

Finnair

Laaja raportti

5.5.2023 8:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Myrskystä kohti poutasäätä

Finnair on päässyt koronapandemian ja Venäjän ylilentokiellon aiheuttaman tuplakriisin selviytymisvaiheesta käännevaiheeseen. Yhtiön tuloskäänne on päässyt odotuksia suotuisammassa markkinassa hyville urille ja olemme nostaneet lähiaikojen ennusteitamme Finnairin vahvan Q1-raportin jälkeen. Osakkeen arvostus on jo ottanut kaikilla arvostusmittareilla reippaasti etukenoa ja mielestämme todennäköinen taseen korjaus aiheuttaa selvän laimentumisriskin nykyomistajille. Siten Finnairin tuotto-odotus jää mielestämme 12 kk:n tähtäimellä heikoksi. Siten nostamme yhtiön tavoitehintamme ennustemuutosten suuntaisesti 0,43 euroon (aik. 0,40 €) tavoitehintamme, mutta toistamme myy-suosituksemme.

Vuoteen 2025 tähtävällä strategialla haetaan etenkin kannattavuuden palauttamista

Finnairin viime vuoden syksyllä julkaistu uusi strategia nojaa aiempaa tasapainoisempaan maantieteelliseen verkostoon, yksikkötuottojen parantamiseen laatuun nojaavalla pelikirjalla, kulutehokkuuden merkittävään parantamiseen ja vastuullisuuteen. Arviomme mukaan strategian keskeisenä tavoitteena on Finnairin palauttamisen investointikykyiseksi, mikä vaatii ensisijaisesti kannattavuuden palauttamisen sekä arviomme mukaan toissijaisesti myös taseen vahvistamisen rahoitusjärjestelyillä. Arviomme mukaan Finnairilla ei ole uuden strategian puitteissa aiemman Aasia-strategian kaltaisia kilpailuetuja ja myös pitkän ajan kasvupotentiaali on supistunut hieman. Tämä pakottaa yhtiötä hakemaan etenkin tehokkuutta kaupallisissa operaatioissa ja kulupuolella. Liiketoiminnan pääriskit liittyvät mielestämme kilpailuun, polttoaineen hintaan ja shokkiherkkyteen.

Odotamme tuloksen toipuvan, mutta korot nirhaavat reilusti liikevoittoa lähivuosina nykyrakenteella

Finnairin tavoitteena on saavuttaa pandemiaa edeltänyt 5 %:n liikevoittotaso H2'24:lta alkaen. Pidämme tavoitetta hyvin realistisena, kun huomioidaan yksikkötuottojen vahvistunut näkymä (sis. markkinoiden kiristynyt kysyntä/tarjonta ja yhtiön omat toimet), Finnairin säästötoimet, rauhoittunut polttoaineen hintaodotus ja EUR/USD-kurssin vahvistuminen. Odotammekin Finnairin saavuttavan kannattavuustavoitteensa etujassa tänä vuonna sekä pystyvän parantamaan hieman lähivuosina sekä saavuttamaan vuoden 2019 liikevaihtotason vuonna 2025. Liikevoiton alapuolella velkainen tase ja korkojen nousu pitävät arviomme mukaan kuitenkin rahoituskulut korkealla tasolla nykyisellä rahoitusrakenteella, vaikka emme ole edes huomioineet 400 MEUR:n pääomalainan korkoja ennusteissamme. Näin ollen omistajien kannalta tilanne on mielestämme yhä hankala, kun liiketoiminnan generoima kassavirta valuu nykyisellä rakenteella turhan isoilta osin rahoittajille (ml. konevuokraajat) korkojen sekä velanlyhennysten muodossa. Näin ollen odotamme yhtiöltä tasetta vahvistavia järjestelyjä sinetöimään yhtiön uudelleenrakennuksen lähivuosina.

Arvostustaso on merkittävästi toimialaverrokkeja korkeampi

Merkittävistä tulosparannusodotuksista huolimatta Finnairin tämän ja ensi vuoden ennusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 13x ja 14x ja oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 11x. Nämä tasot ovat useita kymmeniä prosentteja verrokkeja korkeammalla, mitä yhtiön kasvu- ja kannattavuusnäkömät tai riskiprofiili eivät mielestämme oikeuta. Finnairin tuplakriisissä paisuneet velat huomioiva yritysarvo on (etenkin hybridilainalla ja pääomalainalla oikaistuna) on myös yhä korkeahkolla tasolla ja epäilemme yhä vahvasti, että investointikykyisen taseen rakentaminen tulee tavalla tai toisella kasvattamaan laimentamaan Finnairin nykyomistajien omistuksia lähivuosina. Korkean arvostuksen ja laimennusriskin yhtiölle ei mielestämme houkuttele omistamaan osaketta tässä vaiheessa.

Suositus

Myy

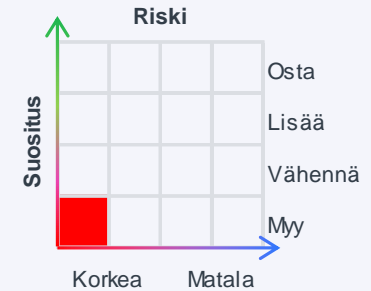
(aik. Myy)

0,43 EUR

(aik. 0,40 EUR)

Osakekurssi:

0,52 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	2357	3028	3021	3114
kasvu-%	181 %	28 %	0 %	3 %
EBIT oik.	-163,9	163,2	184,0	185,0
EBIT-% oik.	-7,0 %	5,4 %	6,1 %	5,9 %
Nettotulos	-476,1	82,2	73,3	74,2
EPS (oik.)	-0,33	0,04	0,04	0,04

P/E (oik.)	neg.	12,7	13,6	13,3
P/B	1,3	1,5	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	13,5	11,3	11,0
EV/EBITDA	15,1	4,5	4,2	4,2
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,7	0,7

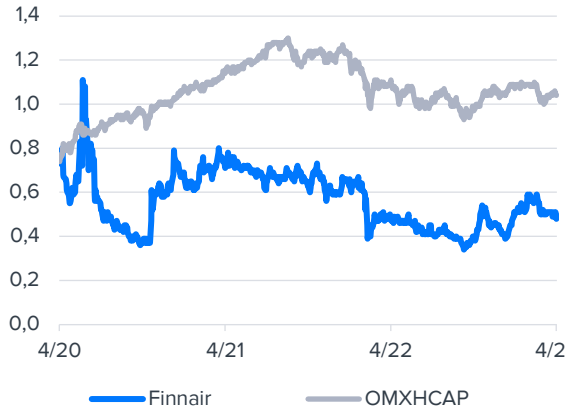
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

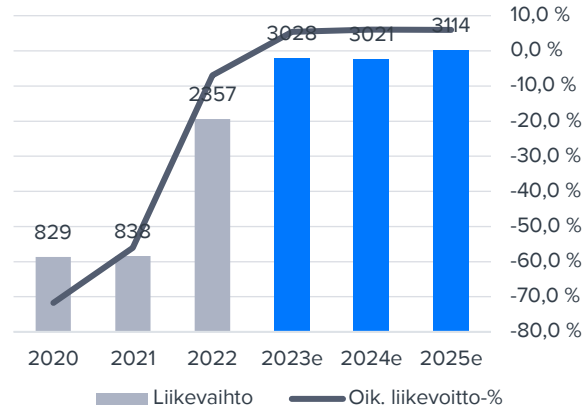
Finnair arvioi koko vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan huomattavasti sekä vertailukelpoisen liikeluoksen paranevan huomattavasti vuodesta 2022 erityisesti siksi, että vuoden 2022 ensimmäinen puolisko oli sekä pandemian että suljetun Venäjän ilmatilan vahvasti rasittama. Yhtiö arvioi, että liikevaihto ja vertailukelpoinen liikeluokse eivät kuitenkaan vielä yllä vuoden 2019 tasolle.

Osakekurssi



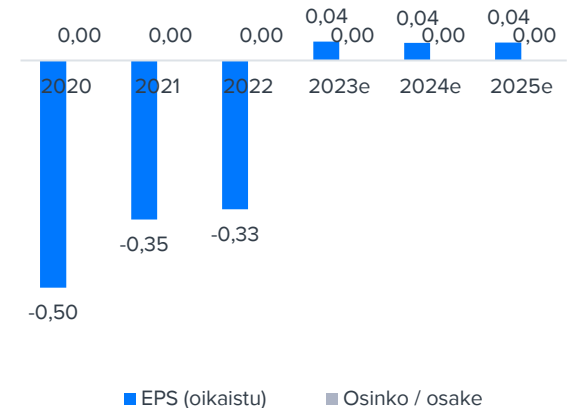
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Lentomatkailun pitkän ajan kasvunäkymä on melko suotuisa
- Pahimmasta kilpailusta suojassa olevalla Suomen syrjäisellä markkinalla yhtiön markkina-asema on vahva
- Kannattavuudessa on parantamisen varaa sekä tuotto- että kulupuolen kehitystoimien kautta
- Vahva brändi ja laatulentoyhtiön maine



Riskitekijät

- Nykystrategiassa kilpailuedut ovat selvästi heikkomat kuin aiemmassa Aasian strategiassa
- Sektorin kysyntä on syklistä ja kilpailu on tyypillisesti kireää
- Rakennemuutokset toimialalla
- Polttoaineen hintaan ja valuuttoihin liittyvät riskit
- Regulaation kiristyminen
- Korkea velkamäärän ja osakesarjan laimentuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,52	0,52	0,52
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	734	734	734
Yritysarvo (EV)	2205	2079	2028
P/E (oik.)	12,7	13,6	13,3
P/E	11,5	13,6	13,3
P/Kassavirta	2,0	2,9	4,1
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	4,5	4,2	4,2
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,3	11,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Liiketoimintamalli	5-13
Strategia	14-16
Toimiala ja kilpailu	17-26
Taloudellinen tilanne	27-29
Ennusteet	31-36
Arvonmääritys, suositus ja sijoitusprofiili	37-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Liiketoimintamalli 1/8

Tuplakriisi aiheutti perinteiselle yhtiölle historiansa suurimmat vaikeudet

Vuonna 1923 perustettu Finnair (alun perin Aero Oy) on yksi maailman vanhimpia yhä toiminnassa olevia lentoyhtiöitä. Verkkopohjaisella liiketoimintamallilla operoiva yhtiö on ollut listattuna Helsingin Pörssiin vuodesta 1989 kaupankäyntitunnuksella FIAIS, mutta päätösvaltaa yhtiössä käyttää edelleen Suomen valtio selvän enemmistöosuuden turvin. 55 yhtiön itse operoimasta ja 24 osakkuusyhtiö Norran lentokoneesta (ostopalveluliikennettä Finnairille) koostuvaa laivastoa operoiva ja Oneworld-allianssiin kuuluva Finnair raportoi liiketoimintansa taloudellista kehitystä tuloksen osalta vain konsernitasonlailla.

Viime vuosina yhtiö on käynyt läpi historiansa pahinta kriisiä koronapandemiasta ja Venäjän ylilentokiellosta johtuen. Koronapandemian hallitsemiseksi käyttöön otetun laajat matkustusrajoitukset romahduttivat ensin matkustamisen noin kahdeksi vuodeksi kevästä 2020 alkaen. Keväällä 2022 alkanut ja Venäjän hyökkäyssodasta johtunut maan ylilentokielto teki Finnairin Aasian strategiasta toteuttamiskelvottoman, kun Venäjän ilmatilan kiertäminen lisäsi lentomatkaa Aasiaan 15-40 %. Tämä taas nosti dramaattisesti Aasian liikenteen kustannustasoa ja heikensi pitkän ajan volyympotentiaalia. Aasian matkustajaliikenne toi vuonna 2019 35 % Finnairin liikevaihdosta (lisäksi rahdin liikevaihdosta pääosa tuli Aasiasta), joten isku oli valtava ja myös lähtökohtaisesti pysyvä. Yllämainituista syistä Finnairin toiminta on vuosina

2020-2022 ollut raskaasti tappiollista, mutta riittävän nopeiden säästötoimien, likviditeetin keräämisen, Suomen valtion vakaan tuen, strategiauudistuksen sekä markkinoiden toipumisen ansiosta yhtiö on jo saanut käyntiin uudelleenrakennusvaiheen.

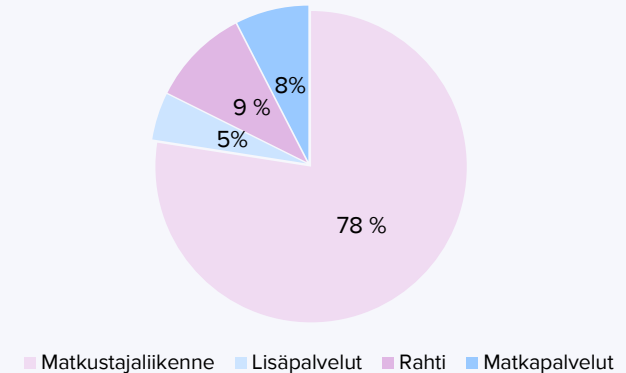
Liiketoimintarakenne

Finnairin tulovirta koostuu neljästä eri lähteestä:

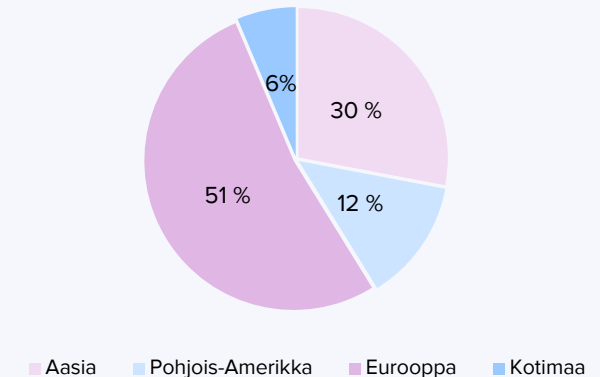
Matkustajaliikenne eli kuluttajille myydyt lentoliput ovat Finnairin selvästi suurin tulokomponentti, joista H2'22:n melko normaalia lähestyneissä olosuhteissa kertyi 77 % yhtiön liikevaihdosta. Maantieteellisesti nykystrategian mukaisessa Finnairissa valtaosa matkustajaliikenteestä tulee Suomesta Eurooppaan, Pohjois-Amerikkaan, Aasiaan tai Lähi-Itään suuntautuvasta tai päinvastaisesta liikenteestä ja aiemmin tärkeän vaihtomatkatamisen rooli on pienempi. Matkustajia Finnairilla oli vuonna 2022 9,1 miljoonaa ja viimeisimpänä matkustajaliikenteen normaalina vuotena vuonna 2019 yli 14,7 miljoonaa. Siten matkustajaliikenteen liikevaihto kertyy pienistä puroista, kuten kuluttajatuoteyhtiöille on tyypillistä.

Lisäpalvelut eli lentomatikustajille lippujen kyljessä myydyt palvelut ja tuotteet kattoivat H2'22:lla 5 % Finnairin liikevaihdosta. Tähän vahvan kasvupotentiaalin omaavaan ja strategisesti tärkeään osaan kuuluu mm. paikkavarauksia, matkatavaramaksuja, lounge-palveluja, Economy Comfort -matkustusluokanmyyntiä ja lentojen aikaista ruoka- sekä juomakauppaa, wifin myyntiä ja vastaavaa tuote- ja palvelumyyntiä.

Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain H2'22-Q1'23



Matkustajaliikenteen lipputuottojen jakauma H2'22-Q1'23



Liiketoimintamalli 2/8

Rahti toi Finnairin liikevaihdosta H2:lla 10 %. Rahtituottoja Finnair saa matkustajakoneiden ruumissa kulkevista rahtitonneista, sillä koronapandemian aikana väliaikaisesti käyttöön otetut rahtilennot on jo ajettu alas matkustajaliikenteen lähes normalisoiduttua vuoden 2022 aikana. Rahtituloa Finnairille kertyy kaikilta liikennealueilta, mutta suurempi rahdin rooli on kaukoliikennereiteillä.

Matkapalvelut eli Aurinkomatkat käsittävät pakettimatkojen myynnin kuluttaja-asiakkaille, mistä Finnairin liikevaihdosta H2'22:lla kertyi noin 8 %. Matkapalveluiden markkina on Suomi. Käytännössä Aurinkomatkat toimii konsernissa myös myyntikanavana lentoliikenteelle, sillä varsinaisia lomalentoja yhtiö ei lennä. Arviomme mukaan Aurinkomatkat on lentoliikenteen suurimpia yksittäisiä asiakkaita.

Finnairin liikevaihtovirrat ovat olleet perinteisesti jossain määrin syklisiä, sillä matkat ja niihin liitännäiset palvelut ovat kuluttajien perspektiivistä harkinnanvaraisia hankintoja, joita on helppo perua tai siirtää käytettävissä olevien tulojen mukaan. Toisaalta vuonna 2022 inflaation kiihtymisestä johtunut kuluttajien ostovoiman lasku ei ole toistaiseksi näkynyt matkustamisen kysynnässä, vaikka yleisesti harkinnanvarainen kulutus on ollut rajussa paineessa. Näin ollen viime aikojen kehitys on ollut Finnairin kannalta suotuisaa ja muutos kuluttajakäyttäytymisessä voi olla pysyvääkin (ts. matkojen kaltaisen ”aineettoman omaisuuden” arvo kuluttajien arvoasteikolla on noussut suhteessa tavaraan). Kyseessä on kuitenkin ollut vielä pandemian jälkimainingit, joten vahvempia

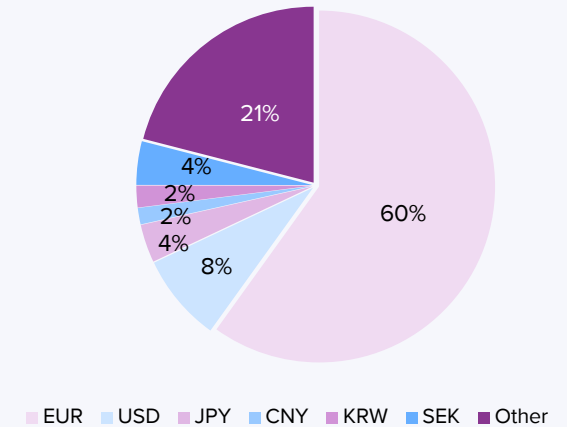
johtopäätöksiä viime aikojen suotuisan trendin kestävyyydestä on vielä vaikea tehdä.

Rahtikysyntä taas riippuu maailmankaupan vedosta, joka vaihtelee taloussyörien mukana. Maailmantalouden ja -kaupan veto vaikuttaa myös liikematkustajien (ml. businessluokka ja turistiluokassa matkustavat työmatkalaiset) aktiviteettiin. Tämä maksukykyinen asiakasryhmä on Finnairin tuloksen muodostumisen kannalta tärkeä, vaikka volyymistä suuren osan tuokin keskimäärin hintaherkempi vapaa-ajan matkustus. Pandemia ja sen myötä yleistynyt etätapaamisten käyttö liikeneuvotteluissa on arviomme mukaan pudottanut liikematkustamista hieman pysyvästi suhteessa pandemiaa edeltäneeseen aikaan, mutta toisaalta tuottokehitys myös tässä segmentissä on ollut viime aikoina vahvaa.

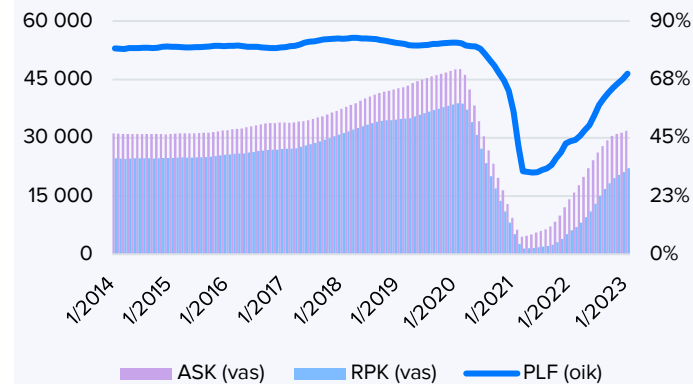
Finnair on perinteinen verkkolentoyhtiö

Finnair ja monet sen historialliset kilpailijat (esim. SAS, Lufthansa, Air France-KLM, British Airways) operoivat verkkopohjaisella liiketoimintamallilla, mikä tarkoittaa käytännössä yhden tai useamman solmukohtan ympärille rakennettua verkostoa. Solmukohtasta verkkolentoyhtiö tarjoaa kattavat yhteydet eri puolille verkkoa. Finnairin solmukohta on luonnollisesti Helsinki-Vantaan lentokenttä, mistä yhtiö lentää yli 100 Aasian, Pohjois-Amerikan, Euroopan, Lähi-Idän ja kotimaan kohteeseen. Lisäksi Finnair lentää Tukholmasta ja Kööpenhaminasta Dohaan Qatar Airways-sopimuksen puitteissa. Oman verkoston lisäksi Finnair pystyy tarjoamaan eritasoisten kumppaniensa operoimia reittejä asiakkailleen.

Liikevaihdon jakauma valuutoittain H2'22



Finnairin kuukausittainen ASK¹, RPK² ja PLF³-% 2014-3/2023 LTM⁴



Lähde: Finnair

¹Tarjotut henkilökilometrit, ²Myydyt henkilökilometrit, ³Matkustajakäyttöaste, ⁴Rullaava 12kk (last twelve months)

Liiketoimintamalli 3/8

Verkon keskeinen rooli Finnairin liiketoiminnan runkona on säilynyt, vaikka Venäjän yllentokiellosta johtuneen Aasian liiketoiminnan supistumisen takia vaihtomatrustajien osuus Finnairin volyyymistä ei arviomme mukaan tule yltämään vuoden 2019 tasolle.

Verkkolentoyhtiöille tyypillisesti Finnair optimoi koko verkon myyntiä ja kannattavuutta yhtenä kokonaisuutena. Siten yksittäisten reittien ei tarvitse olla välttämättä kannattavia, jos ne tukevat verkon kokonaisuutta. Vaikka vaihtomatrustajien rooli on Finnairissa pienentynyt Aasian liikenteen supistuttua, vaihtomatrustajia on yhä tuntuva määrä ja Finnairin pitää pystyä tarjoamaan heille hyvät yhteydet Helsingistä eteenpäin.

Halpalentoyhtiöt pitävät kilpailupainetta yllä

Kilpailevat liiketoimintamallit ovat etenkin lyhyillä etäisyyksillä halpalentomalli sekä tiettyyn segmenttiin (esim. loma- rahti- tai luksuslennot) keskittymiseen nojaavat mallit. Systemaattisesti markkinaosuuksia edullisten lippujen avulla 2000-luvulla lyhyen matkan liikenteessä voittaneet halpalentoyhtiöt ovat olleet piikki Finnairin ja muiden verkkolentoyhtiöiden lihassa etenkin jo ennen pandemiaa, vaikka Suomessa hieman liian pitkät lentoetäisyydet Eurooppaan ja pieni markkina ovat pitäneet halpalentokilpailun vielä monia muita Euroopan maita vähäisempänä. Tämä on kuitenkin pakottanut Finnairia parantamaan kulutehokkuuttaan. Helsinki-Vantaalta useampia reittejä Eurooppaan halpalentoyhtiöistä operoivat nykyään Norwegian ja Ryanair.

Mannertenvälisillä lennoilla halpalentokonsepti ei ole onnistunut lyömään läpi, sillä kulujuja on

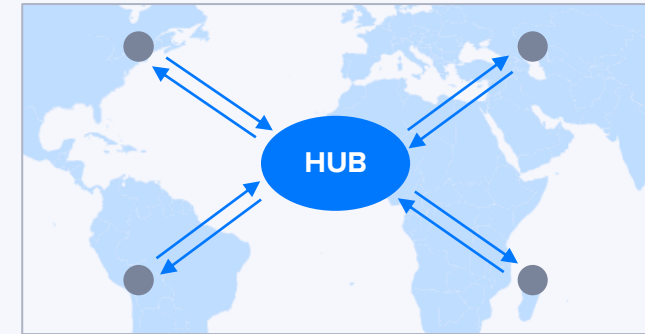
pitkillä reiteillä vaikeampi saavuttaa. Arviomme mukaan pandemia myös hautasi eri pelureiden toiveet halpalentokonseptin laajentamisesta kaukoreiteille ainakin lähivuosina, joten emme odota pitkien reittien halpalennoista myöskään muodostuvan merkittävää kilpailijaa Finnairille.

Yhteistyö on iso osa Finnairin liiketoimintamallia

Finnair tekee yhteistyötä muiden lentoyhtiöiden kanssa useilla tasoilla. Tämä on Finnairin kaltaisille verkkoyhtiöille tavallista, kun taas halpalentoyhtiöt ovat tyypillisesti pysytelleet ulkona yhteishankkeista. Pienenä yhtiönä Finnair pystyy merkittävästi parantamaan asiakkailensa tarjoaman palvelun laajuutta yhteistyön avulla.

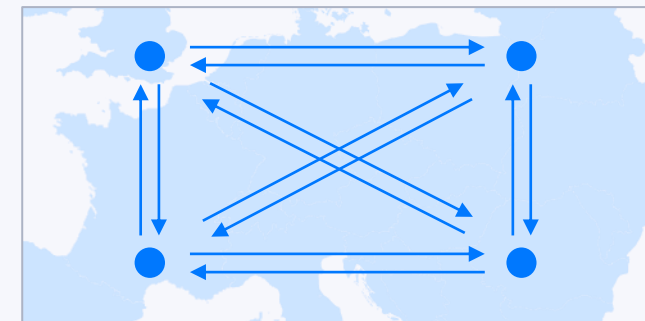
Keyvin yhteistyön muoto on code-sharing, jonka kautta lentoyhtiöt myyvät lippuja toisten yhtiöiden operoimille lennoille ja saavat liikevaihtoa myyntinsä perusteella. Code-sharing mahdollistaa verkon optimoinnin, tarjonnan parantamisen asiakkaille ja voi antaa hinnoitteluetua allianssikilpailun ulkopuolisilla reiteillä. Tämän tyyppisiä yhteistyökumppaneita Finnairilla on vajaat 30, joista 10 kuuluu Finnairin tavoin globaaliin oneworld-allianssiin. Oneworldissa yhtiöt ovat syventäneet yhteistyötä reittiverkkojen optimointiin, myyntiin ja jakeluun sekä yhteisten resurssien käyttöön. Tavoitteena allianssissa on verkoston laajentaminen ja operatiiviset synergiat. Mielestämme laaja osallistuminen yhteistyöhankkeisiin on Finnairin kaltaisen pienen lentoyhtiön kannalta tärkeää, sillä se parantaa tarjoamaa sekä tuo skaalaansa isompaa kokoa. Huomattavaa hinnoitteluhuhytyä tai kulusynergioita allianssiyhteistyökään ei kuitenkaan tarjoa.

Verkkolentoyhtiö



- Verkkolentoyhtiöt pyrkivät tarjoamaan laajan määrän kohteita hyödyntämällä omia "Hubeja" eli kotilentokenttiä
- Yhtiöiden väliset allianssi laajentavat verkostoa
- Perinteisten ja täyden palvelun yhtiöiden toimintamalli

Reittilentoyhtiö



- Reittilentoyhtiöt pyrkivät maksimoimaan lentokoneiden käyttöasteen valituilla reiteillä ja kilpailemaan hinnalla
- Halpalentoyhtiöiden liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli 4/8

Finnairin kannalta syvimät ja tärkeimmät yhteistyön muodot ovat yhteiset liiketoiminnot ja kahdenvälinen strateginen Qatar Airways -yhteistyö, joissa yhtiö sopii hankkeiden alaisten reittien kapasiteetista kumppaniensa kanssa ja yhden yhtiön operoimien lentojen tulot jaetaan jäsenten kesken ennalta sovitulla tavalla. Yhteisliiketoimintoja Finnairilla on Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisessä liikenteessä (**Atlantin JB**) American Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian muodostaman ryhmän kanssa sekä Euroopan ja Japanin välisessä liikenteessä Japan Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian kanssa (**Siperian JB**). Lisäksi Finnairilla on kahdenvälinen ja Helsingin ja Shanghain välistä reittiä koskeva yhteinen liiketoiminta kiinalaisen Juneyao Airlinesin kanssa. Finnairin kaikki JB-kumppanit ja Qatar Airways kuuluva myös Oneworldiin. Juneyao Airlines ei sen sijaan ole Oneworldin jäsen.

Yhteisliiketoimintojen ja kahdenvälisen QA-yhteistyön merkitys on allianssiakin suurempi

SJB:lla ja AJB:llä yhteisliiketoiminnoilla on vahva markkina-asema kohdealueillaan, joskin Venäjän ilmatilan sulusta aiheutuneet reittipituus- ja kustannusongelmat koskevat täysimääräisesti myös koko SJB:tä. Juneyao Airlines –yhteistyön merkitys on Finnairille pienempi, sillä kyseessä on yhä reittiä koskeva ja vasta vuonna 2021 alkanut yhteishanke. Arviomme mukaan yhteistyö tulee hakemaan vielä muotoaan, sillä Juneyao Airlines pystyy kiinalaisena yhtiönä lentämään Siperian yli. Finnair on arviomme mukaan hyötynyt SJB:stä ja AJB:stä selvästi ennen pandemiaa. Niiden merkitys yhtiölle on lähtökohtaisesti tuntuva myös jatkossa, vaikka SJB:n merkitys portfoliossa pienentyikin Finnairin strategiamuutoksen takia. Pidämme myös

mahdollisena, että yhtiö pyrkii yhteisiin liiketoimintoihin uusillakin alueilla (esim. Intia). Molemmat hankkeet tuovat antavat arviomme mukaan Finnairille lisää skaalaetuja.

Yhteishankkeiden lisäksi Finnair sopi syksyllä 2022 strategisesta yhteistyöstä Qatar Airwaysin (QA) kanssa osana uutta tasapainoisempaa maantieteellistä verkostoa tavoittelevaa strategiaansa. Yhteistyön puitteissa Finnair lentää Helsingistä, Tukholmasta ja Kööpenhaminasta syöttöliikennettä QA:n kotikentälle Dohaan, josta QA:lla on taas tarjolla laajat jatkoyhteydet Kaakkois-Aasiaan, Afrikkaan ja Australiaan. QA on myös sitoutunut ostamaan Finnairin kapasiteetista kiinteän osan.

Arviomme mukaan yhteistyö on Finnairille erittäin tärkeä, sillä hankkeen ansiosta Finnair saa 1) auki uusia ja maksukykyisen asiakaskunnan omaavia markkinoita vahvan jakeluvoiman omaavan pelurin siivellä 2) käyttöä Kiinan markkinoilta Venäjän ylilentokiellon takia todennäköisesti osittain toimettomaksi jääneille A330-koneille (mallia käytettiin Kiinan reiteillä). Järjestelyn tarkemmista kaupallisista ehdoista ei ole tietoa, mutta uskomme Finnairin pystyneen neuvottelemaan vähintään kohtuullisen sopimuksen osin haastavasta neuvotteluasemasta huolimatta, sillä arviomme QA:n arvostaneen laatuun panostavana lentoyhtiönä Finnairin kykyä tarjota samoja ominaisuuksia. Myös Q1'23:n perusteella liiketoiminta on lähtenyt vahvasti käyntiin. Näin ollen pidämme järjestelyä Finnairin kannalta lähtökohtaisesti hyvänä, vaikka Aasian liikenteen asemien heikkenemisen nettonegatiivista vaikutusta Finnairiin se ei muutakaan.

Oneworld-allianssi

13 reittilentoyhtiön muodostama strateginen allianssi

- Vaihtolentojen koordinointi lentoyhtiöiden välillä
- Kuluttajille yhteinen kanta-asiakasohjelma
- Yhteisten vastuullisuustavoitteiden asettaminen



Liiketoimintamalli 5/8

Asiakskunta on hajautunut

Kuluttajatuoteyhtiölle tyypillisesti Finnairilla on miljoonia asiakkaita eikä yksikään asiakkaista ole konsernin mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa vaan kaupankäynti alkaa joka päivä käytännössä alusta. Hajanainen asiakasrakenne ei tyypillisesti anna lentoyhtiöille selkeää hinnoitteluvoimaa vaan kireä kilpailu on historiallisesti pitänyt keskituotot paineessa. Ajoittaisia keskituottojen pyrähdyksiä markkinoilla on toki toisinaan nähty ja keskituottoihin vaikuttaa tarjontakäyrän sijainnin kautta toki jossain määrin myös polttoaineen hintataso eli öljyn hinta.

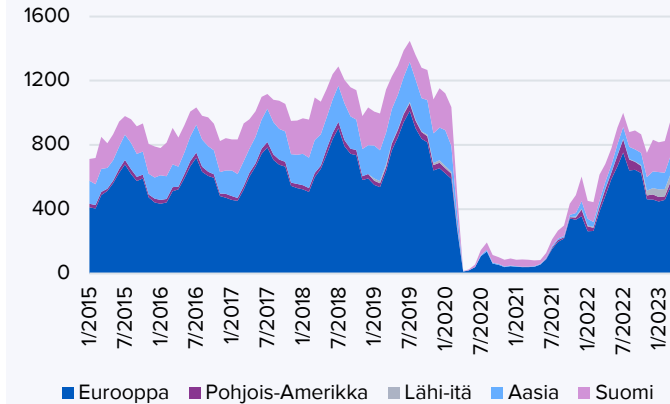
Myös asiakasuskollisuus on ollut lentosektorilla tyypillisesti matalahko ostoja keskittäviä yritysasiakkaita lukuun ottamatta, sillä lentolippu on homogeeninen tuote, jonka vertailtavuus suhteessa kilpaileviin tuotteisiin on helppoa. Asiakasuskollisuusohjelmien hyödyntämisessä Finnairilla on vielä parantamisen varaa. Finnair on kuitenkin strategiassaan panostanut laatuun jo pitkään ja yhtiö hoiti myös koronakriisin kokonaisuutena erittäin asiakasystävällisesti moniin kilpailijoihin verrattuna. Näistä syistä Finnairin asiakastyytyväisyys on kehittynyt pääosin nousujohteisesti ja ollut hyvällä tasolla viime vuosina lentosektorin viitekehukseen suhteutettuna. Tässä valossa pidämme mahdollisena, että yhtiö saavuttaisi ainakin joissakin korkeinta laatua arvostavissa asiakassegmenteissä jossain määrin parempaa asiakasuskollisuutta ja sitä kautta hieman historiallista parempaa hinnoitteluvoimaa jatkossa.

Lentäminen ei ole erityisen skaalautuvaa

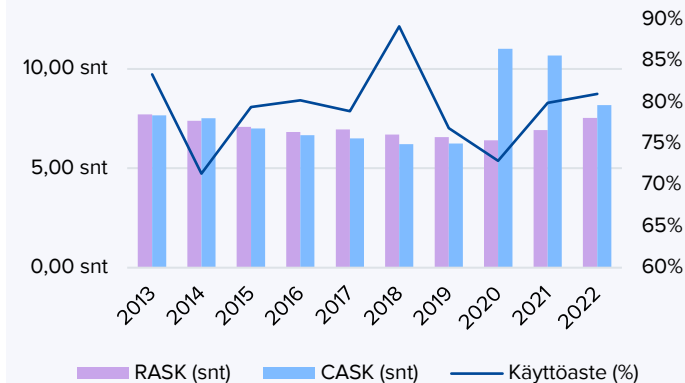
Lentoliiketoiminnassa kasvu ei ole erityisen skaalautuvaa, sillä kokoluokan kasvattaminen vaatii käytännössä lentokoneiden ja henkilökunnan määrän kasvattamista. Finnairin kaikista operatiivisista kustannuksista arviomme mukaan hieman alle 20 % on kiinteitä ja pääosin tukitoimintoihin liittyviä kuluja, jotka skaalautuvat arviomme mukaan liikevaihdon kasvuun kohtuullisesti. Siten kulurakenteessa on jonkun verran tulosvipua liikevaihdon kasvulle. Sen sijaan joka tapauksessa lentävien koneiden täyttämisen lisämatkustajilla (ts. käyttöasteen nosto) skaalautuu voimalla kannattavuuteen, sillä yksi lisämatkustaja aiheuttaa vain vähän lisäkuluja (korkea rajatuotto). Lentoyhtiöllä onkin perinteisesti ollut houkutus täyttää koneitaan hinnoittelun kustannuksella eikä hintakuri sektorilla ole ollut erityisen hyvä.

Kiinteisiin kuluihin ei ole sisällytetty lentokonekustannuksia, joiden osuus kokonaiskuluista on noin 10 % normaaliin liikevaihtotasoon suhteutettuna. Nämä kulut eivät lyhyellä tähtäimellä ole erityisen joustavia. Arviomme mukaan Finnairin kulurakenne on myös konekulujen osalta kiinteitynyt koronakriisissä, sillä yhtiö teki kriisissä myynti- ja takaisinvuokraussopimuksia omistamistaan koneista likviditeetin nostamiseksi. Tätä tempua ei tietenkään voi käyttää toista kertaa ja vuokrat Finnair on maksanut myös kriisin synkimpinä hetkinä täysimääräisesti. Siten nopea koneisiin liittyviin kuluihin vaikuttaminen on lentoyhtiöille tyypillisesti vaikeaa. Kiinteiden kulujen ja merkittävien konekustannusten takia Finnairin tulosvipu toimii voimakkaasti alaspäin myynnin laskiessa, kuten koronakriisin ja aiempien kriisin aikana on nähty.

Kuukausittainen matkustajamäärä
(Tuhatta matkustajaa 1/2015-3/2023)



Finnairin RASK¹, CASK² ja matkustajakäyttöaste 2013-2022



Lähde: Finnair

¹Liikevaihto/tarjottu henkilökilometri,

²Kustannus/tarjottu henkilökilometri

Liiketoimintamalli 6/8

Polttoaine ja henkilöstö suurimmat kuluerät

Finnairin kulurakenne on tyypillinen verkko-lentoyhtiölle ja se antaa varsin hyvän läpinäkyvyyden yhtiön tuloksen muodostumiseen. Kulurakennetta kannattaa tarkastella etenkin absoluuttisin numeroin, sillä raakaöljyn mukana liikkuva polttoaineen hinta heiluttaa yhtiön kulurakennetta suhteellisesti. Finnair vaimentaa polttoaineen hinnan muutosten vaikutusta tulokseensa 12 kk:n rullaavalla ja portaittaisella suojauspolitiikalla, jossa seuraavan 3 kk:n ostoista 60-90 % suojattu. Ennen koronakriisiä yhtiö noudatti 24 kuukauden suojauspolitiikkaa. Siten yhtiö on lisännyt lyhyen tähtäimen polttoaineen hintariskiä ja vastaavasti suojausten kustannukset ovat luultavasti laskeneet myös. Huomioitavaa on myös, että monet muutkin lentoyhtiöt ovat lyhentäneet suojaushorisonttiaan. Finnairin pitäisi saavuttaa suojauspolitiikkaansa mukainen suojaustaso H1'23:lla, sillä koronakriisin aikana yhtiö joutui ajamaan suojaukset alas ylisuojausten aiheuttamien tappioriskien välttämiseksi ja tilanteen normalisointi on vielä kesken.

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 (tulevaisuudessa SAF:lla voi kuitenkin muodostua paikallisempia markkinoita). Siten polttoainekulujen osalta yhtiö on markkinoiden armoilla. Polttoainetehokkuus on sen sijaan suurelta osin riippuvainen laivastosta. Tyypillisesti

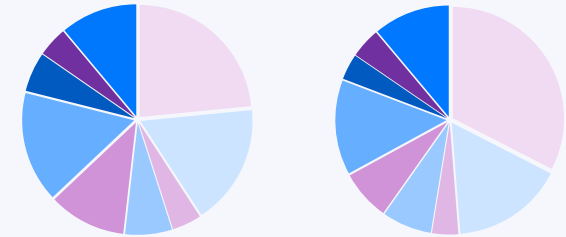
polttoainetehokkuuden ylläpito vaatii investointeja lentokoneisiin, mikä sitoo taas pääomia. Mielestämme Finnairin laajarunkolaivasto on tällä hetkellä erittäin polttoainetehokas uusien A350-koneiden ansiosta, kun taas keskimäärin reilusti vanhemman kapearunkolaivaston polttoainetehokkuus on korkeintaan keskinkertainen. Suhteellisesti arvioimme yhtiön polttoainetehokkuuden olevan lievästi heikentymään päin, sillä nykystrategiassa lyhyen matkan lentämisen rooli on jossain määrin aiempaa Aasian strategiaa suurempi.

Finnairin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä pääomavaltaiseksi liiketoimialaksi lentoliiketoiminta on myös melko henkilö-intensiivistä. Finnair on parantanut potentiaalista henkilöstötehokkuuttaan viime aikoina tuntuvasti, sillä osin korona-aikana toteutetut ja osin käynnissä olevat säästöt liittyen yhtiön yksikkökustannusten ”merkittävässä” alentamistavoitteessa. ovat leikanneet Finnairin henkilöstömäärää yli 1500 työntekijällä. Lisäksi palkkainflaatio on ollut säästöohjelman osakomponentteina olleiden palkkajarrujen ja tuottavuusparannusten takia yhtiössä maltillista. Neuvoteltujen henkilöstösäästöjen täysimääräinen realisointi tulokseen kuitenkin vaatii korkeamman volyymitason saavuttamista. Arviomme mukaan Finnairin henkilöstökustannusten taso on länsiverrokkeihin nähden kilpailukykyinen säästöohjelmien maaliin saamisen jälkeen pienen yhtiön tietyistä skaalahaitoista oikaistuna, mutta Lähi-Idän ja Aasian maiden kilpailijoilla palkkarakenne on sen sijaan kevyempi.

Kulurakenne kuluheritäin

H2'19

H2'22



- Polttoaine (ASK¹, lentojen määrä, laivasto, USD)
- Henkilöstökulut (ASK)
- Kapasiteettivuokrat (ASK, liikenteen rakenne)
- Kaluston aineostot ja huolto (ASK, lentojen määrä, laivasto, USD)
- Liikennöimismaksut (ASK, lentojen määrä, liikenteen rakenne, USD)
- Matkustaja- ja maapalvelut (matkustajamäärä, kuljetetut rahtitonnit)
- Myynti-, markkinointi- ja jakelukulut (ASK, matkustajamäärä, osin kiinteä)
- Kiinteistö, IT ja muut kulut (kiinteä)
- Poistot (laivasto, USD)

Liiketoimintamalli 7/8

Loput kulut koostuvat pienemmistä puroista

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

Korona-aikana tehdyt säästöt sekä Venäjän ylilentokiellon julkistamisen jälkeen julkistetut säästöt ovat käyneet ja käyvät läpi myös kaikki nämä kuluerät. Jakelukuluja on myös laskenut yhtiön pyrkimys ajaa myyntiä omaan halvempaan ja paremman keskituoton myyntikanavaan. Vastaavasti valtaosaa näitä eriä inflaatio on pyrkinyt etenkin vuonna 2022 nostamaan. Näin ollen Finnairin kulurakenne on varsin turbulentissa tilassa viime vuosina ja arviomme mukaan tilanne jatkuu samankaltaisena myös lähiaikoina.

Kokonaisuutena Finnairin viime vuosina tekemät säästötoimet säästöt ovat olleet hieman verrokkiryhmää aggressiivisempia, minkä taustalla on arviomme mukaan lähtötilanteen tietyt mittakaavahaitat sekä toisaalta suurempi isku Venäjän ylilentokiellosta. Näin ollen yhtiö voi arviomme mukaan saada mittakaavahaittojaan

pienennettyä kokonaisuutena hieman tavoiteltu merkittävä yksikkökustannusten alentamistavoite toteutuu. Arviomme mukaan Finnairin kilpailukyky on yhä parempi pitkän matkan liikenteessä (oletuksena vertailukelpoinen lentomatka) uudemman kaluston sekä liiketoiminnan erityyppisen logiikan takia. Lyhyemmillä reiteillä Finnairin puhdas kustannuskilpailukyky on arviomme mukaan yhä heikompi, vaikka suhteellisesti lyhyen pääntien liikenne onkin saattanut parantaa tehokkuuttaan viime vuosina enemmän. Säästötoimien onnistumisesta huolimatta emme kuitenkaan edelleenkaan pidä kulutehokkuutta yhtiön vahvuusalueena ja yhtiön täytyykin pystyä kompensoimaan kulupuolen takamatka tulopuolella esimerkiksi kilpailijoita paremman palvelun (ts. korkeampien keskituottojen) kautta.

Dollarin kurssi heiluttaa euromääräisiä kuluja

Finnairin kuluista polttoainekulut, lentokonehuollot, lentokoneiden lease-maksut ja liikennöimismaksut ja osin poistot ovat USA:n dollareissa pääosin maksettavia kulueriä. Loput kuluista ovat pääsääntöisesti euromääräisiä. Kokonaisuutena Finnairin kuluista noin kolmannes on dollarimääräisiä, joten EUR/USD-valuuttakurssi heiluttaa yhtiön raportoimaa kulurakennetta selvästi. Dollaripositiota (ja tulopuolen EUR/JPY-virtaa) Finnair pehmentää valuuttasuojauksilla, joiden periaate on polttoainesuojauksen kaltainen. Myös valuuttojen osalta Finnair on lyhentänyt ja laskenut suojauspolitiikkaansa korona-aikana, joten myös lyhyen ajan valuuttariskit ovat kasvaneet (ja luultavasti suojauskulut laskeneet).

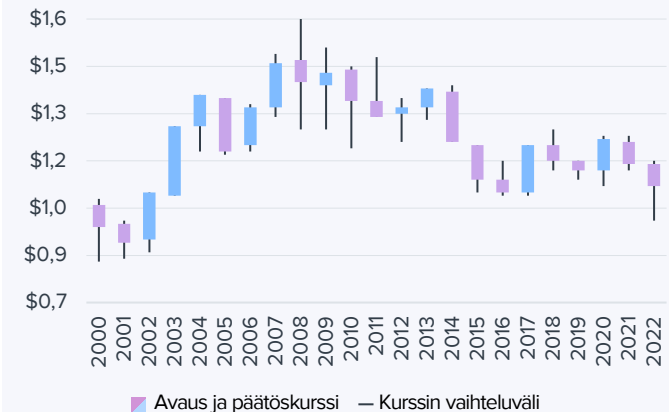
Henkilöstö

Tuhatta ihmistä, 2008-2022



Euron arvo dollareina

2000-2022



Liiketoimintamalli 8/8

Finnairin toimintamalli on pääomaintensiivinen

Finnairin pitkäaikainen kiinteä omaisuus vastasi Q4'22:n lopussa yli 50 % taseen loppusummasta, joten yhtiön toimintamalli on lentoyhtiöille tyypillisesti pääomaintensiivinen. IFRS 16 -standardin takia pääomaintensiivisyyttä ei myöskään voi enää ”piilottaa” taseen ulkopuolelle, sillä nykyään myös vuokravastuut ja niitä vastaavat omaisuuserät kirjataan taseeseen. Korona-aikana likviditeetin parantamiseksi tehtyjen järjestelyjen takia Finnair omistaa laivastostaan lukumäärällä mitattuna hieman alle puolet koneistaan ja reilut puolet vuokrattu lease-yhtiöltä eripituisilla sopimuksilla. Laivaston käyvällä arvolla mitattuna omien koneiden osuus on alle puolet, sillä yhtiön arvokkaimmista A350-koneista suurin osa on vuokrattu korona-ajan järjestelyiden jälkeen. Siten Finnairin liikkumavara laivaston hallinnan suhteen on viime vuosina kaventunut jossain määrin ja etenkin rahalliselta arvoltaan suuremmista liikkeistä yhtiö saattaisi joutua nykytilanteessa neuvottelemaan vuokrayhtiöiden kanssa. Pitkällä aikavälillä näemmekin optimaalisena, että yhtiö omistaa osan koneistaan ja vuokraa osan.

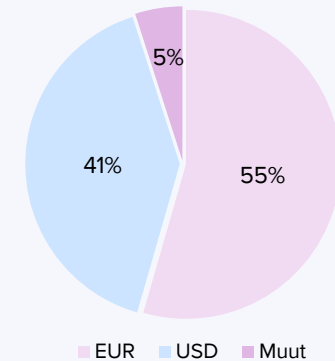
Pääomaintensiivisyyden lisäksi lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin (ts. suuren kassan) liiketoiminnan rahavirtojen kausiluonteisuuden ja yllättävien heilahdusten varalle. Suurin kassan tarve kasvaa tasetta ja rajoittaa samalla sijoitetun pääoman tuottopotentiaalia. Lyhyellä tähtäimellä Finnairin kassatarvetta kohottaa myös uudelleenrakennusvaiheeseen varautuminen.

Käyttöpääoma on negatiivinen

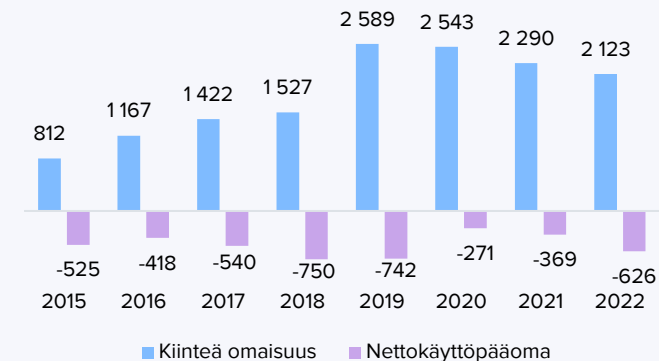
Lentoyhtiöiden asiakkaat maksavat lentoliput ostohetkellä, mutta matka toteutetaan keskimäärin joitakin viikkoja maksun jälkeen. Emme usko pandemian muuttaneen tätä logiikkaa oleellisesti. Toisaalta liiketoiminta ei sido varastoja, sillä tuotantopanosten (esim. polttoaine) varastoinnista vastaavat tavarantoimittajat ja alihankkijat, ja lentoyhtiöt saavat suurina ostajina tyypillisesti neuvoteltua varsin pitkät maksuajat. Siten lentoyhtiöiden nettokäyttöpääoma on normaaleissa olosuhteissa voimakkaasti negatiivinen ja esimerkiksi Finnairin nettokäyttöpääoma oli vuoden 2022 lopussa -27 % liikevaihdosta (2019 lopussa -25 %). Käyttöpääomatarve kuitenkin elää voimakkaasti vuoden aikana liiketoiminnan (ts. varausten) kausiluonteisuuden mukaan.

Negatiivinen käyttöpääoma rajoittaa jossain määrin korollisen pääoman sitoutumista Finnairin liiketoimintaan ja tekee kassavirtojen ajoittumisesta houkuttelevaa. Toisaalta rahavirtojen ajoitus ja lentoyhtiöiden tyypillisesti korkea velkavipu ovat historiallisesti olleet ylläpitämässä rakenteellista ylikapasiteettia toimialalla, joten asialla on mielestämme myös varjopuoli. Myös toiminnan skaalaaminen alaspäin johtaa kassavirran takerteluun, mikä tekee kapasiteetin supistamisesta vaikeaa, vaikka se tukisikin pidemmän aikavälin kannattavuutta. Kokonaisuutena negatiivinen käyttöpääoma on kuitenkin sijoittajille ehdottomasti positiivinen asia.

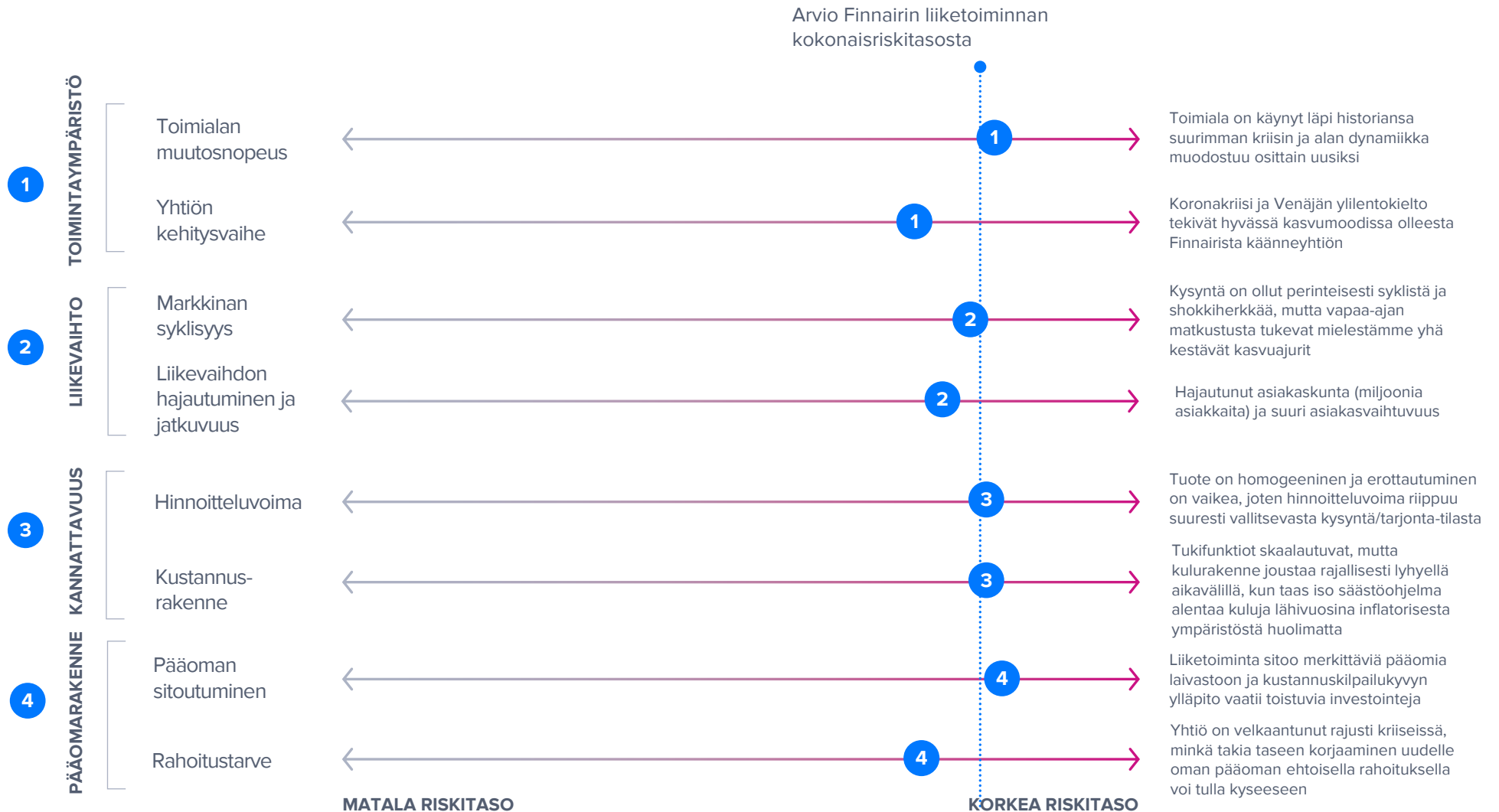
Kulujakauma valuutoittain 2711 MEUR (2022)



Kiinteä omaisuus ja käyttöpääoma 2015-2022



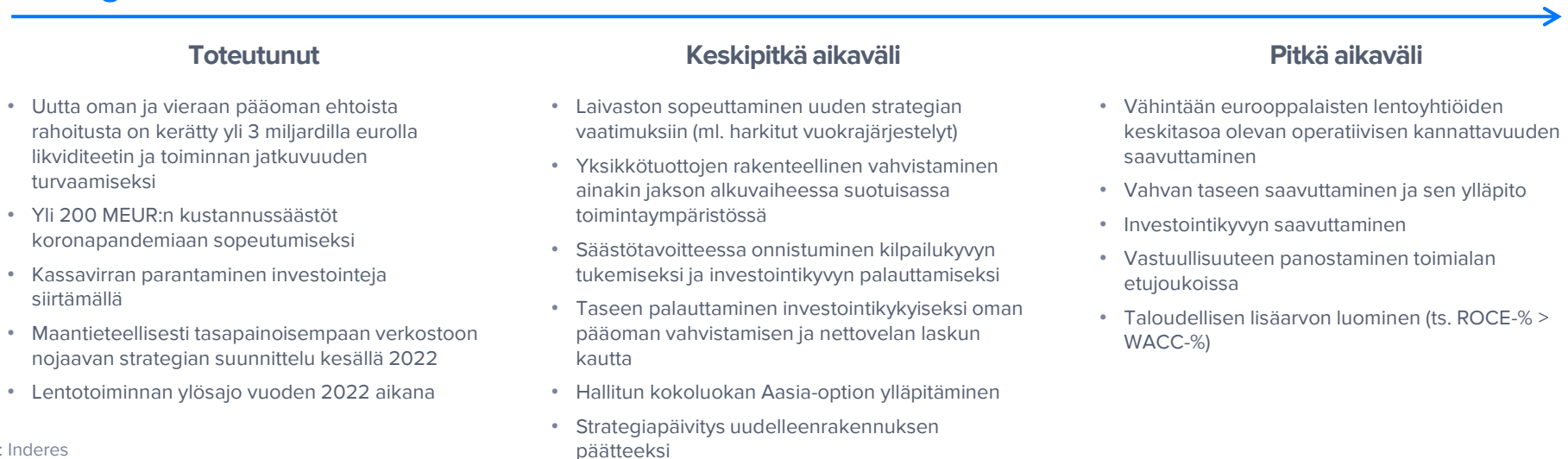
Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3



Strategian Must Win Battles



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Finnairin strategian kulmakivet



Tasapainoisempi maantieteellinen verkosto

- Finnairin verkosto yhdistää Euroopan Aasiaan, Intiaan ja Lähi-itään sekä Pohjois-Amerikkaan Helsinki-Vantaan kotikentän kautta.



Yksikkötuottojen parantaminen

- Yksikkötuottojen merkittävä vahvistaminen paremmilla digitaalisilla ratkaisuilla, kilpailukykyisellä tuotetarjonnalla ja lisäpalveluiden kehityksellä.



Yksikkökustannusten alentaminen

- Yksikkökustannusten pienentäminen ”merkittävästi” vuoden 2019 tasoon verrattuna



Vastuullisuus ja päästöjen alentaminen

- Lentoliikenteen johtaviin vastuullisuustoimijoihin kuuluminen

Inderesin kommentit Finnairin strategisista painopistealueista

- Finnairin perinteisen vahvuusalueen Aasian varaan ei voi Venäjän aloittaminen hyökkäyssodan takia enää nojata, vaikka yhtiö haluaakin säilyttää option Aasiassa
- Finnairilla ei ole Aasiaa vastaavaa maantieteellistä kilpailuetua muilla alueilla
- Vahvoilla kumppaneilla (AJB, SJB, Juneyao-hanke. QA-yhteistyö) oneworld) on oleellinen rooli verkoston muodostamisessa kaikissa ilmansuunnissa
- Arviomme mukaan yhtiö ei tee enää merkittäviä lisämuutoksia laivaston kokoluokkaan

- Suoramyynti on yhtiön kannattavin myyntikanava välikäsien puuttuessa ja digitaalisen myynnin nostaminen vuoden 2022 44 %:sta pitäisi nostaa yksikkötuottoja
- Finnairin lisäpalvelumyynti ei ole vielä parhaiden kilpailijoiden tasolla, joten yhtiön maksukykyinen asiakaskunta huomioiden parannusvaraa on
- Yksikkötuottojen tavoitteen saavuttaminen riippuu oleellisesti myös kysynnästä, kilpailusta ja kulutasosta, mutta tavoitteen saavuttaminen on tärkeää pitkän ajan kannattavuuden näkökulmasta

- Arviomme mukaan korona-aikana tehdyt yli 200 MEUR:n säästöt kattoivat tavoitteesta pääosan, minkä lisäksi Venäjän ylilentokiellon julkistamisen jälkeen on saavutettu jo muutamien kymmenien miljoonien eurojen lisäsäästöt inflaatiosta huolimatta
- Finnairin track-record säästöjen toteutuksesta on hyvä ja tavoite on monelta osin omissa käsissä
- Inflatorisena toistaiseksi pysyvä toimintaympäristö haastaa sääötötavoitetta, mutta toisaalta se helpottaa yksikkötuottotavoitteen saavuttamista

- Päästöjen alentamisesta tulossa liiketoiminnassa pysymisen edellytys, joten painotus on mielestämme välttämätön
- Päästöjen alentamisessa päärooli pitäisi olla vähäpäästöisemmällä polttoaineilla (SAF) sisältäen myös uudet synteettiset polttoaineet
- Päästöjen alentaminen tulee vaatimaan yhtiöltä myös investointeja ainakin kapearunkolaivastoon, mikä taas edellyttää investoinnit mahdollistavan kannattavuuden sekä taseen rakentamisen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3 – SWOT



Vahvuudet

- Laadukas ja luotettava kuluttajabrändi
- Vahva markkina-asema ja korkea markkinaosuus Suomen liikenteessä sekä toimiva ja nopea Helsinki-Vantaan lentokenttä
- Vahva likviditeettitilanne antaa liikkumavaraa uudelleenrakennukseen
- Äärimmäisen vakava tuplakriisi helpottaa rakenteellisia uudistuksia yhtiössä



Mahdollisuudet

- Koronakriisi on voinut tervehdyttää alan haastavaa toimialadynamiikkaa ja lisätä kapasiteettikuria myös pysyvämmiin
- Digitalisaatio mahdollistaa sekä liikevaihtovirtojen kasvattamisen sekä kulujen alentamisen
- Yhteistyökuvioiden laajentaminen eri lentoyhtiöiden kanssa (ts. kokoa suuremman skaalan saavuttaminen)
- Pitkän aikavälin optio Venäjän ilmatilan avautumisesta ja hallitusta Aasian liiketoiminnan kasvattamisesta



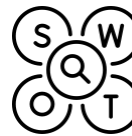
Heikkoudet

- Maantieteelliset kilpailuedut ovat heikentyneet selvästi ja Suomen kotimarkkina on pieni
- Kilpailijat selvisivät Venäjän ylilentokiellosta oleellisesti Finnairia vähemmin vaurioin
- Tase on omistajien näkökulmasta velkainen ja rahavirroista suuri osa kanavoituu nykyrakenteella juoksevan toiminnan rahoittamiseen
- Kapearunkolaivasto alkaa olla vanhahko ja kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaatii viimeistään vuosikymmenen loppupuolella investointeja



Uhat

- Finnair on haavoittuvaisessa asemassa uusille shokeille
- Toimialadynamiikan paluu vanhoihin haastaviin viitekehyksiin ja etenkin halpalentokilpailun laajempi leviäminen Helsinki-Vantaalle
- Yhtiö ei saa tulostaan ja tasettaan investointikykyiseksi tarpeeksi nopeasti, mikä voisi murentaa pitkän ajan kilpailukykyä
- Regulaation kiristyminen nostaa kuluja ja taittaa kysynnän kasvunäkymää



Toimiala ja kilpailu 1/9

Kysynnän kasvun odotetaan jatkuvan, vaikka kulmakerron onkin hieman tahtunut

IATA ja McKinsey arvioivat maailman lentoyhtiöiden yhteenlasketuksi liikevaihdoksi vuonna 2022 750 miljardia dollaria (vuonna 2019 880 miljardia dollaria), mikä vastaa 0,7 % maailman yhteenlasketusta BKT:sta. Koronapandemiaa edeltäneinä vuosikymmeninä ala kasvoi melko tasaisesti 4,5 %:n vuosittaista tahtia. Toimialan kasvua ovat ajaneet ja tulevat jatkossa ajamaan väestön määrän kasvu, globaali elintason nousu, ja lentomatkustuksen tekninen kehitys.

Lentomatkat voidaan luokitella elintasohyödykkeeksi, sillä pääosa matkustusvolyymista on vapaa-ajan matkoja. Näin ollen matkustuksen frekvenssi on länsimaissa selvästi kehittyviä maita korkeampi. Kehittyvien maiden suuren väestöpohjan ja sen nopeamman kasvun takia ne ovat kuitenkin absoluuttiselta kooltaan merkittävän kokoisia markkinoita jo nyt ja kasvu luonnollisesti painottuu näihin nopeammin kasvaviin maihin etenkin Aasian alueella.

Maailman lentämisen volyymin ennustetaan kasvavan pandemiaa edeltäneen vuoden 2019 jälkeisen 21 vuoden aikana (vuoteen 2041 mennessä) yhteensä 100 % - 120 % eli 3,3 %-3,8 % vuosittain. Tämä taso on historiallista kasvua hitaampi, mutta vastaavan ajanjakson maailman 2,6 %:n BKT:n kasvuennustetta korkeampi. Siten pandemia sekä mahdollisesti myös kiihtynyt ilmastokeskustelu ja vastuullisuusarvojen nousu ovat näillä näkymin tahtaneet hieman toimialan

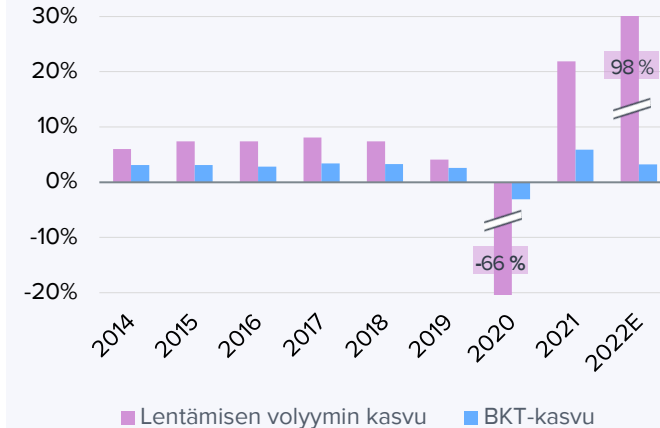
kasvuodotuksia, mutta lentoliiketoiminnan odotetaan silti pysyvän kasvavana toimialana.

Kasvu ja kilpailukyvyyn säilyttäminen vaatii jatkuvia investointeja

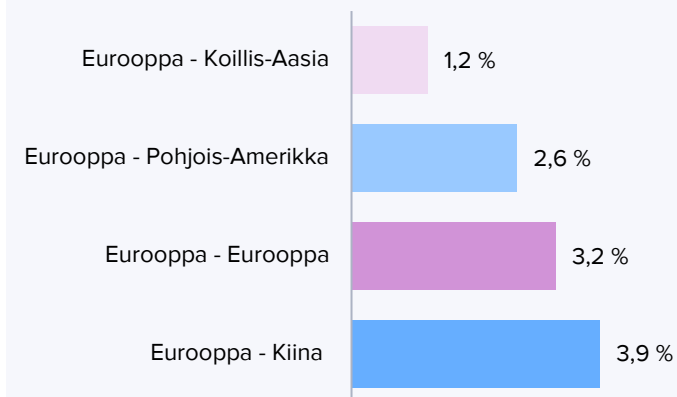
Kasvaakseen lentoyhtiöt ovat joutuneet historiallisesti investoimaan valtavasti uusiin lentokoneisiin, sillä konekokojen kasvattaminen on ollut historiallisesti teknisesti mahdollista ja taloudellisesti järkevää, vaikka tähänkin löytyvät toki rajat (esim. A380-konetyypin ongelmat). Lisäksi uudet koneet ovat polttoainetehokkaampia ja siten kilpailukyysisempiä, joten koneisiin investoidaan kapasiteetin lisäämisen lisäksi myös tehokkuuden parantamisen takia. Suuri pääoman tarve nostaa alalle tulon esteitä sekä rajaa toimialan yhtiöiden minimikokoa. Uusien yhtiöiden intoa murtautua alalle nämä tekijät eivät kuitenkaan ole estäneet, sillä toimialalla on nähty toistuvasti uusia yhtiöitä (esim. Business Insiderin mukaan 25 uutta yhtiötä on aloittanut vuoden 2020 jälkeen).

Polttoainetehokkuus auttaa hiilidioksidipäästöjen vähentämisessä, mikä on tärkeä teema päästöintensivisellä alalla. Lentoliikenne tuottaa noin 2-2,5 % maailman hiilidioksidipäästöistä laskentatavasta riippuen. Osuus maailman hiilidioksidipäästöistä on pysynyt vuosikymmeniä melko vakaana, vaikka lentämisen määrä on kasvanut räjähdysmäisesti. Tästä on kiittäminen lentokoneiden tehokkuuden kehitystä. Haasteena kuitenkin on, että nykyisellä kasvutahdilla toimialan

Lentämisen volyymin ja maailman BKT-kasvu 2014-2020



Finnairin alueiden kysynnän kasvuennuste 2019-2041e CAGR



Toimiala ja kilpailu 2/9

perinteisillä fossiilisilla polttoaineilla ja polttomoottoriteknologialla hiilidioksidipäästöjen absoluuttinen määrä on kasvamassa, kun taas monet muut toimialat ovat kääntämässä päästöjään alamäkeen. Arviomme mukaan päästöjen taittaminen vaatii etenkin uusiutuvien polttoaineiden (SAF, ml. synteettiset polttoaineet) polttoaineiden saatavuuden parantumista ja hintojen laskua ja jatkuvia investointeja uuteen polttoainetehokkaampaan kalustoon.

Lentoliikenne on ollut Euroopan päästökauppajärjestelmän (ETS) alaista toimintaa vuodesta 2012. Toistaiseksi lentoyhtiöiltä on vaadittu päästöjen seuraamista, raportointia ja vahvistamista, eikä päästöoikeuksilla ole ollut markkinahintaa. Päästöihin liittyvän regulaation tiukentuminen lentoalalla tulevaisuudessa on selviö ja vielä kuluvan vuosikymmenen aikana lentoliikenne on tulossa laajemmin EU:n päästökaupan piiriin ja myös ICAO:n markkinaehtoinen päästöjen kompensointiohjelma (CORSIA) on alkamassa. Arvioimmekin regulaation nostavan lentämisen kustannuksia asteittain, minkä jo valmiiksi ohuita voittomarginaaleja tekevät lentoyhtiöt joutuvat siirtämään asiakkailleen. Tämän taas pitäisi vaikuttaa hintajousto huomioiden kysyntään- ja kysynnän kasvunäkymään. Muutospaineiden mittakaavoja on tässä vaiheessa vielä hyvin vaikea arvioida.

Pääoman tuotto on ollut alalla kroonisesti heikko

Lentoala ei yhteenlaskettuna ole saanut mittaville investoinneille kuitenkaan vuosien 2015-2019 jaksoa lukuun ottamatta tuottovaatimusta korkeampaa tuottoa. Heikkoa pääoman tuottoa selittävät mielestämme seuraavat seikat:

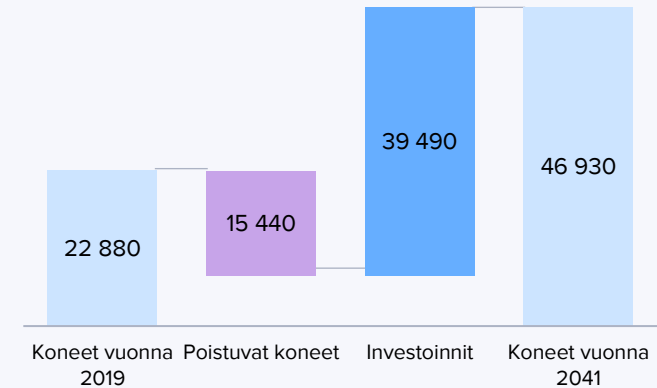
Lentoyhtiöiden suuri määrä ja jatkuvat koneinvestointitarpeet pitävät kilpailutilanteen erittäin kireänä, eikä skaalaeuista päästä toimialana hyötymään optimaalisessa määrin. Euroopassa lentoyhtiöiden suuri määrä johtuu alalla yleisistä ja luultavasti konsolidaatiota jarruttavista alalla yleisistä valtioiden omistussuosuksista, joista ei poliittisista ja strategisista syistä haluta luopua.

Kilpailuetuja on vaikea rakentaa, sillä palvelu lentoyhtiöiden kesken on samankaltainen. Kustannusjohtajuuden kautta tietyt halpalentoyhtiöt ovat onnistuneet rakentamaan kilpailukykyisiä ja suhdannekestäviä liiketoimintoja toimialalle. Differointistrategialla operoivat yhtiöt hakevat kilpailuetuja brändistä, joka liitetään turvallisuuteen, joustavuuteen, luotettavuuteen, paikallisuuteen ja eksklusiivisuuteen.

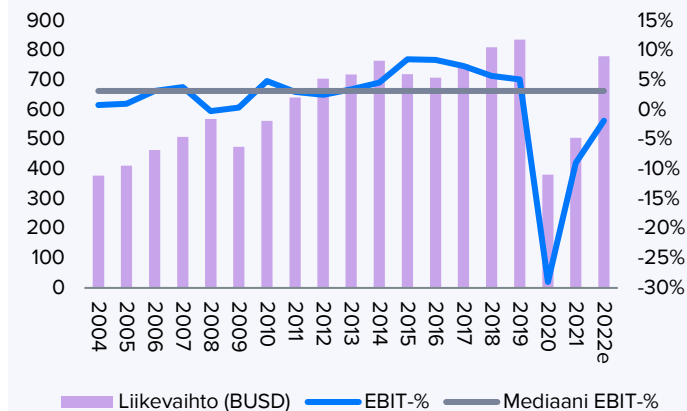
Markkinan globaali luonne estää alueellisten oligopolististen markkinoiden syntymistä. Lentokoneiden vaivaton liikuteltavuus pitää maantieteellisen fokuksen vaihtamisen helppona, sillä uusille kohdemarkkinoille siirtymiseen tarvitaan vähäisiä lisäinvestointeja. Näin ollen kilpailu painaa vauhdikkaasti kannattavimpien reittien tuotot lähemmäs alan keskiarvoja.

Epäsuosiollinen asema arvoketjussa on seurausta edellä mainituista seikoista sekä arvoketjun muiden toimijoiden vahvasta neuvotteluvoimasta. Esimerkiksi globaali lentokoneiden valmistus on keskittynyt kahdelle yhtiölle Airbusille ja Boeingille, joiden asiakkaita kaikki lentoyhtiöt ovat. Lisäksi lentokentät nauttivat alueellisesta oligopolistisesta kilpailutilanteesta.

Matkustaja ja rahtikoneiden lukumäärä 2019-2041e



Lentosektorin liikevaihto ja kannattavuus 2004-2022



Toimiala ja kilpailu 3/9

Sodasta huolimatta lentämisen palautuminen on ollut voimakasta

Lentosektori oli jopa pahiten pandemian runtelema toimiala, kun matkustusrajoitukset lähes pysäytti liikenteen hetkeksi ja piti kansainvälisen matkustamisen volyymeja kuristusotteessa pitkään vuosina 2020-2022. Tämä aiheutti käytännössä kaikille lentoyhtiöille raskaita tappioita ja velkaantumista, joihin yhtiöt vastasivat etenkin kustannussäästöillä ja mittavilla rahoitusjärjestelyillä pandemia-aikana. Nyt pandemian akuutit vaikutukset alkavat olla ohi, kun Kiinan markkina avautuu asteittain vuoden 2023 aikana, kun taas muut markkinat alkoivat toipua asteittain jo vuosina 2021-2022.

Helmikuussa 2022 alkaneen Ukrainan sodan seurauksena Venäjän ja Ukrainan ilmatilat sulkeutuivat eurooppalaisilta eivätkä japanilaiset ja etelä-korealaisetkaan yhtiöt ole sitä sodan alun jälkeen käyttäneet. Lisäksi polttoaineen voimakas hinnannousu ja vahva dollari ovat tehneet eurooppalaisten pelureiden liiketoimintaympäristöstä äärimmäisen haastavan. Eurooppalaiset lentoyhtiöt ovat myös takamatkalla kiinalaisiin lentoyhtiöihin nähden, joille Venäjän ilmatila on auki. Tämän epätasaisesti jakautuneen kilpailuasetelman takia vaikutukset nähtäneen kuitenkin vasta lähivuosina, kun Kiina on kunnolla avautunut vuosina 2023-2024.

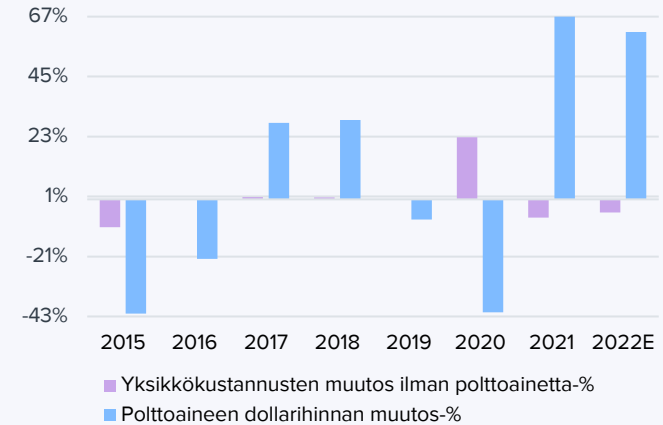
Tätä tilannekuvaa peilaten pandemiaa edeltävään volyymiin voitaisiin päästä viimeisimpien arvioiden mukaan jo vuonna 2023 ainakin osassa alueita ja laajemmin vuonna 2024. Aikaisemmin tämän odotettiin tapahtuvan vuotta myöhemmin.

Euroopan sisäisen lentämisen volyymin ennuste vuoden 2023 kesälle on 97 %:n tasolla verrattuna vuoteen 2019 ja vastaava ennuste Euroopan ja Pohjois-Amerikan väliselle volyymin tasolla 97 %:n tasolla. Euroopan ja Aasian välisen volyymin ennustetaan olevan 73 %:n tasolla johtuen pääasiassa Venäjän ilmatilan sulkemisesta. Siten arvioimme toimialan olevan saavuttamassa uutta normaaliaan, sillä Venäjän ylilentokiellon loppumisesta ei ole mitään merkkejä maan jatkaessa edelleen hyökkäystään Ukrainassa.

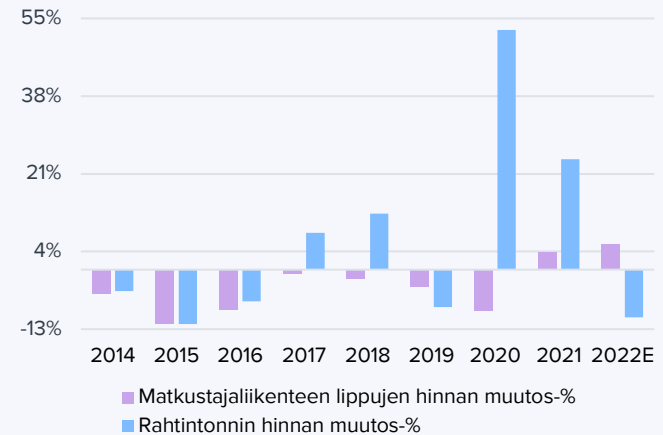
Volyymin nopea toipuminen on ollut osoitus mielestämme vahvasta kysynnästä (ml. patoutuneen kysynnän purkautuminen). Kysyntä on ollut vahvaa länsimaisten kuluttajien ostovoimaan negatiivisesti vaikuttaneesta rajusta inflaatiosta sekä korkojen noususta huolimatta. Vahvaan kysyntään vastaaminen on vaatinut lentämisen arvoketjulta tarjonnan erittäin nopeaa ylösajoa, mikä ei ole sujunut ongelmitta. Vahva kysyntä, kysyntää hitaammin palautunut tarjonta, sekä korkea kustannustaso ovat nostaneet viime aikoina lentolippujen hintoja merkittävästi valtaosalla maantieteellisiä alueita (ml Finnairin kaikki ydinalueet). Siten hinnoittelutilanne sektorilla on ollut viime aikoina poikkeuksellisen hyvä ja tilanne vaikuttaa ainakin toistaiseksi jatkuvan.

Pitkällä tähtäimellä moni sektorin hinnoittelua paineessa ennen pandemiaa paineessa pitänyt ajuri on yhä läsnä. Näin ollen emme ainakaan vielä usko hinnoitteluympäristön muuttuneen lentoyhtiöille suotuisemmaksi pysyvästi, vaikka toki pandemian tuhojen siivoaminen vaatii käytännössä kaikilta alan toimijoilta keskittymistä kannattavuuteen ja velkojen lyhentämiseen.

Kuluerien muutokset 2015-2022e



Keskihintojen muutokset 2014-2022e



Lentosektorin toimialadynamiikan ajurit

Kysynnän pitkän aikavälin trendikasvu > globaalin BKT:n kasvu ennen ja jälkeen pandemia

Heikko hinnoitteluvoima	Kireä kilpailu	Kulupuolen haasteet	Pandemian vaikutukset
<ul style="list-style-type: none">• Homogeeninen tuote (vaikea erottautua)• Tuotteet helposti vertailtavissa (internet)• Tuotteen alhaiset vaihtokustannukset• Toimialan hajanainen rakenne• Maltilliset suuruuden ekonomian hyödyt	<ul style="list-style-type: none">• Rajalliset suuruuden ekonomian hyödyt• Kohtuullinen alalle tulon kynnys• Lentokoneiden liikuteltavuus• Halpalentomallin läpilyönti / markkina-osuuden voittaminen• Valtiot ovat tukeneet kilpailukyvyttömiä yhtiöitä	<ul style="list-style-type: none">• Kysynnällä on taipumus olla syklistä• Tulokset alttiita volatiilin öljyn hinnan liikkeille• Henkilöintensiivinen liiketoiminta, voimakas lakkoase• Viranomaissääntely• Palveluntarjoajien oligopolit (esim. konevalmistajat) ja paikalliset monopolit (esim. lentokentät)	<ul style="list-style-type: none">• Rakenteelliset säästöt kaikissa yhtiöissä• Lähes kaikki alan yhtiöt velkaantuivat ja velkojen sulattelu vaatii kannattavuutta• Kuluttajatrendinä matkustus on pitänyt asemansa ja kysyntä on ollut vuosina 2022/2023 vahvaa ostovoiman laskusta huolimatta• Inflaatio on osa toimintaympäristöä• Korkea rahan hinta tuo kapasiteettikuria?

Toimialalla vain yksittäiset yhtiöt ja Pohjois-Amerikka pystyivät luomaan taloudellista lisäarvoa (ROIC-% > WACC-%) ennen pandemiaa

Toimiala ja kilpailu 4/9

Mannertenvälisessä liikenteessä kilpailu on hajanaisempaa

Mannerten välisessä lentämisessä Finnairin kilpailukenttä on Pohjois-Euroopan yhdistäminen Pohjois-Amerikkaan, Lähi-itään ja tiettyihin Aasian kohteisiin, sekä jatkossa Lähi-idän ja Intian yhdistäminen Pohjois-Amerikkaan. Mannertenvälisessä liikenteessä yhtiöllä on jonkin verran vaihtomat kustajia, vaikka Aasian pienentyneen volyymipotentialin takia vaihtomat kustajien osuus onkin laskenut historiasta. Siten mannertenvälisessä liikenteessä Finnairin markkinapotentiaalia on hieman Suomea ja sen lähialueita laajempi ja se käsittää ainakin Itämeren alueen maita, Intian ja USA:n välistä volyymiä sekä Alppien pohjoispuoleisen Euroopan ja Koillis-Aasian välistä kysyntää.

Kilpailijat mannerten välisessä lentämisessä ovat perinteisiä verkkolentoyhtiöitä, joista merkittävä osa on Finnairia suurempia. Kilpailijoita on myös lukumääräisesti enemmän ja kilpailu on monelta osin maa- ja kaupunkiparikohtaista. Kilpailijoita pienemmän skaalan myötä Finnairin strateginen asemoituminen laadukkaaksi ja luotettavaksi laatu-yhtiöksi on luonnollinen. Lähitulevaisuudessa luotettava ja nopea kotikenttä saattaa olla kilpailuetu joidenkin suurien vaihtolentokenttien tuskaillessa kapasiteettirajoitteiden kanssa lentämisen nopean palautumisen jäljiltä.

Lyhyillä reiteillä kilpailu on luultavasti kovempaa

Euroopan sisäisessä lentämisessä Finnair keskittyy etenkin Suomesta Eurooppaan tai päinvastoin suuntaavien asiakkaiden palvelemiseen. Pääkilpailijoita ovat muut Suomeen ja Suomesta

lentävät yhtiöt, joista Norwegianilla ja Ryanairilla on yli 3 kohdetta Helsingistä. Lisäksi yksittäisillä reiteillä Finnair kilpailee eri verkkolentoyhtiöiden kanssa, sillä Helsinki-Vantaalta lentää yhteensä noin 15 yhtiötä. Halpalentoyhtiöiden läsnäolon vuoksi hintakilpailu on aggressiivisempaa, vaikka Finnairilla onkin arviomme mukaan vahva yli 60-70 %:n markkinaosuus Suomen ja Euroopan välisestä liikenteestä. Lisäksi lyhyillä lennoilla hinta myös korostuu asiakkaiden ostopäätöstä ohjaavana tekijänä, mikä ei ole Finnairille kulutehokkuuden parantamiseen tehdyistä säästötoimista huolimatta optimaalista muun muassa skaalasta sekä kapearunkolaivaston iästä johtuen.

Kotimaan sisäisessä lentämisessä Finnairin kanssa kilpailee ainoastaan vapailla markkinoilla Norwegian, joka tarjoaa tällä hetkellä vain Helsinki-Rovaniemi-reittiä. Vaisu kilpailutilanne kotimaan lentämisessä kuvastaa Suomen markkinan pientä kokoa. Finnairin pääkilpailijat kotimaan liikenteessä ovatkin arviomme mukaan juna-, linja-auto ja henkilöautoliikenne. Arviomme mukaan Finnair on pystynyt parantamaan viime vuosina Kotimaan liikenteessä selvästi, kun lentoja pieniin ja kroonisesti alhaisen potentiaalisen maakuntakaupunkeihin on supistettu.

Aurinkomatkat on markkinajohtaja Suomessa

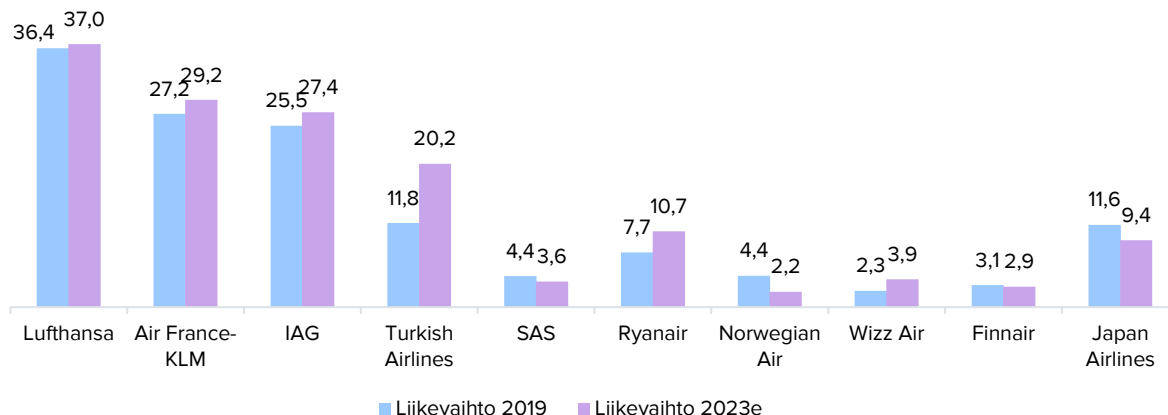
Aurinkomatkat (ts. Matkapalvelut) on Suomessa markkinajohtaja noin 36 %:n markkinaosuudella viime vuonna ja asema on ollut viime vuosina vahvistumaan päin. Näin ollen Aurinkomatkojen kilpailuasema on arviomme mukaan vahva, mutta valmismatkasektorilla haasteeksi voi pidemmällä aikavälillä muodostua kyky luoda lisäarvoa yhä valveutuneemmalle asiakaskunnalle.

Yleisimmin raportoidut mittarit lentosektorilla:

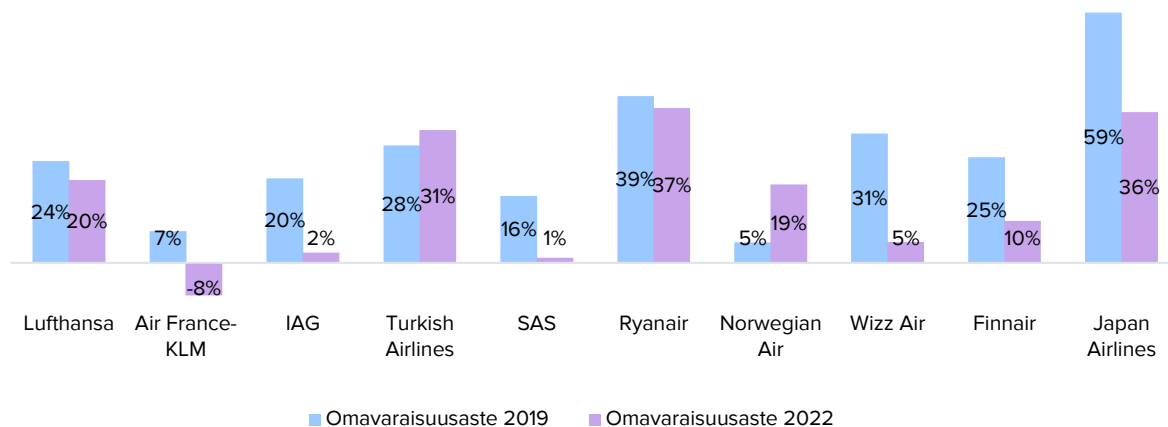
- Tarjotut tuolikilometrit eli kapasiteetti ja sen kasvu (ASK ja sen muutos): tuotantoa ja sen kasvua kuvaava suure
- Myydyt tuolikilometrit eli myyty volyymi ja sen kasvu (RPK ja sen muutos): myynnin volyymi” ja sen kasvua kuvaava suure
- Matkustajakäyttöaste (load factor) eli myydyt volyymit ja tarjotun kapasiteetin suhde: lyhyen aikavälin tehokkuutta kuvaava suure
- Keskituotto (yield) eli lipputuotto myytyä tuolikilometriä kohti: hinnoittelua kuvaava suure
- Kokonaistuotto tarjottua tuolikilometriä kohden (RASK) eli tuolin lennättämisestä saatava kokonaisliiketoiminta: huomioi lipputuoton lisäksi käyttöasteen ja muut liikevaihtovirrat, tärkein kaupallisen puolen onnistumista kuvaava suure
- Kokonaiskustannus tarjottua tuolikilometriä kohden (CASK) eli tuolin lennättämisestä aiheutuvat kokonaiskustannukset: huomioi kaikki kustannukset ja käyttöasteen
- Kokonaiskustannus tarjottua tuolikilometriä kohden ilman polttoaineita ja vertailukelpoisin valuutoin (CASK ex. fuel¤cy): sama kuin CASK pl. mainitut erät, tärkein lentoyhtiön operatiivista tehokkuutta kuvaava kulusuure
- Yield, RASK, CASK eivät ole vertailukelpoisia yhtiöiden kesken, sillä keskimääräinen lentomatka vaikuttaa näihin: lyhyillä lennoilla yksikkötuotot ja –kustannukset ovat rakenteellisesti pitkiä alemmat

Toimiala ja kilpailu 5/9

Liikevaihto (miljardia euroa)



Omavaraisuusaste

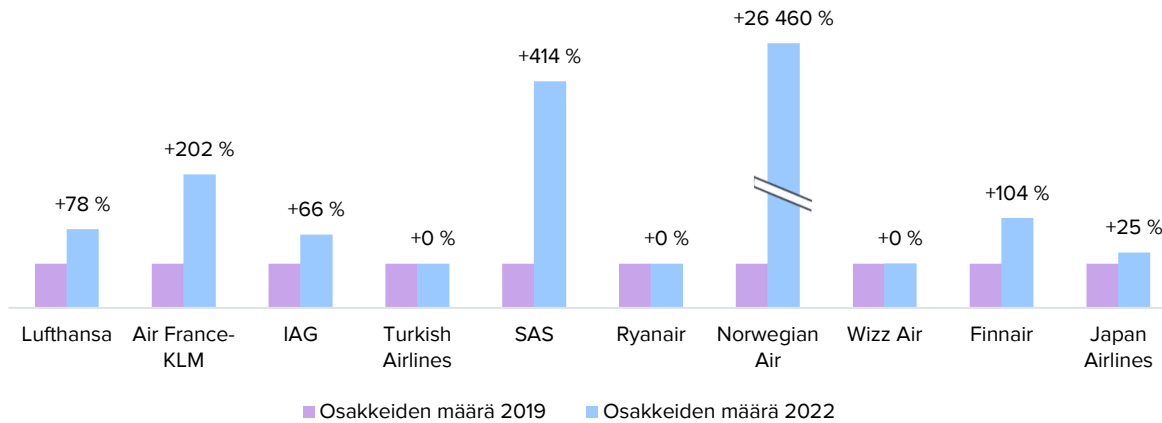


Inderesin kommentit:

- Pääosan verrokeista odotetaan ylittävän tänä vuonna vuoden 2019 liikevaihtotason.
- Volyymien osalta ennusteet ovat edelleen jonkin verran vuotta 2019 alemmalla tasolla etenkin Kiinan hitaan avautumisen takia, mutta lentolippujen hintojen odotetaan olevan vahvan kysynnän sekä korkean polttoaineen hinnan takia vuotta 2019 selvästi korkeampia
- Finnairin toipuminen pandemiasta on ollut verrokkiyhmää hitaampaa, sillä yhtiö kärsi Venäjän ylilentokiellosta selvästi verrokkeja enemmän Aasiaan nojanneen vanhan liiketoimintarakenteensa takia
- Finnairin lisäksi vain suurten rakenneuudistusten läpi menneiden Norwegianin ja SAS:n sekä Japan Airlinesin liikevaihdon odotetaan tänä vuonna jäävän viime vuoden alapuolelle
- Lentoyhtiöiden taseet kärsivät koronapandemian aiheuttamista tappioista rajusti ja pääosin omavaraisuusasteet ovat kriisiä edeltäneen ajan alapuolella
- Taseiden vahvuudessa on toimialalla isoja eroja, minkä takia pelureiden kyky investoida kilpailukykyyn ja kasvuun vaihtelee selvästi
- Finnairin tase-asema on joukon keskikastia, kun taas ennen kriisiä vahva tase oli yhtiön vahvuus ja tämä etu on toistaiseksi menetetty
- Mielestämme noin 20-30 %:n omavaraisuus on lentoyhtiöille hyvä ja investoinnit mahdollistava taso IFRS 16 standardin puitteissa.

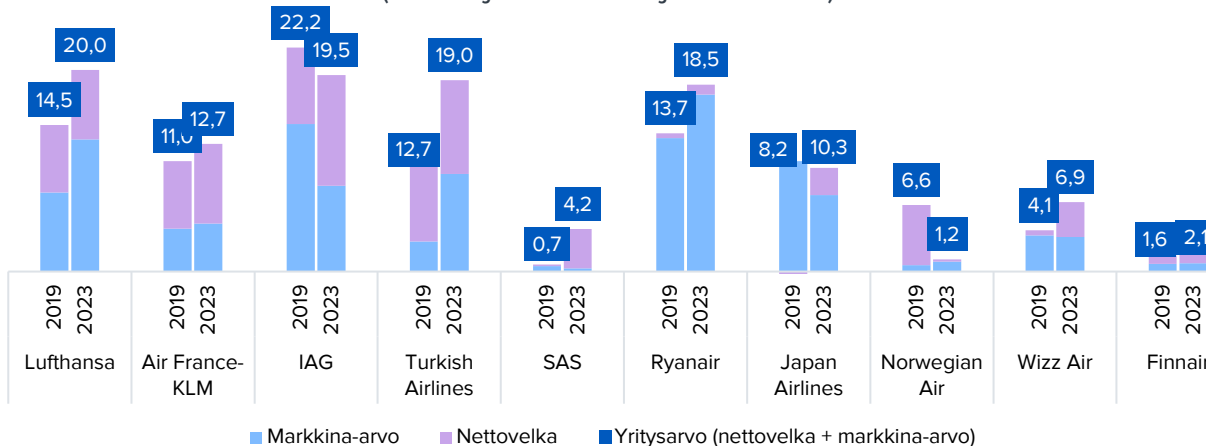
Toimiala ja kilpailu 6/9

Osakemäärän muutos 2019 vs 2022



■ Osakkeiden määrä 2019 ■ Osakkeiden määrä 2022

Yritysarvo, Nettovelka ja markkina-arvo (1/2019 ja 1/2023 miljardia euroa)

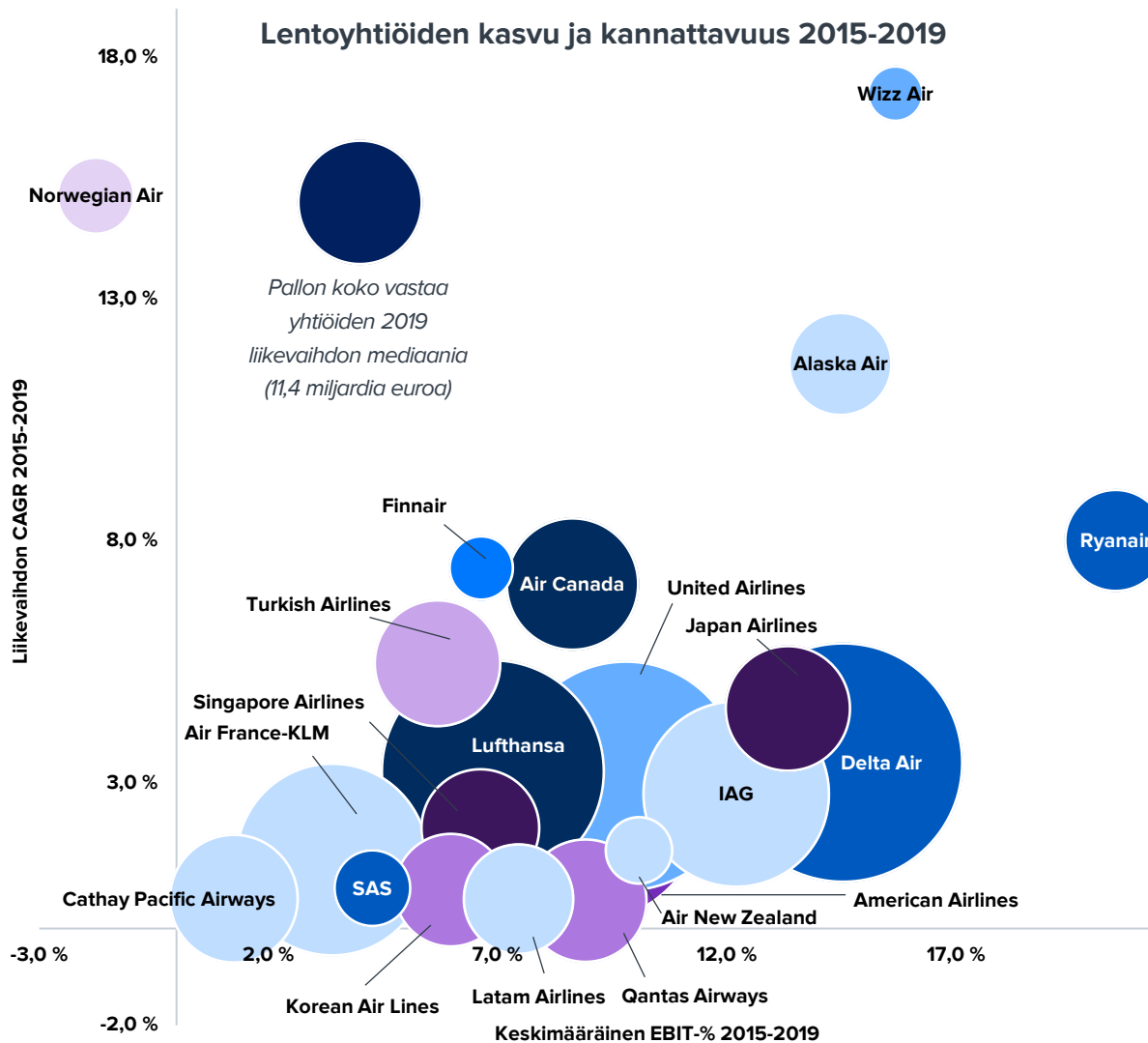


■ Markkina-arvo ■ Nettovelka ■ Yritysarvo (nettovelka + markkina-arvo)

Inderesin kommentit:

- Kaikki eurooppalaiset verkkolentoyhtiöt joutuivat koronaviruksen tappioiden kattamiseksi keräämään uutta omaa pääomaa. Oman pääoman ehtoisia rahoituskerroksia on tehty 1-2 per yhtiö.
- Halpalentoyhtiöt ja merkittävästi rahtioperaatiosta hyötynyt Turkish Airlines selvisivät pandemian rasitteista ilman uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta.
- Suurimmat laimennukset ovat kohdistuneet jo ennen kriisiä suurissa vaikeuksissa olleisiin Norwegianiin ja SAS:iin, jotka tosin yritysaneerausten kaltaisten prosessien läpi käynnin takia ovat voineet vahvistaa kilpailukykyään
- Finnairin osakemäärän kasvu kevään 2020 osakeannista on melko tyypillinen suhteessa verkkolentoyhtiöistä koostuvaan ydinverokiryhmään
- Finnairin verrokkien velattomat arvot ovat pääosin pandemian alkua ylempänä, mikä johtuu etenkin kriisissä paisuneista veloista ja myös kerätyistä omien pääoman ehtoista rahoituksista eivätkä sijoittajatkaan ole heittäneen toimialan suhteen pyyhettä kehään
- Myös Finnairin velaton arvo on pandemia-ajan alkua korkeampi

Toimiala ja kilpailu 7/9

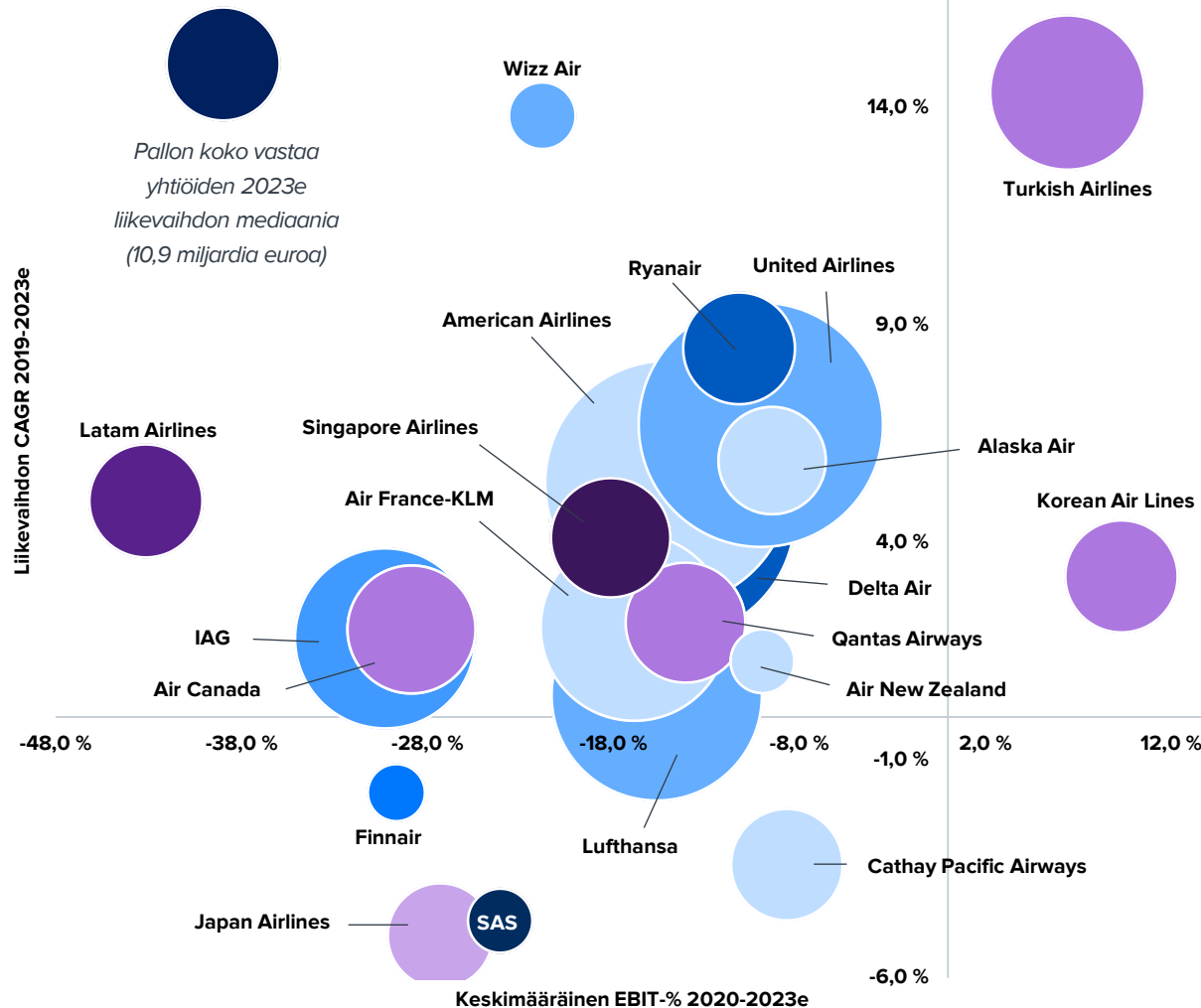


Inderesin kommentit:

- Finnair oli ennen koronapandemiaa hyvässä kasvumoodissa Aasiaan nojanneen kasvustrategiansa ajamana
- Finnairin kannattavuus oli taas hieman laajennetun verokkiryhmän mediaanin alapuolella ennen pandemiaa, mikä arviomme mukaan peilasi yhtiön tiettyjä skaalahaittoja etenkin lyhyillä reiteillä
- Ennen pandemiaa toimialalla parhaiten pärjäisivät kasvun osalta pienemmät ja erikoistuneet yhtiöt
- Kannattavuuden osalta suhteessa parhaiten pärjäisivät yhdysvaltalaiset (taustalla keskittynyt markkinan rakenne) sekä vahvan markkina-aseman kotimarkkinoillaan omanneet yhtiöt
- Suurten yhtiöiden kannattavuus oli keskimäärin hieman pienempiä korkeampi, mikä viittaa skaalasta saataviin tiettyihin hyötyihin alalla
- Kokonaisuutena toimialan kannattavuus oli ennen pandemiaa keskimäärin korkeintaan tyydyttävä, sillä sektorin sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) ylitti vuosina 2015-2019 pääoman kustannuksen (WACC-%) niukasti
- Ylitys oli kuitenkin etenkin yhdysvaltaisten yhtiöiden ansiota ja esimerkiksi Euroopassa arvonaluonti sijoittajille (ts. ROCE% > WACC-%) onnistui vain yksittäisiltä yhtiöiltä
- Lentoyhtiön tyypillisellä taserakenteella ja pääoman kustannuksella taloudellisten lisäarvon luonti vaatii noin 6-8 %:n liikevoitto-%.

Toimiala ja kilpailu 8/9

Lentoyhtiöiden kasvu ja kannattavuus pandemian jälkeen



Inderesin kommentit:

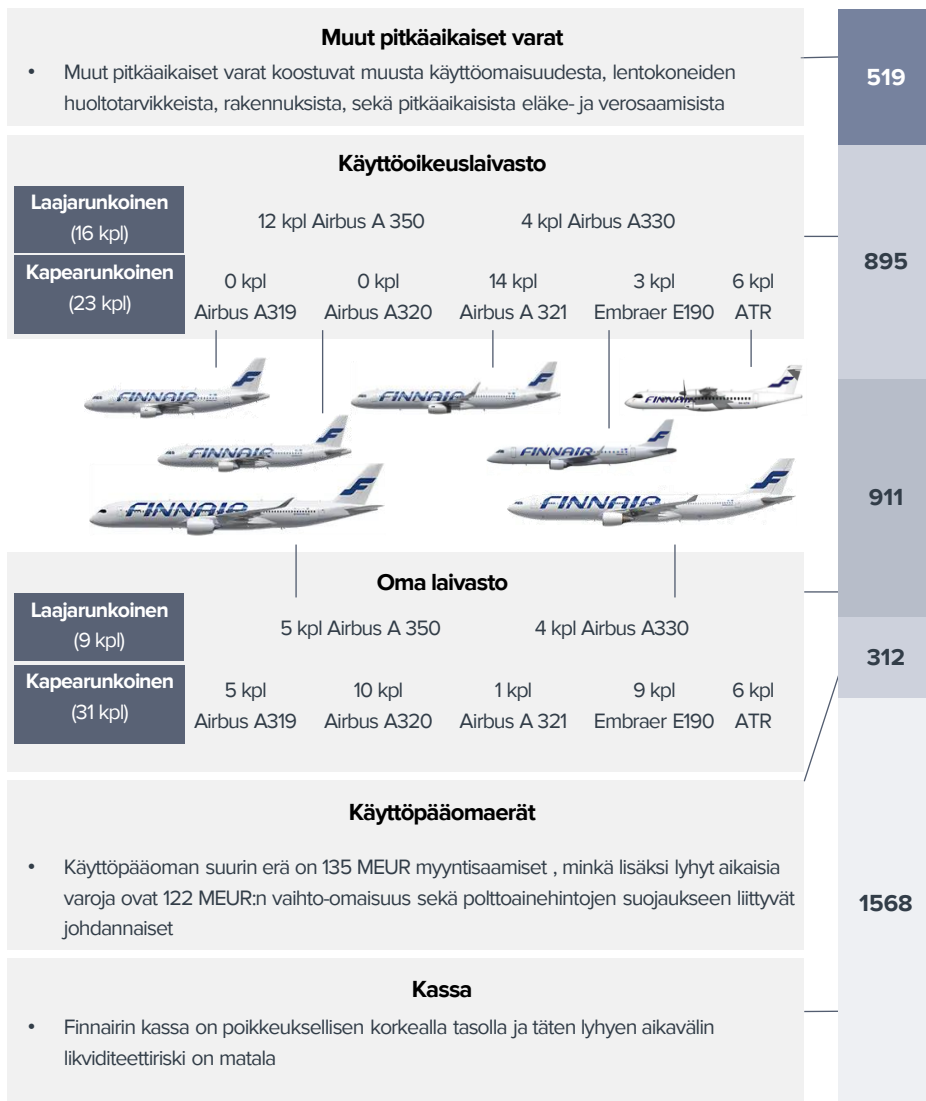
- Pandemia on runnellut toimialaa, sillä käytännössä kaikki alan yhtiöt ovat tehneet pandemia-aikana raskaita tappioita
- Pandemia-aikana suuren sisämarkkinan (esim. USA) omanneet yhtiöt ja/tai matkustajaliiketoiminnan ulkopuolisista liikevaihtovirroista suhteessa suuren liikevaihdon saaneet yhtiöt pärjäsivät keskimääräistä paremmin, kun taas kansainväliseen matkustajaliikenteeseen keskittyneet yhtiöt pärjäsivät heikoiten
- Finnair kärsi lisäksi Venäjän ilmatilan sulun takia tuplakriisin, minkä takia yhtiön tappiot ovat olleet verrokkeja suurempia ja myös toipuminen on jäänyt verrokkeja hitaammaksi

Toimiala ja kilpailu 9/9

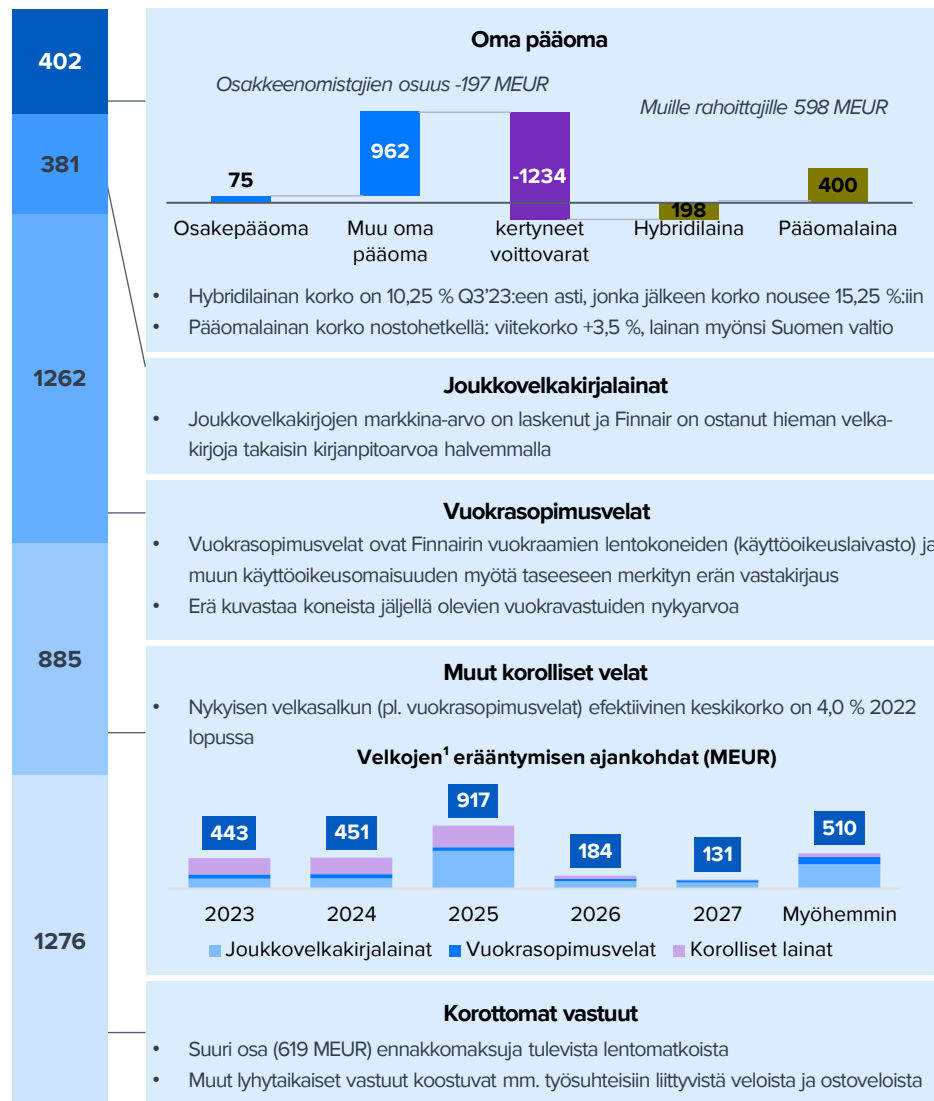
									
Säästöohjelma (MEUR)	200 MEUR vuotuiset säästöt saavutettu, lisäsäästöjä tulossa	Merkittävät säästöt pandemia-aikana	3500 MEUR vuosittaiset säästöt vuoteen 2024 mennessä	4 300 MEUR kokonaissäästöt 2022-2024 aikana	665 MEUR kokonaissäästöt 2019-2026 aikana	Kävi läpi yrityssaneerauksen pandemia-aikana	-	-	-
Voimassa oleva kannattavuustavoite	5% EBIT-% 6/2024 lähtien	-	8% Oik. EBIT% ja 10 % ROCE vuoteen 2024 mennessä	-	12 % ROIC yli syklin	-	Yli 10 % EBIT-% vuonna 2023	17-19 % EBITDA-% vuonna 2027	-
Tavoite uusittu?	Kyllä	-	Kyllä	-	Ei	-	Kyllä	-	-
Lentokoneiden määrän muutos 2023 vs. 2019 %	-4 %	-8 %	-7 %	-4 %	-15 %	-58 %	-3 %	+6 %	+7,2 %
Päävahvuudet	Laatuleima, toimiva kotikenttä, uudet laajarunkokoneet, vahva asema Suomessa, suuri rakenteellinen uudistuspaine	Laatuleima, skaala, monipuolinen liiketoimintamalli, vahva asema Atlantin ylittävässä liikenteessä	Laatuleima, skaala, liiketoiminnan hajautuneisuus huoltoon ja rahtiin, tase mahdollistaa yritysjärjestelyt	Laatuleima, skaala, hajautunut liiketoiminnan rakenne	Rakenteellinen uudistuspakko saneerauksessa	Johtava asema pohjoismaisessa halpalentämisessä, saneerauksessa neuvotellut halvat vuokradiilit, saneeraus puhdisti taseen ja kulurakenteen	Laatuleima, suuri kotimarkkina ja vahva markkina- asema Japanissa	Skaala, Istanbulin kotikentän maantieteelliset edut, kulutehokkuus, uusi laivasto	Skaala, rakenteellisesti alhainen kulutaso, hyvä kaupallinen osaaminen investointikyky, selvisi pandemiasta rajallisin vaurioin
Pääheikkoudet	Velkainen tase, Venäjän ilmatilan sulun vaikutus suurin, pieni Suomen kotimarkkina, skaala	Velkainen tase, Heathrown lentokentän ongelmat, vastassa kova halpalentokilpailu	Rajallinen kapasiteetti ja suurin rekryointitarve, yritysjärjestelyriskit, vastassa kova halpalentokilpailu	Valtion tukia maksettavana takaisin, kova halpalentokilpailu, Schipholin lentokentän ongelmat, vaikeat ammattiliitot	Rakenteellinen kannattavuus alhainen, vastassa kova halpalentokilpailu, vanhahko laivasto	Ajautui vaikeuksiin jo ennen pandemiaa ja markkina- aseman vakiinnuttaminen kesken	Venäjän ilmatilan sulkua vaikeuttaa Euroopan lentoja, merkittävä paino Japaniin suuntautuvassa liiketoiminnassa	Vahvoja Lähi-Idän alueen yhtiöitä vastassa, valuuttariskit	Ei mukana kaukoreiteillä, hinta pääasiallinen kilpailukeino

Finnairin tase Q1'23

Varat



Oma pääoma ja velat



Taloudellinen tilanne 1/2

Velkalasti on hurja ja oma pääomakin koostuu korkoa kantavista instrumenteista

Vuoden 2022 lopussa Finnairin omavaraisuusaste oli 10 % ja nettovelkaantumisaste 266 %. Yhtiöllä ei ole voimassa olevia tasetavoitteita.

Nettovelkaantumisaste ylittää Finnairin pandemiaa edeltäneen alle 175 %:n tavoitteen, mistä saa arviomme mukaan edelleen tiettyä kuvaa toimialan velankantokyvyn potentiaalista. Vahvan likviditeettiilanteen takia yhtiön liikkumavara on lyhyellä tähtämellä hyvä, eikä alhainen omavaraisuuskaan aiheuta yhtiölle tyypillisesti välitöntä ongelmaa toisin kuin kassan puute.

Pitkällä tähtämellä Finnairin taseaseman tekee haasteelliseksi yhtiön pääomarakenne, sillä velkalasti (sis. velkainstrumentit ja vuokravastuut) on merkittävä ja lisäksi yhtiön koko jäljellä oleva oma pääoma koostuu hybridilainasta ja pääomalainasta, joista maksetaan lähtökohtaisesti korkoa. Pääomalainan osalta korkojen maksu vaatii toki osakeyhtiölain edellytysten täyttymisen, mutta koronmaksuvelvollisuutta maksamatta jättäminen ei käsityksemme mukaan kumoa. Siten yhtiölle kertyy maksamattomista koroistakin vastuita. Pääomalainasta ja hybridilainasta luopuminenkin on arviomme mukaan yhtiölle arviomme mukaan käytännössä mahdotonta, sillä ilman näitä omaan pääomaan kirjattavia instrumentteja Finnairin omavaraisuus putoaisi pakkaselle. Nousevien korkojen ympäristö ei myöskään helpota tilannetta.

Korollisten velkojen, hybridilainan ja pääomalainan myötä yhtiö on velvollinen maksamaan korkoa

koko sijoitetusta pääomastaan, minkä takia korkojen yhteisumma nousee suureksi suhteessa liiketoiminnan generoimaan voittoon, kun huomioidaan lähivuosien ennusteemme ja lentosektorin tyypillisesti kapeat voittomarginaalit. Tästä syystä taas yhtiön nettovelka lyhenisi ja omavaraisuus parani varsin hitaasti, vaikka yhtiö saavuttaisi ennustamamme merkittävän tulosparannuksen lähivuosina ja pystyisi noudattamaan erittäin tiukkaa investointikuria.

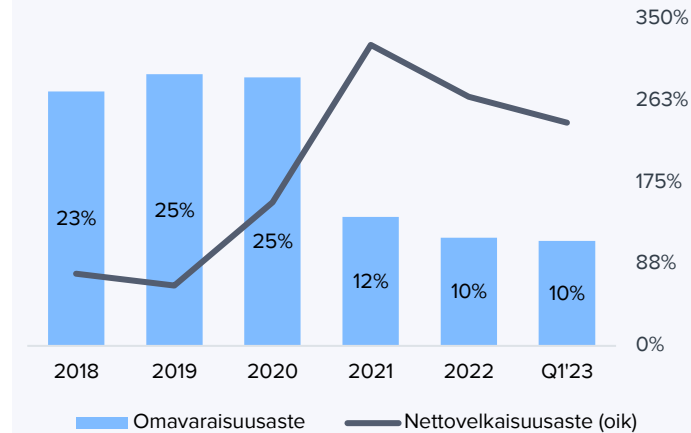
Pitkittyvää investointien kanssa pihistelyä emme pidä Finnairille kestäväenä ratkaisuna, kun huomioidaan etenkin toimialan kilpailudynamiikka ja investointien rooli kilpailukyvyn turvana sekä Finnairin kapearunkolaivaston jo korkea keski-ikä. Investointikyvykkyyden saavuttaminen vaatii yhtiöltä mielestämme sekä kannattavuuden parantamista että omavaraisuuden nostamista (ts. taseen vahvistamista), jotta investointeihin olisi mahdollista hankkia velkarahoitusta kilpailukykyisillä ehdoilla.

Näin ollen odotamme yhtiön järjestelävän taseensa uudestaan viimeistään kannattavuuden parantamisen jälkeen. Investointikykyinen tuloslaskema (ts. riittävä kannattavuus) sekä tase (ts. riittävä omavaraisuus) päättäisivät mielestämme myös Finnairin uudelleenrakennusjakson ja mahdollistaisivat yhtiön täysimääräisen keskittymisen tulevaisuuteen tukevalta pohjalta.

Velkaa voitaisiin konvertoida osakkeiksi...

Koska Finnairilla on riittävästi kassaa, mielestämme selkein keino taseen uudelleenrakentamiseen olisi velan konvertointi omaksi pääomaksi.

Taseen tunnuslukujen kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Finnairia kärsivällisesti tukenut Suomen valtio voisi arviomme mukaan suostua pääomallainan osakekonversioon. Arviomme mukaan pääomallainan konvertointi ei kuitenkaan yksinään olisi riittävä eikä valtiontukisäädösten takia välttämättä edes mahdollinen keino, sillä se nostaisi valtion omistusosuutta yhtiössä. Myöskään omavaraisuus ei nousisi ja tuloslaskelmaan kirjattut korkokulut pienenevät, sillä pääomallainana on jo kirjattuna Finnairin omaan pääomaan eikä korkoja ole kirjattu tai tulla ennusteissamme kirjaamaan tuloslaskelmaan.

Tilanne voitaisiin kuitenkin arviomme mukaan ainakin paperilla ratkaista yhdistämällä valtion pääomallainan osakekonversio vastaavan suuruiseen osakeantiin, josta saadut varat käytettäisiin muiden velkojen takaisinmaksuun sekä mahdollisesti myös kokonaisratkaisuun, jossa Finnairin nykyiset velkojat (esim. hybridilainan haltijat) sitoutuvat rullaamaan rahoitusta eteenpäin kohtuullisilla koroilla ja/tai jossa lisäksi hybridilainaa pyrittäisiin myös konvertoimaan osakkeiksi. Tällä tavalla valtion omistusosuus voitaisiin pitää vakaana ja uuden oman pääoman ehtoisen rahoituksen avulla Finnairin rahoituskulut pienenevät. Samalla myös osakkeen riskiprofiili laskisi, kun tase vahvistuisi.

Osakesarjassa on laimentumisriski

Omistajille tämäntyyppinen ratkaisu aiheuttaisi tietenkin omistusten laimentumista, sillä pääomallainan konversio ja samansuuruinen osakeanti (ja/tai hybridilainan konversio) pitäisi luultavasti toteuttaa selvästi Finnairin nykyistä markkinahintaa alemmalla arvostuksella, jotta kaikilla omistajilla ja/tai mahdollisesti uusilla

sijoittajilla olisi riittävät houkuttimet osallistua järjestelyyn. Järjestelystä aiheutuva osakemäärän kasvu taas lähtökohtaisesti nostaisi yhtiön arvostusta P/E-tunnusluvulla osakemäärän kasvaessa rahoituskulujen laskua nopeammin.

Arviomme pääomallainan konvertointi ja vastaavan kokoinen osakeanti (ml. mahdollinen hybridikonversio osana ratkaisua) riittäisi nostamaan Finnairin omavaraisuusasteen 20-25 %:iin ja painamaan hybridilainalla oikaistun nettovelan selvästi alle miljardiin euroon. Näillä tasoilla yhtiön tase olisi jo vahvempi kuin ennen pandemiaa ja antaisi hyvät lähtökohdat investointien suunnittelemiseen järkevässä aikaikkunassa. Vastaavasti korkokulut (sis. PTP:n yläpuolella olevat korkokulut ja mahdolliset hybridin korot) tällä taserakenteella olisi arviomme mukaan mahdollista pudottaa arviomme mukaan noin alle puoleen nykyisestä. Osakemäärän kasvun arvioisimme olevan 30-50 % perustuen tavanomaisiin merkintäoikeusantien alennuksiin.

Lisätietoa tasesuunnitelmista tulee pian

Arviomme mukaan yhtiön suunnitelmista taseen uudelleenrakentamiseksi saadaan ainakin osittaista tietoa lähiaikoina, sillä hybridilainan korko on nousemassa 5 %-yksiköllä syyskuussa 2023 ja toisaalta myös neuvotteluja lentokoneiden vuokrasopimusten uusimisesta on käynnissä. Kuvaamiemme ongelmien takia suosittelemme osakkeenomistajia kuitenkin varautumaan tavalla tai toisella lähivuosiin eteen tulevaan osakesarjan laimenemiseen, vaikka esittämämme skenaario on toki vain yksi spekulatio tilanteen ratkaisemiseksi. Kommenttien perusteella yhtiö vaikuttaa myös hakevan optimaalista aikaa rahoitusjärjestelyihin.



Finnairin velka- ja välirahoitus

JOLCO-lainat

- Kirjanpitoarvo 302 MEUR, valtaosa vaihtuvakorkoista
- Lease-sopimuksen kaltainen rakenne, johon liittyy sopimuksen kohteena olevan koneen osto-optio
- Laina lyhenee vuosittain noin vuoteen 2028 asti

TyeL-laina eläkeyhtiöiltä

- Lainapääoma 600 MEUR
- Korke luultavasti edullinen nykyrahoitusoloihin
- Erääntyy tasaisesti vuosina 2023-2025

Joukkovelkakirjat

- 400 MEUR nimellisarvo, kiinteä 4,25 % kuponnikorko
- Laina erääntyy 5/2025

Hybridilaina

- Lainapääoma 200 MEUR
- Korke on 10,25 % Q3'23:een asti, jonka jälkeen korke nousee 15,25 %:iin
- Finnairilla on oikeus viivästyttää hybridilainan koronmaksu, mikäli se ei maksa osinkoa tai muuta hyvitystä osakepääomalle
- Lainalla ei ole eräpäivää, mutta yhtiöllä on oikeus lunastaa se kolmen vuoden kuluttua liikkeellelaskusta, ja sen jälkeen jokaisena koronmaksupäivänä

Pääomallainana

- Lainapääoma 400 MEUR
- Marginaali 3,5 %, nousee vuosittain, viitekorko muuttuva (nostohetkellä 0 %)
- Lainan pääoma ja korot voidaan maksaa/kirjata osakeyhtiölain mukaisesti, eli vasta kun vapaa oma pääoma on vahvistunut merkittävästi nykyisestä
- Korkeja ei voitu kirjata H2'22:lla Q1'23:lla

Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa yhtiön liikennetiedotdan sekä tuotto- ja kustannusennusteiden kautta ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien muutoksen perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta kuluriveittäin. Polttoaineen hinnan osalta nojaamme Bloombergin konsensuksen Brent-öljyn hintaennusteisiin (2023-2025e: 83-86 USD/bbl), joiden muutosta oletamme lentokerosiin hinnan seuraavan (historiallinen korrelaatio on voimakas). Myös EUR/USD-valuuttaparin osalta ennusteemme pohjautuvat pääosin Bloombergin konsensusennusteisiin 2023e-2025e: 1,10-1,15). Pitkän ajan tulosennusteen pohjana käytämme Finnairin historiallista kannattavuutta ja yhtiölle arvioimaamme marginaalipotentialia.

Finnair sai kuluvaan vuoteen lentävän lähdön

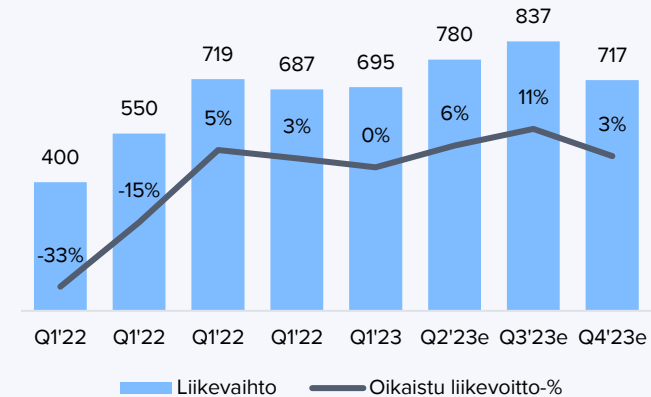
Finnair teki Q1:llä 695 MEUR (+74 % v/v, +4 % vs. Q1'19') 1 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Siten vuosi lähti yhtiöltä käyntiin erittäin vahvasti, kun huomioidaan, että Q1 on kausiluonteisesti vuoden heikoin kvartaali ja lähes aina tappiollinen. Esimerkiksi lähihistoriassa Finnair on ollut voitolla ainoastaan Q1'18:lla. Vahvaa tulosta tuki etenkin matkustajaliikenteen erinomaisen kysynnän sekä rajallisen markkinakapasiteetin (sekä toki myös korkean polttoaineen hinnan) ajamana selvästi nousseet lentolippujen hinnat. Finnairin yksikkötuotto kohosikin Q1:llä peräti 30 %

Q1'19:sta. Matkustajaliikenteen lippujen hinnoittelu kehittyi suotuisasti kaikilla liikennealueilla. Myös Matkapalveluissa (Aurinkomatkat) kasvu oli vahvaa, kun taas rahdissa liikevaihto supistui markkinoiden normalisoiduttua. Kommentoimme Finnairin Q1-numeroita tarkemmin [täällä](#).

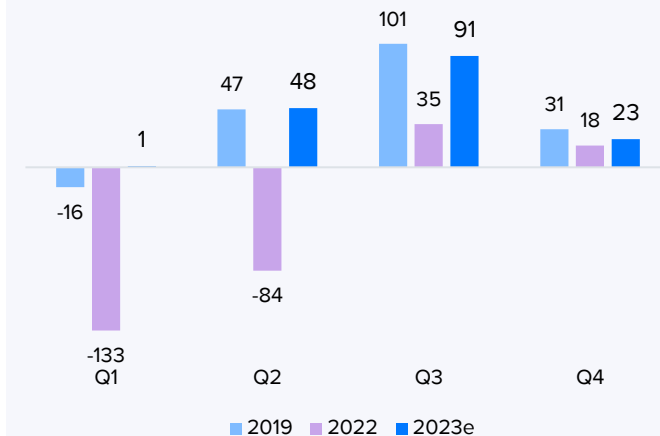
Finnair toisti Q1-raportissa ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi koko vuoden 2023 kapasiteettinsa olevan 80-85 % vuoden 2019 kapasiteetista (sis. vuokrat muille lentoyhtiöille) ja liikevaihdon kasvavan huomattavasti viime vuodesta mutta jää vuoden 2019 tason alapuolelle. Lisäksi Finnair lisäsi, että oikaistu liikevoitto paranee huomattavasti muttei kuitenkaan vielä yllä vuoden 2019 tasolle (aik. liikevaihto ei yllä vuoden 2019 tasolle). Kesäsesonkia Finnair kommentoi erittäin positiivisin sanakäntein, mikä oli toki sektorin uutisvirran perusteella vahvana pysyneen kysyntä- ja hinnoittelutilanteen ansiosta odotettua. Sen sijaan kommentit kesäsesongin jälkeisestä ajasta ja nykyisen suotuisan toimintaympäristön kestävydestä olivat varovaisia muun muassa inflaation, korkojen nousun sekä talouden epävarmuuden takia, vaikka mitään erityisen konkreettista uhkaa yhtiö ei liputtanutkaan.

Kokonaisuutena Finnairin näkymät ovat mielestämme hyvät etenkin vallitseviin makrotalouden ja kuluttajien ostovoimaan liittyviin epävarmuuksiin peilattuna kesälomakaudelle vahvat. Lisäksi polttoaineen hinnan joustaminen huipuiltaan ja hieman vahvistunut EUR/USD-kurssi ovat helpottamassa yhtiötä. Nämä vaikutukset tulivat läpi pandemiaa edeltäneitä aikoja nopeammin laskeneiden suojaustasojen takia.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevoitto (oik.)



Ennusteet 2/5

Matkapalveluiden ja lisäpalveluiden näkymät heijastelevat arviomme mukaan yleisiä matkustajaliikenteen näkymiä. Rahtiliikenteessä markkinatilanne on heikentymässä hyvältä tasolta, sillä toimitusketjujen ja globaalien logistiikkamarkkinan rahtihinnat ovat jo H2'22:n aikana normalisoituneet.

Riskejä kuitenkin riittää, sillä kuluttajakäytöksen muutokset ovat olleet viime vuosina nopeita ja myös osalta polttoaineen käänneet voivat olla yllättäviä. Lisäksi eri markkinoiden markkinakapasiteetin kehityksellä tulee olemaan tuntuva rooli toimintaympäristön kehityksessä. Kokonaisuutena emme oleta Finnairin markkinatilanteen säilyvän nykyisessä poikkeuksellisen suotuisassa tilanteessa loputtomiin vaan hakeutuvan kohti toimialalle tyypillistä kireämpää tilaa kohti joko kysynnän tai tarjonnan normalisoitumisen (tai näiden yhteisvaikutuksen) kautta viimeistään keskipitkällä sihdillä

Odotamme tuloksen toipuvan

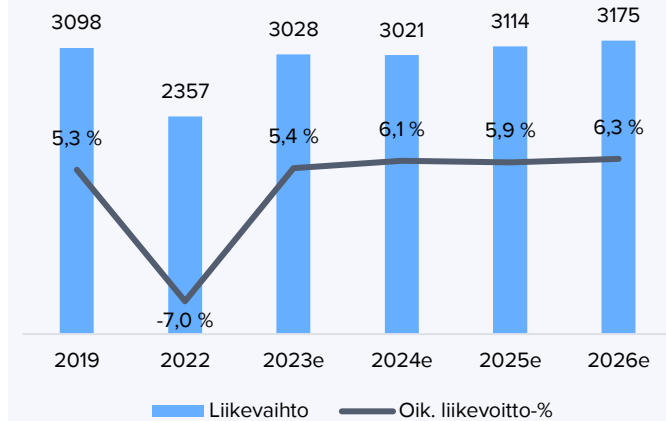
Odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan matkustajaliikenteen kapasiteetin kasvun, vahva matkustajakysynnän ja Q4:lle asti kasvussa pysyvien matkustajaliikenteen keskituottojen myötä 28 % 3028 MEUR:oon. Myös Matkapalveluiden ja lisäpalveluiden myynti kasvavat ennusteissamme selvästi mutta hieman lipputuottoja hitaammin. Rahdin liikevaihdon arvioimme laskevan tänä vuonna tuntuvasti etenkin laskevien rahtihintojen takia (rahtivolyymien ennusteemme on melko vakaa). Ennusteemme on

vain 2 % vuoden 2019 liikevaihtotason alapuolella, joten mielestämme yhtiöllä voi olla mahdollisuuksia jopa ohjeistuksensa ylittämiseen, jos kesä menee nappiin ja markkinatilanne jatkuu suotuisana myös loppuvuoden hiljaisempaa sesonkia kohti mentäessä. Olemme nostaneet vahvan Q1-raportin jälkeen Finnairin kuluvan vuoden liikevaihtoennusteitamme selvästi etenkin matkustajaliikenteen hinnoitteluun liittyen.

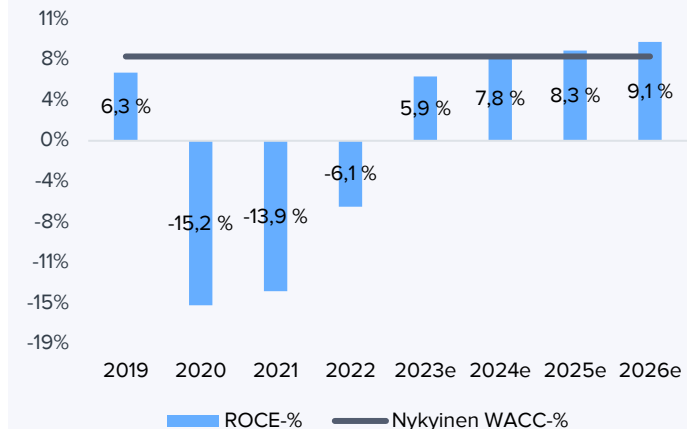
Finnairin oikaistun liikevoiton odotamme tänä vuonna kasvavan merkittävästi ja yltävän 163 MEUR:oon. Tuloksen kasvua ajavat ennusteissamme liikevaihdon kasvu, matkustajakäyttöasteen nousun ja säästöjen myötä paraneva tehokkuus, laskeva polttoaineen hinta ja vakaantuva suojattu EUR/USD-kurssi. Tuloksen muodostumisessa merkittävä rooli on myös vuokratuotoilla, mitkä nostavat yhtiön kapasiteetin käyttöastetta ja tuovat tulovirtaa peittämään kiinteitä kuluja.

Ennusteemme vastaa 5,4 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Siten odotamme Finnairin saavuttavan vuoden 2024 H2:lle asetetun 5 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitteensa etuajassa, minkä taustalla on etenkin vallitseva yllättävän vahva markkinatilanne (ja toki osaltaan myös hyvin edennyt strategia toteutus). Ennusteemme on myös täsmälleen vuoden 2019 toteuman tasolla, joten myös tuloksen osalta yhtiöllä mielestämme mahdollisuuksia positiiviseen tulosvaroitukseen, jos vahva markkinatilanne kantaa loppuvuoteen asti eikä polttoaineen hinta yllätä negatiivisesti.

Liikevaihto ja kannattavuus



ROCE-%:n kehitys



Ennusteet 3/5

Tuloslaskelman alemmille riveille emme odota Finnairin kirjaavan Q2-Q4:lla oikaistueriä, mutta pienet oikaistuerät ovat käytännössä jopa todennäköisiä. Finnairin rahoituskulujen odotamme olevan korkean bruttovelan ja mittavien vuokravastuiden takia tänä vuonna 99 MEUR (Q1:n rahoituskulut vuoden keskiarvoa alemmat kurssivoittojen takia). Ennustemme ei odota merkittäviä muutoksia yhtiön konevuokrien maturiteettiin, minkä muutokset voisivat heiluttaa tuloslaskemaan kirjattavaa rahoituskulujen osuutta. Lisäksi rahoituskuluja voivat heiluttaa EUR/USD-kurssin muutokset, mutta näitäkään emme ole ennusteisiimme toistaiseksi kirjanneet. Veroja Finnair ei ennusteessamme kirjaa tai maksa vuodelta 2023.

Lisäksi ennen EPS:ää yhtiön luvuista vähennetään hybridilainan korot, jotka ovat arviomme mukaan nykylainan 200 MEUR:n lainapääoman mukaisesti 18 MEUR verovähennyksellä oikaistuna. Olemme ennusteessamme odottaneet, että Finnair ei järjestele hybridilainaa uudestaan tänä vuonna vaan korko nousee 15 %:n tasolle Q4:lla nykyehtojen mukaisesti, mutta tähän liittyvä epävarmuus on toki korkea. Pääomalainan korkojen kirjaamisedellytykset eivät sen sijaan tule arviomme mukaan täyttymään Finnairin tasetilanteen takia, joten pääomalainasta arviomme mukaan tänä vuonna kertyvät noin 35-40 MEUR:n korot eivät tuloslaskelmaa rasita.

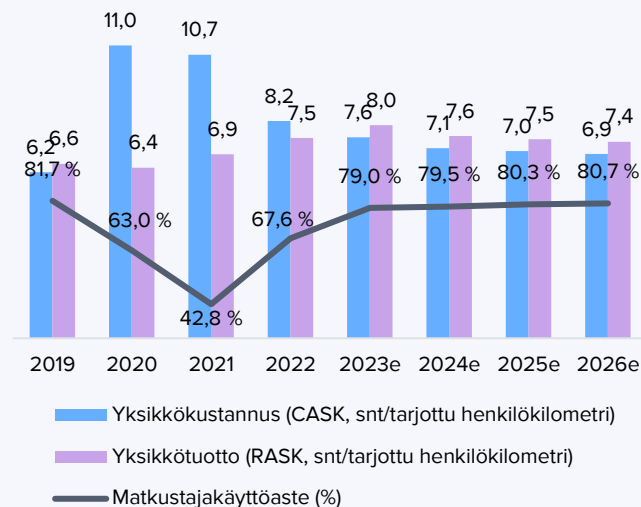
Näin ollen arviomme Finnairin EPS:n olevan tältä vuodelta 0,041 euroa. Siten liiketoiminnan jopa vahva tulos valuu pitkälti toiminnan rahoittamisen kustannuksiin. Muistutamme toki, että etenkin

tuloslaskelman alariveihin liittyvät ennusteet voivat muuttua merkittävästikin, jos yhtiö tekisi suurempia rahoitusjärjestelyitä etenkin hybridilainaan tai pääomalainaan liittyen vuoden aikana. Osinkoa yhtiö ei luonnollisesti maksa. Myös etenkin laajarunkolaivaston matkustamojen uusintaan keskittyvät investoinnit ovat arviomme mukaan poistoja selvästi alemmat. Näin ollen Finnairin omavaraisuusaste on vuoden mittaan parantunut ennusteessamme noin 2 %-yksiköllä 12 %:iin, mutta oma pääoma koostuu myös vuoden 2023 lopussa pelkästään korkomaksuja kerryttävistä instrumenteista eli hybridilainasta ja pääomalaista. Ennusteissamme yhtiö nettovelkaantumisaste on myös vaativalla tasolla 190 %:ssa vuoden lopussa.

Vuosina 2024-2026 potentiaalia kohti

Vuosina 2024-2026 Finnair on pääsee arviomme mukaan uudelleenrakennusstrategiassaan loppusuoralle ja maaliin. Vuodesta 2024 Finnairin toimintaympäristö on näkemyksemme mukaan normaali eikä pandemia haittaa yhtiön operaatioita enää yhdelläkään alueella. Venäjän ilmatila sen sijaan pysyy ennusteissamme suljettuna, mikä rajaa Aasian liikenteen toipumisen isoimpiin Kiinan, Japanin ja Etelä-Korean kaupunkeihin. Arviomme mukaan yhtiö saa Venäjän ylilentokieltoon liittyneet säästötavoitteet valmiiksi vuoden 2024 aikana, minkä jälkeen yhtiö siirtyy kustannuspuolella luultavasti enemmän jatkuvan parantamisen piiriin. Merkittävimpiä muuttujia ovat näillä näkymin hinnoittelu ja polttoaineen hinta, joiden nettovaikutuksen odotamme pysyvän melko hyvässä asennossa Finnairin kannalta.

RASK, CASK ja PLF-% 2019-2026e



Ennusteet 4/5

Myöskään polttoaineen hinnasta tai valuuttakursseista ei pitäisi nykyisillä konsensusennusteilla kummuta yhtiölle enää suurempaa vastatuulta lähivuosina, mutta varsinkin polttoaineen osalta tuntuvatkin yllätykset ovat mahdollisia. Toisaalta varaudumme ennusteissamme myös siihen, että laskeva kustannustaso, ajan kuluminen (ts. lentoyhtiöt saavat lisättyä tarjontaa), alan pelureiden vahvistuvat taloudelliset tilanteet sekä laskeva polttoaineen hinta tuovat sektorin perinteisempää toimialadynamiikkaa esiin. Käytännössä ennustamme siis Finnairin yksikkötuottojen alkavat laskea kiristyvän kilpailun takia vuoden 2023 huipputasoilta, vaikka Finnairin omat toimet (ml. esim. suoramyynnin lisääminen) ja matkustajakäyttöasteen asteittainen parantuminen kohti historiallista noin 80 %:n tasoa vaimentavat kehitystä. Ennusteissamme yksikkötuotot pysyvät kuitenkin 12-16 % vuoden 2019 tason yläpuolella. Matkustamisen kysynnän oletamme pysyvän melko hyvänä kituliasta talouskasvusta, kohollaan olevasta inflaatiosta ja kuluttajien vaisusta ostovoiman kehityksestä huolimatta. Tämä kuvaa matkustamisen vahvaa asemaa kuluttajatrendinä.

Odotamme tuloskasvua hidastuvalla liikevaihdon kasvulla myös lähivuosina

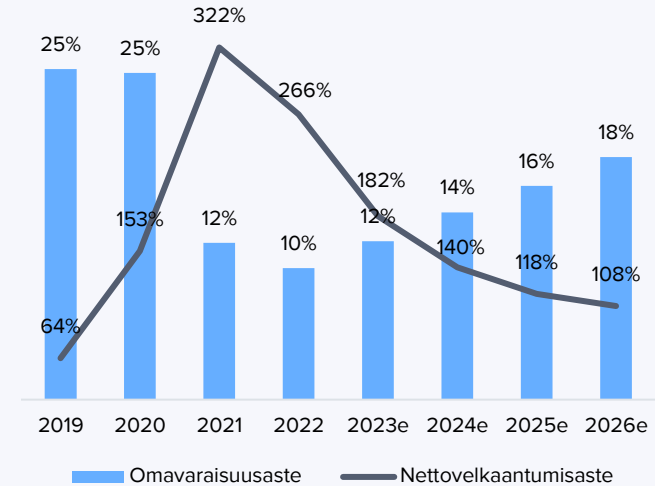
Finnairin kapasiteetin arvioimme vuosina 2024-2026 kasvavan noin 2-5 %:n vuosivauhtia markkinakasvun ja Aasian liikenteen toipumisen ajamana. Näin ollen ennustamme yhtiö ylittävän vuoden 2019 liikevaihtotason vuonna 2025. Arvioimme mukaan yhtiöllä ei ole merkittävästi

nykyistä ripeämpää kasvuun edes kapasiteettia, kun huomioidaan, että Aasiaan todelliset lentomatkat ovat Venäjän kiertämisen takia merkittävästi teoreettista kapasiteetilaskentaa pidempiä.

Vuosina 2024-2026 odotamme Finnairin yksikkötuottojen laskevan kuvaamaamme markkinatilannetta peilaten 1-5 %:n vuosivauhtia. Lisäpalvelumyynnin odotamme kasvavan hieman matkustajaliikenteen kasvua nopeammin ja Matkapalveluiden jokseenkin linjassa matkustajaliikenteen kanssa. Rahdin liikevaihdon kehitys ennusteissamme on vakaata, sillä polttoaineen hinnan lievä lasku syö rahdin vuodesta 2024 asteittaisen volyyymikasvun hyötyjä. Vuosina 2024-2026 Finnairin liikevaihto kasvaa ennusteissamme 0 - 3 %:n vuosivauhtia.

Vuosina 2024-2026 odotamme edelleen Finnairin oikaistun liikevoiton kasvavan keskimäärin 7 %:n vuosivauhtia, joten yhtiö saavuttaa ennusteissamme vuonna 2026 199 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Tuloskasvua ennusteissamme ajaa liikevaihdon kasvu ja yksikkökustannusten maltillinen lasku (2024e-2026e: CASK 2-6 % negatiivinen). Yksikkökustannuksen laskuun vaikuttaa myös ennusteissamme oleva polttoaineen hinnan lasku. Ennusteemme vastaa 6,3 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuodelle 2026. Tällä marginaalitasolla ja ennusteidemme mukaisella volyyymillä Finnair saavuttaisi noin 9 %:n ROCE-%:n, mikä ylittäisi yhtiölle arvioimamme pääoman kustannuksen maltillisesti.

Finnairin taseen kehitys 2019-2026e



Ennusteet 5/5

Vuosina 2024-2026 odotamme Finnairin rahoituskulujen pysyvän vakaina, kun yhtiö pystyy liiketoiminnan toipumisen varmistuessa laskemaan bruttovelkaansa (myös suuremmilla konevuokrien uudelleen neuvotteluilla voisi olla vaikutuksia rahoituskuluihin). Uudelleen rahoitettavien lainojen korkojen nousu kuitenkin estää korkokulujen selkeämmän laskun.. Hybridilainan korot ovat ennusteissamme lähivuosille 12 %:n tasolla, mikä peilaa arviomme mukaista hybridipääoman hintaa yhtiölle vallitsevassa markkinatilanteessa. Sen sijaan pääomalainan noususuuntaisia korkoja ei ennusteissamme kirjata tulolaskelmaan, koska kirjausedellytykset eivät täyty. Verot pysyvät ennusteissamme nollassa. Vuosien 2022-2026 EPS-ennusteemme ovat 0,04-0,05 euroa osakkeelta. Ennusteemme perustuvat yhtiön nykyiseen taserakenteeseen (sis. ainoastaan hybridilainan uusiminen vuoden 2024 aikana). Osinkoa yhtiö ei keskipitkälläkään aikavälillä maksa.

Vuosien 2024-2026 ennusteissamme Finnairin investoinnit pysyvät poistojen alapuolella, vaikka ennusteemme sisältääkin kahden A350-koneen ostot Q4'24:lla ja Q1'26:lla. Nettovoiton ja positiivisen vapaan kassavirran ansiosta Finnairin tase vahvistuu ennusteissamme maltillista vauhtia, mutta taseen ongelmat eli oman pääoman koostuminen korkoa kerryttävistä instrumenteista ja liiketoiminnan kassavirran valuminen turhan suurelta osin velkojille eivät operatiivisen toiminnan kautta ehdi arviomme mukaan ratkeamaan. Näin ollen odotamme yhtiöltä viimeistään tässä aikaikkunassa taseen korjaavaa järjestelyä, joka sekä laskisi toiminnan

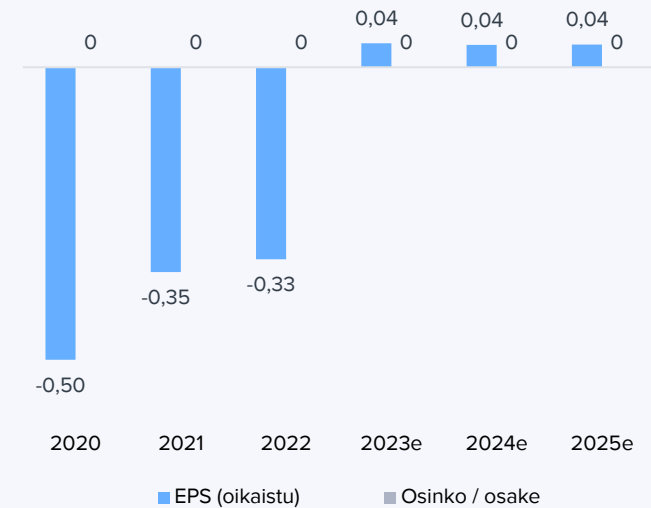
rahoittamisesta maksettavia kuluja, lisäksi osakemäärää sekä mahdollistaisi kapearunkolaivaston uusimisen suunnittelun. Tasejärjestely myös muuttaisi ennusteitamme tuntuvasti. Toki myös operatiivisen puolen osalta Finnairin ennustettavuus jo keskipitkällä tähtäimellä on heikko ja ennusteriskit ovat siten isoja.

Olemme nostaneet Q1-raportin jälkeen myös Finnairin lähivuosien ennusteitamme kasvun ja operatiivisen liikevoiton osalta.

Sektorin iso kuva pitkän ajan odotusten pohjana

Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan vuosina 2027-2032 2,5 % vuodessa lentoliikennettä tukevien kasvuajurien ansiosta, kun taas terminaalikasvuodotuksemme on 2,0 %. Oikaistun liikevoittomarginaalin ennustamme olevan toimialan rakenteellisesti haastavana pysyvä viitekehys huomioiden 5-6 %:n tasolla. Taso ei ole absoluuttisesti erityisen korkea pääomavaltaiseen liiketoimintaan, mutta Finnairin ja toimialan pidemmän aikavälin historiaan sekä kroonisesti korkeisiin ennusteriskeihin suhteutettuna pidämme sitä toistaiseksi riittävänä. Ennusteissamme yhtiön investointitaso kiihtyy jakson loppua kohti, mikä peilaa kapearunkolaivastoon liittyvää uusimistarvetta ja alan pitkän aikavälin investointitarpeita. Pitkän tähtäimen ennusteiden rooli on lähinnä tukea lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita ja muodostaa runko osakkeen arvonmäärityksen apukomponenttina käyttämäämme DCF-malliin.

EPS ja osinko 2019-2026e



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	838	400	550	719	687	2357	695	780	837	717	3028	3021	3114	3175
Lipputuotot	421	228	394	554	536	1711	553	646	691	576	2467	2456	2538	2580
Lisäpalvelut	44	27	28	36	32	123	33	37	39	34	144	154	163	170
Matkapalvelut	39	25	39	56	51	170	55	47	57	52	211	215	219	224
Rahti	335	121	90	73	69	352	53	50	49	54	206	196	193	201
Käyttökate	-135	-53	-15	98	119	149	90	129	171	102	493	492	484	498
Poistot ja arvonalennukset	-320	-112	-78	-79	-81	-350	-82	-81	-80	-79	-322	-308	-299	-299
Liikevoitto ilman kertaeriä	-470	-133	-84	35	18	-164	1	48	91	23	163	184	185	199
Liikevoitto	-454	-165	-93	19	38	-201	8	48	91	23	171	184	185	199
Nettorahoituskulut	-128	-47	-76	-64	17	-170	-16	-31	-21	-31	-99	-111	-111	-107
Tulos ennen veroja	-582	-212	-169	-45	55	-371	-7	17	70	-8	72	73	74	92
Verot	118	-1	-110	8	-2	-105	10	0	0	0	10	0	0	0
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	-464	-213	-280	-37	53	-476	3	17	70	-8	82	73	74	92
EPS (oikaistu)	-0,35	-0,13	-0,20	-0,02	0,02	-0,33	-0,01	0,01	0,05	-0,01	0,04	0,04	0,04	0,05
EPS (raportoitu)	-0,34	-0,15	-0,20	-0,03	0,03	-0,35	0,00	0,01	0,05	-0,01	0,05	0,04	0,04	0,05

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	1,1 %	251,9 %	392,2 %	260,5 %	66,2 %	181,1 %	73,8 %	41,8 %	16,3 %	4,3 %	28,5 %	-0,2 %	3,1 %	2,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-56,0 %	-33,2 %	-15,3 %	4,9 %	2,6 %	-7,0 %	0,1 %	6,2 %	10,9 %	3,2 %	5,4 %	6,1 %	5,9 %	6,3 %
Nettotulos-%	-57,3 %	-54,2 %	-51,6 %	-5,7 %	7,2 %	-20,9 %	-0,2 %	1,7 %	7,9 %	-2,0 %	2,1 %	1,8 %	1,8 %	2,3 %

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2799	3028	8 %	2892	3021	4 %	2932	3114	6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	122	163	33 %	165	184	12 %	186	185	-1 %
Liikevoitto	122	171	39 %	165	184	12 %	186	185	-1 %
Tulos ennen veroja	-2	72	4000 %	62	73	18 %	84,1	74,2	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,01	0,04	400 %	0,03	0,04	19 %	0,05	0,04	-19 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	2570	2328	2260	2202	2203
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	2290	2123	2051	1993	1994
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	6,9	4,5	4,5	4,5	4,5
Muut pitkäaikaiset varat	80,9	120	120	120	120
Laskennalliset verosaamiset	192	80,6	84,1	84,1	84,1
Vaihtuvat vastaavat	1477	1805	1719	1549	1425
Vaihto-omaisuus	55,8	122	151	136	125
Muut lyhytaikaiset varat	44,7	23,5	23,5	23,5	23,5
Myyntisaamiset	111	135	182	181	187
Likvidit varat	1266	1524	1363	1208	1090
Taseen loppusumma	4047	4133	3979	3751	3628

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	476	411	475	529	584
Osakepääoma	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Kertyneet voittovarot	-743,3	-1635,9	-1572,0	-1517,9	-1462,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	201	600	600	600	600
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	943	1371	1371	1371	1371
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2392	2373	1968	1744	1609
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	201	186	186	186	186
Lainat rahoituslaitoksilta	2190	2186	1781	1557	1422
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Lyhytaikaiset velat	1180	1349	1536	1478	1436
Lainat rahoituslaitoksilta	619	443	445	389	355
Lyhytaikaiset korottomat velat	345	542	727	725	716
Muut lyhytaikaiset velat	217	364	364	364	364
Taseen loppusumma	4047	4133	3979	3751	3628

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Finnairin arvottaminen vaatii oikaisuja tuloskertoimiin ja tarkkaa harkintaa

Finnairin käänneyhtiöprofiiliin ja voitolliseksi nousevan tuloksen myötä painotamme arvonmäärityksessä tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Tase pohjaisen P/B:n ja oman pääoman tuoton yhdistelmä on mielestämme käyttökelpoton yhtiön oman pääoman rakenteen takia. Siten olemme korvanneet sen EV/IC-kertoimella, jota vertaamme Finnairille arvioimaamme sijoitetun pääoman tuoton potentiaaliin. Rajallisen näkyvyyden vuoksi painotamme näkemyksessämme kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden kertoimia. Suhteutamme arvostuskertoimia myös lentosektorin verrokkeihin, sillä alalta löytyy paljon listattuna suoria kilpailijoita ja muuten samantyyppisellä liiketoimintamallilla ja samantyyppisessä markkinadynamiikassa operoivia verrokkeja. Lisäksi käytämme Finnairin arvonmäärityksessä kassavirtamallia, mutta sen painoarvo on mielestämme rajallinen, sillä epävarmojen pitkän aikavälin ennusteisiin perustuvan mallin arvo on erittäin herkkä parametrien muutoksille.

Finnairin arvostusta on hankala peilata historiaan, sillä vuodet 2020-2022 tulos oli pandemian takia tappiollinen ja vuonna 2019 voimaan tullut IFRS 16 kirjanpituusmuutos estää pidemmälle historiaan peilaamisen. Finnairin arvonmäärityksessämme etenkin P/E-kerroin on käyttökelpoinen, sillä se huomioi hybridilainan kulut. Pääomallainan kuluja P/E-lukukaan ei kuitenkaan huomioi, sillä ennusteissamme korkoja ei ole kirjattu

tuloslaskelmaan. Lisäksi P/E-luvun vertailtavuuden yhtiöiden välillä pitäisi olla melko hyvä. Finnairin P/E-luku voi kuitenkin olla IFRS 16:n aikana hieman epästabiili, sillä tuloslaskelman rahoituskuluihin vaikuttavat muun muassa valuuttakurssit. Lisäksi arvioimme, että yhtiön vuokrasopimuskannan rakenne voi vaikuttaa P/E-luvun tasoon, sillä pitkissä vuokrasopimuksissa korkokomponentin osuus on suurempi ja se voi painaa nettutulosta laskennallisesti rahavirtaa heikommaksi.

EV-kertoimien käyttökelpoisuuden parantamiseksi olemme lisänneet Finnairin yritysarvoon oman pääoman puolelle kirjattavat hybridilainan sekä pääomallainan, sillä osakkeenomistajien näkökulmasta ne ovat korkoa kantavaa velkaa arvonmäärityksen näkökulmasta, vaikka IFRS-kirjanpidossa ne kirjataankin oman pääoman puolelle. Näin ollen oikaistut EV/EBIT-kertoimet saadaan huomioimaan hybridilainan ja pääomallainan rasitteet omistajille, mutta samalla toki EV-kertoimet eivät ole enää suhteellisesti täysin vertailukelpoisia, koska vastaava oikaisu pitäisi tehdä myös verrokkiyhtiölle (monet lentoyhtiöt ovat käyttäneet hybridirahoitusta). Lisäksi, kuten todettua, myös vuokrasopimuskannan pituus vaikuttaa korolliseen velan määrään ja heikentää EV-kertoimien vertailtavuutta. Näin ollen Finnairin arvottaminen tuloskertoimilla on jopa harvinaisen monimutkaista ja johtopäätökset vaativat tarkkaa harkintaa.

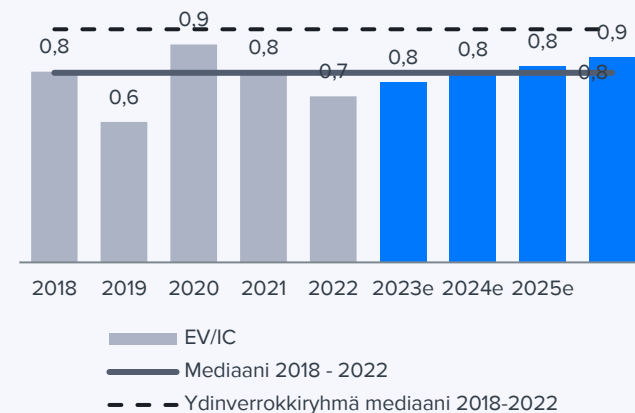
Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Lentoyhtiöiden riskiprofiili oli jo ennen kriisiä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,52	0,52	0,52
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	734	734	734
Yritysarvo (EV)	2205	2079	2028
P/E (oik.)	12,7	13,6	13,3
P/E	11,5	13,6	13,3
P/Kassavirta	2,0	2,9	4,1
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	4,5	4,2	4,2
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,3	11,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/IC (oik.)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

korkea ja monet eurooppalaiset verkkolentoyhtiöt hinnoiteltiin alle 10x eteenpäin katsovilla P/E-kertoimilla jo nollakorkoaikoina. Tämä johtui arvioimme mukaan alan ankarasta kilpailudynamiikasta, toimialan rajallisesta track-recordista taloudellisen lisäarvon tuottamisessa, pääomavaltaisuudesta ja tulosten korkeahkosta volatiliteetista.

Arviomme mukaan riskiprofiili ei ole ainakaan laskenut ja/tai hyväksyttävä arvostus noussut, kun huomioidaan pandemian (ja Finnairin tapauksessa myös Venäjän ylilentokiellon) jättämät arvet toimialalle sekä ulkoisena tekijänä myös merkittävästi vuoden 2022 aikana kohonnut korkotaso. Tämä viitekehys huomioiden Finnairille hyväksyttävä arvostus on P/E-luvulla mitattuna mielestämme noin 8x-11x, kun taas EV/EBIT -kertoimella mitattuna pidämme yhtiölle hyväksyttävänä haarukkana 8x-10x. Hyväksyttävä arvostus on toki hyvin riippuvainen osakemarkkinoiden yleisistä tekijöistä, kuten likviditeetistä, korkotasosta ja sijoittajien riskinottohalusta sekä yhtiön tuloskasvuodotuksista.

Tasepohjaisesti Finnair tulisi mielestämme hinnoitella karkeasti noin EV/IC-luvulla 0,7x-1,0x (vrt. ydinverrokkiryhmän 5 vuoden mediaani EV/IC on 0,95x), kun huomioidaan yhtiön noin sijoitetun pääoman kustannuksen tasolla oleva sijoitetun pääoman tuottopotentiaali ja track-record keskimäärin pääoman kustannusta alemmasta pääoman tuotosta. Ylälaita vaatisi mielestämme yhtiöltä ennusteidemme ylittämistä ja noin pääoman kustannuksen tasolla olevaa pääoman tuottoa. Alalaita sen sijaan peilaa lähempänä

historiallista tasoa ollutta arvostusta ja pääoman tuottoa. Hyväksyttävä tasepohjainen arvostus on kuitenkin voimakkaasti riippuvainen yhtiön kestävästä pääoman tuottotasosta.

Arvostus on haastava

Finnairin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2023-2025 ovat 13x-14x kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 14x, 11x ja 11x. Näin ollen Finnairin arvostus on esittämiemme haarukoiden yläpuolella koko ennustejaksolle. Näin ollen pidämme yhtiön tuloskertoimia absoluuttisesti vaativina molemmilla tunnusluvuilla tarkasteltuna ja yhtiön pitäisi ylittää ennusteemme varsin tuntuvalle marginaalilla, jotta arvostus painuisi hyväksyimiimme arvostushaarukoihin.

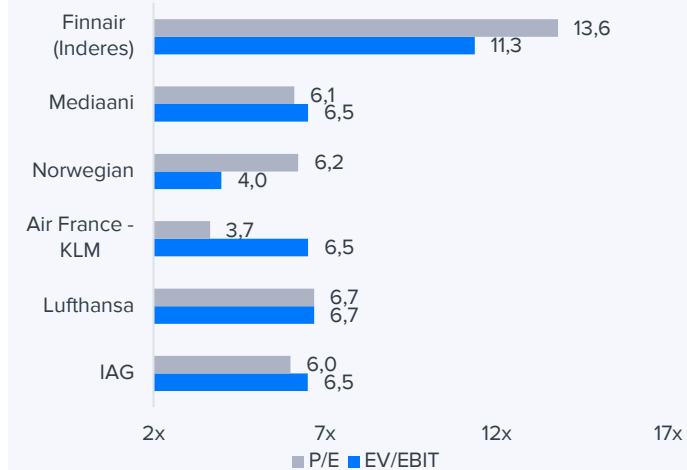
Finnairin EV/IC-kerroin on kuluvaan vuoden ennusteillamme 0,8x, mikä on yhtiön vuosien 2018-2022 mediaanin tasolla. Tämä on mielestämme korkeintaan neutraali taso, sillä kuluvaan vuoden ennusteillamme sijoitetun pääoman tuotto jää pääoman kustannuksen alapuolelle ja yltää lähivuosina noin pääoman kustannuksen tasolle.

Finnairin lähivuosien osinkotuotot jäävät nolliin, joten osingosta omistajien tuotto-odotus ei saa tukea. Näin ollen sijoittajien tuotto Finnairin osakkeessa tulee muodostumaan kokonaisuutena arvon muutoksesta.

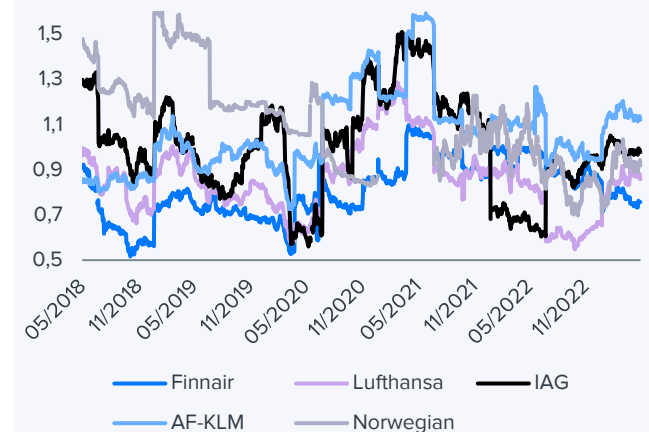
Finnair ei ole halpa suhteessa erittäin alhaalle arvostettuihin pääverrokkeihin

Lentosektorilla on globaalisti paljon listattuja yhtiöitä. Varsinaisen ydinverrokkiryhmän olemme rajanneet Finnairin kanssa kilpaileviin eurooppalaisiin yhtiöihin, mutta toissijaisesti suhteutamme Finnairin arvostusta

Suhteellinen arvostus FY'24



EV/IC



Arvonmääritys ja suositus 3/4

myös laajempaan verrokkiryhmään (ml. lähes kaikki listatut verkkolentoyhtiöt). Tyypillisesti verkkolentoyhtiöitä korkeammalle arvostetuista halpalentoyhtiöistä varsinaisessa vertailuryhmässä on mukana vain Finnairin kanssa suoraan merkittävässä mittakaavassa kilpaileva Norwegian, minkä lisäksi olemme sisällyttäneet eurooppalaisista verkkolentoyhtiöistä ydinverrokkiryhmään Lufthansan, IAG:n ja Air France KLM:n. SAS:n olemme jättäneet toistaiseksi pois verrokkiryhmästä kesken olevan USA:n Chapter 11 -prosessin takia, mutta tulemme palauttamaan SAS:n mukaan verrokkiryhmään kyseisin prosessin edettyä. Lisäksi laajennetussa verrokkiryhmässä ovat mukana lähes kaikki globaalisti listatut verkkolentoyhtiöt. Tätä kautta Finnairin hinnoitteluun saadaan melko laaja-alaisia perspektiiviä suhteellisesta näkökulmasta.

Finnair on arvostettu lähivuosien tulokertoimilla selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, sillä ydinverrokkiryhmän P/E-luvun mediaanit tälle ja ensi vuodelle ovat vain 9x ja 6x ja EV/EBIT-kertoimen 8x ja 7x. Laajennetut verrokkiryhmän kertoimet ovat noin samoilla tasoilla. Mielestämme pulleaa preemiota ei voida nykytilanteessa perustella Finnairin track-recordilla, tulevaisuuden kasvu- tai kannattavuusnäkyillä tai verrokkeja alemmalla riskiprofiililla vaan nämä tekijät puoltaisivat näkemyksemme mukaan yhtiölle korkeintaan neutraalia hinnoittelua. Preemio korostuu parhaan vertailukelpoisuuden antavalla ja osakkeenomistajien aseman kannalta kriittisimmällä P/E-luvulla.

Näin ollen suhteellinen arvonmääritys tukee näkemystämme Finnairin selkeästä suhteellisesta yliarvostuksesta ja neutraalin arvostuksen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä kestäväää nousua

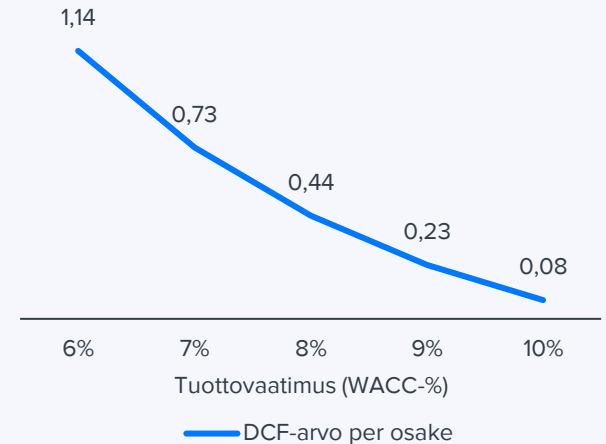
historiallisen kovalle tulostasolle (vrt. vuoden 2018 ennätyksellisellä liikevoitolla ja vuoden 2025 oikaistulla EV:llä oikaistu EV/EBIT olisi noin 9x). Verrokkiryhmän arvostus ei absoluuttisesti ole mielestämme kohtuuton nykyisten korkeampien korkojen ympäristössäkään. Sektorin korkean riskiprofiilin takia valtaosa eurooppalaisista sekä yhdysvaltalaisista verkkolentoyhtiöistä hinnoiteltiin alle 10x P/E-kertoimilla jo ennen koronavirusta nollakorkoaikana, joten sektoriarvostuksen selvemmän nousun varaankaan emme ole valmiita laskemaan.

DCF-arvonmääritys

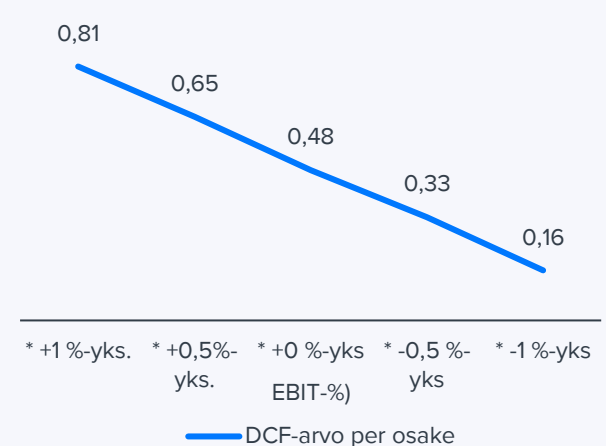
Kassavirtamallimme mukainen Finnairin osakkeen arvo on noin 0,48 euroa osakkeelta, mikä indikoisi osakkeelle lievää laskuvaraa nykykurssiin nähden. DCF perustuu myös yhtiön nykyiseen osakemäärään. DCF:ssä olemme myös vähentäneet hybridilainan ja pääomalainan osakkeenomistajille kuuluvasta pääomasta, sillä nämä pääomat eivät kuulu omistajille ja mielestämme ne tulee siten huomioida DCF:ssä. Näin ollen myös DCF antaa punaista valoa osakkeen hinnoittelun suhteen.

Mallissa terminaalien painoarvo on reilut 50 %, joten tältä osin riski ovat mielestämme tasapainossa. Mallissa pääoman kustannus on 7,8 %, mikä heijastelee mielestämme Finnairin pääoman kustannusta rahoitusmarkkinoiden normaalissa tilanteessa nykyinen IFRS 16-kirjanpito huomioiden. Pääoman kustannusta painaa mallissa korkeahko 70 %:n velkaosuus, joka muodostuu yhtiön korollisen velan arvioimastamme pitkän aikavälin kustannuksesta (sis. korot varsinaisista veloista,

DCF-arvo eri tuottovaatimuksilla



DCF-arvo eri oik. EBIT-%



Arvonmääritys ja suositus 4/4

maksut koneiden vuokrasopimuksista). Oman pääoman kustannus on 12 %, mikä heijastelee mielestämme oman pääoman ehtoisten sijoittajien korkeaa riskiprofilia ja sen myötä tuottovaatimusta. Osakkeen korkeaa riskitasoa heijastellen Finnair on riskiluokituksessamme tasolla 4 (korkein taso). Olemme nostaneet mallissamme velkapääoman kustannusta hieman viime aikojen rahoitusmarkkinoiden tilanteeseen liittyen.

Annamme DCF-arvostukselle kuitenkin Finnairin arvonmäärityksen kokonaiskuvassa vain rajallisen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä vaikeasti ennustettavien parametrien muutoksille ja yhtiön rakenne aiheuttaa DCF:ään oikaisutarpeita. Tästä syystä olemme testanneet DCF:n herkkyyttä herkimpien parametrien eli tuottovaatimuksen ja kannattavuuden osalta. Myös ennustemuutokset tai pääomanrakenteen järjestelyt (ml. vuokrasopimusten muutokset) voivat heilauttaa DCF:ää suurellakin voimalla. Siten sijoittajien kannattaa mielestämme suhtautua DCF:ään kriittisesti ja tukeutua enemmän konkretia sisältäviin arvostuskertoiimiin.

Velkalasti vaikeuttaa omistajien tilannetta ja laimennusriski pitää varpaillaan

Nostamme Finnairin tavoitehintamme lyhyen aikavälin positiivisia ennustemuutoksia heijastellen 0,43 euroon (aik. 0,40 euroa) ja toistamme ja myy-suosituksemme. Yhtiön velat huomioiva yritysarvo (EV) on yhä ennen koronapandemian puhkeamista edeltävää aikaa korkeammalla etenkin hybridi- ja pääomalainoilla oikaistuna. Omistajien kannalta velkataso on ongelmallinen, sillä velkoja on pian lyhennettävä, nykyisessä korko- ja rahoitusmarkkinoiden ympäristössä

rahoituskulujen alentaminen on vaikeaa ja rahoituskulut syövät tuntuilta osin sinänsä mukavaa tahtia paranevaa liikevoittoa.

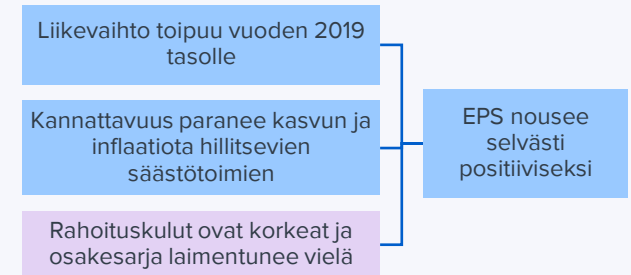
Finnair ei ole vielä avannut tarkempia suunnitelmiaan taseensa suhteen ja yhtiö vaikuttaakin muun muassa Q1-raportin yhteydessä annettujen kommenttien perusteella hakevan optimaalisempaa paikkaa rahoituksen uudelleen järjestelyyn (ts. näytöt kestävästi toipuneesta kannattavuudesta ja mahdollisesti myös rahoitusmarkkinoiden parempi tilanne). Koska investointikyky on lentotoimialalla kriittinen menestystekijä ja Finnairille sen rakentaminen pelkästään tuloksen ja kassavirran kautta vaatisi luultavasti liian paljon aikaa, epäilemme yhä vahvasti, että Finnairin tasetta tullaan järjestelemään uudestaan lähivuosina esimerkiksi konvertoimalla hybridilainaa ja pääomalainaa osakkeiksi. Tämä alentaisi rahoituskuluja, mutta johtaisi osakemäärän selvään kasvuun ja nykyomistusten laimentumiseen, mikä on ongelmallista osakkeen jo nykynumeroilla korkea suhteellinen P/E-arvostus huomioiden.

Velkalastin lisäksi osakkeen arvostus on absoluuttisesti että suhteellisesti korkea kaikilla soveltamillamme arvostusmenetelmillä (ts. omistajat kantavat riskiä kertoimien laskusta). Siten näemme omistajien tuotto-odotuksen jäävän selvästi epätydyttäväksi Finnairin hyvin etenevästä uudelleenrakennusstrategiasta ja ainakin lyhyellä tähtäimellä hyvin suotuisasta markkinatilanteesta sekä näiden tekijöiden ajamista lähiaikojen merkittävistä tulosparannusodotuksista huolimatta.

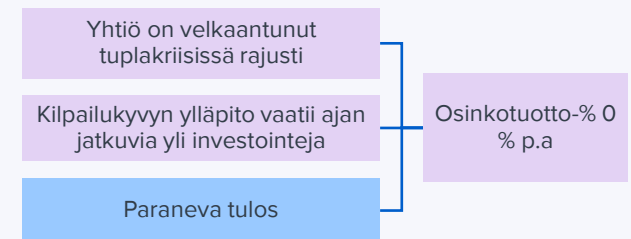
Osakkeen tuotto-odotus Q1'23 LTM-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

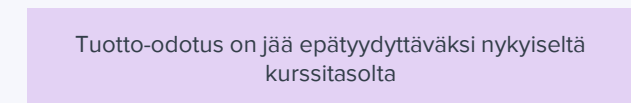
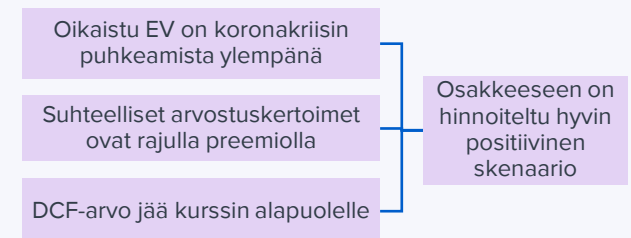
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Sijoitusprofiili

1.

Hyvä maine laadukkaana lentoyhtiönä ja vahva markkina-asema Suomessa

2.

Rakenteellisesti kasvava kysyntä

3.

Perinteisesti vaikea toimiala- ja kilpailudynamiikka murroksessa on pandemianvaikutusten takia

4.

Toipuminen tuplakriisistä

5.

Kiristynvä regulaatio luo uhkia ja mahdollisuuksia

Potentiaali



- Finnairin maine laadukkaana lentoyhtiönä on vankka
- Markkina-asema Suomessa on vahva
- Tuplakriisistä toipuakseen yhtiö joutuu uusiutumaan ja panostamaan vahvasti kannattavuuteen
- Lentoyhtiötä runnellut pandemia on voinut tervehdyttää hieman perinteisesti vaikeaa toimialadynamiikkaa
- Lentoliikenteen kysynnän kasvuajurit ovat tukevat

Riskit

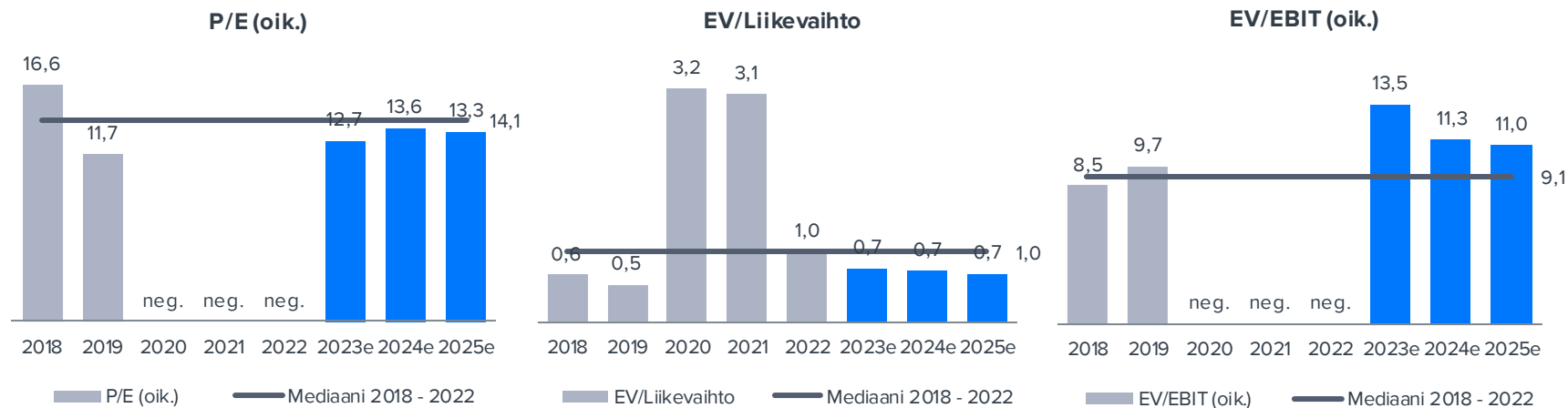


- Toimiala on edelleen erittäin kilpailtu
- Venäjän ylilentokielto vei yhtiön kilpailuedun Aasiaan ja vastaavien kilpailuetujen löytäminen on vaikeaa
- Polttoaineen hinta ja valuuttakurssit heiluttavat kannattavuutta
- Rakenteelliset muutokset toimialalla
- Tase on heikko ja osakesarjan laimennusriski suuri
- Kiristynvä ympäristöregulaatio tulee nostamaan kuluja sekä vaatimaan investointeja lentoyhtiöiltä

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,09	5,88	0,76	0,60	0,39	0,52	0,52	0,52	0,52
Osakemäärä, milj. kpl	128,1	128,1	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4	1407,4
Markkina-arvo	908	753	1070	844	549	734	734	734	734
Yritysarvo (EV)	1809	1576	2625	2588	2254	2205	2079	2028	2048
P/E (oik.)	16,6	11,7	neg.	neg.	neg.	12,7	13,6	13,3	10,0
P/E	10,2	12,1	neg.	neg.	neg.	11,5	13,6	13,3	10,0
P/Kassavirta	neg.	5,1	neg.	neg.	2,4	2,0	2,9	4,1	6,9
P/B	1,0	0,8	1,2	1,8	1,3	1,5	1,4	1,3	1,1
P/S	0,3	0,2	1,3	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	3,2	3,1	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	3,3	3,2	neg.	neg.	15,1	4,5	4,2	4,2	4,1
EV/EBIT (oik.)	8,5	9,7	neg.	neg.	neg.	13,5	11,3	11,0	10,3
Osinko/tulos (%)	39,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus*

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
IAG	8579	18325	8,3	6,5	4,2	3,6	0,7	0,6	8,8	6,0			2,9
Lufthansa	11621	17700	8,0	6,7	3,8	3,4	0,5	0,4	8,5	6,7	2,9	2,5	1,2
Air France - KLM	4061	12526	7,7	6,5	3,0	2,7	0,4	0,4	5,3	3,7			
Norwegian	825	951	6,0	4,0	2,8	2,2	0,5	0,4	10,0	6,2			1,8
Turkish Airlines	8155	16283	8,0	7,5	3,8	3,2	0,9	0,7	4,2	4,3			0,7
Japan Airlines	7723	9840	18,3	11,4	6,7	5,0	1,1	0,9	36,0	15,1	0,7	2,1	1,4
China Air	19980	48409	54,1	22	13,5	10	2,8	2,2	63,4	13,5	0,3	1,0	4,8
Delta Airlines	20214	34048	6,2	5,5	4,4	4,1	0,7	0,7	6,2	5,0		1,0	2,2
United	13302	25614	5,8	5,0	3,6	3,2	0,5	0,5	4,9	4,2			1,5
American Airlines	8188	28880	8,3	7,5	5,4	4,9	0,6	0,6	5,3	4,5			
Alaska Airlines	5035	4702	4,9	4,3	3,3	2,9	0,5	0,5	7,2	6,1			1,1
Cathay Pacific	5677	12564	13,3	16,0	5,3	5,4	1,2	1,0	16,0	12,9		3,8	0,9
Qantas	7210	8520	5,4	5,4	3,2	3,1	0,7	0,7	7,2	6,8			18,4
Singapore Airlines	11920	16532	8,5	11,7	4,9	5,7	1,4	1,3	8,8	11,3	3,4	3,1	1,2
Air New Zealand	5824	6328	8,3	7,3	6,2	5,6	0,7	0,6	10,9	9,0	2,3	2,4	0,4
Air Canada	4516	10077	14,4	8,0	5,6	4,1	0,8	0,7	29,9	7,1			
China Southern	16722	44188	58,7	26,5	11,1	8,9	2,2	1,9	46,2	12,7	0,0	1,2	2,0
Korean Air	5794	9501	8,8	10,2	4,4	4,7	1,0	0,9	9,1	9,9	0,9	0,9	0,9
LATAM Airlines	3750	8571	11,4	9,5	4,5	4,5	0,8	0,8					
Finnair (Inderes)	734	2210	13,5	11,3	4,5	4,2	0,7	0,7	12,9	13,6	0,0	0,0	1,5
Keskiarvo			13,9	9,6	5,2	4,6	0,9	0,8	16,0	8,0	1,5	2,0	2,7
Mediaani			8,3	7,5	4,4	4,1	0,7	0,7	8,8	6,7	0,9	2,1	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			62 %	51 %	1 %	3 %	1 %	3 %		102 %	-100 %	-100 %	10 %
Keskiarvo ydinverrokit			7,5	5,9	3,5	3,0	0,5	0,5	8,1	5,6	2,9	2,5	2,0
Mediaani ydinverrokit			7,9	6,5	3,4	3,1	0,5	0,4	8,7	6,1	2,9	2,5	1,8
Erotus-% vrt. Mediaani ydinverrokit			72 %	74 %	31 %	38 %	55 %	60 %	49 %	122 %	-100 %	-100 %	-15 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-malli

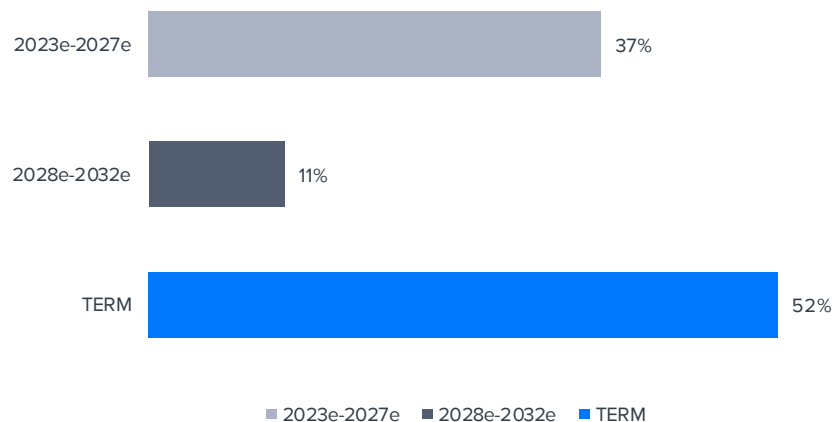
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	181,1 %	28,5 %	-0,2 %	3,1 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-8,5 %	5,6 %	6,1 %	5,9 %	6,3 %	6,0 %	6,0 %	5,6 %	5,4 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Liikevoitto	-201	171	184	185	199	195	200	191	189	187	191	
+ Kokonaispoistot	350	322	308	299	299	314	327	338	367	387	404	
- Maksetut verot	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-17	
- verot rahoituskuluista	49	14	0	0	0	0	0	0	0	0	-24	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	
- Käyttöpääoman muutos	276	108	14	-3	8	10	11	11	11	11	9	
Operatiivinen kassavirta	480	615	506	481	506	520	538	540	568	586	566	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-219	-250	-250	-300	-400	-400	-400	-500	-500	-500	-421	
Vapaa operatiivinen kassavirta	246	365	256	181	106	120	138	40	68	86	145	
+/- Muut	-16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	230	365	256	181	106	120	138	40	68	86	145	2547
Diskontattu vapaa kassavirta		347	226	148	81	84	90	24	38	45	70	1233
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2386	2039	1813	1665	1584	1500	1410	1385	1347	1303	1233
Velaton arvo DCF		2386										
- Korolliset velat		-2629										
+ Rahavarat		1524										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		681										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,48										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	70,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,5 %
Yrityksen Beta	2,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



■ 2023e-2027e ■ 2028e-2032e ■ TERM

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/07/2019	Vähennä	6,75 €	6,83 €
23/10/2019	Vähennä	6,40 €	6,21 €
12/12/2019	Lisää	6,25 €	5,53 €
10/02/2020	Lisää	6,25 €	5,83 €
25/02/2020	Vähennä	5,75 €	5,41 €
02/03/2020	Vähennä	5,00 €	4,78 €
16/03/2020	Vähennä	3,75 €	3,56 €
17/03/2020	Vähennä	3,50 €	3,35 €
29,4.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
11/06/2020	Myy	0,65 €	0,72 €
27/07/2020	Vähennä	0,50 €	0,50 €
16/09/2020	Vähennä	0,45 €	0,44 €
28/10/2020	Vähennä	0,36 €	0,37 €
12/11/2020	Myy	0,48 €	0,56 €
19/02/2021	Myy	0,48 €	0,61 €
28/04/2021	Myy	0,60 €	0,78 €
16/07/2021	Myy	0,60 €	0,65 €
27/10/2021	Vähennä	0,60 €	0,62 €
01/12/2021	Vähennä	0,55 €	0,57 €
18/02/2022	Myy	0,55 €	0,62 €
01/03/2022	Myy	0,40 €	0,45 €
22/04/2022	Myy	0,40 €	0,48 €
28/04/2022	Myy	0,40 €	0,46 €
20/07/2022	Myy	0,35 €	0,41 €
30/10/2022	Myy	0,35 €	0,43 €
16/02/2023	Myy	0,40 €	0,53 €
05/05/2023	Myy	0,43 €	0,52 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**