

Laaja-alaisesti erinomainen suoritus

Nostamme Finnairin vahvan Q2-raportin myötä nousseiden ennusteidemme ja sektorin arvostuksen kohoamisen takia Finnairin tavoitehintamme 7,25 euroon (aik. 4,75 euroa). Toistamme kuitenkin vähennä-suosituksemme, sillä kurssirallissa jo jossain määrin venynyt arvostus ei jätä turvamarginaalia sektorin korkeita riskejä vastaan.

Vahva tulos liikevaihdon kasvun ansiosta

Finnairin liikevaihto kasvoi Q2:lla 11,1 % 633 MEUR:oon, jota liikennedatassa julkaistut tiedot ennakoivat. Liikevaihdon vahvaa kasvua tuki kapasiteetin 6,8 %:n kasvu, mutta erityisen positiivista oli, että vahvan kysynnän myötä korkea matkustajakapasiteetin käyttöaste (etenkin Aasiassa) nosti yksikkötuottoja 4,1 % Q2:lla. Hyvin pitäneen hinnoittelun lisäksi yksikkötuoton kasvun taustalla oli lisäpalveluiden, rahdin ja Aurinkomatkojen odotuksiamme parempi myynti. Vertailukelpoinen liiketulos kohosi liikevaihdon vahvan kehityksen ja muun muassa suojatun polttoaineen hinnan myötä 1,6 % laskeneiden yksikkökustannusten ansiosta 37,5 MEUR:oon. Tämä ylitti lievästi myös ennen Q2-tulosta päivitetyn ennusteemme. Alemmilla riveillä yhtiö kirjasi 50,5 MEUR:n vertailukelpoisuuteen vaikuttavat positiiviset erät lähinnä 8. A350-koneen myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelyyn liittyen. Rahoituskulut olivat aavistuksen odotuksiamme korkeammat, kun taas veroissa ei ollut olennaisia yllätyksiä. Näin ollen raportoitu EPS oli 0,50 euroa, mikä ylitti niin ikään ennusteemme.

Ohjeistus indikoi vahvaa H2:sta, nostimme ennusteitamme selvästi raportin jälkeen

Finnair toisti kuluvan vuoden kapasiteettiohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna uusien A350-koneiden ja kapearunkolaivaston konekoon kasvun myötä 8-10 % painottuen voimakkaasti H2:lle. Liikevaihto-ohjeistustaan yhtiö korotti, sillä Finnair arvioi kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan suunnillaan kapasiteetin kasvun tahtia (aik. liikevaihto kasvaa kapasiteettia hitaammin), mikä heijastelee yhtiön hyvää H1:stä ja edelleen suotuisia näkymiä. Lisäksi Finnair antoi tulosohejituksen, jonka mukaan yhtiö arvioi kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton olevan suunnilleen kaksinkertainen viime vuoden tasoon nähden (2016: oik. EBIT 55 MEUR). Tarkastimme alkuperäisiä odotuksiamme paremman kysynnän (tukee hinnoittelua ja tehokkuutta) ja öljyn hinnan viime aikojen laskun sekä EUR/USD-valuuttakurssin vahvistumisen myötä kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton ennusteitamme ylöspäin yli 30 % 126 MEUR:oon. Nostimme myös lähivuosien oikaistun liikevoiton ennusteitamme 11-16 % vahvan tuloksen jälkeen ja odotamme yhtiön tuloksen pysyvän liikevaihdon kasvun ajamana selvällä nousukäyrällä lähivuosina.

Arvostus on noussut kohonneista ennusteista huolimatta

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2017-2018 ovat 13x ja 12x, kun taas oikaistut EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 5x ja 4x. Jälkimmäisellä mittarilla Finnair on hinnoiteltu noin pitkän aikavälin keskiarvonsa tasolle, kun taas tasepohjainen oikaistu P/B-luku on jo 1,3x, mikä on mielestämme haastava taso Finnairin historiallisiin operatiivisiin pääoman tuottoihin ja toisaalta yhtiön taloudellisten tavoitteiden (ROCE-% yli 7 %) indikoimaan tuottopotentiaaliin nähden. Suhteellisesti Finnairin arvostus on P/E-pohjaisesti kireä, sillä viime aikoina nousseista arvostuksista huolimatta eurooppalaisia verkkolentoyhtiöitä hinnoitellaan markkinoilla P/E-luvuilla 6x-8x. Kokonaisuutena osakkeen tuotto-odotus ei mielestämme riitä nyt ostojen perusteleminen, kun huomioidaan toimialan kroonisesti korkeat riskit.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 7,25 EUR

Edellinen: 4,75



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös 7,53 EUR

12 kk vaihteluväli 3,98-7,53 EUR

Potentiaali -3,7 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	2 255	122	5,4 %	113	0,63	0,00	0,1	2,8	28,9	-23,9	0,0 %
2016	2 317	116	5,0 %	106	0,53	0,10	0,2	2,7	7,9	28,2	2,5 %
2017e	2 517	177	7,0 %	162	0,91	0,15	0,3	3,4	6,8	12,6	2,0 %
2018e	2 703	137	5,1 %	118	0,64	0,20	0,3	3,0	5,9	11,8	2,7 %
2019e	2 825	150	5,3 %	131	0,72	0,23	0,3	2,5	4,9	10,5	3,1 %
Markkina-arvo, MEUR			965	OPO / osake 2017e, EUR			7,50	CAGR EPS, 2016-2019, %			11 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-106	P/B 2017e			1,0	CAGR kasvu, 2016-2019, %			7 %
Yritysarvo (EV), MEUR			859	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-11,0 %	ROE 2017e, %			12,9 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2559	Omavaraisuusaste 2017e, %			37,6 %	ROCE 2017e, %			11,3 %

Vahva tulospaarannus liikevaihdon kasvun ansiosta

Liikevaihdon kehitys vahvaa kaikilla rintamilla

Finnairin liikevaihto kasvoi Q2:lla 11,1 % 633 MEUR:oon, mikä oli aiemmin julkaistun liikennedatan perusteella jo tiedossa. Liikevaihdon vahvaa kasvua tuki kapasiteetin 6,8 %:n kasvu, mutta erityisen positiivista oli, että hyvän kysynnän myötä korkea matkustajakapasiteetin käyttöaste (Q2: 83,7 %, +6,3 %-yksikköä y-on-y) nosti yksikkötuottoja 4,1 % Q2:lla. Erityisen vahva kysyntätilanne oli Aasiassa, jossa Finnairin lipputuotot kasvoivat yli 21 % Q2:lla, kun taas kapasiteetti kasvoi reilut 6 % (Finnair voitti markkinaosuutta Aasiassa Q2:lla). Positiivisessa kysyntätilanteessa myös hinnoittelu piti hyvin ja lisäksi yksikkötuoton kasvun taustalla oli lisäpalveluiden (Q2: kasvu 20 %), rahdin (Q2: kasvu 16 %) ja Aurinkomatkojen (Q2: kasvu 13 %). odotuksiamme parempi myynti. Suurin tuottokomponentti lipputuotot kasvoivat 11 % ja kaikki liikennealueet ylsivät kasvuun. Näin ollen liikevaihdon positiivinen kehitys oli laaja-alaisesti positiivista. Korostamme myös, että kasvun taustalla ei ollut ainoastaan suotuista markkina (noin puolet käyttöasteen noususta), vaan myynnin kehityksessä näkyivät myös yhtiön omat kasvun kiihdyttämiseen ja liiketoiminnan kehittämiseen tähänneet toimet (toinen puoli käyttöasteen noususta).

Ennätysellisen hyvä Q2-tulos syntyi yläriivin kautta

Vertailukelpoinen liikevaihdon vahvan kehityksen ja muun muassa suojatun polttoaineen hinnan myötä 1,6 %

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erutus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	570	633	634	620	595	637	0 %
Liikevoitto (oikaistu)	3,1	37,5	35,5	23,7	12,0	39,0	6 %
Liikevoitto	0,2	89,1	85,5	69,6	52,0	89,0	4 %
Tulos ennen veroja	-13	83,4	81,8	66,4	47,0	85,3	2 %
EPS	-0,04	0,50	0,49	0,44	0,30	0,53	0,91
Liikevaihdon kasvu-%	4,7 %	11,2 %	11,3 %	8,8 %	4,5 %	11,8 %	-0,1%-yks.
Liiketulos-% (oik.)	0,5 %	5,9 %	5,6 %	3,8 %	2,0 %	6,1 %	0,3 %-yks.

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

laskeneiden yksikkökustannusten ansiosta 37,5 MEUR:oon. Tämä ennätysellisen hyvä Q2-tulos ylitti lievästi ennen raporttia päivitetyn ennusteamme ja hakkasi alkuperäiset odotuksiamme selvästi. Kustannuseristä polttoainekulut olivat odotuksiamme alemmat, mutta toisaalta huollot olivat lievästi korkeammat. Merkittäviä yllätyksiä kulurakenteessa ei kuitenkaan ollut, kun huomioidaan LSG Sky Chefsin omistusmuutoksesta aiheutuneet rakenteelliset muutokset (ei nettovaikutusta) kulueriin. Myös kasvupanostusten rasitukset vaikuttivat hellittävän jossain määrin, vaikka mm. henkilöstön koulutukset aiheuttavat yhä ylimääräisiä ”kasvukuluja”. Onnistuneesta kulujen hallinnasta huolimatta vahva operatiivinen tulospaarannus syntyi kuitenkin etenkin liikevaihdon kasvun kautta, mikä korostaa liikevaihdon ja sen kasvun kriittistä roolia lentosektorin toimialadynamiikassa.

Alemmilla riveillä yhtiö kirjasi 50,5 MEUR:n vertailukelpoisuuteen vaikuttavat positiiviset erät lähinnä 8. A350-koneen myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelyyn liittyen. Rahoituskulut olivat aavistuksen odotuksiamme korkeammat, kun taas veroissa ei ollut olennaisia yllätyksiä. Näin ollen raportoitu EPS oli 0,50 euroa, mikä ylitti niin ikään ennusteamme. Rahavirta parani lähinnä vertailukelpoisen tuloksen kasvun ansiosta. Taseen puolella ei ollut yllätyksiä vaan yhtiön taloudellinen asema on pysynyt toimialan dynamiikka huomioiden vahvana (Q2: omavaraisuusaste 31 %, oikaistu nettovelkaantumisaste 74 %) ja likvidit varat kohosivat lähes miljardiin euroon Q2:n lopussa.

Ennusteet nousivat reilusti etenkin kuluvan vuoden osalta

Liikevaihto-ohjeistus nousi, tulosoheistus indikoi myös vahvaa H2:sta

Finnair toisti kuluvan vuoden kapasiteettiohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna uusien A350-koneiden ja kapearunkolaivaston konekoon kasvun myötä 8-10 % painottuen voimakkaasti H2:lle. Liikevaihto-ohjeistustaan yhtiö korotti, sillä Finnair arvioi kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan suunnillaan kapasiteetin kasvun tahtia (aik. liikevaihto kasvaa kapasiteettia hitaammin), mikä heijastelee yhtiön H1:llä saamaa etumatkaa ja edelleen suotuisaa markkinaa. Lisäksi Finnair antoi tulosoheistuksen, jonka mukaan yhtiö arvioi kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton olevan suunnilleen kaksinkertainen viime vuoden tasoon nähden (2016: oik. EBIT 55 MEUR). Ohjeistus tukee vahvan tulokasvun jatkumista H2:lla. Odotuksiimme nähden oli myös lievä positiivinen yllätys, ettei yhtiö tyytynyt ohjeistamaan vain oikaistun liiketuloksen kasvua.

Loppuvuodesta ja varsinkin tärkeästä Q3:sta on tulossa yhtiölle erinomainen. Esimerkiksi taseessa ennakkoon maksetut liput olivat Q2:n lopussa 18 % vertailukautta ylempänä, mikä indikoi vahvan kasvun jatkuvan lähiaikoina. Hiljaisemmän kysynnän Q4:n (ja myös Q1:n) suhteen näkymät ovat huomattavasti kesän lomasesonkia epävarmemmat, mutta kokonaisuutena hyvän kysyntäkuvan takia matkustajakäyttöasteen tai yksikkötuottojen romahdus näyttää epätodennäköiseltä, vaikka H2:lla (ja myös Q1:llä) yhtiön

kapasiteetti kasvaakin jopa 15 %:n vauhtia. Yksikkötuottojen parantumista ja käyttöasteen nousua emme kuitenkaan kesäsesongin jälkeen ennusta kapasiteetin voimakkaan kasvun takia.

Ennusteet nousivat selvästi

Tarkastimme alkuperäisiä odotuksiamme paremman kysynnän (tukee hinnoittelua ja tehokkuutta) ja öljyn hinnan viime aikojen laskun sekä EUR/USD-valuuttakurssin vahvistumisen myötä kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton ennusteitamme ylöspäin yli 30 % 126 MEUR:oon. Näemmekin mahdollisuuden, että yhtiö tarkistaa vielä tulosoheistustaan ylöspäin (ts. oikaistu liikevoitto kasvaa yli kaksinkertaisesti vuoteen 2016 verrattuna), jos koko vuoden tuloksen kannalta kriittinen Q3 menee Q2:n tavoin vahvasti ja Q4:n volyyminäkymä pysyy hyvänä

Nostimme myös lähivuosien oikaistun liikevoiton ennusteitamme 11-16 % vahvan tuloksen jälkeen ja odotamme yhtiön tuloksen pysyvän liikevaihdon kasvun ajamana nousukäyrällä lähivuosina. Odotamme nyt Finnairin yltävän reilun 5 %:n oikaistuihin liikevoittomarginaaleihin lähivuosina, mikä on lievästi alle 6 %:ssa olevan yhtiön tavoitetason alarajan. Ennusteemme perustuvat lievästi laskeviin yksikkötuottoihin ja yksikkö-kustannuksiin, tasolla 81-82 % olevaan matkustajakäyttö-asteeseen ja EUR/USD-kurssiin 1,10-1,16 ja öljyn hintaan 50-57 USD/bbl (heijastelee Reutersin öljy-analyttikoiden konsensusta).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2472	2517	2 %	2670	2703	1%	2801	2825	1%
Käyttökate	273,9	303,4	11%	251,2	270,7	8 %	274,5	289,0	5 %
Liikevoitto (oikaistu)	96,8	126,4	31%	117,2	136,5	16 %	135,6	149,9	11%
Liikevoitto	145,8	176,9	21%	117,2	136,5	16 %	135,6	149,9	11%
Tulos ennen veroja	132,8	161,9	22 %	97,9	118,2	21%	115,6	131,0	13 %
EPS (oikaistu)	0,43	0,60	40 %	0,51	0,64	25 %	0,62	0,72	15 %
Osakekohtainen osinko	0,12	0,15	25 %	0,15	0,20	33 %	0,17	0,23	35 %

Lähde: Inderes

Arvostus kiristää jo tietyiltä osin ennustemuutoksista huolimatta

Tasearvostus on jo haastava pääoman tuotto-odotukseen nähden

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2017-2018 ovat 13x ja 12x, kun taas oikaistut EV/EBITDAR-kertoimet ovat noin 5x ja 4x. Jälkimmäisellä mittarilla Finnair on hinnoiteltu noin pitkän aikavälin keskiarvonsa tasolle, kun taas tasepohjainen hybridilainalla oikaistu P/B-luku on jo 1,3x. Tämä on mielestämme haastava taso Finnairin historiallisiin pääoman tuottoihin ja toisaalta yhtiön taloudellisten tavoitteiden (ROCE-% yli 7 %) indikoimaan pitkän ajan tuottopotentialiin (yli syklin) nähden. Toisaalta lentokoneiden tasearvo on ainakin uusien A350-koneiden osalta liian alhainen, minkä takia yhdessä vahvojen tulostilanteiden kanssa se saa meidät hyväksymään Finnairille aiempia arvioitamme korkeamman tasearvostuksen tässä vaiheessa.

Suhteellinen P/E-arvostus kiristää jo

Suhteellisesti Finnairin arvostus on P/E-pohjaisesti jopa kireä, sillä viime aikoina nousseista arvostuksista huolimatta eurooppalaisia verkkolentoyhtiöitä (esim. IAG, Lufthansa, Air France-KLM) hinnoitellaan markkinoilla P/E-luvuilla 6x-8x ja myös USA:n erittäin hyvin kannattavien verkkolentoyhtiöiden P/E-kertoimet ovat alle

10x. Nämä arvostustasot kuvaava mielestämme sijoittajien lentoyhtiöille asettamia korkeita riskipreemioita ja yleisesti hyväksyttyjä arvostuskertoimia toimialan ja verkkoliiketoimintamallin omaaville yhtiöille. EV-pohjaisesti vahvan taseen omaava Finnair on aliarvostettu, mutta EV-kertoimien vertailtavuutta vaikeuttaa mm. Finnairin suuri hybridilaina, jota EV-kertoimet eivät huomioi ilman oikaisuja (hybridilaina korolliseksi velaksi oikaisemalla EV-alennus pienenee). Siksi painotamme kaikki rivit huomioivaa P/E:tä suhteellisessa arvonmäärityksessä.

Myöskään osingosta Finnair ei varsinaisesti saa tukea, sillä nousseista osinkoennusteistamme huolimatta osinkotuotto jää lähivuosina maltilliselle noin 2-3 %:iin. Osinkoennusteemme heijastelevat noin 30 %:n jakosuhdetta oikaistusta tuloksesta. Kokonaisuutena osakkeen tuotto-odotus ei mielestämme riitä nyt ostojen perusteleamiseen, kun huomioidaan toimialan kroonisesti korkea riskiprofiili, vaikka yhtiö etenee vauhdilla oikeaan suuntaan tällä hetkellä. Hyväksymme kuitenkin osakkeelle aiempaa korkeamman arvostuksen tulostilanteen kiihtymisen ansiosta. Voimakkaan tulostilanteen myötä osakkeelle ei myöskään ole näkymissä ajureita alaspäin lähiaikoina.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Finnair	7,53	909	837	5,9	6,8	3,3	3,6	0,4	0,3	10,9	12,2	2,2	2,5	1,0
IAG	598,15	14638	17033	7,6	6,9	5,1	4,7	0,9	0,9	7,4	6,7	4,1	4,2	2,3
Lufthansa	19,06	9835	11946	7,9	7,5	4,4	4,1	0,5	0,5	6,4	6,4		3,5	1,1
SAS	20,00	1112	1324	6,0	3,6	2,5	1,7	0,1	0,1	16,7	12,1			0,8
Air France-KLM	12,37	4062	8078	9,3	9,0	4,2	3,9	0,5	0,5	6,4	5,4	0,9	0,1	2,1
Turkish Airlines	8,74	3049	10571	37,4	20,8	8,4	6,7	1,1	1,0	15,5	7,6			0,7
Norwegian	180,70	719	2522	90,2	46,3	18,2	15,0	1,1	1,2	31,7	11,9			1,7
Japan Airlines	3654,00	10027	8036			3,9	3,8	0,8	0,7	8,1	11,7	2,8	2,6	1,3
Air China	9,19	15523	28033	12,9	12,8	6,7	6,2	1,6	1,5	14,6	13,4	1,2	1,3	1,5
Finnair (Inderes)	7,53	965	859	6,8	5,9	3,4	3,0	0,3	0,3	12,6	11,8	2,0	2,7	1,0
Keskiarvo				22,2	14,2	6,3	5,5	0,8	0,7	13,1	9,7	2,2	2,4	1,4
Mediaani				8,6	8,2	4,4	4,1	0,8	0,7	10,9	11,7	2,2	2,5	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				-21%	-28%	-23%	-28%	-57%	-60%	16%	0%	-11%	4%	-25%

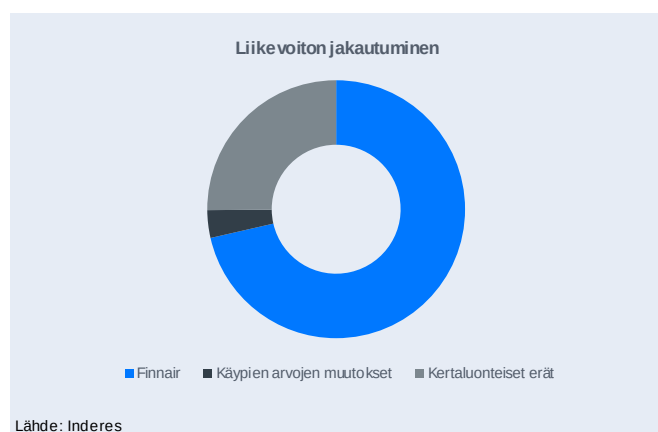
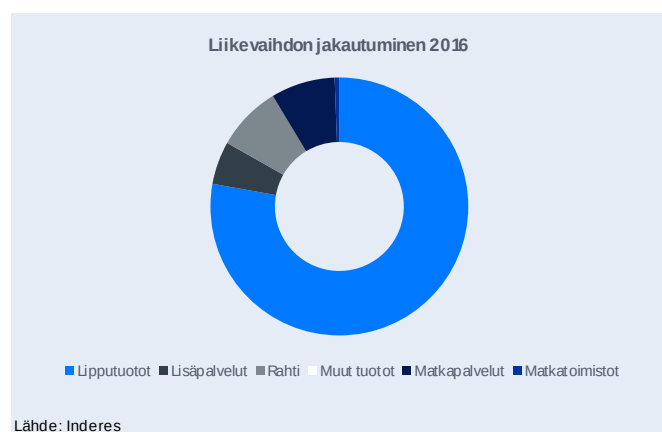
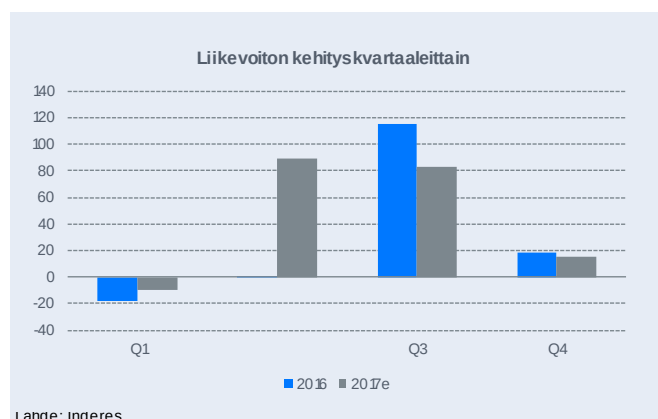
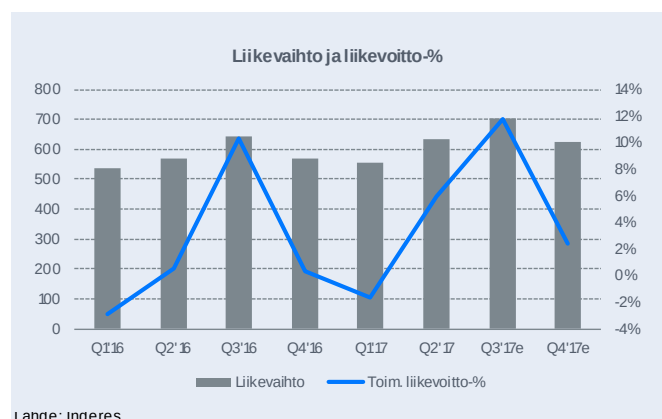
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2255	536	570	641	570	2317	554	633	706	623	2517	2703	2825
<i>Finnair</i>	<i>2255</i>	<i>536</i>	<i>570</i>	<i>641</i>	<i>570</i>	<i>2317</i>	<i>554</i>	<i>633</i>	<i>706</i>	<i>623</i>	<i>2517</i>	<i>2703</i>	<i>2825</i>
Käyttökate	229,8	5,3	26,4	141,2	49,2	222,0	19,1	119,5	115,9	48,9	303,4	270,7	289,0
Poistot ja arvonalennukset	-108,1	-22,9	-26,2	-25,7	-31,0	-105,8	-29,1	-30,4	-33,0	-34,0	-126,5	-134,2	-139,1
Vertailukelpoinen liikevoitto	11,5	-15,3	3,1	65,9	1,6	55,3	-9,0	37,6	82,9	14,9	126,4	136,5	149,9
Liikevoitto	121,7	-17,6	0,2	115,5	18,2	116,2	-10,0	89,1	82,9	14,9	176,9	136,5	149,9
<i>Finnair</i>	<i>121,7</i>	<i>-17,6</i>	<i>0,2</i>	<i>115,5</i>	<i>18,2</i>	<i>116,2</i>	<i>-10,0</i>	<i>89,1</i>	<i>82,9</i>	<i>14,9</i>	<i>176,9</i>	<i>136,5</i>	<i>149,9</i>
<i>Käypien arvojen muutokset</i>	<i>-12,3</i>	<i>4,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>7,4</i>	<i>20,3</i>	<i>32,0</i>	<i>3,5</i>	<i>2,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>6,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Kertaluonteiset erät</i>	<i>110,2</i>	<i>-6,7</i>	<i>-2,9</i>	<i>42,3</i>	<i>-3,7</i>	<i>29,0</i>	<i>-4,5</i>	<i>48,9</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>44,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-8,3	-11	-15	-5,6	-2,3	-10,5	0,0	-5,7	-4,7	-4,7	-15,0	-18,3	-18,9
Tulos ennen veroja	113,4	-18,7	-1,3	109,9	15,9	105,8	-10,0	83,4	78,3	10,3	161,9	118,2	131,0
Verot	-23,6	3,7	0,2	-22,3	-2,2	-20,6	2,0	-16,7	-15,7	-2,1	-32,4	-23,6	-26,2
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	81,1	-19,8	-5,9	82,8	10,1	67,3	-11,1	63,5	59,5	5,1	116,9	82,0	92,2
EPS (toiminnallinen)	-0,23	-0,14	-0,02	0,35	-0,04	0,14	-0,08	0,17	0,46	0,04	0,60	0,64	0,72
EPS (raportoitu)	0,63	-0,15	-0,05	0,65	0,08	0,53	-0,09	0,50	0,46	0,04	0,91	0,64	0,72

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>-13 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>11,2 %</i>	<i>10,1 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>4,5 %</i>
<i>Toim. liikevoiton kasvu-%</i>	<i>-131,4 %</i>	<i>-46,1 %</i>	<i>-123,8 %</i>	<i>2 %</i>	<i>-114,1 %</i>	<i>379,4 %</i>	<i>-41,2 %</i>	<i>119,5 %</i>	<i>25,9 %</i>	<i>82,1 %</i>	<i>128,8 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>9,8 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>10,2 %</i>	<i>10 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>22,0 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>18,9 %</i>	<i>16,4 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,2 %</i>
<i>Toim. liikevoitto-%</i>	<i>0,5 %</i>	<i>-2,9 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>-1,6 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,3 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>3,6 %</i>	<i>-3,7 %</i>	<i>-1,0 %</i>	<i>12,9 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>3,3 %</i>

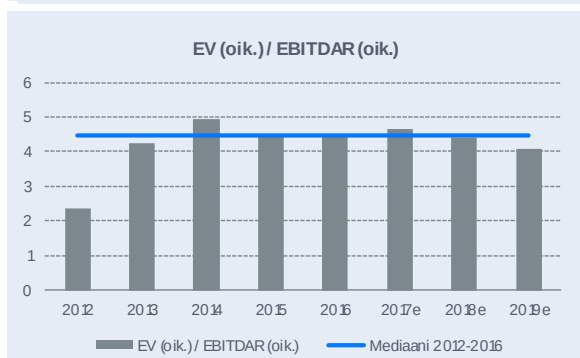
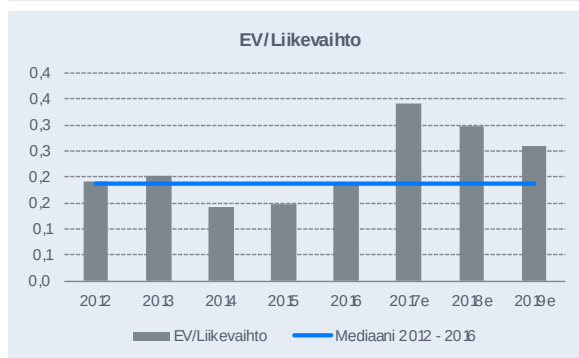
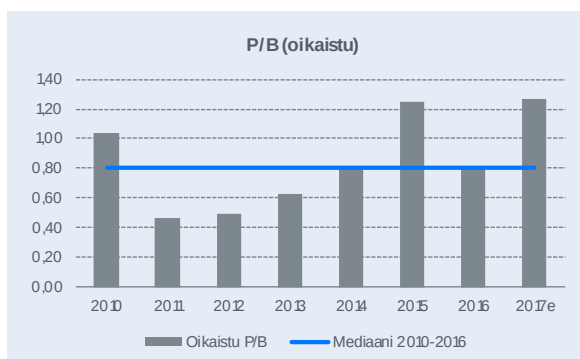
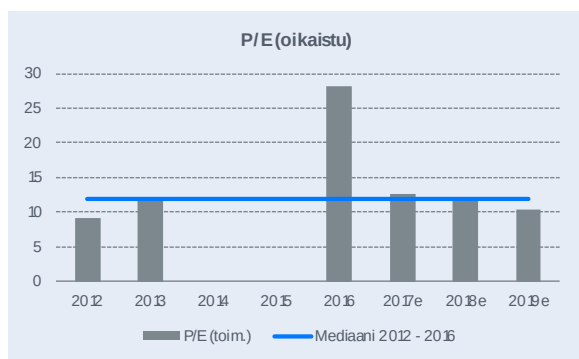
Lähde: Inderes



Arvostus

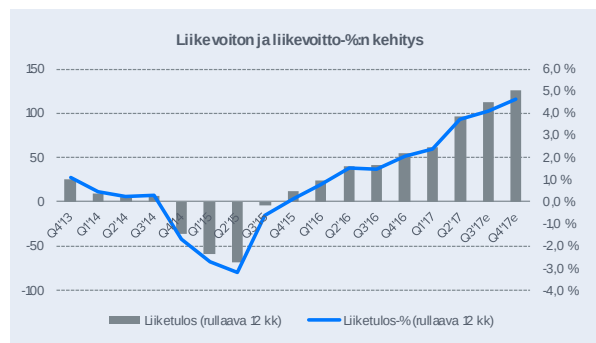
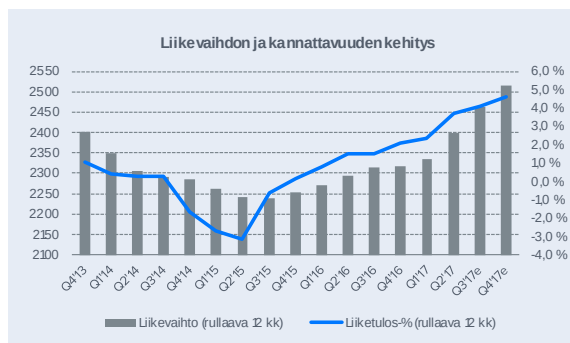
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,38	2,69	2,48	5,42	4,03	7,53	7,53	7,53
Markkina-arvo	305	345	318	694	516	965	965	965
Yritysarvo (EV)	467	486	325	333	437	859	803	734
P/E (toim.)	9,2	118	neg.	neg.	28,2	12,6	118	10,5
P/E	26,5	28,2	neg.	8,6	7,7	8,3	118	10,5
P/Kassavirta	16	3,7	6,7	2,8	-18	18,8	10,7	8,8
P/B	0,4	0,5	0,6	10	0,6	10	0,9	0,9
P/S	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,4	2,9	3,3	2,8	2,7	3,4	3,0	2,5
EV/EBIT	7,4	19,6	neg.	28,9	7,9	6,8	5,9	4,9
Osinko/tulos (%)	114 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,0 %	16,4 %	31,3 %	32,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,0 %	2,7 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tulostrendi (rullaava 12 kk)

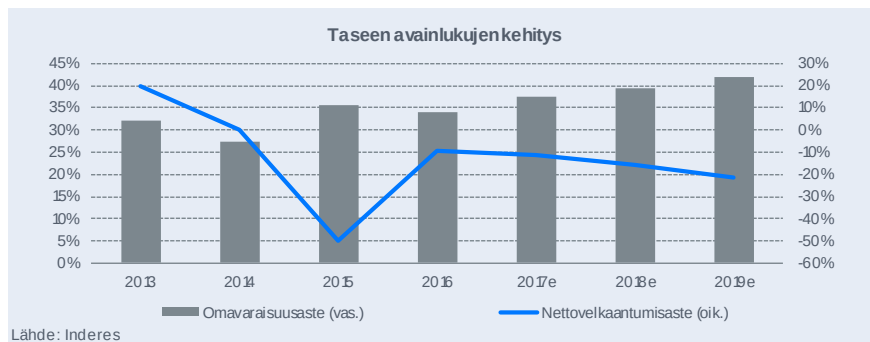


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	964	842	1189	1291	1316
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	18	10	12	15	18
Käyttöomaisuus	898	812	1167	1266	1288
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5	3	3	3	3
Muut sijoitukset	9	9	7	7	7
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	34	9	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	921	1209	1340	1267	1289
Varastot	15	12	15	15	16
Muut lyhytaikaiset varat	286	280	316	316	316
Myyntisaamiset	194	209	212	232	254
Likvidit varat	426	708	797	705	703
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2559	2605

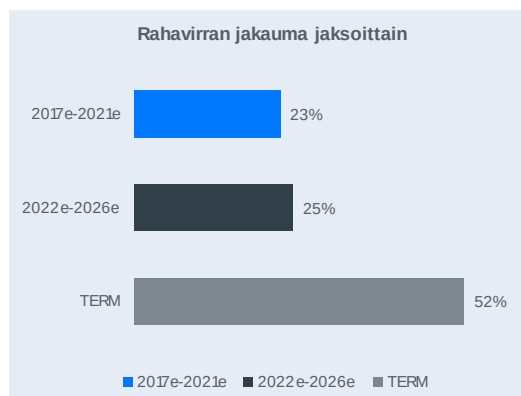
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	514	727	857	961	1024
Osakepääoma	75	75	75	75	75
Kertyneet voittovarot	-9	0	67	171	234
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-87	0	0	0	0
Muu oma pääoma	534	652	714	714	714
Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	437	347	750	552	512
Laskennalliset verovelat	0	0	33	33	33
Varaukset	52	56	63	63	63
Lainat rahoituslaitoksilta	338	271	617	419	379
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	47	20	37	37	37
Lyhytaikaiset velat	934	976	921	1045	1070
Lainat rahoituslaitoksilta	90	75	100	180	162
Lyhytaikaiset korottomat velat	645	591	519	564	606
Muut lyhytaikaiset velat	199	310	302	302	302
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2559	2605



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	116,2	176,9	136,5	149,9	155,0	150,4	145,6	140,4	131,5	123,2	125,7	
+ Kokonaispoistot	105,8	126,5	134,2	139,1	142,1	145,2	176,1	193,9	188,2	189,7	191,1	
- Maksetut verot	212	-32,4	-23,6	-26,2	-28,4	-27,6	-25,2	-24,5	-23,3	-21,9	-22,7	
- verot rahoituskuluista	-2,6	-3,2	-3,8	-4,2	-3,5	-3,9	-5,4	-5,1	-4,6	-4,3	-4,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,6	0,2	0,1	0,4	0,8	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	
- Käyttöpääoman muutos	55,5	24,8	18,1	9,5	11,5	10,7	11,0	11,3	11,7	12,0	8,3	
Operatiivinen kassavirta	228,2	292,8	261,6	268,5	277,6	276,2	303,6	317,5	305,0	300,3	299,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-23,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-475,8	-229,0	-159,0	-146,0	-173,0	-296,0	-203,0	-153,0	-203,0	-203,5	-214,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-271,6	63,8	102,6	122,5	104,6	-19,8	100,6	164,5	102,0	96,8	85,3	
+/- Muut	-17,9	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	
Vapaa kassavirta	-289,4	51,2	90,0	109,9	92,0	-32,4	88,0	151,9	89,4	84,2	72,7	1207,4
Diskontattu vapaa kassavirta		36,9	80,3	90,7	70,3	-22,9	57,4	91,7	49,9	43,5	34,7	576,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1121,5	1072,1	991,7	901,0	830,7	853,7	796,2	704,5	654,6	611,1	576,4
Velaton arvo DCF		1121,5										
- Korolliset velat		-717,7										
+ Rahavarat		797,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,8										
Oman pääoman arvo DCF		1188,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,27										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riskipremio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	2284	2255	2317	2517	2703
EBITDA	62	230	222	303	271
EBITDA-marginaali (%)	2,7	10,2	9,6	12,1	10,0
EBIT	-73	122	116	177	137
Voitto ennen veroja	-99	113	106	162	118
Nettovoitto	-93	81	67	117	82
Kertaluontoiset erät	-36	110	61	51	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2559	2605
Oma pääoma	514	727	857	961	1024
Liikearvo	0	0	0	0	0
Korolliset velat	428	346	718	599	541

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	62	230	222	303	271
Nettokäyttöpääoman muutos	-33	43	56	25	18
Operatiivinen kassavirta	44	178	228	293	262
Vapaa kassavirta	47	246	-289	51	90

Yhtiökuvaus
Finnair on maailman innovatiivisimpia, turvallisimpia ja pisimpään toimineita lentoyhtiöitä. Finnairin reittiverkosto yhdistää Aasian, Pohjois-Amerikan ja Euroopan pohjoiset alueet Helsinki-Vantaan kotikentän kautta. Yhtiön palveluksessa on noin 4 800 ammattilaista ja sen liikevaihto vuonna 2014 oli noin 2,3 miljardia euroa. Finnairin pääkonttori sijaitsee Helsinki-Vantaan lentokentällä ja sen osakkeet noteerataan NASDAQ OMX Helsinki Oy:ssä. Suomen valtio omistaa Finnair Oyj:n osakkeista 55,8 %.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,73	0,63	0,53	0,91	0,64
EPS toiminnallinen	-0,45	-0,23	0,14	0,60	0,64
Operat. kassavirta per osak	0,34	1,39	1,78	2,28	2,04
Tasearvo per osake	4,01	5,68	6,69	7,50	7,99
Osinko per osake	0,00	0,00	0,10	0,35	0,20
Voitonjako, %	0	0	19	16	31
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	2,5	2,0	2,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	8,6	7,7	8,3	11,8
P/B	0,6	10	0,6	10	0,9
P/Liikevaihto	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4
P/CF	7,3	3,9	2,3	3,3	3,7
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,3	14	2,0	2,8	3,0
EV/EBIT	neg.	2,7	3,8	4,9	5,9

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

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.10.2015	Liää	3,50 €	3,20 €
2.11.2015	Liää	4,00 €	3,75 €
11.12.2015	Vähennä	5,00 €	4,87 €
11.2.2016	Liää	5,15 €	4,75 €
12.4.2016	Liää	5,70 €	5,32 €
13.5.2016	Vähennä	5,50 €	5,30 €
26.5.2016	Liää	5,50 €	4,90 €
18.8.2016	Vähennä	5,00 €	4,85 €
14.10.2016	Vähennä	4,50 €	4,28 €
27.10.2016	Vähennä	4,35 €	4,35 €
14.12.2017	Vähennä	4,35 €	4,19 €
16.2.2017	Vähennä	4,35 €	4,29 €
13.4.2017	Vähennä	4,60 €	4,68 €
2.5.2017	Vähennä	4,75 €	4,79 €
21.7.2017	Vähennä	7,25 €	7,48 €

Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>