelemiseen.

Suhteellisessa arvostuksessa ei myöskään näytä olevan suurempaa virhettä

Lentosektorilla on globaalisti paljon listattuja yhtiöitä. Varsinaisen vertailuryhmän olemme rajanneet Finnairin kanssa kilpaileviin yhtiöihin, mutta toissijaisesti suhteutamme Finnairin arvostusta myös laajempaan verrokkiryhmään (lähes kaikki listatut verkkolentoyhtiöt). Sen sijaan tyypillisesti korkeammalle arvostetuista halpalentoyhtiöistä vertailuryhmässä on mukana vain Finnairin kanssa suoraan 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 2018 ja 2019 EV/EBIT-, P/E-kertoimia ja

osinkotuottoja. Painotamme suhteellisessa arvonmäärityksessä etenkin P/E-lukua, sillä vertailuryhmäanalyyseissä ei ole oikaistu yhtiöiden taseita taseiden ulkopuolisilla lease-vastuilla. Koneiden erilaiset omistusstrategiat (ja hybridilainat) vaikeuttavat myös P/B-luvun käyttöä suhteellisessa arvostuksessa.

Tällä hetkellä Finnair on arvostettu P/E-luvulla mitattuna selkeästi verrokkiryhmän yläpuolelle, kun taas EV-pohjaisesti yhtiö on vielä selvästi aliarvostettu. Osinkotuotto on verrokkiryhmän yläpuolella. Kokonaisuutena Finnair on suhteellisesti mielestämme melko neutraalisti hinnoiteltu, kun huomioidaan, että lievää aliarvostus suhteessa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltu yhtiön vertailuryhmää heikomman/lyhyemmän track-recordin takia. Siten myös suhteellinen arvostus tukee absoluuttisten kertoimien indikoimaa suhteellisen neutraalia hinnoittelua vuoden tähtäimellä.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtamallin mukainen Finnairin osakkeen arvo on 8,96 euroa osakkeelta, mikä indikoisi selvää nousuvaraa nykykurssiin nähden. Toimialan etumaksupainotteisesta logiikasta tukea saava DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on 2,0-4,0 %:n haarukassa ja liikevoittomarginaali 3,0-5,5 %:n tasolla. Pitkän aikavälin odotukset ovat siis verrattain maltilliset, mutta annamme DCF-arvostukselle Finnairin arvonmäärityksessä silti verrattain pienen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille.

Mallissa terminaalin painoarvo on 54 %, joten melko suuri osa DCF-mallin indikoimasta osakkeen arvosta nojaa kaukaiseen tulevaisuuteen. Rahavirtamallissa pääoman kustannus on 8,5 %, mikä heijastelee mielestämme Finnairin pääoman kustannusta rahoitusmarkkinoiden normaalissa tilanteessa yhtiön toimialalle melko konservatiivisella 20 %:n velkasuhteella. Oman pääoman kustannus on 9,7 %. Riskitön korko on 3,0 %, velkarahoituksen kustannus 5,0 % markkinariskipreemio 4,75 % ja beta korkeahko 1,4.

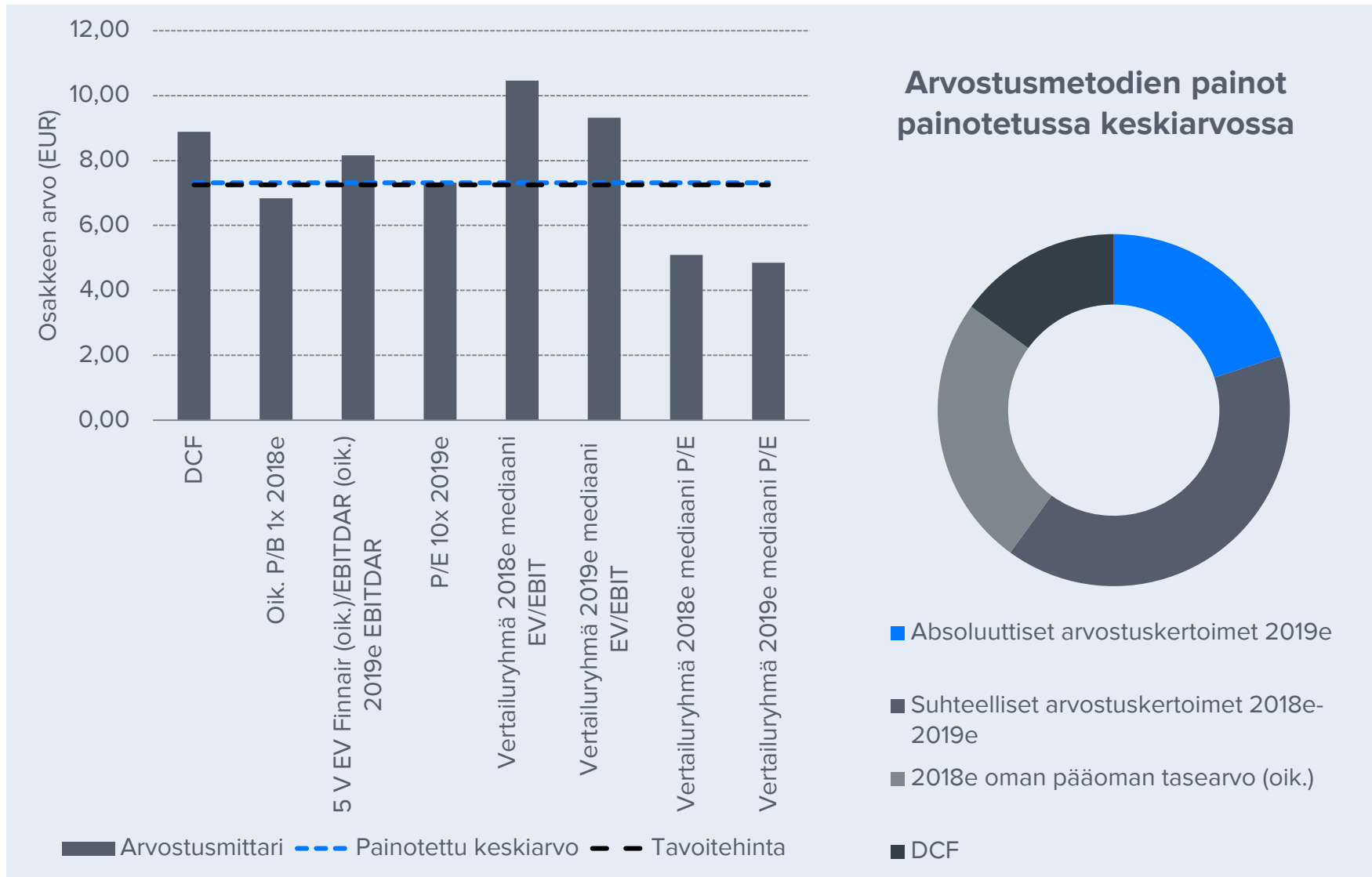
Tavoitehintaa ja suositus

Tarkastamme Finnairin tavoitehintamme 7,25 euroon (aik. 7,75 euroa) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Tavoitehinnan muutos heijastelee tekemiämme negatiivisia ennustemuutoksia. Odotamme yhtiön tarjoavan lähivuosina 0-6 %:n vuosittaisen kokonaistuoton, mikä muodostuu pääosin osingosta, sillä tulos on kääntymässä ainakin lähikvartaalien ajaksi laskukäyrälle ja tulospohjaisissa arvostuskertoimissa ei ole olennaista nousuvaraa. Tämä ei ole riittävä taso varsinkin, kun huomioidaan, että ennusteisiin liittyvä riskitaso on edelleen koholla, sillä ennusteemme pohjautuvat selvästi tämänhetkistä spot-hintaa korkeampaan polttoaineen hintaan ja hieman nykyistä vahvempaan EUR/USD-kurssiin. Tasepohjainen arvostus on kuitenkin maltillinen ja arvioimme sen antavan yhdessä osingon kanssa jo maltillista tukea osakkeelle, kunhan yhtiön tuloskuopasta ei tule olennaisesti odotuksiamme syvempi.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,69	2,48	5,42	4,03	12,82	7,12	7,12	7,12
Markkina-arvo	345	318	694	516	1643	912	912	912
Yritysarvo (EV)	486	325	333	437	1378	753	838	916
P/E (toim.)	11,8	neg.	neg.	28,2	14,1	8,7	9,7	9,1
P/E	28,2	neg.	8,6	7,7	10,5	9,3	9,7	9,1
P/Kassavirta	3,7	6,7	2,8	-1,8	8,5	-17,1	-28	-34,7
P/B	0,5	0,6	1,0	0,6	1,6	0,8	0,8	0,8
P/S	0,1	0,1	0,3	0,2	0,6	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,9	3,3	2,5	2,7	4,6	2,5	2,8	3,0
EV/EBIT	19,6	neg.	14,0	7,9	8,1	4,6	5,6	5,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,0 %	24,5 %	39,0 %	41,0 %	38,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %

Arvostustaso eri arvonmääritysmetodeilla



Vertailuryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Finnair	7,12	906	483	5,9	6,4	3,2	3,2	0,3	0,3	8,2	8,5	3,9	3,8	0,9
IAG	635,60	14412	14009	6,7	6,5	4,7	4,6	0,9	0,8	6,3	6,1	4,3	4,7	1,7
Lufthansa	20,27	9851	12452	6,2	5,9	3,6	3,5	0,5	0,5	4,8	4,5	4,1	4,8	0,9
SAS	21,24	904	964	7,3	7,8	4,4	4,2	0,4	0,3	6,2	7,2	1,6	0,3	1,1
Air France-KLM	8,48	3702	10790	8,4	7,5	2,5	2,3	0,4	0,3	5,9	5,5	0,2	0,8	1,1
Turkish Airlines	18,61	3666	9853	7,8	8,5	4,6	4,3	0,8	0,7	5,7	5,6			0,8
Norwegian	228,30	1125	3612				19,7	1,2	1,3					2,8
Japan Airlines	4009,00	10612	8581			5,2	4,7	1,1	0,9	11,0	11,4	2,7	2,8	1,3
Air China	8,15	13980	26304	18,0	15,0	7,9	7,1	1,5	1,4	18,8	12,0	1,1	1,7	1,3
Finnair (Inderes)	7,12	912	753	4,6	5,6	2,5	2,8	0,3	0,3	8,7	9,7	4,2	4,2	0,8
Keskiarvo				8,6	8,2	4,5	5,9	0,8	0,7	8,4	7,6	2,6	2,7	1,3
Mediaani				7,3	7,5	4,5	4,3	0,8	0,7	6,2	6,6	2,7	2,8	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				-36 %	-25 %	-45 %	-34 %	-68 %	-63 %	40 %	47 %	55 %	53 %	-23 %

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

Laajennetun vertailuryhmän arvostustaso

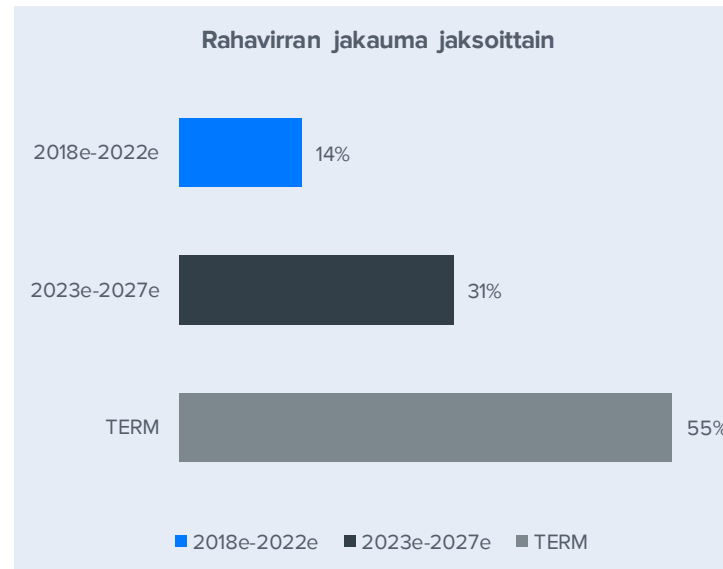
	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/liikevaihto		P/E		Osinkotuotto		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Finnair	7,12	906	483	5,9	6,4	3,2	3,2	0,3	0,3	8,2	8,5	3,9	3,8	0,9
IAG	634,80	14412	14009	6,7	6,5	4,7	4,6	0,9	0,8	6,3	6,1	4,3	4,7	1,7
Lufthansa	20,37	9851	12452	6,2	5,9	3,6	3,5	0,5	0,5	4,8	4,5	4,1	4,8	0,9
SAS	21,36	904	964	7,3	7,8	4,4	4,2	0,4	0,3	6,2	7,2	1,6	0,3	1,1
Air France-KLM	8,54	3702	10790	8,4	7,5	2,5	2,3	0,4	0,3	5,9	5,5	0,2	0,8	1,1
Turkish Airlines	18,39	3666	9853	7,8	8,5	4,6	4,3	0,8	0,7	5,7	5,6	0,0	0,0	0,8
Norwegian	233,90	1125	3612	NaN	NaN	NaN	19,7	1,2	1,3	NaN	NaN	0,0	0,0	2,8
Japan Airlines	4009,00	10612	8581	NaN	NaN	5,2	4,7	1,1	0,9	11,0	11,4	2,7	2,8	1,3
Air China	8,15	13980	26304	18,0	15,0	7,9	7,1	1,5	1,4	18,8	12,0	1,1	1,7	1,3
Aeroflot	106,45	1568	1563	4,8	3,9	3,2	3,3	0,2	0,2	7,7	5,7	7,3	7,5	1,6
Delta Airlines	56,60	33802	40280	8,5	7,1	5,7	4,9	1,0	0,9	10,2	8,7	2,3	2,9	2,6
United Continental Holdings	86,70	20631	28779	11,8	10,4	6,6	6,0	1,0	0,9	10,9	8,9	NaN	0,0	2,4
American Airlines	39,61	15757	32518	12,4	9,3	6,6	5,3	1,0	0,8	8,5	6,8	1,1	1,1	3,2
Singapore Airlines	9,66	7366	6333	13,3	12,7	4,9	5,4	0,8	0,8	15,4	15,0	4,1	3,9	0,9
Cathay Pacific	11,42	5109	11229	42,0	17,6	7,6	5,9	0,9	0,8	47,8	12,6	1,0	2,8	0,7
Qantas	5,64	5894	7802	7,6	7,9	4,1	3,8	0,8	0,7	8,7	9,0	2,5	3,5	2,6
Air New Zealand	2,99	1918	2605	8,3	10,8	4,3	4,9	0,9	0,8	8,4	10,6	7,3	6,4	1,6
Air Canada	26,21	4821	6397	9,1	7,5	4,0	3,7	0,6	0,6	10,3	7,4	NaN	0,0	1,7
Alaska Airlines	67,76	7208	7851	15,0	10,6	9,7	7,5	1,4	1,3	16,1	11,2	1,9	2,0	1,9
Avianca	5,61	208	3028	15,9	11,5	7,4	6,5	0,9	0,9	13,8	3,8	2,9	NaN	0,6
China Southern	6,76	9314	25838	24,1	17,9	8,2	6,6	1,3	1,1	15,4	9,6	1,1	1,7	1,3
Korean Air	27250,00	2018	12869	20,0	16,3	6,4	5,8	1,3	1,2	NaN	6,9	0,9	0,9	0,8
LATAM	9,11	4856	10359	19,7	16,1	8,3	7,6	1,3	1,3	26,8	16,1	1,7	1,7	1,5
Jordanian Airlines	0,42	129	275	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	0,0	NaN
Thai Airways	15,9	928	4738	24,1	17,3	8,4	7,3	0,9	0,9	28,4	9,7	0,4	0,9	1,1
Finnair (Inderes)	7,12	912	753	4,6	5,6	2,5	2,8	0,3	0,3	8,7	9,7	4,2	4,2	0,8
Keskiarvo				13,0	10,7	5,7	5,8	0,9	0,8	13,4	8,8	2,4	2,3	1,5
Mediaani				10,5	9,9	5,2	5,1	0,9	0,8	10,3	8,7	1,8	1,7	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				-56 %	-43 %	-52 %	-45 %	-71 %	-67 %	-15 %	12 %	135 %	142 %	-35 %

Lähde: Inderes, Thomson Reuters

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	224,8	156,7	149,9	157,5	176,7	166,8	161,5	152,2	145,1	111,5	113,8	
+ Kokonaispoistot	129,2	142,1	147,3	151,6	156,7	157,8	153,1	148,7	152,9	156,0	158,7	
- Maksetut verot	-0,5	-27,8	-26,6	-28,1	-31,9	-26,1	-25,2	-23,6	-22,1	-15,3	-15,6	
- verot rahoituskuluista	-2,9	-3,8	-3,6	-3,6	-3,6	-7,4	-7,3	-7,0	-7,1	-7,2	-7,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	255,9	24,7	15,9	11,7	6,9	8,6	8,9	9,2	7,9	8,1	6,6	
Operatiivinen kassavirta	606,7	292,1	283,1	289,3	305,0	299,9	291,2	279,6	276,9	253,3	256,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-386,1	-333,0	-303,0	-303,0	-173,0	-103,0	-103,0	-203,0	-193,0	-193,0	-188,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	206,8	-40,9	-19,9	-13,7	132,0	196,9	188,2	76,6	83,9	60,3	67,9	
+/- Muut	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	194,2	-53,4	-32,5	-26,3	132,0	196,9	188,2	76,6	83,9	60,3	67,9	1061,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-64,9	-29,3	-21,9	101,2	139,1	122,5	46,0	46,4	30,7	31,9	498,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		912,8	965,1	994,4	1016,3	915,1	775,9	653,4	607,4	561,0	530,3	498,5
Velaton arvo DCF		912,8										
- Korolliset velat		-718,6										
+ Rahavarat		983,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-38,4										
Oman pääoman arvo DCF		1138,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,89										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %



Arvostusmatriisit

2018e P/E

		EBIT-%						
		4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %
P/E	5,0	2,64	3,08	3,53	3,97	4,42	4,86	5,31
	6,0	3,16	3,70	4,23	4,76	5,30	5,83	6,37
	7,0	3,69	4,31	4,94	5,56	6,18	6,80	7,43
	8,0	4,22	4,93	5,64	6,35	7,06	7,78	8,49
	9,0	4,74	5,54	6,35	7,15	7,95	8,75	9,55
	10,0	5,27	6,16	7,05	7,94	8,83	9,72	10,61
	11,0	5,80	6,78	7,76	8,73	9,71	10,69	11,67
	12,0	6,33	7,39	8,46	9,53	10,60	11,66	12,73
	13,0	6,85	8,01	9,17	10,32	11,48	12,64	13,79

Liikevaihto, rahoituskulut ja verot 2018 ennusteiden mukaisia

2019e P/E

		EBIT-%						
		3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %
P/E	5,0	2,75	2,75	3,23	3,70	4,17	4,64	5,12
	6,0	2,74	3,30	3,87	4,44	5,01	5,57	6,14
	7,0	3,19	3,85	4,52	5,18	5,84	6,50	7,16
	8,0	3,65	4,41	5,16	5,92	6,67	7,43	8,19
	9,0	4,11	4,96	5,81	6,66	7,51	8,36	9,21
	10,0	4,56	5,51	6,45	7,40	8,34	9,29	10,23
	11,0	5,02	6,06	7,10	8,14	9,18	10,22	11,26
	12,0	5,47	6,61	7,74	8,88	10,01	11,15	12,28
	13,0	5,93	7,16	8,39	9,62	10,85	12,07	13,30

Liikevaihto, rahoituskulut ja verot 2019 ennusteiden mukaisia

EBITDAR

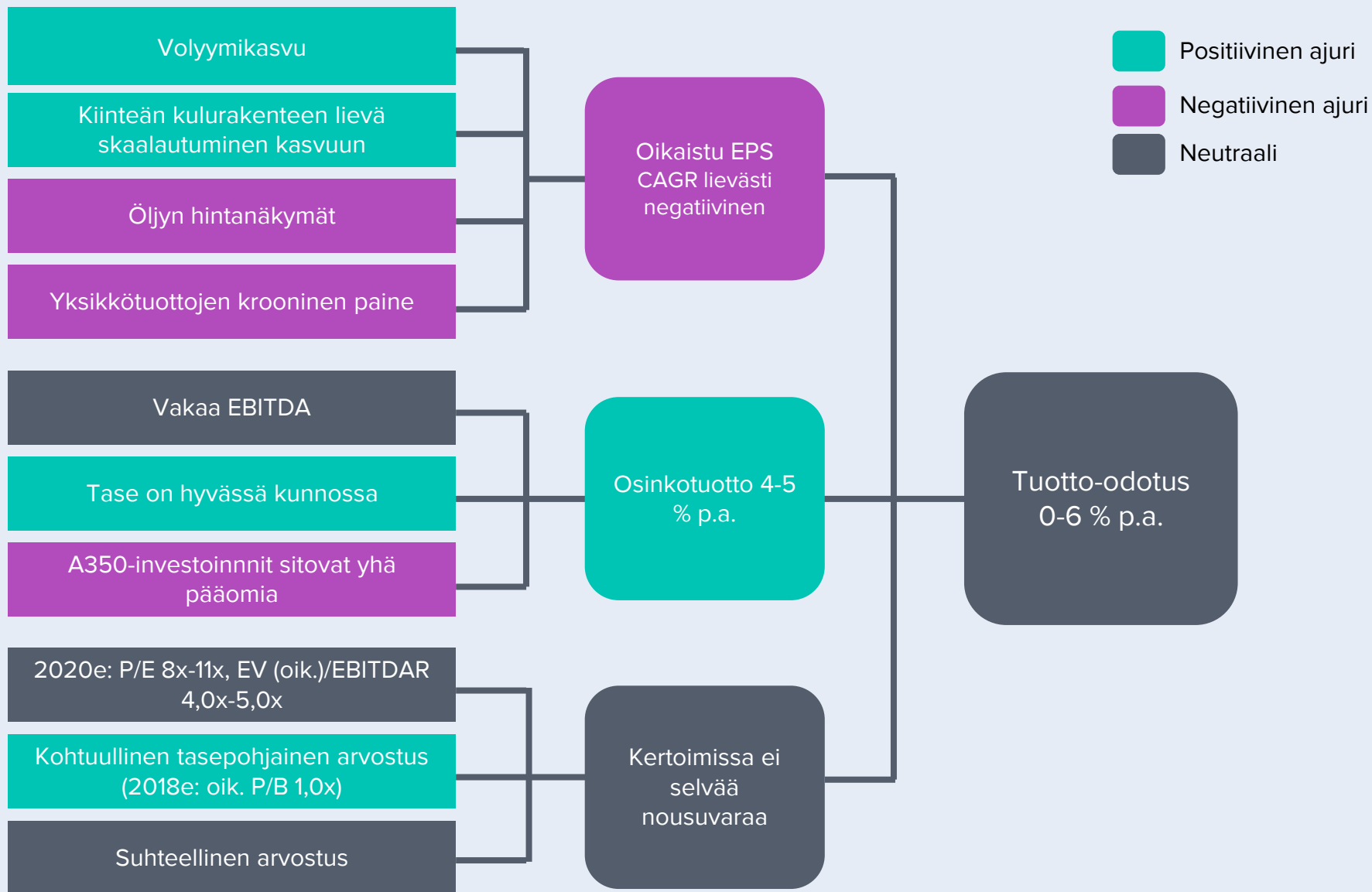
		EBITDAR						
		300	350	400	450	500	550	600
E/EBITDAR	3,50	-0,55	0,82	2,19	3,55	4,92	6,29	7,66
	3,75	0,04	1,50	2,97	4,43	5,90	7,36	8,83
	4,00	0,63	2,19	3,75	5,31	6,88	8,44	10,00
	4,25	1,21	2,87	4,53	6,19	7,85	9,51	11,17
	4,50	1,80	3,55	5,31	7,07	8,83	10,59	12,34
	4,75	2,38	4,24	6,09	7,95	9,80	11,66	13,52
	5,00	2,97	4,92	6,88	8,83	10,78	12,73	14,69
	5,25	3,55	5,61	7,66	9,71	11,76	13,81	15,86
	5,50	4,14	6,29	8,44	10,59	12,73	14,88	17,03

Lease-vastuuokaisu 1120 MEUR, korollinen nettovelka 0

2018e P/B

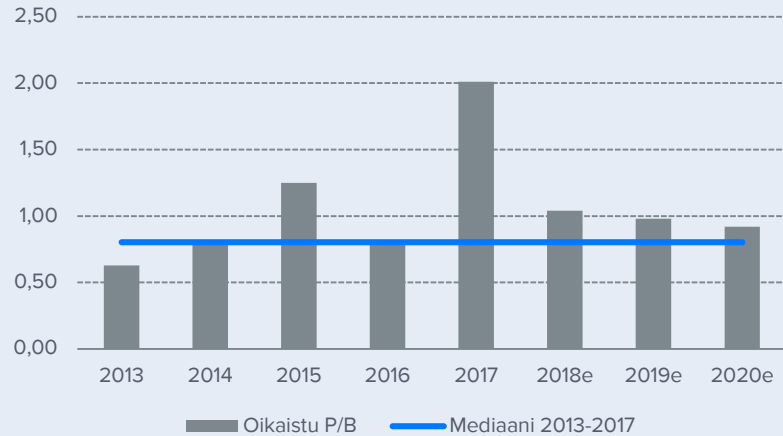
		Oikaistu oma pääoma per osake						
		6,40	6,55	6,70	6,85	7,00	7,15	7,30
P/B (oik)	0,85	5,44	5,57	5,70	5,82	5,95	6,08	6,21
	0,90	5,76	5,90	6,03	6,17	6,30	6,44	6,57
	0,95	6,08	6,22	6,37	6,51	6,65	6,79	6,94
	1,00	6,40	6,55	6,70	6,85	7,00	7,15	7,30
	1,05	6,72	6,88	7,04	7,19	7,35	7,51	7,67
	1,10	7,04	7,21	7,37	7,54	7,70	7,87	8,03
	1,15	7,36	7,53	7,71	7,88	8,05	8,22	8,40
	1,20	7,68	7,86	8,04	8,22	8,40	8,58	8,76
	1,25	8,00	8,19	8,38	8,56	8,75	8,94	9,13

Finnairin arvoajurit 2018e-2020e

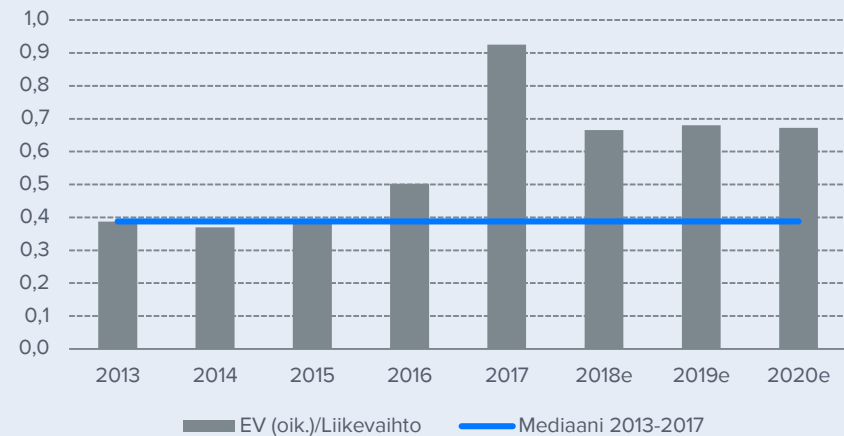


Historiallinen arvostustaso

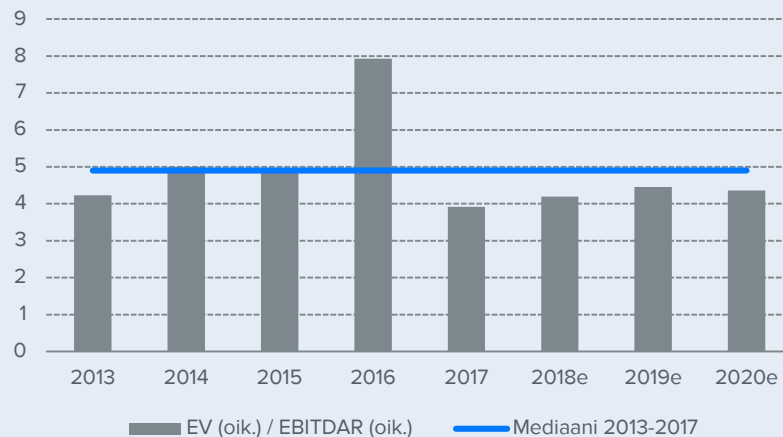
P/B (oik.)



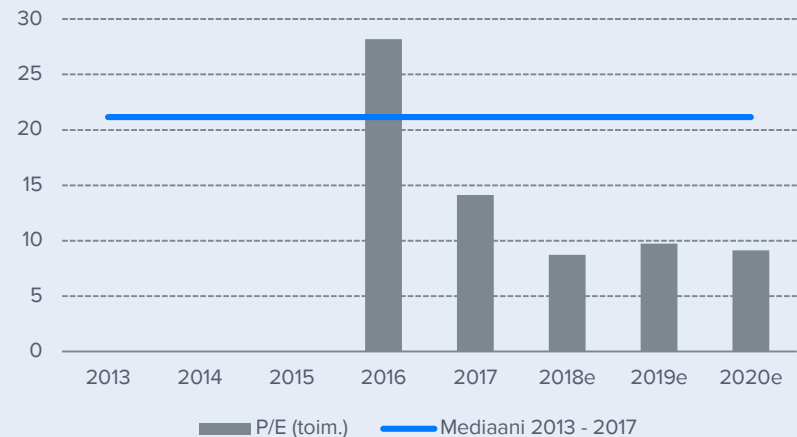
EV(oik.)/Liikevaihto



EV (oik.)/EBITDAR (oik.)



P/E (oik.)



Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	2 255	2 317	2 568	2 851	3 029	3 161
Kulut	-2 025	-2 095	-2 214	-2 552	-2 732	-2 852
EBITDA	230	222	354	299	297	309
Poistot	-108	-106	-129	-142	-147	-152
Liikevoitto	122	116	225	157	150	158
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	98	61	54	-6	0	0
<i>Toiminnallinen</i>	24	55	170	163	150	158
Rahoituserät	-33	-42	-49	-52	-51	-70
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0	0	0	0	0	0
Voitto ennen veroja	113	106	211	139	133	141
Muut erät	-8	-18	-13	-13	-13	-13
Verot	-24	-21	-42	-28	-27	-28
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	81	67	157	98	94	100
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	-17	6	102	104	94	100
Satunnaiset erät	0	0	0	0	0	0
Tilikauden tulos	81	67	157	98	94	100
<i>Osakekohtainen tulos</i>	0,63	0,53	1,22	0,77	0,73	0,78
Osakekohtainen tulos (toiminnallinen)	-0,13	0,14	0,91	0,81	0,73	0,78

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	842	1189	1446	1637	1792
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	10	12	16	19	22
Käyttöomaisuus	812	1167	1422	1610	1763
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3	3	3	3	3
Muut sijoitukset	9	7	6	6	6
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	9	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	1209	1340	1441	1492	1518
Varastot	12	15	17	17	18
Muut lyhytaikaiset varat	280	316	121	121	121
Myyntisaamiset	209	212	320	356	379
Likvidit varat	708	797	983	998	1000
Taseen loppusumma	2050	2529	2887	3129	3310

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	727	857	1016	1076	1131
Osakepääoma	75	75	75	75	75
Kertyneet voittovarot	0	67	211	271	327
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	652	714	729	729	729
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	347	750	747	748	808
Laskennalliset verovelat	0	33	74	74	74
Varaukset	56	63	79	79	79
Lainat rahoituslaitoksilta	271	617	586	588	648
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	20	37	8	8	8
Lyhytaikaiset velat	976	921	1125	1305	1371
Lainat rahoituslaitoksilta	75	100	132	252	278
Lyhytaikaiset korottomat velat	591	519	566	627	666
Muut lyhytaikaiset velat	310	302	426	426	426
Taseen loppusumma	2050	2529	2887	3129	3310

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 esittäjensä 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraana 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 liikkeeseenlaskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseenlaskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	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 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi