

Finnair

Yhtiöraportti

4/2017

inde
res.

Oikea suunta on jo hinnassa

Tarkistamme Finnairin tavoitehintamme 4,60 euroon (aik. 4,35 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Arviomme mukaan yhtiön vuosien 2016-2018 kiihdytetyn kasvun strategia pitää liikevaihdon ja tuloksen selvällä nousukäyrällä, mutta kokonaisuutena arvostus on neutraali.

Kiihdytetyn kasvun strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan

Finnair on perinteisellä verkkoliiketoimintamallilla operoiva lentoyhtiö, joka operoi Euroopan, Aasian ja Pohjois-Amerikan liikenteessä sekä Suomessa sisäisesti. Finnair on maantieteellisesti fokusoitunut etenkin Euroopan ja Aasian väliseen liikenteeseen. Strategia perustuu Finnairin liikenteen solmu-kohdan Helsingin maantieteelliseen sijaintiin, sillä fyysisesti lyhin lentoreitti Alppien pohjoispuoleisesta Euroopasta Koillis-Aasiaan (Kiina, Japani, Etelä-Korea) kulkee Helsingin yli. Lyhin fyysinen etäisyys antaa yhtiölle kilpailuedun suhteessa länsi-eurooppalaisiin ja Lähi-Idän alueen yhtiöihin. Mielestämme kilpailuetu on suhteellisen kestävä, vaikka se perustuukin osittain Venäjän ilmatilan rajalliseen käytettävyyteen. Finnair toteuttaa vuosien 2016-2018 strategiakaudella kiihdytetyn kasvun strategiaa, jonka aikana yhtiön kapasiteetti kasvaa voimakkaasti noin 8-10 % vuodessa etenkin uusien A350-laajarunkokoneiden myötä. Mielestämme yhtiön strategia on isoilta linjoiltaan järkevä ja se hyödyntää hyvin yhtiön vahvuuksia. Myös kasvun kiihdyttäminen lähivuosina on sektorin ääri-kireästä kilpailusta huolimatta näkemyksemme mukaan perusteltua, sillä lentoliikenteen kysyntä-ajurit Koillis-Aasiassa ja etenkin Kiinassa ovat vahvat ja kulurakenteen lievän skaalautumispotentiaalin lisäksi kasvu helpottaa kroonisista kustannuspaineista kärsivällä toimialalla kustannusten hallintaa.

Odotamme liikevaihdon ja tuloksen pysyvän tasaisella nousukäyrällä

Finnairilla ei historiallisesti ole pystynyt luomaan taloudellista lisäarvoa sijoittajille, mutta vuosina 2015-2016 yhtiö on saanut operatiivisen liiketuloksensa nousukäyrälle ja voitolle. Arviomme suotuisan kehityksen jatkuvan asteittain vuosina 2017-2019, kun matkustajakapasiteetin kasvu, tuottavuuden nousu, lisäpalvelumyynnin kasvu ja rahtivolyymien ja -mixin parantuminen tukevat tuloskehitystä. Vuosina 2017-2019 arviomme liikevaihdon kasvavan 5-8 % vuodessa ja oikaistun liikevoittomarginaalin kohoavan 4,5 %:iin. Näin ollen kannattavuusennusteemme on hieman Finnairin yli 6 %:ssa olevan tavoitetason alapuolella. Ennusteemme perustuvat lievästi laskeviin yksikkötuottoihin, öljyn hintaan 55-61 USD/bbl ja EUR/USD-valuuttakurssiin 1,08-1,14. Finnairin keskeisimpiä riskejä ovat mielestämme heikko hinnoitteluvoima, kilpailukentän muutokset, öljyn hinta ja valuuttakurssit.

Kurssinousu vaatisi tuloskasvuun lisää kulmakerrointa

Finnairin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 12x ja 10x, kun taas vastaavat EV(oik.)/EBITDAR(oik.)-kertoimet ovat noin 4,0x. Sektorin toimialadynamiikka ja yhtiön historiallinen track-record painavat mielestämme hyväksyttävää arvostusta ja pidämme tulostekijöitä melko neutraaleina. Suhteellisesti Finnair on arvostettu lievästi alennuksella, mikä on mielestämme kuitenkin oikeutettua yhtiön vertailuryhmää heikomman kannattavuuden takia. Tasepohjainen P/B-luku on hybridi-lainasta oikaistuna 0,8x. Tämä on mielestämme maltillinen taseeseen arvoa luovat edulliset A350-ostot huomioiden ja mielestämme tasearvostus antaa osakkeelle kohtuullista tukea. Kurssinousu vaatisi kuitenkin mielestämme odotuksiamme jyrkempää tuloskasvun kulmakerrointa.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä

4,60 EUR

Edellinen: 4,35 euroa



Osakekurssi: 4,68 EUR

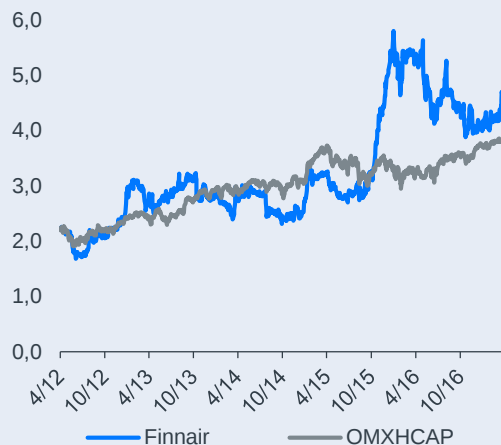
Potentiaali: -1,7 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	2317	2462	2667
- kasvu-%	2,8 %	6,3 %	8,3 %
Oik. Liikevoitto (EBIT)	55,3	94,0	111,3
- Oik. EBIT-%	5,0 %	5,8 %	4,2 %
Tulos ennen veroja	105,8	127,3	92,0
Nettotulos	67,3	89,3	61,0
EPS	0,53	0,70	0,48
Osinko	0,10	0,12	0,15
- Osinkosuhde	19 %	17 %	32 %
P/E	12,2	9,8	8,4
P/B (oik.)	0,8	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/S	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,7	2,4	2,0
EV/EBIT	7,9	5,6	4,4
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,6 %	3,2 %

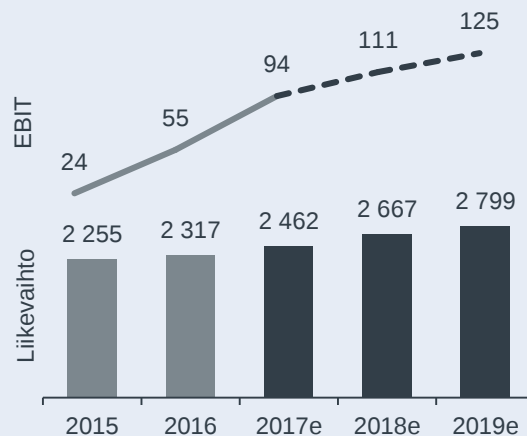
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



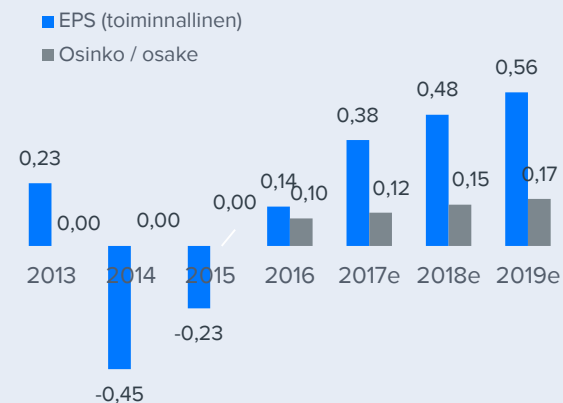
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

12x

2017e

EV/EBIT

5x

2017e

P/B (oik.)

0,8x

2017e

Osinko-%

3 %

2017e



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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



Arvostus

- Absoluuttiset kertoimet ovat kokonaisuutena neutraaleja
- Suhteellisesti osake on arvostettu oikeutetusti lievällä alennuksella
- Matala tase-arvostus tukee osaketta
- Kurssinousu vaatisi odotuksiamme vahvempaa tuloskasvua

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-11
Liiketoimintamalli	s. 12-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-22
Toimiala	s. 23-26
Kilpailukenttä	s. 27-30
Taloudellinen tilanne	s. 31-33
Ennusteet	s. 34-37
Arvonmääritys ja suositus	s. 38-46
Taulukot	s. 47-48
Vastuuvapauslauseke	s. 49

Yhtiöesittely (1/2)

Valtio-omisteinen lentoyhtiö

Vuonna 1923 perustettu Finnair (alun perin Aero Oy) on yksi maailman vanhimpia yhä toiminnassa olevia lentoyhtiöitä. Yhtiö on ollut listattuna Helsingin Pörssiin vuodesta 1989 kaupankäyntitunnuksella FIA1S, mutta päätös-valtaa yhtiössä käyttää edelleen Suomen valtio selvän enemmistöosuuden turvin. Viime vuoden lopussa noin 4900 henkeä työllistänyt Finnair teki vuonna 2016 2317 MEUR:n liikevaihdolla 55 MEUR:n oikaistun liikevoiton.

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

Liiketoimintarakenne

Finnairin tulovirta koostuu neljästä eri lähteestä:

1. **Matkustajaliikenne** eli kuluttajille myydyt lentoliput ovat Finnairin selvästi suurin tulokomponentti, sillä niistä kertyi viime vuonna Finnairin liikevaihdosta 78 %. Lipputuotoista reilut 40 % kertyy Euroopan ja Suomen välisestä liikenteestä sekä toiset noin 40 % Euroopan ja Aasian välisestä liikenteestä. Suomen ja Pohjois-Amerikan

välisen liikenteen osuus on alle 10 %, kun taas kotimaan liikenne ja reiteille kohdistamaton liikevaihto kattavat loput. Matkustajia Finnairilla oli viime vuonna lähes 11 miljoonaa, joten matkustajaliikenteen liikevaihto kertyy pienistä puroista.

2. **Lisäpalvelut** eli lentomatkustajille lippujen kyljessä myydyt palvelut ja tuotteet kattoivat viime vuonna reilut 5 % konsernin liikevaihdosta. Tähän nopeasti kasvavaan osaan kuuluu esimerkiksi paikkavarauksia, matkavaramaksuja, lounge-palveluja, Economy Comfort -matkustusluokan myyntiä ja lentojen aikaista ruoka- sekä juomakauppaa, wifin myyntiä ja vähittäismyyntiä.
3. **Rahti** toi Finnairin liikevaihdosta viime vuonna vajaat 8 %. Rahtituottoja Finnair saa matkustajakoneiden ruumissa kulkevista rahtitonneista, sillä varsinaiset rahtilennot Finnair ajoi kannattavuusvaikeuksien takia alas 2014. Rahdin osalta Aasia on keskeisessä roolissa, mutta rahtituloa kertyy kaikilta liikennealueilta.
4. **Matkapalvelut** eli Aurinkomatkat käsittää pakettimatkojen myynnin kuluttaja-asiakkaille, mistä Finnairin liikevaihdosta viime vuonna kertyi noin 8 %. Aurinkomatkojen päämarkkina on Suomi, josta yhtiö saa valtaosan liikevaihdostaan, mutta yhtiöllä on liiketoimintaa myös Virossa. Käytännössä Aurinkomatkat toimii konsernissa myyntikanavana lento-liikenteelle, sillä arviomme mukaan Aurinkomatkat on lentoliikenteen suurimpia yksittäisiä asiakkaita.

Viime vuonna Finnairin liikevaihdosta vajaa prosentti kertyi kuluttajille vähittäismyyntiä harjoittaneista Matkatoimistoista. Finnair myi kuitenkin tilikauden 2016 aikana tässä liiketoiminnassa mukana olleen tytäryhtiönsä SMT:n (Estravel AS myytiin 2015 lopussa), joten tilikaudesta 2017 alkaen Finnairilla ei enää ole matkatoimistoliiketoimintaa.

Historiallisesti yhtiö on ollut vaikeuksissa, mutta tulos on nousukäyrällä

Lentoteollisuus on kärsinyt viime vuosikymmeninä kroonisista kannattavuusvaikeuksista, mikä johtuu näkemyksemme mukaan useista rakenteellisista haasteista sektorin liiketoimintadynamiikassa. Finnair ei ole ollut poikkeus toimialan trendiin, vaan taloudellinen kehitys on ollut osakkeenomistajien perspektiivistä karua luettavaa.

Vuosina 2001-2016 Finnair on yltänyt vuosina 11 kertaa liikevoitolle, kun taas 5 kertaa tulos on jäänyt tappiolle jo liikevoittotasolla. Erityisen suurissa vaikeuksissa Finnair on ollut finanssikriisin puhkeamisen jälkeen, sillä tappiollisista vuosista neljä osuu 2010-luvulle. Vuosina 2015 ja 2016 Finnair on saanut kammettua tuloksensa voitolle ja nousukäyrälle säästöjen, kasvun ja polttoaineen hinnan laskun ansiosta, joten yhtiö etenee tällä hetkellä taloudellisesti oikeaan suuntaan.

Yhtiöesittely (2/2)

Tulos on kuitenkin kaukana tyydyttävästä, sillä arviomme mukaan Finnairin operatiivinen sijoitetun pääoman tuotto (operatiivinen ROCE-%) on jäänyt joka vuosi viimeisen 15 vuoden aikana pääomakustannusten (WACC-%) alapuolelle) eli yhtiö ei ole pystynyt luomaan 2000-luvulla lisäarvoa sijoittajille operatiivisella toiminnalla. Kertatuotot huomioiden ROCE-% on ylittänyt WACC-%:n arviolta neljänä vuonna 2000-luvulla, joten raportoiduilla luvuilla tilanne on hieman valoisempi.

Kroonisten tappioiden takia myös yhtiön oma pääoma oli laskukäyrällä aina vuoteen 2014 asti ja vuosien 2015-2016 suotuisasta kehityksestä (sisältäen mm. kertatuottoja A350-koneiden myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelyistä) huolimatta yhtiön oma pääoma on selvästi vuosituhanneen vaihteen tasoa alempana. Sekä pääoman tuoton että oman pääoman kehityskaaret osoittavat, että Finnair ei ole pystynyt luomaan pitkällä aikavälillä omistaja-arvoa, vaan arvoa on tuhoutunut 2000-luvulla. Tämä on heijastunut myös osakekurssiin, sillä vuoden 2006 huipulta (13,62 euroa/osake) Finnairin osakkeen hinta on laskenut tämänhetkiseksi 4,68 euron (12.4.2017) tasolle.

Mielestämme Finnairin heikko taloudellinen track-record nostaa osakkeen riskiprofiilia myös tulevaisuutta ajatellen, kunnes Finnair pystyy osoittamaan, että se on taloudellisen arvon luonnin osalta kestävästi oikeassa suunnassa ja myös absoluuttisesti riittävän korkealla tasolla. Finnairin kehitys ei konkurssejakin tuntevalla toimialalla ole poikkeuksellisen heikkoa. Yhtiötä ei ole myöskään pääomitettu osakeannein vuoden 2007 jälkeen vaan yhtiö on pystynyt operoimaan haastavassa markkinassa omin voimin.

Valtio pysyy tiukasti pääomistajana

Finnairissa pääomistajana valtaa käyttää Suomen valtio, sillä Valtioneuvoston kanslian omistusosuus yhtiöstä on tällä hetkellä 55,8 %. Omistusosuuden pienentäminen oli arviomme mukaan pöydällä viimeisen kerran keväällä 2016, kun Suomen hallitus linjasi omistajaohjausstrategiaansa, mutta Finnair-omistukseen uudet linjaukset eivät aiheuttaneet muutoksia. Suomen tällä hetkellä voimassa oleva lainsäädäntö ei myöskään mahdollista omistusosuuden laskemista alle 50 %:n ilman eduskunnan hyväksyntää, minkä saavuttaminen olisi todennäköisesti sekä vaikeaa että hidasta poliittisista syistä.

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

Kokonaisuutena näemme valtion vahvan kontrollin yhtiössä jossain määrin negatiivisena tekijänä muiden omistajien kannalta. Ilman valtion määräävää omistaja-asemaa Finnair olisi erittäin potentiaalinen yritysostokohde, mikä antaisi mielestämme osakkeen hinnalle selkeän tukitason tiettyssä pisteessä. Kuitenkin myös

Finnairin osallistuminen koko yhtiön myymistä kevyempiin yhteistyökuvioihin (esim. strategiset allianssit, ristiinomistukset jne.) on nykyisellä omistajarakenteella arviomme mukaan vaikeaa, sillä valtio ei ole erityisen houkutteleva yhteistyökumppani yksityiselle sektorille. Tämä on mielestämme uhka Finnairille pitkällä tähtäimellä, sillä pienen ja yksinäisen yhtiön asema voi toimialan logiikka huomioiden muodostua haastavaksi, jos ja kun ympäröivät rakenteet yhdistyvät suuremmiksi ja voimakkaammiksi kokonaisuuksiksi tulevaisuudessa. Näin ollen valtio-omistajaan liittyvä huolestumme on lähinnä strateginen.

Operatiivisessa johdossa on ollut perustellusti vaihtuvuutta

Finnairin toimitusjohtajana on toiminut kesäkuusta 2013 alkaen DI Pekka Vauramo, jonka johdolla yhtiö on saanut käännettyä tuloksensa nousukäyrälle. Yhtiön johtoryhmään kuuluu yhteensä 9 jäsentä, joista 7 on toiminut johtoryhmässä alle 3 vuotta. Pidämme tätä kuitenkin lähtökohtaisesti hyvänä asiana yhtiön kannalta, sillä yhtiön painopisteen muutosten takia Finnair tarvitsee uudenlaista osaamista.

Hallituksen puheenjohtajaksi nousi kevään 2017 yhtiökokouksessa DI Jouko Karvinen, jolla on vahvat näytöt liikkeenjohdosta muun muassa Stora Enson toimitusjohtajana yhtiön rakennemuutoksessa. Valtioneuvoston kanslialla ei ole 7 jäsenisessä hallituksessa suoraa edustajaa.

Finnair lyhyesti

Finnair on Suomen valtion pääomistama lentoyhtiö, joka on keskittynyt matkustajien kuljettamiseen Helsingin kautta Euroopan ja Aasian välillä

1923

EDELTÄJÄ AERO OY
PERUSTETTIIN

1989

FINNAIRIN
LISTAUTUMINEN

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

*MARKKINAOSUUS FINNAIRIN REITEILLÄ Inderes Arvio

2317 MEUR (+2,8 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

55,2 MEUR (2,4 % lv:stä)

LIKEVOITTO OIK. 2016

4937

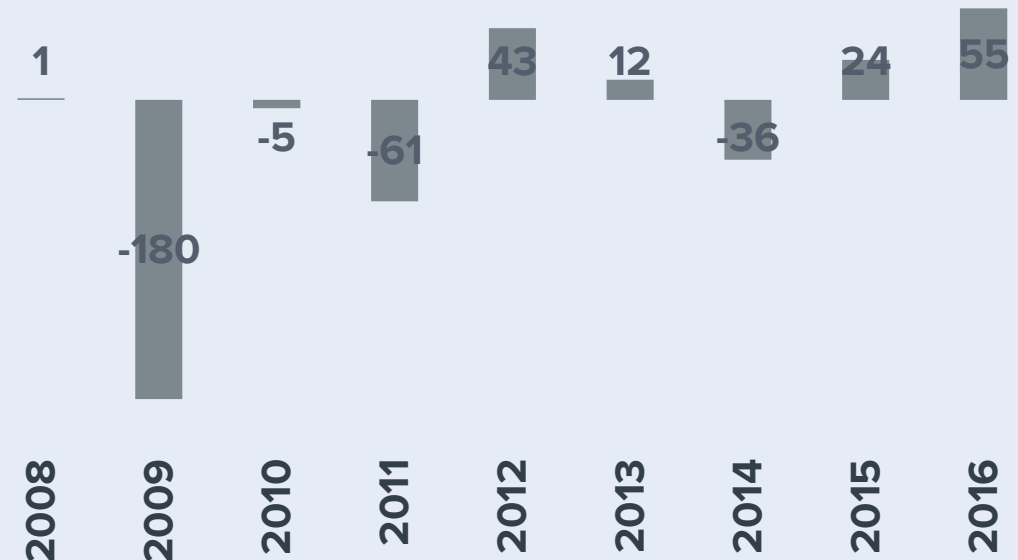
HENKILÖSTÖ
2016 LOPUSSA

74

LENTOKONETTA
LAIVASTOSSA

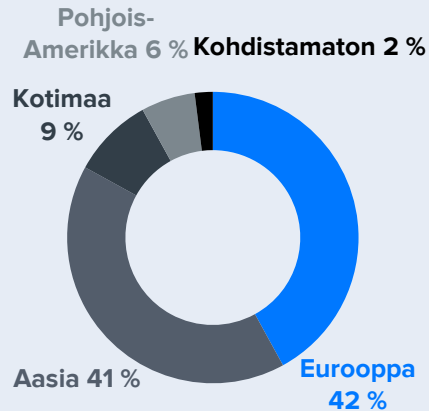
Kysyntä toipuu finanssikriisistä, mutta kilpailun kiristyminen ja öljyn hinnan nousu pitävät tuloksen tappiolla 2009-2011
Säästö- ja tehostusvaihe toi 217 MEUR:n säästöt 2011-2014
A350-toimitukset alkavat ja yhtiö valmistautuu kasvuun 2015
Kasvu kiihtyy laajarunkolaivaston kasvaessa 2016-2018

Vertailukelpoisen EBIT:n (MEUR) kehitys 2008-2016

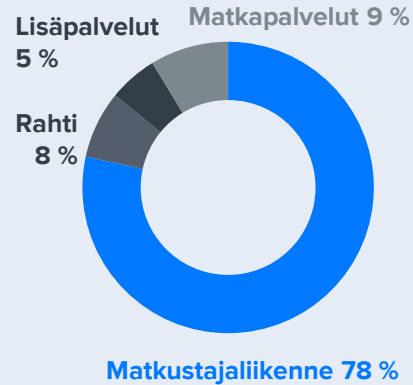


Finnairin liiketoiminta- ja yhtiö rakenne 2016

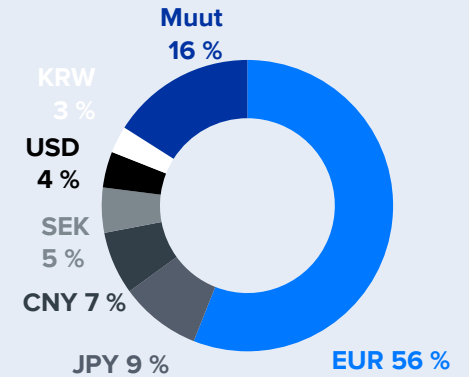
Lipputuottojen liikevaihtojakauma



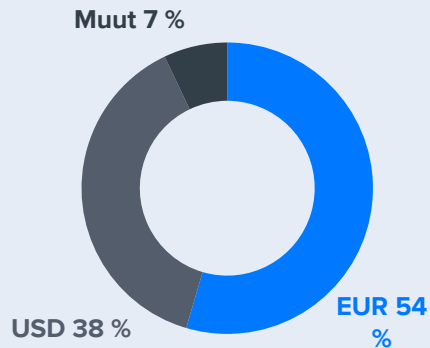
Liikevaihto tuotelajeittain



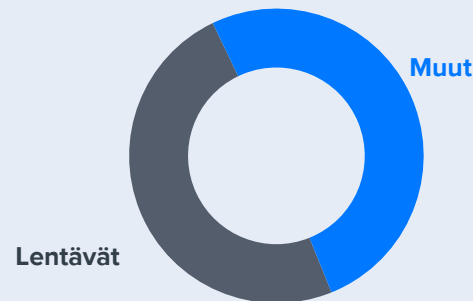
Liikevaihto valuuttakursseittain



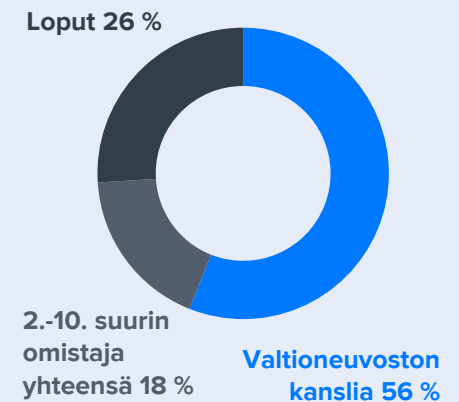
Kustannukset valuuttakursseittain



Henkilöstö ryhmittäin



Omistajarakenne



Sijoitusprofiili (1/2)

Käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi

Finnair on ollut viime vuosina selkeä käänneyhtiö, mutta tuloksen kääntymisen ja keväällä 2016 lanseeratun kiihdytetyn kasvun strategian myötä Finnair pyrkii arvioimme mukaan profiloitumaan kasvuyhtiöksi. Kasvua ajavat etenkin uudet A350-laajarunkoneet, jotka ovat nostaneet Finnairin kaukoliikennekapasiteettia ja vastaavasti myös syöttöliikenteen tarvetta vuodesta 2015 alkaen. A350-toimitukset ajavat kasvua aina vuoteen 2023 asti, jolloin viimeinen yhteensä 19 A350-koneesta toimitetaan.

Lähivuosien kapasiteetin kasvun arvioimme olevan 6-10 % vuodessa, sillä kiihdytetyn kasvun myötä Finnair tehosti kasvua pitämällä kaksi A330-konetta laivastossa aiemman suunnitelman vastaisesti. 2020-luvulla kapasiteetin kasvu todennäköisesti hidastuu 3-5 %:iin vuodessa. Huikeita kasvuprosentteja markkina ei yli ajan orgaanisesti tarjoa, mutta kokonaisuutena globaalin BKT:n pitkän aikavälin kasvua vahvempi orgaanisen kasvunäkymän ja Finnairin kasvua painottava strategia tukevat näkemysemme mukaan yhtiön kasvuprofiilia.

Positiiviset arvo-ajurit

- **Matkustajaliikenteen kasvu:** Historiallisesti lentoliikenteen kysynnän kasvu ajan yli on ollut vakaata ja myös näkymät ovat tässä suhteessa positiiviset. Mielestämme Finnair on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiön keskeisellä markkinalla Kiinassa BKT henkilöä kohti on vasta saavuttamassa absoluuttisen tason, jolla lentomatkustus kiihtyy. Siten markkina tarjoaa mielestämme yhtiölle hyvän kasvu-alustan etenkin Euroopan ja Aasian välisessä liikenteessä. Yhtiöllä on myös maantieteellinen kilpailuetu

Euroopan ja Aasian välisessä liikenteessä Helsingin sijainnin takia.

- **Vahva markkina-asema Suomessa:** Finnairilla on Suomeen suuntautuvassa liikenteessä erittäin vahva markkina-asema eikä kilpailu syrjäisellä ja pienellä markkinalla ole aivan yhtä kireää kuin monilla muilla alueilla. Lisäksi näemme Lapin matkailussa hyödyntämätöntä potentiaalia kansainvälisten matkustajien näkökulmasta.
- **Lisäpalvelumyynnin kasvu:** Lisäpalvelumyynnissä Finnair on saavuttanut vasta alan keskimääräisen liikevaihtotason matkustajaa kohti, joten mielestämme yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet kasvattaa lisäpalvelumyyntiä sekä matkustajien lukumäärää kasvattamalla (ts. matkustajaliikenteen kasvun kautta) sekä matkustajakohtaista myyntiä nostamalla. Tämä vaatii yhtiöltä vanhojen tuotteiden saatavuuden parantamista sekä uusia tuotteita ja palvelumalleja. Lisäpalvelumyynnissä osa tuotteista on usein lentolippua selvästi paremman marginaaliprofiilin myyntiä, joten lisäpalvelumyynnin kasvun onnistuminen jatkossa tukisi tulosta sekä liikevaihdon kasvun että marginaalien kautta.
- **Tehokkuuden parantaminen:** Lento-sektorilla on monissa kustannuserissä kroonista inflaatiopainetta ja toisaalta tietyt pääosin tukifunktioihin liittyvät kuluerät ovat skaalautuvia. Näin ollen kasvu on mielestämme sektorilla tärkeässä roolissa myös kustannusten hallinnan perspektiivistä, sillä liiketoiminnan kasvaessa muuttuvia kustannuksia voidaan kasvattaa keskimääräisiä kustannuksia edullisemmin (esim. Finnairiin lähivuosina rekrytoidut lentäjät ja

matkustamohenkilökunta aloittavat alimmasta palkkaluokasta, mikä laskee lentävän henkilöstön keskipalkkoja) ja toisaalta kiinteitä kustannuksia ei tarvitse kasvattaa tai ne kasvavat liikevaihtoa hitaammin. Siten kasvu parantaa Finnairin operatiivista tehokkuutta, mikä tarjoaa edellytyksiä kannattavuuden parantamiseen. Lisäksi tehokkuusparannuspotentiaalia tarjoaa digitalisaatio, sillä sen mahdollistamien uusien toimintamallien avulla monien eri resurssien käyttöä on mahdollista parantaa ja alentaa siten kustannuksia. Rahtiliikenteessä tehokkuutta parantaa lähivuosina vuoden 2017 aikana avautuva uusi rahtiterminaali.

- **Edulliset A350-ostot:** Finnair oli ensimmäisiä A350-koneita tilanneita lentoyhtiöitä vuonna 2005, minkä takia arvioimme yhtiön saaneen etenkin ensimmäiset 11 konetta selvästi markkinahintaa edullisemmin, mitä vuosina 2014-2016 heikentynyt EUR/USD-kurssi on vielä korostanut (lentokonekauppaa käydään dollareissa). Loput 8 konetta on tilattu vuonna 2013 vahvistetulla optiolla ja ne ovat arvioimme mukaan ensivaiheessa tilattuja 11 konetta kalliimpia, mutta silti edullisia. Mielestämme edulliset A350-ostot ovat luoneet ja tulevat luomaan Finnairin taseeseen arvoa, mikä purkautuu myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelyiden yhteydessä myyntivoittoa ja kassaruiskeina (ennakkoon maksetun osuuden palautuminen), kun koneiden käyvät arvot ovat ostohintoja korkeampia. Omaan taseeseen tulevien koneiden osalta edullinen hankintahinta purkautuu tuloksen kautta, sillä koneista tehtävät poistot ovat matalia (tasearvot ovat käypiä arvoja pienempi).

Sijoitusprofiili (2/2)

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

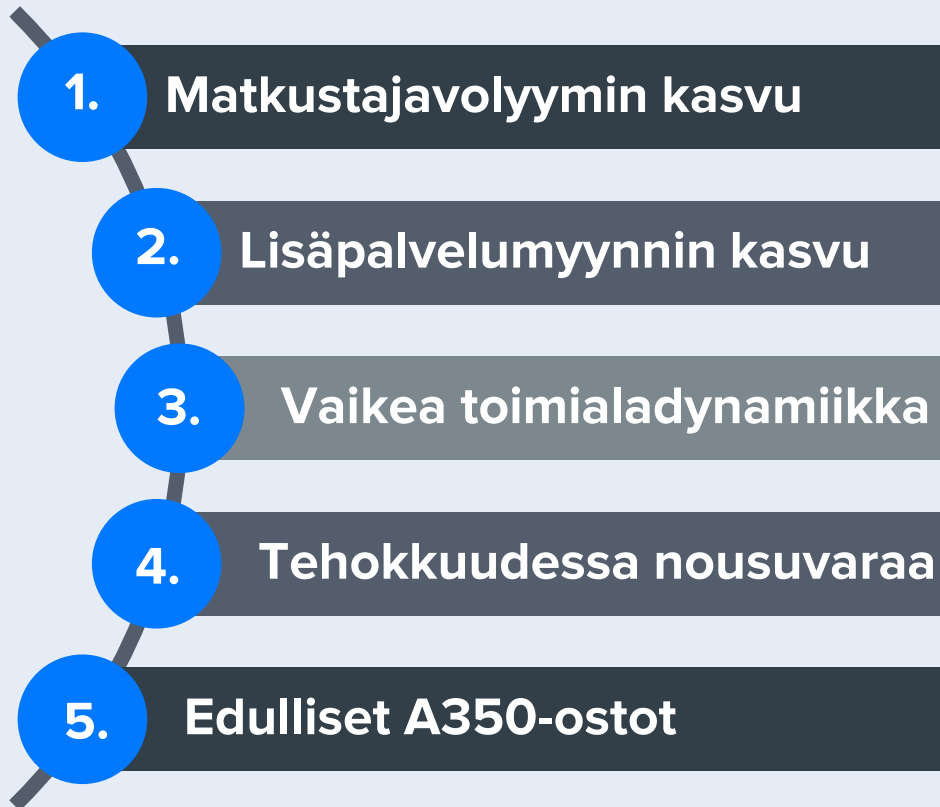
- **Toimialadynamiikka ja kilpailu:** Lentoliikenne on äärimmäisen kilpailtu toimiala globaalisti ja päätuotteen (lentolippu) homogeenisen luonteen takia lentoyhtiöiden hinnoitteluvoima on tyypillisesti rajallinen. Käytännössä nämä tekijät ovat pitäneet lentoyhtiöiden yksikkötuotot (ts. lippujen keskihinnat) kroonisessa paineessa, mikä muodostaa kannattavuuden perspektiivistä hankalan yhtälön. Finnair on monia verrokkeja paremmin suojassa kilpailulta Suomen syrjäisen sijainnin ja toisaalta Koillis-Aasian liikennettä rajoittavien tekijöiden takia, mutta sektorin äärikireä kilpailu ja yksikkötuottojen krooninen paine ovat silti mielestämme merkittävimpiä riskejä Finnairin pitkän ajan kannattavuudelle. Vuoden 2016 tilinpäätöksen mukaan 1%-yksikön muutos matkustajaliikenteen keskituotossa vaikuttaa Finnairin liiketulokseen 19 MEUR:lla.
- **Kysynnän herkkyys:** Lentomat kustaminen on lyhyellä tähtäimellä tyypillisesti herkkä ulkoisille shokeille, kuten esimerkiksi talous-syklien muutoksille, tarttuville taudeille ja terrori-iskuille. Tämä voi vaikuttaa lyhyellä tähtäimellä Finnairin kannattavuuteen, sillä yhtiön 2016 tilinpäätöksen mukaan matkustajakäyttöasteen 1 %-yksikön muutos vaikuttaa yhtiön liikevoittoon 22 MEUR:lla. Siten ulkoisen toimintaympäristön muutokset voivat heiluttaa yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta tyypillisesti lentoliikenne on toipunut melko nopeasti shokeista sektoria tukevien vahvojen kysyntäajurien takia.
- **Rakenteelliset muutokset toimialalla:** Haastavan toimialadynamiikan ja

lentosektorilla osittain saavutettavissa olevien suuruuden ekonomian hyötyjen takia erilaisten yhteistyökuvioiden merkitys tulee kasvamaan toimialalla. Miestämme tämä on riski Finnairille, jos yhtiö jää liian pieneksi ja liian yksin toimialan rakenteiden muuttuessa. Toisaalta onnistuneet yhteistyöhankkeet (esim. Finnairin Pohjois-Amerikan ja Japanin reittien yhteisliiketoiminnat) ovat mahdollisuus Finnairille.

- **Polttoaineen hintariski:** Öljyn hinnan kanssa vahvasti korreloiva lentopetroli on suurin kustannuserä Finnairin tuloslaskelmassa. Sektorin kireän kilpailutilanteen takia lentoyhtiöllä on historiallisesti ollut vaikeuksia siirtää polttoaineen hinnan nousu lippujen hintoihin ja polttoaineen hintakehitys tulee heiluttaman Finnairin tulosta ja rahavirtaa myös jatkossa. 2016 tilinpäätöksen mukaan polttoaineen 10 %:n hinnan muutos ennen suojauksia vaikutti yhtiön liikevoittoon 50 MEUR:lla ja suojausten jälkeen 23 MEUR:lla.
- **Valuuttakurssit:** Finnairin merkittävimpiä tulovaluuttoja ovat euro, Japanin jeni ja Kiinan yuan (sidottu USA:n dollariin), kun taas kustannukset ovat euroissa ja USA:n dollareissa. Käytännössä Finnair hyötyy/kärsii tulovaluuttojen heikentymisestä/ vahvistumisesta suhteessa euroon, kun taas kuluvaluutoilla vaikutukset ovat käänteisiä. Näin ollen valuuttakurssit heiluttavat yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta. 2016 tilinpäätöksen mukaan EUR/JPY-kurssin 10 %:n muutos vaikuttaa liiketulokseen ennen suojauksia 19 MEUR:lla ja suojausten jälkeen 9 MEUR:lla. USA:n dollarin osalta vastaavat herkkyydet ovat 56 MEUR ja 19 MEUR, mutta suunta on päinvastainen.

- **Häiriöriskit:** Lentoliiketoiminta on henkilö-intensiivistä ja lentävän henkilökunnan osalta tarkasti säänneltyä, minkä takia lakot, työnteisaukset ja muut mielenilmaukset häiritsevät nopeasti liikenteen sujuvuutta ja voivat aiheuttaa lyhyellä aikavälillä selviä tappioita. Historiallisesti henkilöstöryhmät ovat myös käyttäneet lakkoasetta etujensa ajamiseen. Finnairilla on voimassa oleva työehtosopimus lentäjien kanssa vuoden 2020 alkupuolelle ja matkustamohenkilökunnan kanssa vuoden 2018 lopulle. Näin ollen yhtiö työrauhanäkymä on lähitulevaisuuden osalta kohtuullinen oman henkilöstön osalta. Finnair altistuu jossain määrin kuitenkin myös alihankkijoiden ja muiden lentokenttien työntekijäryhmien lakoille, joten riskiä ei voi lyhyellä tähtäimelläkään poissulkea. Lisäksi häiriöitä voivat aiheuttaa luonnon mullistukset.
- **Venäjän ylilento-oikeuspolitiikka:** Finnairille strategisesti tärkeä ja kannattava Euroopan ja Aasian välinen liikenne edellyttää Venäjän yli lentämistä. Taloudellisesti ja poliittisesti epävakaa Venäjän ylilentolupien saatavuuteen ja hintoihin liittyy mielestämme epävarmuutta. Emme kuitenkaan pidä riskin realisitumista erityisen todennäköisenä (esim. oikeudet ovat tärkeä ulkomaan valuutan lähde Venäjälle) ja historiallisesti Finnair on pärjännyt liikenneoikeus-neuvotteluissa Venäjän kanssa hyvin. Riski on myös kaksisuuntainen, sillä Venäjä on historiallisesti rajoittanut ilmatilansa käyttöä liikenneoikeuspolitiikalla (esim. yksi lupa per maa). Venäjän aiempaa vapaampi liikenne-oikeuksien myynti voisi kiristää kilpailua Finnairin Aasian markkinoilla, mikä voisi olla negatiivista yhtiön kannattavuuden kannalta.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

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

Riskit

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

Liiketoimintamalli (1/2)

Finnair on perinteinen verkkolentoyhtiö

Lentoteollisuudessa on tyypillisesti käytössä kolme kilpailevaa liiketoimintamallia. Perinteisin on verkkoliiketoimintamalli, jolla Finnair ja monet sen historialliset kilpailijat (esim. SAS Lufthansa, Air France-KLM, British Airways) operoivat. Kilpailevat liiketoimintamallit ovat etenkin lyhyillä etäisyyksillä halpalentomalli (esim. Ryanair, EasyJet, Norwegian) sekä tiettyyn segmenttiin (esim. loma- rahti- tai luksuslennot) keskittymiseen nojaava liiketoimintamalli (esim. TUIFly, Cargolux tai Privat Air).

Verkkoliiketoimintamalli perustuu laajaan verkostoon, joka rakennetaan yhden tai muutaman liikenteen solmukohtaan eli hubin ympärille. Solmukohdasta verkkolentoyhtiö tarjoaa kattavat yhteydet eri puolille verkkoa. Finnairin solmukohta on luonnollisesti Helsinki-Vantaan lentokenttä Suomessa, mistä yhtiö lentää lähes 100 omaan Aasian, Pohjois-Amerikan, Euroopan ja kotimaan kohteeseen.

Verkkolentoyhtiö erottautuu palvelulla

Finnair ja monet muut verkkolentoyhtiöt pyrkivät kattamaan koko asiakaskunnan tarpeet korkealaatuisilla palveluilla sekä maassa että ilmassa. Ne segmentoivat lukuisat kuluttaja-asiakkaat eri segmentteihin ja tarjoavat tyypillisesti erilaisia lipputyyppejä esimerkiksi liike- ja vapaa-ajan matkustajille. Palvelun ja segmentoinnin avulla verkkolentoyhtiöiden on tavoitteena saada asiakas hyväksymään lipulle hintapreemio. Tämä on edellytys kannattavuuden kannalta, sillä verkon ylläpitämisestä johtuvat korkeat kiinteät kulut on kompensoitava korkeammalla asiakas-kohtaisella liikevaihdolla. Hinnoittelussa verkkolentoyhtiöt ovat tyypillisesti melko

konservatiivisia ja hinnoittelu on moniulotteista useiden lipputyyppeiden myötä. Myynnissä ja jakelussa verkkoyhtiöllä on tavallisesti ollut käytössä useita kanavia omista ja kumppaneiden tarjoamista internet-pohjaisista kanavista aina perinteiseen myyntiin matkatoimistojen kivijalkakaupoissa.

Finnair optimoi koko verkon kannattavuutta

Sijoittajien kannalta tärkeää on ymmärtää, että Finnairin kaltaiset lentoyhtiöt optimoivat koko verkon volyymiä ja kannattavuutta. Siten yksittäisten reittien ei tarvitse olla kannattavia, jos ne tukevat verkon kokonaisuutta. Tämä on tärkeää Finnairin kannalta, sillä Aasian strategiassa olennaista on, että yhtiö saa tuotua kansainväliset matkustajat Helsinkiin ja siten syötettäväksi Aasian reittiverkkoon sekä päinvastoin. Tämän takia Aasian liikenteen kasvu edellyttää Finnairilta syöttöliikenteen kasvattamista Aasian liikenteen mukana eikä keskittyminen pelkkään Aasiaan liikenteeseen ole nykyisellä toimintamallilla mahdollista.

Verkkoyhtiöt ovat kohdannut haasteita 2000-luvulla, liiketoimintamallin evoluutio jatkuu

Mahdollisimman halpuihin lippuihin perustuva halpalentokonsepti on voittanut markkina-osuutta voimakkaasti 2000-luvulla etenkin mannerten sisäisissä lennoissa. Lisäksi Norwegian on viime vuosina pyrkinyt lanseeraamaan halpalentokonseptin myös mannertenvälisille lennoille, vaikka kustannusedun saavuttaminen pidemmän matkan liikenteessä onkin lyhyen matkan liikennettä haastavampaa. Halpalentokonseptin menestys on kuitenkin pakottanut Finnairin ja muut perinteisen verkkoyhtiöt muokkaamaan

toimintamallejaan voimakkaasti viime vuosina, jotta ne voisivat vastata kilpailun kiristymiseen.

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

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

Liiketoimintamalli (2/2)

Yhteistyö kuuluu Finnairin liiketoimintamalliin

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

Finnairin kannalta syvin ja tärkein yhteisyhtiön muoto on yhteiset liiketoiminnot, jossa yhtiö sopii hankkeiden alaisten reittien kapasiteetista kumppaniensa kanssa ja yhden yhtiön operoi-mien lentojen tulot jaetaan jäsenten kesken ennalta sovitusti. Yhteisliiketoimintoja Finnairilla on Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisessä lii-kenteessä (Atlantin JB) American Airlinesin, US Airwaysin, British Airwaysin ja Iberian muodosta-man ryhmän kanssa sekä Euroopan ja Japanin välisessä liikenteessä Japan Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian kanssa (Siperian JB). Molemmilla yhteisliiketoiminnoilla on vahva markkina-asema. Finnair on arviomme mukaan hyötynyt yhteisliiketoiminnoista selvästi viime vuosina ja niiden merkitys yhtiölle on huomattava.

Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö pyrkii yhteisiin liiketoimintoihin uusilla alueilla.

Asiakaskunta on hajautunut

Kuluttajatuoteyhtiölle tyypillisesti Finnairilla on miljoonia asiakkaita eikä yksikään asiakkaista ole konsernin mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa ja myös asiakasuskollisuus on ollut lentosektorilla tyypillisesti matala ostoja keskittäviä yritys-asiakkaita lukuun ottamatta, sillä lentolippu on homogeeninen tuote, jonka vertailtavuus suhteessa kilpaileviin tuotteisiin on helppoa. Siten hajanainen asiakasrakenne ei tyypillisesti anna lentoyhtiölle hinnoitteluvoimaa.

Lentäminen ei ole erityisen skaalautuvaa

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

Kiinteisiin kuluihin ei ole sisällytetty lentokone-kustannuksia, joiden osuus kokonaiskuluista on noin 10 %. Nämä kulut eivät lyhyellä tähtäimellä ole erityisen joustavia ja pidemmällä tähtäimellä laivaston pienentäminen voi aiheuttaa kerta-kuluja. Siten tulospivu toimii voimakkaasti myös toiseen suuntaan. Toisaalta joka tapauksessa lentävien koneiden täyttäminen lisämatkustajilla (ts. käyttöasteen nosto) skaalautuu erittäin hyvin kannattavuuteen, sillä yksi lisämatkustaja aiheuttaa vain vähän lisäkuluja (korkea raja-tuotto). Lentoyhtiöllä onkin tyypillisesti houkutus täyttää koneitaan hinnoittelun kustannuksella eikä hinnoittelukuri ole ollut sektorilla hyvä.

Lentoliiketoiminnan pääomaintensiivisyys riippuu osin liiketoimintamallista

Lentoliiketoiminnassa pääomien sitoutumisen voimakkuus riippuu liiketoimintamallista, sillä toimivan vuokramarkkinan myötä koneiden omistus on mahdollista ulkoistaa vuokrayhtiölle. Finnair on tyypillisesti omistanut noin puolet laivastostaan, kun taas toinen puoli on vuokrattu pitkäaikaisilla leasing-sopimuksilla. Finnairin kiinteä omaisuus vastaa noin 40 % taseen loppusummasta, joten yhtiön toimintamalli on melko pääomaintensiivinen. Mielestämme tietty konservatiivisuus tässä suhteessa on Finnairin kaltaiselle pienelle yhtiölle perusteltua, jotta kulurakenteessa on jonkin verran joustoa eikä yhtiö jää täysin vuokrayhtiöiden armoille. Lisäksi lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin (ts. suuren kassan), mikä kasvattaa tasetta.

Käyttöpääoma on negatiivinen

Lentoyhtiöiden asiakkaat maksavat lentoliput ostohetkellä, mutta matka toteutetaan keski-määrin joitakin viikkoja maksun jälkeen. Toisaalta liiketoiminta ei sido varastoja, sillä tuotantopanosten (esim. polttoaine) varastoinnista vastaavat tavarantoimittajat ja alihankkijat, ja lentoyhtiöt saavat suurina ostajina tyypillisesti neuvoteltua varsin pitkät maksuajat. Siten lentoyhtiöiden nettokäyttöpääoma on voimakkaan negatiivinen ja esimerkiksi Finnairin nettokäyttöpääoma oli vuoden 2016 lopussa -12 % liikevaihdosta. Tämä rajoittaa jossain määrin korollisen pääoman sitoutumista ja tekee kassa-virtojen ajoittumisesta houkuttelevaa. Toisaalta rahavirtojen ajoitus ja lentoyhtiöiden tyypillisesti korkea velkavipu ovat omiaan ylläpitämään rakenteellista ylikapasiteettia toimialalla, joten asialla on mielestämme myös varjopuoli.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Finnairin
liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Verkko- ja halpalentomallien erot

Verkkolentomalli

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

Halpalentomalli

- Nojaa kustannusjohtajuuteen ja mahdollisimman halpoihin lippuihin
- Suorat pisteiden väliset lennot
- Tyypillisesti keskittynyt lyhyen matkan reitteihin
- Yksi lipputyyppi kaikille
- Ei kanta-asiakasohjelmia tai suppea kanta-asiakasohjelma
- Joustava ja aggressiivinen hinnoittelu
- Laivasto standardoitu
- Täysin internetpohjainen myynti ja jakelu
- Itsenäinen, ei mukana allianssiyhteistyössä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/5)

Aasia on ollut pitkään strategian ytimessä, lähivuosien agendana on kiihdytetty kasvu

Finnairin strategian keskiössä on ollut Aasian liikenne ja sen kasvattaminen jo vuodesta 1999 lähtien, mutta painopistealueet ovat muuttuneet markkina- ja kilpailutilanteiden vaihdellessa. Esimerkiksi vuosina 2011-2014 yhtiö toteutti mittavan rakenteita tervehdyttäneen säästöohjelman, jonka myötä yhtiö loi riittävän vakaan pohjan kasvuille. Vuonna 2015 Finnair valmistautui kasvuun ja vuoden 2016 alkupuolella Finnairin hallitus vahvisti kiihdytetyn kasvun strategian vuosille 2016-2018. Tässä strategiapäivityksessä yhtiö linjasi painopistealueiksi vajaan kolmen vuoden strategiakaudelle seuraavat asiat:

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

Käytännössä kiihdytetty kasvu tarkoittaa, että yhtiö päätti pitää liikenteessä kaksi A330-mallin laajarunkokoneetta, jotka alkuperäisessä suunnitelmassa oli tarkoitus korvata A350-koneilla niiden toimitusten edetessä. Siten Finnairin kaukoliikennekapasiteetti kasvaa suunniteltua nopeammin, mikä kasvattaa myös syöttö-liikennekapasiteetin tarvetta. Pidämme kasvun kiihdyttämistä pitkällä tähtäimellä järkevänä, sillä A330-koneet ovat kilpailukykyisiä ja Aasian liikenteessä markkinanäkymä on suotuista.

Strategia pyrkii ulosmittaamaan maantieteellisen kilpailuedun hyödyt

Finnairin Aasia-strategia perustuu yhtiön

liikenteen solmukohdan Helsingin maantieteelliseen sijaintiin, sillä Koillis-Aasian (Japani, Kiina, Korea) ja monien Euroopan kaupunkien välinen nopein vaihtoa edellyttävä ja fyysisesti suurin yhteys kulkee Helsingin yli. Siten yhtiö saa maantieteestä kilpailuedun Koillis-Aasian liikenteessä, mihin yhtiön strategia nojaa. Maantieteellisen ”kilpailueturajan” arvioimme olevan Hong Kongin tasolla, kun taas viimeistään Bangkokin eteläpuolella Finnairin kilpailuetu on muuttunut kilpailuhaitaksi.

Fyysisesti lyhyemmän matkan lisäksi Finnairin kilpailuetua korostavat ruuhkattoman Helsinki-Vantaan nopeat vaihdot verrattuna kilpaileviin kenttiin. Siten Finnair voi tarjota transfer-matkustajille eli Euroopan ja Aasian välisellä tai päinvastaisella matkalla konetta vaihtaville matkustajille paremman palvelun ajankäytön muodossa, mikä liittyy osaltaan myös asiakaskokemukseen. Arvioimme mukaan transfer-matkustajia yhtiön tarjoamilla Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä oli yhteensä 11 miljoonaa, mikä vastaa 45 % koko markkinasta. Siten Finnairin kilpailuetu koskettaa laajaa asiakaskuntaa.

Nopeammat yhteydet mahdollistavat Finnairille preemiohinnoittelun Aasian liikenteessä, minkä lisäksi lyhyempi fyysinen etäisyys tarkoittaa alempia kustannuksia etenkin matalampien polttoainekulujen sekä lentokonekapasiteetin ja lentävän henkilöstön käytön tehostumisen myötä (mahdollisuus toimialalla yleisesti kriittiseen 24h rotaatioon). Näin ollen Aasian liikenteen kasvun positiivinen vaikutus kannattavuuteen pitäisi tulla kahta tietä. Maantieteellinen kilpailuetu on mielestämme kestävä, vaikka kilpailuedun voimakkuus perustuu osittain Venäjän ilmatilan rajalliseen

käytettävyyteen. Tämä on tärkeää yhtiön pitkän aikavälin näkymien kannalta.

Yhtiö hakee Aasiasta sekä liike- että vapaa-ajan matkustajia

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

Finnair avasi vuonna 2016 uusia reittejä Fukuokan (Japani) ja Guangzhoun (Kiina). Jatkossa arvioimme Finnairin hakevan kasvua etenkin vuorovälejä tihentämällä nykyisiin kohteisiin, minkä lisäksi muutamien uusien reittien avaaminen on mahdollista Aasian suuntaan. Jatkuvuus on tärkeää etenkin liike-matkustajien asiakaskokemuksen kannalta (tyypillisesti uuden reitin ylösajo vie 3-4 vuotta), minkä lisäksi vuorovälin tihentäminen nykyisen verkon kannattavimmilla reiteillä (reittien kannattavuuksissa on huomattavia eroja) on perusteltua konsernin marginaalien perspektiivistä. Siten pidämme nykyisten reittien tuottopotentiaalin ulosmittaamiseen panostamista loogisena valintana.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/5)

Rahtivolymien ja -tuottojen kasvattaminen on keskeinen osa kasvustrategiaa

Finnair on luopunut varsinaisista rahtilennoista, mutta matkustajakapasiteetin kasvun myötä yhtiön matkustajakoneiden ruumissa kulkeva rahtikapasiteetti (ns. belly-rahti) kasvaa voimakkaasti lähivuosina ja myös tässä suhteessa Aasia on painopistealue. Nykyisen kaltainen matkustajaliikenne ei olisi kannattavaa ilman rahtituottoja, joten kannattava kasvu edellyttää, että yhtiö löytää matkustaja-koneiden ruumiin kasvavan määrän rahtitonneja. Rahtivolyymin tulisi lisäksi painottua preemiohinnoittelun mahdollistaviin niche-segmentteihin (esim. kala- ja tuoretuotteet sekä lääkkeet) kannattavuuden parantamiseksi. Kesällä 2017 Helsinki-Vantaalle avautuva uusi rahtiterminaali mahdollistaa tämän käytännössä, minkä lisäksi terminaali-investointi tehostaa alempien käsittelykustannusten kautta kannattavuutta.

Euroopan ja Suomen liikenne tukevat Aasia-strategiaa

Suomen ja Euroopan välisen sekä Suomen sisäisten liikenteiden rooli strategiassa on mielestämme tukea Aasian kasvustrategiaa syöttöliikenteen muodossa sekä palvella Suomen sisämarkkinoita. Tämän strategisen roolin takia yhtiö tulee panostamaan myös Euroopan liikenteen kasvuun, sillä Aasian liikenteen kasvattaminen vaatii syöttöliikenteen kasvattamista arviomme mukaan suhteessa 1:0,66-1,00, jotta kansainvälisillä matkustajilla on realistinen mahdollisuus päästä sujuvasti Helsinkiin ja Aasian verkostoon. Siten Eurooppa pysyy Finnairin fokusalueena, vaikka Suomen ja Euroopan välisessä liikenteessä yhtiön kilpailuetu on huomattavasti Aasian liikennettä

heikompi ja se rajoittuu lähinnä helppoutta ja suoria yhteyksiä arvostaviin vähemmän hintasensitiivisiin asiakassegmentteihin.

Euroopan liikenteessä yhtiö keskittyy etenkin Alppien pohjoispuoleiseen Eurooppaan, mikä on mielestämme Euroopan talouden näkymien ja maantieteen takia valintana järkevä. Lisäksi viime aikojen Euroopan terrorismihuolet ovat lisänneet Pohjoismaiden (etenkin Suomen Lappi) houkuttelevuutta matkakohteena etenkin Aasiassa, mikä olisi jatkuessaan suotuisa trendi Finnairille. Euroopan liikenteen kasvussa pääroolissa on konekokojen kasvattaminen nykyisessä verkostossa ja muutamat uudet lisäykset reittiverkkoon (vuodelle 2017 Reykjavik, Korfu, Menorca ja Ibiza). Euroopan liikenneverkostossa näkyvät Aurinkomatkojen tarpeet, sillä Aurinkomatkojen rooli konsernistrategiassa on olla etenkin myyntikanava lentoliikenteelle.

Mielestämme konekokojen painottaminen Euroopan kasvussa on loogista, sillä tyypillisesti verkon kannattavuuden optimointi vaatii reittien jatkuvaa operointia ja toisaalta Finnairille maantieteellisesti relevantissa markkinassa on uusia riittävän volyympipotentiaalin kohteita tarjolla rajallisesti. Lisäksi suurempi konekoko mahdollistaa matalammat yksikkökustannukset, joskin suuremman koneen break-even täyttöaste on vastaavasti korkeammalla. Kuluttajayhtiönä Finnairin täytyy kuitenkin pystyä muuttamaan verkostoaan kysynnän mukaan, joten etenkin Euroopan verkosto tulee elämään etenkin lomakohteiden osalta jonkun verran.

Pohjois-Amerikka kuuluu ydinliiketoimintaan

Pohjois-Amerikan merkitys strategiassa on pienempi, sillä tämä markkina on arviomme mukaan Suomi-vetoinen. Markkinan merkittävä

kasvu vaatisi Venäjän talouden elpymistä ja poliittista liennytystä idän ja lännen suhteissa, mikä voisi kasvattaa saavuttavissa olevaa markkinaa. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä merkittävä Venäjästä kumpuava vetoapu vaikuttaa mielestämme epätodennäköiseltä.

Finnair linjasi kuitenkin kiihdytetyn kasvun strategiassaan, että yhtiö pyrkii säilyttämään Aasian ja Pohjois-Amerikan liikenteen suhteen ennallaan. Näin ollen Aasian kasvaessa myös Pohjois-Amerikan liikenteen pitäisi kasvaa, mutta mielestämme tämä on haastava tavoite, kun huomioidaan relevantin markkina koko ja toisaalta Atlantin ylittävän liikenteen erittäin kireäksi vuosina 2015-2016 äitynyt kilpailu. Siten arvioimmekin yhtiön pyrkivän säilyttämään itä-rannikon kaupunkireiteillä asemansa, kun taas kasvusta valtaosa tulee lomaliikenteestä (2017/2018 uudet kohteet Kuuban Havanna, Meksikon Puerto Vallarta ja Dominikaanisen tasavallan Puerto Plata), mikä palvelee etenkin Aurinkomatkojen tarpeita. Lisäksi yhtiö kokeilee kesällä 2017 Helsingin ja San Franciscon välistä suoraa yhteyttä, mutta pidemmällä tähtäimellä emme usko länsirannikon kohteista löytyvän olennaista kasvupotentiaalia Finnairille.

Lisäpalveluilla keskeinen rooli strategiassa

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/5)

Näemme tässä lisäpalveluiden viime vuosien ripeästi kasvusta huolimatta vielä merkittävää potentiaalia, sillä toimialan parhaiden yhtiöiden matkustajakohtainen lisäpalvelumyynti on noin kolminkertainen suhteessa Finnairin tämän-hetkiseen tasoon. Lisäpalvelumyyntiä tukee myös digitalisaatio, joka mahdollistaa yhdessä laivastouudistuksen kanssa esimerkiksi viihdepalveluiden sekä vähittäismyyntituotteiden tarjonnan parantamisen. Lisäpalveluihin liittyy myös henkilöstökokemus, sillä henkilöstöllä on keskeinen rooli myyntiprosessissa.

Yhtiö huolehtii kustannuksista kasvun kautta

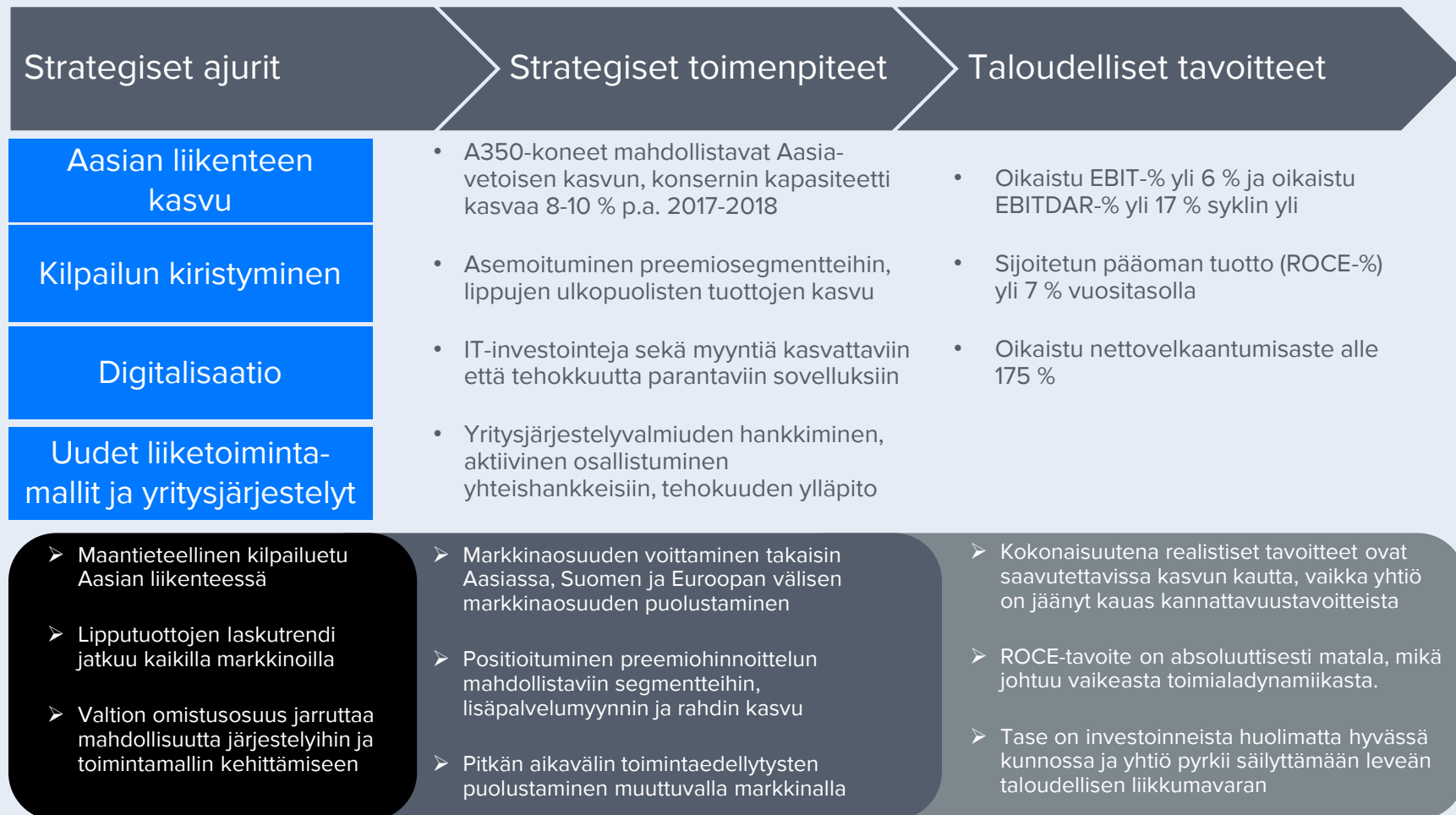
Vaikka Finnairin strategia painottuu kasvuun, arviomme mukaan strategiaan kuuluu myös kustannusten alentamiseen liittyviä tavoitteita. Merkittäviä rakenteellisia ja suoria säästöjä on tuskin lähiaikoina luvassa, vaan yksikkökustannusten alentamisessa pääroolissa on kasvu. Tämä parantaa muun muassa henkilöstön tuottavuutta, kunhan kasvun vaatimat rekrytoinnit onnistuvat sujuvasti (henkilöstökokemus). Lisäksi digitalisaatio mahdollistaa säästöjä erilaisten uusien sovelluksien kautta (esim. tarjoiluhukan määrän alentaminen etukäteisvarausten kautta). Pidämme tätä tärkeänä, sillä lentosektorin kroonisessa paineessa olevien yksikkötuottojen ja tiettyjen kustannuserien rakenteellisen inflaation takia kilpailukyvyn ylläpitäminen vaatii operatiivisen toiminnan jatkuvaa parantamista ja kroonista kustannusjahtia.

Strategia asemoi yhtiötä oikeaan suuntaan

Kokonaisuutena Finnairin strategia hyödyntää mielestämme yhtiön vahvuuksia ja asemoi Finnairia kilpailullisesti järkevään asemaan

suhteessa suurempia ja/tai hintakilpailukykyisempiä pelureita vastaan. Olennaista yhtiön taloudellisen kehityksen kannalta on kuitenkin se, miten yhtiö onnistuu strategian toteuttamisessa. Tässä suhteessa katseet ovat mielestämme etenkin liikevaihdon ja tuottojen kehityksessä, mitkä tulevat öljyn hinnan ja valuuttakurssien kaltaisten tekijöiden lisäksi määrittelemään yhtiön taloudellisen tuloksen kehityskäyrän ja sen kulmakertoimen lähivuosina.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/5)

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

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

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

3) Velkaantuneisuus: Oikaistu nettovelkaantumisaste alle 175 %.

Viime vuonna Finnair jäi marginaalitavoitteistaan (2016: oik. EBIT 2,4 %, oik. EBITDAR 11,7 %). Velkatavoitteensa yhtiö saavutti kertatuottojen ansiosta (2016: ROCE-% 9,2 %) ja velkaantuneisuus pysyi selvästi alle tavoitteen 2016: oik. nettovelkaantumisaste 78 %).

Tavoitteet ovat pörssiyhtiölle matalia, vaikka yhtiö on jäänyt kauas tavoitteistaan

Vaikka Finnair ei ole pystynyt saavuttamaan operatiiviselle kannattavuudelle asettamia tavoitteitaan 2000-luvulla, eivät ne ole erityisen korkeita absoluuttisesti. Mielestämme tavoitteet ovat heijastus lentoliiketoiminnan äärimmäisen hankalasta liiketoimintadynamiikasta, jota värittävät matalat voittomarginaalit ja pääoma-intensiivisyys. Pidämme Finnairin tavoitteita kuitenkin realistisina, jos yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa. Tätä tukevat kilpailijoiden kannattavuudet.

Varsinkin Finnairin yli 7 %:n ROCE-%:n tavoite on pörssiyhtiölle matala, kun huomioidaan, että oman pääoman ehtoisten sijoittajien tuotto-vaatimus on lentoliiketoiminnan korkea riskiprofiili huomioiden kaksinumeroinen tai ainakin hyvin lähellä kaksinumeroista. Tämän

myötä koko pääoman kustannus (WACC-%) nousee velkavivusta huolimatta ainakin normaaleissa korkomarkkinoiden olosuhteissa lähelle Finnairin tämänhetkisen sijoitetun pääoman tuottotavoitteen alarajaa tai jopa sen yläpuolelle. Tämä kuvastaa liiketoiminnan vaikeuksia luoda taloudellista lisäarvoa sijoittajille pitkällä aikavälillä.

Vaikka velkavivun ansiosta oman pääoman tuotto kohoaa sektorilla tyypillisesti sijoitetun pääoman tuottoa korkeammaksi, sijoittajien täytyy mielestämme huomioda tämä haastava viitekehys etenkin tasepohjaisia arvostusmittareita käytettäessä (P/B-luku).

Yhtiöllä ei ole pitkän aikavälin kasvutavoitteita, mutta lähivuosien päämäärät ovat selkeitä

Vaikka Finnair profiloituu kasvuyhtiöksi, ei yhtiöllä ole pitkän aikavälin taloudellisissa tavoitteissaan kasvutavoitetta. Finnair on silti kertonut, että sen tavoitteena on vuoteen 2018 mennessä tuplata Aasian liikenteen tuotot vuoteen 2010 verrattuna (aik. ennen kiihdytetyn kasvun strategiaa 2020 mennessä) ja nostaa liikevaihtoa vuoden 2019 loppuun mennessä 500 MEUR:lla vuoteen 2016 nähden. Yhtiö on kertonut tavoittelevansa strategia-kaudella 46 %:n kasvua matkustajakohtaiseen lisäpalvelumyyntiin 2015 tasoon verrattuna.

Kasvutavoitteet indikoivat vuodelle 2019 noin 2,8 miljardin euron liikevaihtoa, mikä tarkoittaisi vuosille 2017-2019 noin 6,5 %:n vuosikasvua. Pidämme tavoitteita realistisena tavoitteena kapasiteetin 5-10 %:n vuosittaiset kasvunäkymät huomioiden, jos yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa. Käytännössä liikevaihdon kasvu jää kuitenkin kapasiteetin kasvua hitaammaksi, sillä suuremman kapasiteetin myyminen painaa

toimialalle tyypillisesti keskihintoja. Siten kannattavuustavoitteiden saavuttaminen vaatii myös yksikkökustannusten alentamista.

Taseen suhteen yhtiö on konservatiivinen

Finnairin pääomarakennetta ohjaava oikaistu nettovelkaantumisaste on laskettu lisäämällä korollisiin nettovelkoihin seitsemän vuoden lease-maksut ja suhteuttamalla niiden määrä omaan pääomaan. Tämä on toimialalle tyypillinen oikaisu, jolla pyritään ottamaan huomioon taseen ulkopuoliset lease-vastuut. Lease-vastuut eivät kuitenkaan ole korollista velkaa, mikä antaa lentoyhtiöille velka-kapasiteettia yhdessä taseen verrattain likvidin kiinteän omaisuuden (ts. lentokoneet) kanssa.

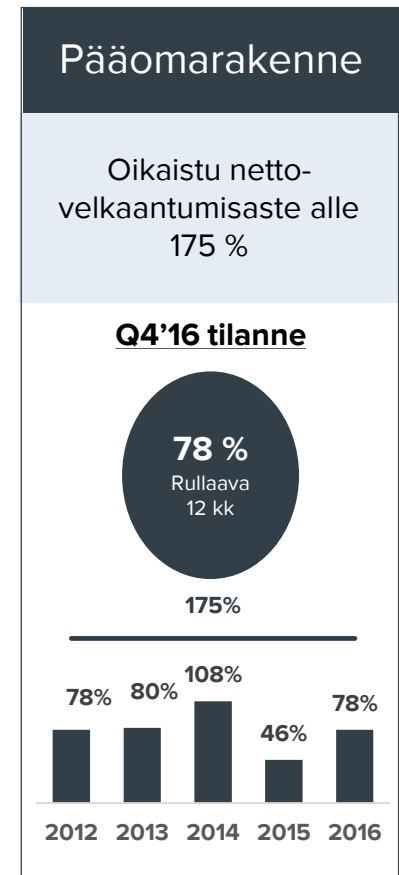
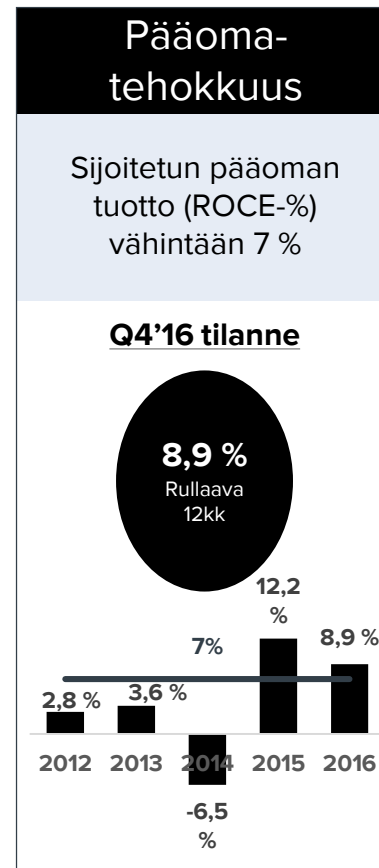
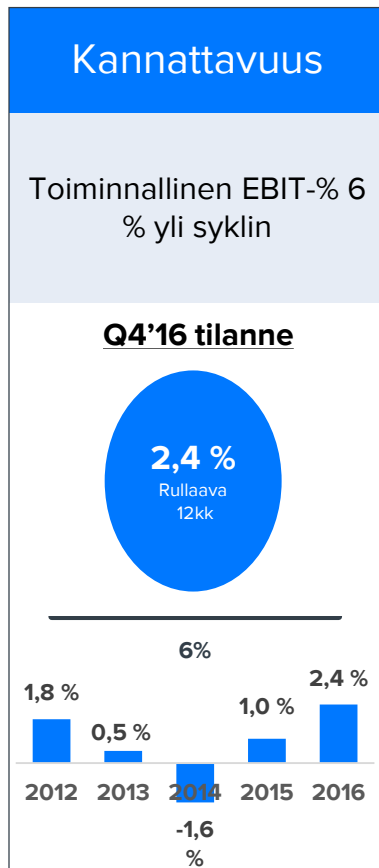
Taseen suhteen Finnair on mielestämme ollut historiallisesti melko konservatiivinen toimialan luonne huomioiden. Keskimääräistä lentoyhtiötä matalampi velkavipu pitää yhtiön pääomakustannuksen (WACC-%) korkeahkona, mikä vaikeuttaa osaltaan taloudellisen lisäarvon luomista ja laskee oman pääoman tuottotasoa. Toisaalta konservatiivisen taseen käyttö antaa haittojen vastapainoksi Finnairille kohtuullisen puskurin esimerkiksi heikompia tulossyklejä vastaan ja strategista liikkumavaraa. Tämä voi olla tarpeen, sillä 5-10:n vuoden aikajänteellä Finnair joutuu todennäköisesti päivittämään kapearunkolaivastoaan, eikä yhtiöllä ole tilauksia koneista sisällä. Taloudellisen liikkumavaran ansiosta yhtiö voisi tarttua verrattain nopeasti ja joustavasti lentokonemarkkinoilla toisinaan avautuviin erikoistilanteisiin, joten mielestämme liikkumavaran säilyttäminen on pienen lentoyhtiön perspektiivistä järkevää. Tällä hetkellä leveää liikkumavaraa puoltaa myös edelleen kesken oleva A350-investointiohjelma.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (5/5)

Myös osinkolinjaukset jättävät liikkumavaraa

Finnairin osinkopolitiikan tavoitteena on maksaa suhdannesyklin aikana keskimäärin vähintään kolmasosa osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Hallitus ottaa kuitenkin osingonmaksusta päättäessään huomioon yhtiön tuloskehityksen ja -näkymät sekä rahoitustilanteen ja pääomatarpeet. Siten osinkopolitiikka jättää yhtiölle merkittävästi liikkumavaraa osinkojen suhteen, mutta arvioimme yhtiön pyrkivän lähtökohtaisesti kasvattamaan osinkoaan maltillisesti palattuaan osingon maksajaksi vuonna 2016. Syklisen ja investointi-intensiivisen yhtiön tapauksessa osinko ei kuitenkaan ole kiveen hakattu. Siten näemme riskin, että esimerkiksi tuloksen heikentyessä yhtiö joutuisi tinkimään osinkotavoitteestaan.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Finnairin tavoitteena on maksaa osinkoa keskimäärin 1/3 tuloksesta syklin yli (2016: 0,10 euroa/osake, 18 % nettotuloksesta)

Toimiala (1/2)

Lentoliikenteen kysyntä on historiallisesti tuplaantunut 15 vuodessa

Globaali lentoliiketoiminta on valtava satojen miljardien dollarien markkina. Lentomatkat voidaan luokitella elintasohyödykkeeksi, sillä suuri osa matkustusvolyymin on vapaa-ajan matkoja. Tästä huolimatta myydyillä henkilöstö-kilometreillä mitattuna Aasia on noussut väestömääränsä turvin jo suurimmaksi markkinaksi, kun taas Eurooppa on toiseksi suurin markkina. Matkustuksen frekvenssi on Länsi-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa selvästi Aasiaa ja muita kehittyviä maita korkeampi. Esimerkiksi Kiinassa BKT alkaa vasta saavuttaa absoluuttista tasoa, jolla vapaa-ajan matkustus kiihtyy (Intia ja monet muut merkittävät kehitysmaat ovat vielä Kiinaa jäljessä).

Historiallisesti lentomatkustamisen kysyntä on kasvanut varsin nopeasti, sillä viime vuosikymmeninä lentomatkustus on määrällisesti kaksinkertaistunut 15 vuoden välein. Tämä vastaa keskimäärin noin 4,5 %:n vuosikasvua, mikä ylittää selvästi maailmantalouden saman aikajakson noin 3-4 %:n keskimääräisen vuosikasvun. Ajanjaksolle on myös osunut useita toimialaa ravistelleita ulkoisia shokkeja, kuten taloustaantumia, öljykriisejä, sodan uhkia, turvallisuusriskejä ja pandemioita, mistä huolimatta trendinomainen kasvu on jatkunut vakaan. Kysyntä on myös toipunut shokeista tyypillisesti nopeasti.

Kysynnän odotetaan pysyvän samalla kehityskäyrällä myös jatkossa

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

ja lentomatkustuksen tekninen kehitys. Nämä voimakkaat ajurit tukevat lentomatkustusta myös jatkossa ja lentokonemarkkinaa dominoivat Boeing ja Airbus, odottavat globaalin lentomatkustamisen volyymin kaksinkertaistuvan myös seuraavan 15 vuoden aikana (ts. 4,5 %:n keskimääräinen vuosikasvu). Maailmantalouden kasvun ennustetaan yleisesti olevan samassa ajassa noin 3 %:n tasolla, joten lento- ja matkustuksen arvioidaan kasvavan lähivuosina bruttokansantuotetta nopeammin.

Lentomatkustamista tukevat ajurit ovat voimakkaammin läsnä kehittyvillä markkinoilla, joissa Airbus ennustaa lentämisen kysynnän kasvun 2030-luvun puoliväliin mennessä noin 5,6 % vuodessa. Kuitenkin myös kehittyneissä maissa on lentoyhtiölle potentiaalia, sillä länsimaiden (Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Japani) kasvun Airbus ennustaa olevan samalla ajanjaksolla 3,8 %. Pidämme näitä ennusteita järkevinä, mutta huomautamme, että nämä ovat ei-syklisiä pitkän ajan arvioita. Syklit ja epäsymmetriset shokit tulevat kuitenkin vaikuttamaan toimialaan myös tulevaisuudessa.

Kiina on Finnairille merkittävä mahdollisuus

Finnair on pieni ja tiettyihin alueisiin keskittynyt toimija, joten sen kannalta koko markkinan kasvupotentiaalia olennaisempaa on katsoa etenkin yhtiön päämarkkina-alueiden kasvunäkymiä. Boeing on ennustanut vuonna 2015 Kiinan ja Euroopan välisen liikenteen kasvavan vuosina 2015-2035 5,5 % vuodessa. Länsi-Euroopan ja Japanin välisessä liikenteessä kasvuennuste on noin 2,5 % vuodessa, kun taas Euroopan sisäisen liikenteen sekä Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisten reittien ennustetaan kasvavan noin 3 % samalla aikavälillä. Näin ollen

päämarkkinoiden kysyntäfundamentit ovat terveet kaikilla markkinoilla ja etenkin Kiinassa on Finnairille merkittävää potentiaalia.

Käyttöaste on parantunut tarjonnan kasvusta huolimatta

Lentomatkustuksen kysynnän vahvan kasvun myötä myös sektorin kapasiteetti (ts. tarjolla oleva penkkimäärä lentokoneissa) on kasvanut merkittävästi. Kapasiteetin kasvu on tullut etenkin lentokoneiden määrän kasvusta, mutta toisaalta myös konekokojen suurentuminen on nostanut kapasiteettia. Esimerkiksi Airbusin mukaan keskimääräinen lentokoneen koko istumapaikoilla mitattuna on kasvanut vuosina 1980-2014 noin 46 %. On kuitenkin huomioitava, että globaali matkustajakapasiteetin käyttöaste on Airbusin mukaan noussut noin 17 %-yksikköä vuoden 1980 hieman yli 60 %:sta vuoden 2014 noin 80 %:iin. IATA:n näkemys kehityksestä on samansuuntainen. Käyttöasteen nousu on mielestämme sektorin mittakaavassa merkittävä parannus ja myös absoluuttisesti sektorin nykyinen historiallisen korkea noin 80 %:n matkustajakäyttöastetaso on mielestämme tyydyttävä. Siten sektorin rakenteellinen ylikapasiteettiongelma on helpottanut ja jatkossa käyttöasteen nosto käy haastavammaksi.

Lentoyhtiöt ovat valmistautuneet hyvien kysyntänäkymien jatkumiseen

Tulevaisuuden suhteen emme odota sektorin kysyntä/tarjonta-tasapainon olevan enää selvästi paranemaan päin, sillä lentoyhtiöt ovat tilanneet runsaasti uutta kapasiteettia hyvien kysyntänäkymien tyydyttämiseksi ja operatiivisen tehokkuuden jatkuvaksi parantamiseksi.

Toimiala (2/2)

Tästä osoituksena ovat myös Airbusin ja Boeingin pitkät tilauskirjat (8-10 vuoden tuotanto). Peruutukset ja tilauksien muutokset ovat alalla yleisiä eikä konevalmistajien tilauskirja tule siten välttämättä siirtymään sellaisenaan kapasiteetiksi, mutta kohtuullisen kuvan alan tarjontanäkymistä tilauskannat kuitenkin antavat.

Airbus arvioi matkustaja- ja rahtilentokoneiden määrän kasvavan uusien koneiden toimitukset ja vanhan kaluston poistuma huomioiden vuoden 2016 alun 19 600 matkustaja- ja rahtikoneesta noin 39 800 koneeseen vuonna 2035. Tämä tarkoittaisi noin 103 %:n kasvua. Kun matkustajavolyymiin odotettiin kaksinkertaistuvan vuosina 2015-2034, pitäisi koneiden paikkamäärän kasvutrendin käytännössä katketa, jotta sektorin markkinatasapaino ei heikkenisi. Arviot ovat karkeita muun muassa pitkien aikaviiveiden ja ennusteisiin liittyvän olennaisen epävarmuuden takia, mutta lukujen valossa emme usko, että lentosektorin markkinatasapaino ei suotuisista kysyntätrendeistä huolimatta pääse kiristymään lentoyhtiöiden kannalta nykyistä suotuisammaksi. Alueellisia eroja voi kuitenkin syntyä, mitä lentokoneiden verrattain hyvä liikkuvuus kuitenkin rajoittaa. Siten emme usko, että kysyntä/tarjonta-kuvan kehityskaari Finnairin päämarkkinoilla poikkeaisi olennaisesti markkinan isosta kuvasta.

Toimialalla on ollut suuria vaikeuksia luoda taloudellista lisäarvoa sijoittajille

Vaikka jatkuva kysynnän kasvu osoittaa, että lentoteollisuus luo merkittävää lisäarvoa asiakkailleen, lentoliiketoiminnan taloudellisen suorituskyvyn historia on karua luettavaa. Toimialan kaikkien yhtiöiden sijoitetun pääoman

tuotto (ROIC-%) on IATA:n mukaan yltänyt pääomakustannusten (WACC) tasolle viimeisen 20 vuoden aikana vain vuosina 2015-2016, kun pohjois-amerikkalaiset lentoyhtiöt pystyivät parantamaan kannattavuuksiaan sektorin voimakkaan konsolidoitumisen, rakenteellisten kustannusmuutosten (usean yhtiön Chapter11-menettelyt), hyvän kysynnän ja öljyn hinnan laskun myötä. Muissa maanosissa ROIC-%:t jäivät WACC %:ien alle myös 2015-2016. Käytännössä pääomakustannuksen alittava sijoitetun pääoman tuotto tarkoittaa, että sektorina lentoteollisuus ei ole pystynyt luomaan taloudellista lisäarvoa sijoittajille, vaan on tuhonnut velkasijoittajien ja etenkin osakkeenomistajien arvoa. Siten toimialan taloudellinen historia on hyvin poikkeuksellinen. IATA on myös ennustanut sektorin kannattavuuden kääntyvän laskuun 2017 nousevan öljyn hinnan mukana, joten suotuisa kehityskaari saattaa olla karkeamassa.

Arvon menettäminen koskee kaikkia liike-toimintamalleja, vaikka historiallisesti halpalentoyhtiöt ovat pärjänneet keskimäärin hieman verkkolentoyhtiöitä paremmin. IATA:n sektoritason vertailussa lentoliiketoiminnan sijoitetun pääoman tuotto oli myös huonoin noin 30 toimialasta vuosina 1965-2007. Tutkimus on vanha, mutta emme usko tilanteen parantuneen oleellisesti finanssikriisin jälkeen. Vertailussa huomioitavaa on myös se, että lentämisen arvoketjussa ainoastaan lentoyhtiöiden pääoman tuotot ovat jääneet alle pääomakustannusten. Muut arvoketjun osat ovat pystyneet taloudellisen lisäarvon luomisen ajan yli.

Sektorin kärsii heikosta hinnoitteluvoimasta

Mielestämme synkän taloudellisen historian taustalla on lentolippujen reaali-hintojen selvä lasku pitkällä aikavälillä. Lasku on ollut luonnollista, sillä myös lentämisen yksikkökustannukset ovat laskeneet rajusti mm. polttoainetehokkuuden nousun, käyttöasteiden nousun, konekokojen kasvun ja IT:n kehityksen myötä. Lippujen hintaeroosio on ollut tehokkuuden parantumista nopeampaa, mikä kuvaa sektorin kireää kilpailua ja heikkoa hinnoitteluvoimaa. Marginaaleja ovat lisäksi painaneet sektorin tiettyjen kustannuserien rakenteelliset nousupaineet ja valtioiden toimet monien lentoyhtiöiden taustalla.

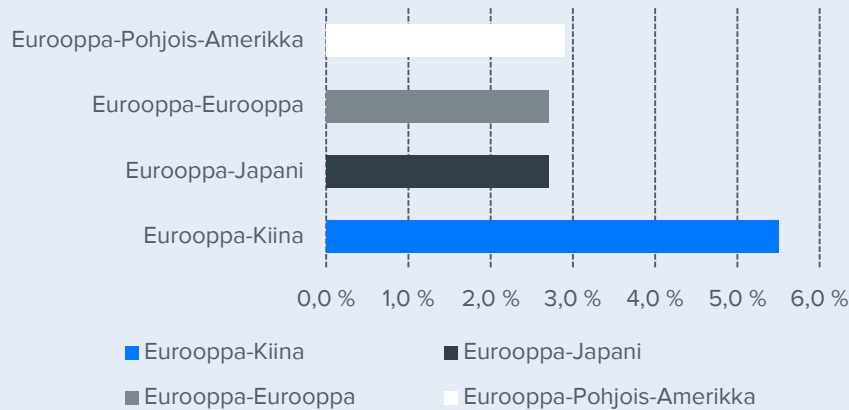
Sijoittajien kannalta historiallista kehitystä olennaisempaa on tulevaisuuden näkymät. Mielestämme osa ainakin osa toimialan haasteista on rakenteellisia ja odotamme toimialadynamiikan pysyvän haastavana sijoittajien perspektiivistä myös jatkossa. Tämä ja alan historiallinen track-record rasittavat lentoyhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Konsolidaatio tulee etenemään alalla

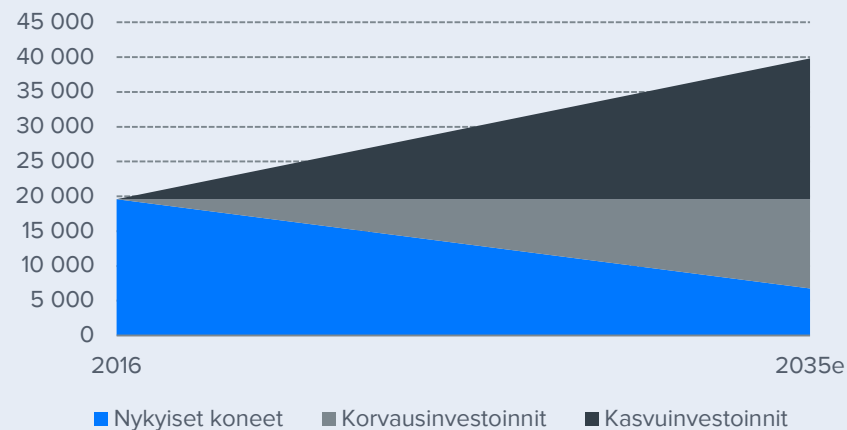
Haastavan toimialadynamiikan takia lentoyhtiöt ovat tehneet yhteistyötä monilla tasoilla. Yritysjärjestelyt ovat konsolidoineet toimialaa etenkin USA:ssa, mikä on yksi syy maan lentoyhtiöiden absoluuttisesti hyviin ja suhteellisesti erittäin hyviin kannattavuuksiin. Pohjois-Amerikkaa lukuun ottamatta rakenteet ovat jääneet hajanaisiksi. Pidämme konsolidaation etenemistä muilla alueilla vääjäämättömänä, sillä yritysjärjestelyt olisivat tehokkain keino tiettyihin alan rakenteellisiin haasteisiin vastaamiseen. Lisäksi arviomme muiden tasojen yhteistyöhankkeiden merkityksen kasvavan sektorilla entisestään.

Lentoliikenne toimialana

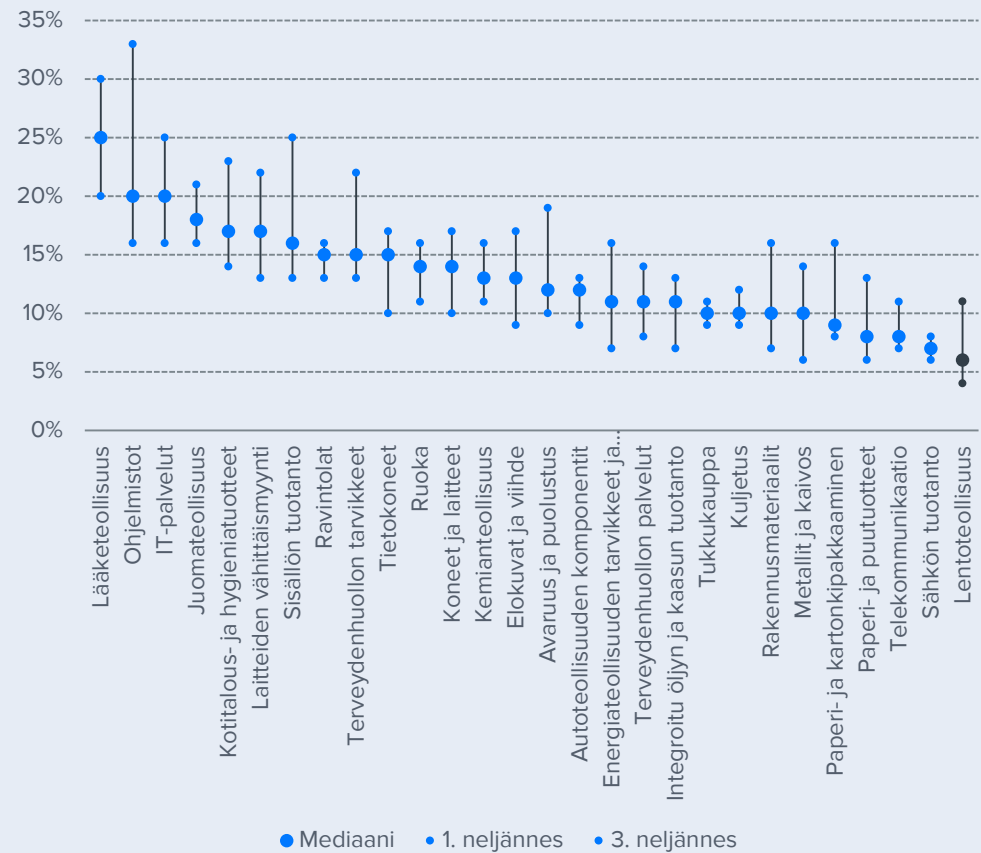
Kysynnän keskimääräinen volyymikasvu Finnairin päämarkkinoilla 2016-2035e



Lentokoneiden määrän kasvu 2016-2035e



Eri toimialojen pääoman tuotot 1965-2007



Lentosektorin toimialadynamiikan ajurit

Kysynnän pitkän aikavälin trendikasvu > globaalin BKT:n kasvu

Heikko hinnoitteluvoima

- Homogeeninen tuote (vaikea erottautua)
- Tuotteet helposti vertailtavissa (internet)
- Tuotteen alhaiset vaihtokustannukset
- Rajalliset suuruuden ekonomian hyödyt
- Toimialan hajanainen rakenne

Kireä kilpailu

- Rajalliset suuruuden ekonomian hyödyt
- Matala tulokynnys alalle
- Lentokoneiden liikuteltavuus
- Halpalentomallin läpilyönti
- Valtiot ovat tukeneet kilpailukyvyttömiä yhtiöitä

Kustannuspuolen haasteet

- Tulokset alttiita volatiilin öljyn hinnan liikkeille
- Henkilöintensiivinen liiketoiminta, voimakas lakkoase
- Viranomaissääntely
- Palveluntarjoajien oligopolit (esim. konevalmistajat) ja paikalliset monopolit (esim. lentokentät)

2000-luvulla globaalin ja Euroopan lentosektorin ROIC-% < WACC-%

Kilpailukenttä (1/3)

Kilpailukenttä on hajanainen

Finnairin liikenteen keskuksesta Helsinki-Vantaan lentokentällä operoi lentokenttää pyörittävän Finavian mukaan noin 60 yhtiötä, joista tosin osa myy Helsingistä vain niin sanottuja codeshare-lentoja ja/tai tilauslentoja. Helsinki-Vantaalla konkreettisesti operoivia lentoyhtiöitä on Finavian mukaan 33. Lisäksi muutamat halpalentoyhtiöt operoivat Suomen maakuntakentillä yksittäisiä reittejä Eurooppaan. Liikenteen solmukohtana Helsinki-Vantaan lentokenttä toimii Finnairin lisäksi norjalaiselle Norwegianille ja tilauslentoyhtiö TUIfly Nordicille. Luonnollisesti Finnairin kilpailukenttä ei rajoitu vain Helsinki-Vantaalle operoiviin yhtiöihin, vaan kattaa laajemmin Finnairin strategisilla painopiste-alueilla operoivia yhtiöitä. Kilpailukenttä on kuitenkin varsin erilainen kotimaan sisäisillä, Suomen ja Euroopan välisillä sekä kaukoreiteillä.

Kotimaassa Norwegian haastaa Finnairia

Kotimaan sisäinen lentoliikenne on jakautunut Finnairin ja vuodesta 2010 aggressiivisesti Suomessakin laajentuneen Norwegianin kesken. Finnair lentää Suomessa Helsingistä yhteensä 16 maakuntakaupunkiin (sis. Norran ostopalveluliikenne) tai Pohjois-Suomen lomakohteeseen. Norwegianilla Suomen sisäisiä reittejä on yhteensä 4 kappaletta, sillä yhtiö on fokusoitunut vahvasti pitkiin pohjoisen kaupunkireitteihin (Oulu ja Rovaniemi) ja lomakohteisiin (Kittilä ja Ivalo). Arvioimme Finnairin olevan selvä markkinajohtaja Suomen sisäisessä liikenteessä. Muita kulkuneuvoja emme pidä erityisen relevanttina kilpailijana lentoliikenteelle Suomessa, sillä maantieteen takia lentoliikenne asemoituu eri kategoriaan sekä ajallisesti että

hintojen osalta junien, linja-autojen ja oman auton käytön kanssa.

Yleisesti arvioimme, että halpakonseptilla operoivan Norwegianin mukaantulo on pitänyt kilpailuasetelman Suomessa erittäin kireänä, vaikka muutamat yhtiöt (esim. Blue1) ovat vetäytyneet Suomen sisäisestä liikenteestä viime vuosina ja myös Norwegian on fokusoitunut vahvasti muutamaani reitteihin. Suomen sisäisen liikenteen kannattavuuksista kumpikaan yhtiö ei anna tietoja, mutta volyymipotentiaalin rajallisuus ja matalat matkustajakäyttöasteet huomioiden kannattavuus on todennäköisesti Pohjois-Suomen sesonkilentoja lukuun ottamatta heikko. Suomen sisäisen liikenteen rooli on sekä Finnairin että Norwegianin perspektiivistä verkon kokonaisuutta tukeva, eikä maan sisäisen liikenteen kannattavuus ole itseisarvo.

Norwegian ja läntiset verkko-operaattorit kilpailevat Helsingin ja Euroopan liikenteessä

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

Finnair ei ole avannut Suomen ja Euroopan välisen liikenteestä markkinaosuuttaan, mutta arvioimme mukaan markkinaosuus on kasvanut viime vuosina hieman ja liikkuu tällä hetkellä noin 60 %:ssa. Finnairin markkinaosuus Helsingin liikenteessä on siis vahva, mutta näin kuuluukin olla: Helsinki on Finnairin solmukohta,

kun taas monille kilpailijoille Helsinki on vain syrjäinen sivukenttä. Finnairin lisäksi markkinaosuutta on arvioimme mukaan viime vuosina voittanut voimakkaasti Norwegian, joka on ainut Helsinki-Vantaalle lentävä halpalentoyhtiö. Häviäjiä ovat vastaavasti olleet muut läntiset verkko-operaattorit.

Kokonaisuutena Norwegianin aggressiivinen hinnoittelu on arvioimme mukaan pitänyt kilpailutilanteen melko kireänä Helsingin ja Euroopan välisessä liikenteessä katteet ovat olleet viime vuosina paineessa. Kokonaisuutena Finnairin kilpailuasetelma on kuitenkin esimerkiksi muuta Länsi-Eurooppaa selvästi helpompi, sillä halpalentoyhtiöiden kiinnostus Suomen markkinaan on ollut esimerkiksi monia muita maan syrjäisen sijainnin ja pienen markkinakoon takia (myös Norwegianin kasvu Suomessa on ollut markkinapenetraation jälkeen maltillista). Lisäksi Finnair pystyy tarjoamaan Suomen-ja Euroopan välisessä liikenteessä läntisiä verkkoyhtiötä paremmat yhteydet asiakkailleen, sillä suuret eurooppalaiset yhtiöt lentävät Helsingistä suoraan vain liikenteen solmu-kohtiinsa. Kireä kilpailu ja Finnairin nykyinen kustannustaso huomioiden näemme Suomen ja Euroopan liikenteen marginaalipotentialin yhtiön kannalta kuitenkin rajallisena.

Aasiassa Finnair haastaa läntiset verkkoyhtiöt, kiinalaiset ja Lähi-Idän maiden pelurit

Aasian liikenteessä potentiaalinen markkina-alue on huomattavasti Suomea laajempi ja käsittää suuren osan Eurooppaa painottuen toki Alppien pohjoispuoleisille alueille. Siten myös kilpailukenttä on laajempi kuin lyhyen matkan liikenteessä.

Kilpailukenttä (2/3)

Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä Finnairin eurooppalaiset pääkilpailijat ovat arviomme mukaan etenkin maanosan jättiyhtiöt Lufthansa, British Airways (osa IAG:tä) ja Air France-KLM, jotka operoivat solmukohdistaan suoria lentoja ja muista kaupungeista epäsuoria reittejä useisiin Aasian kohteisiin. Merkittäviä pelureita Euroopan ja Aasian liikenteessä ovat myös Persianlahden alueen yhtiöt Qatar Airlines, Etihad ja Emirates ja turkkilainen Turkish Airlines, jotka ovat laajentuneet viime aikoina tälle markkinalle aggressiivisesti. Aasialaisista yhtiöstä Japan Airlines on merkittävä peluri etenkin Japanin markkinalla ja myös kiinalaisyhtiöt China Air, China Southern Airlines ja Hainan ovat kasvattamassa kaukoliikennekapasiteettejaan asteittain. Toistaiseksi kiinalaisyhtiöiden pääfokus on ollut maan sisäisen markkinan kasvupotentiaalin ulosmittaamisessa. Kolmen ensiksi mainitun kiinalaisyhtiön omistajiin lukeutuu myös Kiinan valtio, joten taustalla on erittäin voimakkaita resursseja, mikä koskee luonnollisesti myös Lähi-Idän pelureita.

Huomioitavaa on, että halpalentomalli ei kilpaile Euroopan ja Aasian välisellä markkinalla (pl. Norwegianin Bangkokin reitit), mikä johtuu halpalentomallin kilpailuetujen rajallisuudesta pitkän matkan liikenteessä. Lisäksi Norwegian ei voi toistaiseksi käyttää Venäjän ilmatilaa, minkä takia yhtiön laajentuminen Euroopan ja Koillis-Aasian reiteille on toistaiseksi käytännössä mahdotonta, vaikka yhtiöllä olisi kapasiteettia ja todennäköisesti myös halua tuoda halpalentokonsepti myös tälle markkinalle.

Pelureiden suuresta määrästä johtuen Euroopan ja Aasian välinen markkina on rakenteeltaan

hajanainen. Finnair on kertonut sen markkinaosuuden olevan yhtiön Euroopan ja Aasian välisillä reiteillä noin 6 %, millä arvioimme yhtiön olevan markkinan 5-7. suurin peluri. Euroopan ja Kiinan reiteillä markkinaosuus on keskiarvoa alhaisempi, kun taas Euroopan ja Japanin välisillä reiteillä Finnair on suurimpia pelureita, mikä johtuu osin Finnairin, Japan Airlinesin ja British Airwaysin erittäin vahvasta yhteisliiketoiminnasta Japanin ja Euroopan välisellä markkinalla. Arvioimme, että suurimpien toimijoiden markkinaosuudet jäävät noin 10 %:n tasolle eikä kukaan yksittäinen peluri dominoi Koillis-Aasian ja Euroopan välistä markkinaa.

Kilpailukyky riittää Aasian liikenteessä

Kuten todettua, suurin reitti Helsingin ja Koillis-Aasian välillä kulkee Helsingin yli. Koneen-vaihdon takia välilaskullisen reitin matka-aika on hieman suoraa reittiä pidempi, minkä takia tiettyjen eurooppalaisten ja aasialaisten kilpailijoiden Euroopan ja Aasian suurkaupunkien välille tarjoamat suorat yhteydet ovat aina hieman vaihdon sisältävää yhteyttä nopeampia, mutta Helsingin nopeat vaihdot huomioiden aikahaitta jää 1-2 tuntiin ja saman fyysisen etäisyyden takia polttoainekuluihin ei synny olennaista eroa. Vaihdon sisältävissä yhteyksissä Finnair voi tarjota eurooppalaisia ja aasialaisia kilpailijoita 2-4 tuntia nopeamman yhteyden saavuttaa lievän edun polttoainekustannuksissa. Sen sijaan Turkin ja Persianlahden pelurit joutuvat käyttämään fyysisesti huomattavasti pidempää etelän reittiä ja niiden kentillä vaihtoajat ovat huomattavasti Helsinki-Vantaata pidempiä. Näin ollen Finnairin aika- ja polttoainekuluja Turkin ja Persianlahden yhtiöihin on jo merkittävä 6-8 h.

Luonnollisesti aasialaisten (pl. Japan Airlines) sekä Turkin ja Persianlahden yhtiöiden etuina ovat matalammat henkilöstökustannukset, mutta läntisiin verkkolentoyhtiöihin nähden Finnair on henkilöstökuluissa mielestämme samalla viivalla.

Tämä viitekehys huomioiden arviomme, että Finnairin kilpailukyky Euroopan ja Koillis-Aasian välisessä liikenteessä on suhteellisen hyvä kaikkia pääkilpailijoita vastaan. Hinnottelussa Turkin ja Persianlahden yhtiöt joutuvat olemaan kilpailuhaittojensa takia aggressiivisia, kun taas läntiset verkkokilpailijat asemoituvat preemio-kategoriaan. Arviomme mukaan Finnair osuu ääripäiden väliin Aasian reittien hinnoittelu-strategiassaan, mutta pienen markkinaosuuden takia yhtiö joutuu seuraamaan markkinahintoja, jota kireä kilpailu värittää tälläkin markkinalla. Näkemyksemme mukaan Finnairin pitäisi pystyä asemansa myötä keskimääräistä korkeampiin marginaaleihin tällä markkinalla, mikä vaatii myös lisäpalvelumyynnin ja rahdin suotuisaa kehitystä. Aasian liikenne onkin yhtiön selvästi kannattavin osa ja sen pitäisi ylittää selvästi konsernin yli 6 %:n EBIT-%-tavoite.

Pohjois-Amerikan liikenteessä Norwegian on kirstänyt kilpailua

Pohjois-Amerikan kaukoliikenteessä pelikenttä on jälleen erilainen, sillä tämä markkina on pitkälti Suomi-vetoinen. Näin ollen Finnairin keskeisimpiä kilpailijoita tällä markkinalla ovat mielestämme perinteiset läntiset verkkoyhtiöt sekä Norwegian, joka on tuonut halpakonseptin myös Pohjois-Amerikan kaukolentoihin.

Kilpailukenttä (3/3)

Kilpailu on tällä segmentillä äärimmäisen kovaa, sillä Pohjois-Amerikan kaukoreitit ovat lähes kaikkien perinteisten verkkoyhtiöiden fokus-alueena ja toisaalta etenkin Norwegianin hinnoittelu on ollut erittäin aggressiivista. Siten arviomme, että Finnairin marginaalit ovat heikentyneet Pohjois-Amerikan liikenteessä viime aikoina eikä markkina ole tällä hetkellä erityisen houkutteleva. Pohjois-Amerikan merkitys Finnairin kokonaisuuteen on rajallinen, sillä yhtiö saa alueelta vain noin 5 % liikevaihdostaan.

Finnairin kannattavuus on jäänyt kilpailijakenttää heikommaksi

Lentoteollisuudessa toimii paljon pörssilistattuja yhtiöitä, minkä takia Finnairin taloudellista suorituskykyä on kohtuullisen hyvät edellytykset verrata suoriin kilpailijoihin ja muihin verrokkeihin konsernitasolla. Yhtiöiden rakenteet esimerkiksi liikenteen ja tuki-toimintojen suhteen ovat jossain määrin erilaisia, vaikka kaikkien ydinliiketoiminta onkin lentoliikenteessä. Tämä heikentää hieman tuloslukujen vertailtavuutta, mutta mielestämme vertailu antaa silti oikean suunnan Finnairin tulostulokunnosta suhteessa kilpailijoihin. Olemme sisällyttäneet kannattavuusvertailuun Norwegianin, Lufthansan, SAS:n, IAG:n, Turkish Airlinesin ja Air France-KLM:n, China Airin ja Japan Airlinesin ja Iceland Airin. Näin ollen vertailuryhmä pitää sisällään Finnairin kilpailijoita sekä lyhyen että pitkän matkan liikenteestä ja toisaalta voimakkaasti kasvavan ja saman kokoluokan Iceland Airin.

Finnair on pärjännyt taloudellisesti viime vuosina sekä vertailuryhmän mediaania heikommin.

Arviomme mukaan tämä on johtunut etenkin rakenteellisista ongelmista kustannuspuolella, joita yhtiön vuosien 2011-2014 suuri säästöohjelma kuitenkin korjasi. Lisäksi yhtiö on kärsinyt suurimman markkinan eli Suomen heikosta tilasta. Finnairilla on siis edelleen reilusti parannettavaa sekä absoluuttisesti että suhteessa kilpailijoihin. Sijoittajien perspektiivistä kilpailijoita heikompi kannattavuus on mielestämme hyväksyttävää arvostusta painava seikka, kunnes yhtiöllä on näyttää kilpailukykyinen track-record taloudellisista tuloksista.

Aurinkomatkat on saanut negatiivisen kierteen katkaistua

Viime vuosina Suomesta lentäen tehdyt valmismatkat ovat olleet reilun 700-800 MEUR:n markkina, joten markkinan potentiaali Finnairin yli 2 miljardin euron liikevaihtoskaalassa on rajallinen. Paikallaan viime vuosina polkeneen markkinan vaisua kehitystä ovat värittäneet Suomen talouden ja kuluttajien heikko tila finanssikriisin jälkeen, mutta tässä suhteessa pahin näyttäisi olevan jo takana.

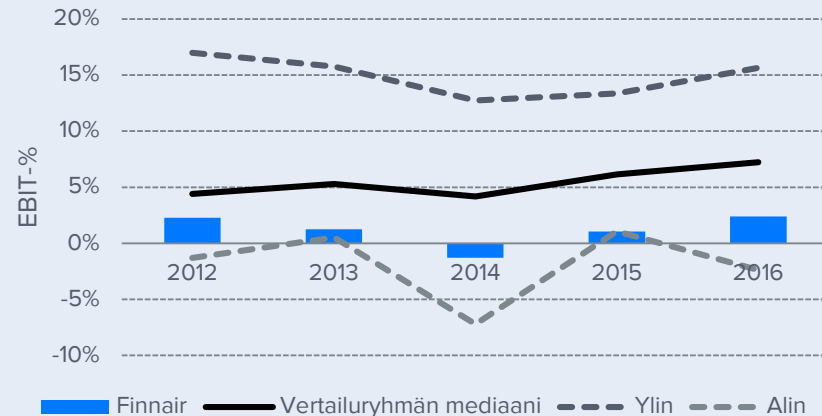
Aurinkomatkojen tärkeimpiä kilpailijoita ovat TUI Finland (aik. Finnmatkat) ja Tjäreborg. Suomen matkatoimisto-alan liiton (SMAL) mukaan sektorin markkinajohtaja oli vuonna 2016 TUI Finland, jolla oli noin 28,6 %:n markkinaosuus Suomesta lentämällä tehdyistä valmismatkoista vuonna 2016 ja Aurinkomatkat oli markkina-kakkonen vain 0,5 %-yksikköä pienemmällä markkina-osuudella. Tjäreborgin osuus oli noin 20 %. Kolmen suuren pelurin jälkeen markkina on varsin hajanainen, sillä loput vajaat 25 % markkinasta jakautui lähes 20 yhtiölle.

Tilastojen mukaan Finnair on saanut käännettyä finanssikriisistä alkaneen markkinaosuuden luisun (2008: Aurinkomatkojen markkinaosuus 37 %) vuosina 2015-2016, minkä taustalla on arviomme mukaan tehostustoimet, myynnin optimointi, nopea reagointi markkinan muutoksiin (esim. turvallisuustilanteesta johtunut kysynnän siirtyminen Turkista ja Egyptistä länteen) ja onnistunut kohdetarjonnan valikoiman kehittäminen. Onnistuneen käänteen ansiosta Aurinkomatkojen markkina-asema on vahva ja mielestämme yhtiöllä on yhä edellytyksiä voittaa markkinaosuutta takaisin.

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

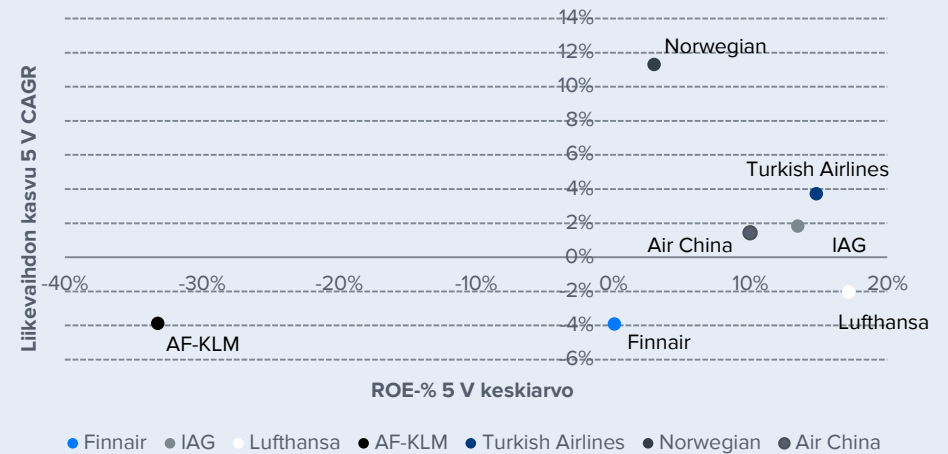
Kilpailukenttä

Finnairin kannattavuus vs. kilpailijat



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

Kilpailijoiden ROE % ja liikevaihdon kasvu 5 V



Finnairin maantieteellinen kilpailuetu Aasiassa



Taloudellinen tilanne (1/2)

Polttoaine ja henkilöstö suurimmat kuluerät

Finnairin kulurakenne on tyypillinen verkko-lentoyhtiölle ja se antaa melko hyvän läpinäkyvyyden yhtiön tuloksen muodostumiseen. Kulurakennetta kannattaa tarkastella etenkin absoluuttisin numeroin, sillä raakaöljyn mukana liikkuva polttoaineen hinta heiluttaa yhtiön kulurakennetta suhteellisesti. Finnair vaimentaa polttoaineen hinnan muutosten vaikutusta tuloksensa melko konservatiivisilla 24 kk:n rullaavalla ja portaittaisella suojauspolitiikalla (6 kk ostoista 60-90 % suojattu).

Kulurakenteessa merkittävin erä on polttoaine. Tämä erä on luonnollisesti muuttuva, sillä polttoaineen kulutus riippuu etenkin lentämisen määrästä ja pienemmissä määrin liikenteen rakenteesta. Lentopetrolin hinta seuraa tiukassa korrelaatioissa raakaöljyn maailmanmarkkina-hintaa eikä polttoaineostoissa ole saavutettavissa skaalaetua. Siten polttoainekulujen osalta yhtiö on markkinoiden armoilla. Polttoainetehokkuus on sen sijaan suurelta osin riippuvainen laivastosta ja tyypillisesti polttoainetehokkuuden ylläpito vaatii investointeja lentokoneisiin, mikä sitoo pääomia. Mielestämme Finnairin laajarunkolaivasto on tällä hetkellä erittäin polttoainetehokas uusien A350-koneiden ansiosta, kun taas vanhemman kapea-runkolaivaston tehokkuus on keskinkertainen.

Finnairin toiseksi suurin kustannuserä ovat henkilöstökustannukset, sillä pääomavaltaiseksi toimialaksi lentoliiketoiminta on myös melko henkilöstöintensiivistä. Kapasiteetin kasvun myötä henkilöstömäärä tulee lähivuosina nousemaan ja Finnair on ilmoittanut rekrytoivansa noin 1000 uutta työntekijää vuoteen 2020 mennessä vuoteen 2015 verrattuna. Finnair on pystynyt parantamaan merkittävästi työn tuottavuutta

yhtiössä viime vuosina, mikä on etenkin suuria rakenteellisia uudistuksia sisältäneeseen säästö-ohjelman ansiota. Sen myötä Finnair sai arviomme mukaan henkilöstökulut eurooppalaisten kilpailijoiden tasolle.

Työn tuottavuuden pitäisi parantua jatkossakin, sillä uusi yhtiön kirjoille tuleva lentävä henkilökunta tulee olemaan nuorempaa ja he aloittavat alimmista palkkaluokista. Tätä heijastellen Finnairin keskipalkat kääntyvät laskuun ja yhtiö on arvioinut lentävän henkilöstön keski-kustannusten laskevan vuoteen 2018 mennessä 9 % vuoteen 2015 verrattuna. Näin ollen kasvu on tärkeässä roolissa myös kulujen hallinnassa, mitä korostaa alan senioriteettijärjestelmä. Lähivuosien palkkainflaationäkymät ovat myös kaikkien henkilöstöryhmien osalta rajalliset.

Loput kulut koostuvat pienemmistä puroista

Seuraavaksi suurimmat kustannuserät Finnairin kulurakenteessa ovat muut kulut, liikennöimismaksut ja maapalvelu- ja cateringkulut. Muihin kuluihin yhtiö kirjaa it-kuluja, valuuttasuojauksia ja muita todennäköisesti melko kiinteitä eriä, jotka eivät yksittäin ole merkittäviä. Liikennöimismaksut koostuvat pääosin lentokenttä- ja ylilentomaksuista. Nämä kulut ovat muuttuvia, mutta liikenteen rakenne vaikuttaa niihin, sillä osa kuluista on kiinteitä lennetyksestä matkasta riippumatta. Tämä kustannuserä on kohdannut usein inflaatiopainetta emmekä usko tilanteen helpottavan tässä suhteessa myöskään jatkossa, kun lentokentät ja valtiot toteuttavat indeksikorotuksiaan monopolististen asemiansa turvin. Finnairin etuna tässä suhteessa on kuitenkin se, että Helsingin lentoaseman liikennöimismaksut ovat Euroopan pääkentistä edullisimpia heti joidenkin Baltian ja Itä-Euroopan maiden jälkeen. Maapalvelu- ja cateringkulut ovat kapasiteetista

ja matkustajamäärästä riippuvaisia kulueriä.

Pienemmällä painoarvolla kustannusrakenteessa ovat kaluston huolto, poistot ja muut vuokrat, myynti- ja markkinointi, valmismatkatuotanto ja lentokoneiden lease-maksut. Muihin vuokriin yhtiö kirjaa muun muassa rahtikapasiteetin vuokratuloja, lentokapasiteetin muita vuokratuloja (pl. leasing-kulut) ja toimitila- ja muita vuokria. Valmismatkatuotannon kulut heijastelevat valmismatkatuotannon volyymiä ja taas myynti- ja markkinointikulut kapasiteetin kasvua. Etenkin lyhyellä tähtäimellä kiinteät lease-maksut ja poistot taas riippuvat poistojen tavoin koneiden omistusstrategioista, koneiden laadusta ja kapasiteetin määrästä. Muita liiketoiminnan tuottoja Finnair on saanut viime vuosina muun muassa lentokonevuokrista alle 1 %:n vuotuisesta liikevaihdosta.

Kulurakenteessa lievää skaalautuvuutta ja kohtuullinen jousto

Kokonaisuutena arvioimme, että Finnairin kuluista noin 70 % on muuttuvia kuluja, mistä polttoaine vastaa noin kolmannesta. Loput ovat etenkin lyhyellä tähtäimellä kiinteitä kuluja, mutta näistä kuluista noin kolmannes on lentokoneiden poistoja ja lease-maksuja, jotka eivät skaalaudu. Kohtuullisesti skaalautuvia kiinteitä kuluja on noin 18 % kuluista, joten kokonaisuutena yhtiön kulurakenteessa on jonkun verran skaalautuvuutta. Toisaalta kulurakenne joustaa suhteellisen heikosti liikevaihdon laskun mukana lyhyellä tähtäimellä. Keskipitkällä tähtäimellä yhtiöllä on kuitenkin kohtuullisesti joustoa skaalata laivastoaan pienemmäksi (ilman kertakuluja) etenkin kapea-runkolaivaston osalta ja mielestämme joustovara on toimialan logiikka huomioiden kohtuullinen.

Taloudellinen tilanne (2/2)

Dollarin kurssi heiluttaa euromääräisiä kuluja

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

Lentokoneet ja kassa dominoivat taseen varoja

Finnairin 2,5 miljardin euron taseen varat ovat jakautuneet karkeasti puoliksi pitkä- ja lyhyt-aikaisiin varoihin. Pitkäaikaisissa varoissa suurin erä ovat lentokoneet (sis. hankintojen ennakot ja niiden valuuttasuojaukset), joiden tasearvo oli 2016 lopussa noin 1050 MEUR. Pidämme koneiden tasearvoa vähintään kuranttina, sillä se sisältää kolme vuotta aliarvoon kirjattua A350-konetta. Toinen suuri omaisuuserä taseessa oli viime vuoden lopussa lähes 800 MEUR:oon kohonnut kassa, jota osaltaan tukevat osin alan etupainotteiset kassavirratt. Lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin rahoitus- ja suojaus-tarpeiden sekä kassavirtojen ajoituksen takia, mutta yhtiön kassaposition on arviolta 200-300 MEUR yli tarvittavan tason, mutta uskomme kassaposition normalisoituvan A350-investointien edetessä. Loput omaisuuserät liittyvät johdannaisiin, muihin lyhyt- ja pitkäaikaisiin omaisuuseriin ja myytävään omaisuuteen.

Omassa pääomassa on suuri hybridilaina

Taseen vastattavissa Finnairilla oli 2016 lopussa

yhteensä 857 MEUR omaa pääomaa. Tämä sisältää kuitenkin syksyllä 2020 erääntyvän 200 MEUR:n hybridilainan (kuponkikorko 7,875 %), joka luokitellaan omaksi pääomaksi, mutta se ei kuitenkaan ole osakkeenomistajien pääomaa. Hybridilainan korko on suhteellisesti kilpailukykyinen yhtiön riskiprofiili huomioon ottaen. Absoluuttisesti korko on kuitenkin kova, jos se suhteutetaan Finnairin sijoitetun pääoman tuottotavoitteeseen (yli 7 % ROCE-%) ja oman pääoman tuotto-odotukseen.

Finnairin nettotulokseen suhteessa korkeista absoluuttisista kustannuksista (korkorasitus noin 16 MEUR/vuosi ilman verohyötyä) huolimatta pidämme hybridirahoitusta perusteltuna, sillä yhtiöllä on käynnissä merkittävä investointiohjelma, mikä asettaa edellytyksiä myös omalle pääomalle. Hybridilainan vaihtoehtokustannus olisi ollut osakeanti tai vaihtovelkakirjalaina, mitkä olisivat vuonna 2015 olleet laimennusvaikutuksien takia omistaja-arvon kannalta hybridilainaa huonompia vaihtoehtoja. Pitkällä tähtäimellä hybridilainasta irtautuminen olisi kuitenkin mielestämme omistaja-arvoa olettaen, että yhtiön tuloksen suotuisa kehityskaari jatkuu.

Korollisia velkoja taseessa oli vuoden 2016 lopussa noin 720 MEUR, mutta tämä osuus tulee kasvamaan hieman, sillä yhtiö korvasi Q1:llä osan 150 MEUR:n jvk-lainastaan (loput lunastetaan syksyllä 2018) uudella 200 MEUR:n jvk-lainalla. Korollinen velka sisältää jvk-lainaa ja rahoitus-leasingvelkaa. Arviomme mukaan velan keskikorko on kohtuullisella noin 2,5 %:n tasolla. Lisäksi vastuissa on noin 350 MEUR:lla ennakkoon maksettuihin lippuihin liittyvää korotonta vastuuta ja noin 600 MEUR:lla muuta korotonta velkaa (pääosin ostovelkoja).

Johdannaisiin liittyvien vastuiden määrä oli vuoden 2016 lopussa pieni.

Tase on hyvässä kunnossa

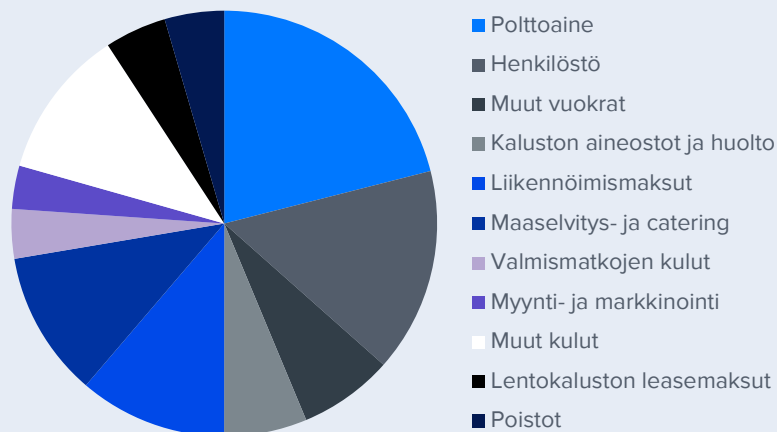
2016 lopussa Finnairin omavaraisuusaste oli 33,9 % (sis. hybridilaina) ja arvion taseen ulkopuolisista lease-vastuista huomioiva oikaistu nettovelkaantumisaste 78 %. Yhtiö oli siten selvästi taloudellisten tavoitteidensa asettaman 175 %:n velkaantumisasterajan alapuolella 2016 lopussa ja yhtiön tase on toimialan logiikka huomioon ottaen suhteellisen vahva. Tämä on perusteltua yhtiön koko ja liikkumavaraa vaativat A350-investoinnit huomioon ottaen. Investointisitoumuksia Finnairilla oli käyttöomaisuushyödykkeisiin vuoden 2016 lopussa vielä noin 1,6 miljardia, joten lähivuosien investointitarpeet ovat merkittävät. Tämä tulee heijastumaan lähivuosina yhtiön vapaaseen rahavirtaan.

Kannattavuus, kassavirta ja osinko

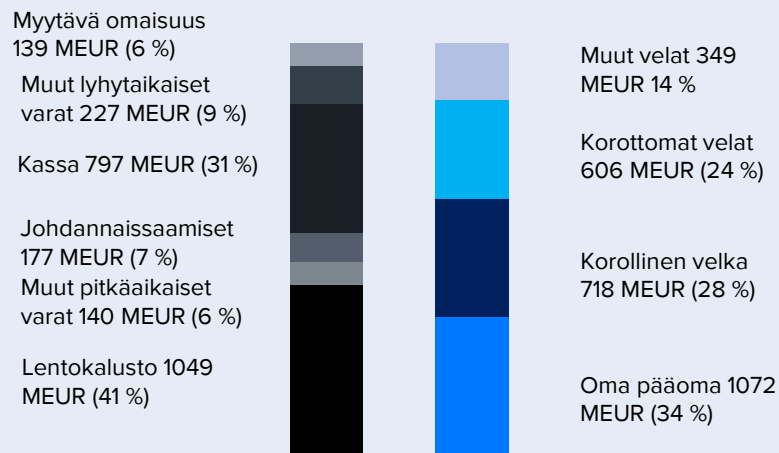
Kuten todettua, Finnair on parantanut viime vuosina kannattavuuttaan asteittain, mikä on yhdessä kasvuun kääntyneen liikevaihdon kanssa tukenut liiketoiminnan rahavirtaa. Toimialan luonteelle (suuret poistot ja investoinnit) tyypillisesti rahavirratt ovat voimakkaita, mutta vapaa rahavirta riippuu kannattavuudesta, kasvunopeudesta ja investointisyklin vaiheesta. Lähivuosina Finnair jatkaa investointivaiheessa, joten yhtiön lähivuosien osinkopotentialin määrää arviomme mukaan suurelta osin tuloskehitys. Suotuisan tuloskehityksen jatkuessa yhtiöllä on mielestämme edellytykset pitää osinko maltillisella nousukäyrällä lähivuosina.

Taloudellinen tilanne

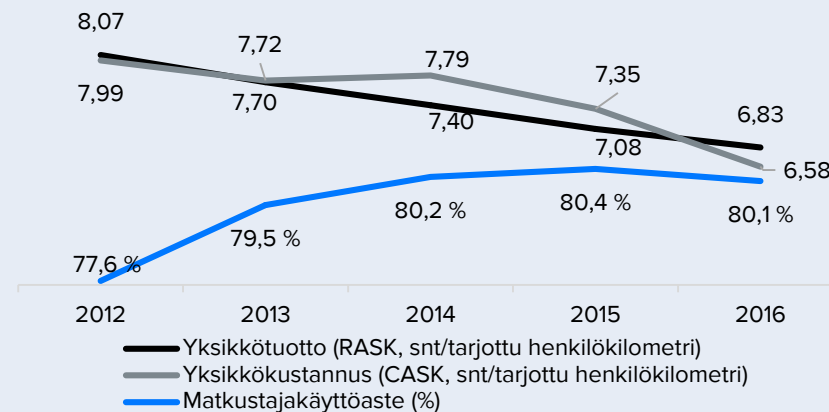
Kustannusrakenne 2016



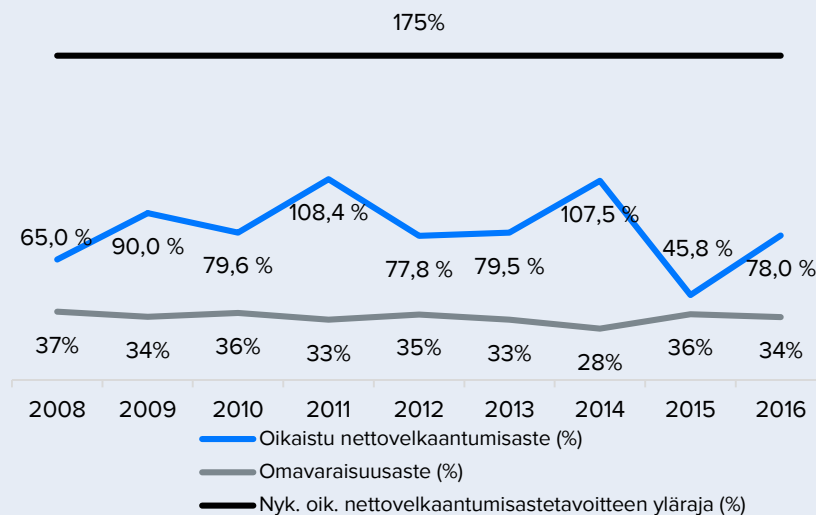
Taserakenne 2016



RASK, CASK ja käyttöaste 2012-2016



Finnairin taseen kehitys 2008-2016



Ennusteet (1/2)

Ennustemalli

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa yhtiön liikennetietodatan ja tuotto- ja käyttöaste-ennusteiden kautta ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta. Pitkän ajan ennusteen pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Finnairin historiallista kannattavuustasoa.

Makrotalouden näkymät

Maailmantalouden kasvunäkymät seuraavalle kahdelle vuodelle ovat hieman kirkastuneet. Esimerkiksi IMF ennakoii globaalin talouskasvun olevan kuluvana vuonna 3,4 % ja 2018 3,6 % (2016e: 3,1 %). Erityisesti kasvunäkymiä ovat parantaneet kehittyneissä talouksissa (euroalue, USA) kotitalouksien kysynnän kasvu ja ostopäällikköindeksien suotuista kehitys 2016 lopulla.

Yksityinen kulutus toimii yhä kasvun pääajurina, mutta investoinneissa on odotettavissa pientä piristymistä takavuosien heikon kehityksen jälkeen. Näkymiä kuitenkin varjostavat poliittiset muutokset: USA:n tulevan presidentin Donald Trumpin talouspoliittinen linja voi veronkevennysten ja infrahankkeiden myötä tuoda piristysruiskeen talouskasvuun H2'17:stä alkaen, mutta toisaalta riski protektionismista uhkaa USA:n ja sen kauppakumppaneiden välisiä suhteita. Protektionismin nousu vaikuttaisi negatiivisesti maailmantalouden kasvuun.

Euroopassa taas poliittiset riskit ovat nousussa Brexit-neuvottelujen uhatessa koko EU:n yhtenäisyyttä ja suurten talouksien vaalivuoden (Ranskan presidentinvaalit, Saksan liittopäivä-

vaalit) lisätessä epävarmuutta politiikan jatkuvuudesta. Euroopassa turvallisuuskuva pysyy epävarmana Lähi-Idän tilanteen takia. Kiinassa valtio on onnistunut elvytystoimillaan pitämään maan talouden kasvussa, minkä varjopuolena velkaantuminen on kuitenkin jatkunut. Japanissa talouskehitys on edelleen kituliasta, mutta Suomessa finanssikriisistä alkanut heikko jakso näyttää olevan ohi ja maa on päässyt hitaaseen kasvuun kiinni.

Kokonaisuutena makroympäristö on Finnairin kannalta mielestämme suhteellisen suotuisa riskeistä huolimatta. Makrokuvan toteutuessa lentosektorilla pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä vähintään trendinkasvun tasolla olevaan keskimääräiseen volyymikasvuun lähivuosina. Tämä edellyttää myös sitä, että elpyminen vuosia 2015 ja 2016 värittäneistä Euroopan terrori-iskuista jatkuu häiriöittä. Riskit ovat kuitenkin kohollaan makrotalouden ja poliittisten riskien takia.

Vuonna 2017 yhtiö kiihdyttää

Finnair ohjeisti vuodelle 2017, että yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna etenkin uusien A350-koneiden myötä 8-10 % ja liikevaihto hieman kapasiteettia hitaammin. Kapasiteetin kasvu painottuu vuoden jälkipuoliskolle, mikä heijastelee uusien A350-koneiden ja kapearunkolaivastoa täydentävien koneiden toimitus-aikatauluja. Varsinaisen tulosohteistuksen yhtiö antaa tiedonantopolitiikkansa mukaisesti Q2-tuloksen julkistamisen yhteydessä heinäkuussa.

Finnairin liikennedata Q1:ltä on ollut kysynnän puolesta suhteellisen hyvää, sillä yhtiö on pysynyt kasvattamaan matkustajavolyymejään etenkin Aasian vedon ja Lapin hyvän talvi-matkailusesongin ansiosta, kun taas kapasiteetti

on Q1:llä pysynyt viime vuoden tasolla (ts. Q1: käyttöaste 81,4 % vs. Q1'16: 78,8 %). Toisaalta Q1:stä tulee yhtiölle rikkonainen, sillä peruutukset, alihankkijoiden lakko ja jatkuneet koulutukset sekä kasvupanostukset nostavat kuluja, mutta kokonaisuutena alkuvuoden iso kuva on linjassa ohjeistuksen kanssa.

Odotamme Finnairin kapasiteetin kasvavan tänä vuonna noin 8 % ja liikevaihdon 6,3 % 2462 MEUR:oon. Kasvua ajaa matkustajavolyymien kasvu, mutta ennustamme kapasiteetin kasvun, kireän kilpailun ja keskimääräisen reittipituuden kasvun myötä matkustajaliikenteen yksikkö-tuottojen (yield) painuvan 2,4 %. Tämä yhtiön pitäisi pystyä paikkaamaan osittain lisäpalvelumyynnin vahvalla 15 %:n kasvulla ja myös rahtituottojen ennustamme kasvavan kapasiteettia hieman nopeammin rahtimixin parantumisen ja rahtihintojen lievän elpymisen myötä. Aurinko-matkoilta odotamme maltillista kasvua, mitä tukee osin myyntimixin painottuminen kalliimpiin maihin Turkin ja Egyptin heikon turvallisuustilanteen takia. Vuonna 2017 ennustamme yksikkötuoton laskevan 1,5 %.

Finnairin vuoden 2017 operatiivisen liikevoiton ennustamme nousevan tänä vuonna 94 MEUR:oon, mikä vastaa 3,8 %:n operatiivista EBIT-%:a. Kannattavuutta tukevat kapasiteetin kasvu sekä liikevaihdon rakenteen parantuminen (kaukoliikenteen suhteellisen osuuden ja lisäpalvelumyynnin kasvu sekä rahtimixin parantuminen). Kasvun myötä odotamme myös tuottavuuden nousevan ja kiinteiden kulujen skaalautuvan, mitä korostaa osittain H2:lla rauhoittuvat kasvupanostukset. Yksikkökustannusten arvioimme laskevan vuodelle 2017 2,9 %. Polttoaineen suojatun hinnan arviomme pysyvän viime vuoden tasolla tänä vuonna.

Ennusteet (2/2)

Alemmas tuloslaskelmaan Finnair kirjaa Q2:lle 50 MEUR:n myyntivoiton kahdeksannen A350-koneen myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelystä, minkä myötä odotamme liikevoiton nousevan 144 MEUR:oon. Lievästi investointien myötä nousevien rahoituskulujen ja normaalien 20 %:n verojen (kassavirtaverot nollassa) jälkeinen EPS-ennustemme on 0,70 euroa (0,38 euroa ilman myyntivoittoa).

Arviomme Finnairin rahoittavan loput 3 vuoden 2017 aikana toimitettavaa A350-konetta käteisvaroilla, minkä takia vuoden 2017 investoinnit ovat korkeat ja vapaa rahavirta selvästi negatiivinen. Yhtiön tase kestää kuitenkin tämän ongelmitta ja arviomme yhtiön nostavan osinkonsa operatiivisen tuloksen nousun myötä 0,12 euroon osakkeelta.

2018 voimakas kasvu jatkuu

Vuosi 2018 tulee olemaan Finnairille vuoden 2017 kaltainen voimakkaan kasvun vuosi. Arviomme mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa ensi vuonna 10 % uusien A350-koneiden ja syöttöliikennekapasiteetin kasvu myötä. Liikevaihdon ennustamme kasvavan 8,3 % 2667 MEUR:oon, kun lisäpalvelumyynnin ripeä kasvu ja rahtimixin parantuminen paikkaavat osittain laskevia lippujen keskihintoja. Vuonna 2018 ennustamme yksikkötuoton laskevan 1,5 %.

Liiketuloksen ennustamme kasvavan vuonna 2018 111 MEUR:oon, mikä vastaa 4,2 %:n EBIT-%. Tuloskasvu syntyy pitkälti samojen ajurien kautta kuin vuonna 2017, mutta arviomme suojatun polttoaineen hinnan nousevan lievästi vuonna 2018 öljyn hinnan mukana, mitä EUR/USD-kurssin maltillinen vahvistuminen kompensoi osittain. Vuoden 2018 pitäisi olla vahvempi yhtiölle, kun suurin osa henkilöstön koulutus-tarpeesta on hoidettu, mikä tukee tulosta. Operatiivisen EPS:n ennustamme nousevan 0,48

euroon.

A350-investoinnit jatkuvat myös vuonna 2018, mikä pitää bruttoinvestoinnit korkealla, kun taas nettoinvestoinnit (vapaa rahavirta) ja rahoitusjärjestelyiden tulosvaikutukset riippuvat koneiden omistus-valinnoista. Lähtökohtaisesti arviomme kuitenkin yhtiön ottavan myös puolet vuosina 2018-2023 toimitettavista A350-koneista omaan taseeseensa. Suotuisan tuloskehityksen valossa yhtiön taloudellinen asema vahvistuu investoinneista huolimatta ja arviomme myös osingon nousevan 0,15 euroon osakkeelta 2018.

2019 kasvu rauhoittuu

Vuonna 2019 odotamme Finnairin kapasiteetin kasvun rauhoittuvan 6,0 %:iin. Liikevaihdon ennustamme kasvavan edelleen hieman kapasiteettia hitaammin 5,0 %:n vauhtia 2799 MEUR:oon pitkälti samojen tekijöiden ajamana kuin 2017 ja 2018. Liiketuloksen ennustamme kasvavan 125 MEUR:oon niin ikään vuosien 2017-2018 tulosajureiden ajamana, mikä vastaa 4,5 %:n liikevoittomarginaalia. Vuoden 2019 EPS-ennustemme on 0,56 euroa osakkeelta, mikä ei sisällä kertaeriä. Yhtiön taloudellinen asema vahvistuu arviomme mukaan edelleen vuonna 2019, vaikka investoinnit jatkuvat, ja arviomme Finnairin nostavan osinkoaan yhä maltillisesti 0,17 euroon osakkeelta.

Tulosennusteet yhtiön kannattavuustavoitteen alapuolella

Ennusteidemme valossa pidämme yhtiön kasvutavoitetta (500 MEUR 2019 mennessä vs. 2016) realistisena, kunhan lippujen hintaeroosio pysyy maltillisena ja yhtiö onnistuu paikkaamaan sitä muilla rintamilla. Tulosennustemme jäävät kannattavuusmarginaalien osalta yhtiön yli 6 %:ssa olevan tavoitetason alapuolelle.

Mielestämme marginaalitavoitteeseen yltäminen vuosina 2017-2019 vaatisi 1) odotuksiamme parempaa yksikkötuottokehitystä 2) odotuksiamme parempaa kysyntää/kasvua (ts. käyttöasteen nousua 82-83 %:iin), 3) öljyn odotuksiamme alempaa hintaa, 4) suotuisaa valuuttakurssikehitystä tai 5) näiden tekijöiden yhdistelmää. Emme pidä näiden tekijöiden tai niiden yhdistelmän toteutumista mahdollisena, mutta yhtiön taloudellisen historian ja toimialadynamiikan haasteiden takia jäämme odottamaan yhtiöltä lisänäyttöjä kannattavuus-parannuksen jatkumisesta ennen kuin olemme valmiita nostamaan ennusteitamme lähelle tavoitetasoa.

Pitkän tähtäimen ennusteet noudattelevat toimialan isoa kuvaa

Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan vuosina 2020-2025 noin 2,5-4,5 % vuodessa ja vuosina 2024-lentoliikennettä ja yhtiön Aasian strategiaa tukevien ajurien ansiosta, kun taas terminaali-kasvuodotuksemme on 2,0 %. Toiminnallisen liiketulosmarginaalin ennustamme olevan toimialan rakenteelliset haasteet huomioiden matalalla 3,0-4,0 %:n tasolla. Odotamme yhtiöltä lisänäyttöjä kannattavuuden noususta ennen kuin olemme valmiita nostamaan pitkän aikavälin ennusteitamme ylemmäs.

Pitkän aikavälin ennusteisiin liittyvä epävarmuus on erittäin korkea toimialan luonne huomioiden. Pitkän tähtäimen ennusteiden rooli on lähinnä tukea lyhyen aikavälin ennusteita ja muodostaa runko osakkeen arvonmäärityksen apukomponenttina käyttämäämme DCF-laskemaan. Myös markkinat katsovat Finnairissa arviomme mukaan lyhyen ja keskipitkän ajan kehityssuuntaan samoista syistä.

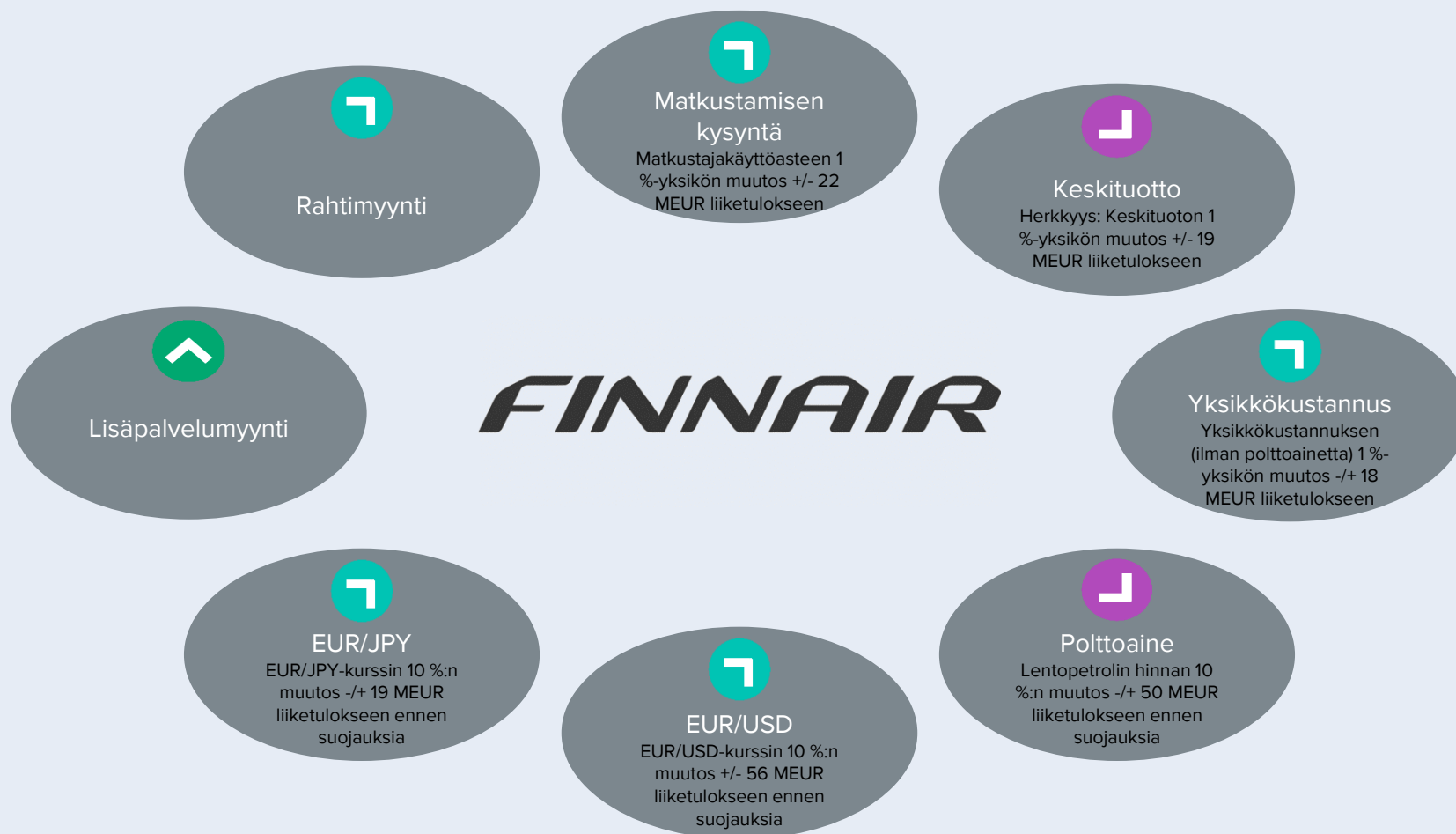
Ennusteet

Liikevaihdon rakenne	2015	Q1'16e	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Lipputuotot	1766	404	458	516	438	1816	412	489	555	470	1927	2089	2186
Lisäpalvelut	103	30	30	34	32	126	35	36	40	37	147	166	183
Rahti	184	40	43	46	46	191	45	48	52	52	197	219	234
Matkapalvelut	178	59	34	42	52	188	60	35	43	53	191	193	196
Yhteensä	2255	536	570	641	570	2317	552	608	689	612	2462	2667	2799

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2255	536	570	641	570	2317	554	607	689	612	2462	2667	2799
<i>Finnair</i>	2255	536	570	641	570	2317	554	607	689	612	2462	2667	2799
Käyttökate	229,8	5,3	26,4	141,2	49,2	222,0	18,7	99,3	107,9	47,1	273,0	245,3	263,9
Poistot ja arvonalennukset	-108,1	-22,9	-26,2	-25,7	-31,0	-105,8	-31,0	-32,0	-33,0	-33,0	-129,0	-133,9	-138,8
Vertailukelpoinen liikevoitto	11,5	-15,3	3,1	65,9	1,6	55,3	-12,3	17,3	74,9	14,1	94,0	111,3	125,0
Liikevoitto	121,7	-17,6	0,2	115,5	18,2	116,2	-12,3	67,3	74,9	14,1	144,0	111,3	125,0
<i>Finnair</i>	23,8	-15,3	3,1	65,6	1,7	55,2	-12,3	17,3	74,9	14,1	94,0	111,3	125,0
<i>Käypien arvojen muutokset</i>	-12,3	4,4	-0,1	7,4	20,3	32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Kertaluonteiset erät</i>	110,2	-6,7	-2,9	42,3	-3,7	29,0	0,0	50,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-8,3	-1,1	-1,5	-5,6	-2,3	-10,5	-3,7	-3,7	-4,7	-4,7	-16,7	-19,3	-20,0
Tulos ennen veroja	113,4	-18,7	-1,3	109,9	15,9	105,8	-16,0	63,7	70,2	9,4	127,3	92,0	105,1
Verot	-23,6	3,7	0,2	-22,3	-2,2	-20,6	3,2	-12,7	-14,1	-1,9	-25,5	-18,4	-21,0
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	-15,9	47,8	53,0	4,4	89,3	61,0	71,4
EPS (toiminnallinen)	-0,23	-0,14	-0,02	0,35	-0,04	0,14	-0,12	0,06	0,41	0,03	0,38	0,48	0,56
EPS (raportoitu)	0,63	-0,15	-0,05	0,65	0,08	0,53	-0,12	0,37	0,41	0,03	0,70	0,48	0,56

Ennusteparametrit	2015	Q1'16e	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Tarjottujen hlökilometrien kasvu (%)	3,1 %	5,3 %	8,9 %	8,4 %	3,5 %	6,5 %	0,1 %	8,0 %	11,0 %	12,0 %	7,9 %	10,0 %	6,0 %
Matkustajamäärä (Mkpl)	10,3	2,5	2,8	3,0	2,6	10,9	2,6	2,9	3,2	2,8	11,6	12,4	12,9
Yksikkötuotto (RASK snt/km)	7,08	6,61	6,69	7,05	6,95	6,83	6,87	6,61	6,83	6,67	6,74	6,64	6,58
Yksikkökustannus (CASK, snt/km)	7,01	6,80	6,66	6,33	6,94	6,67	7,04	6,42	6,09	6,52	6,49	6,37	6,29
Matkustajakäyttöaste (%)	80,4 %	78,8 %	77,4 %	84,3 %	78,3 %	79,8 %	80,3 %	78,0 %	84,3 %	78,0 %	80,1 %	80,3 %	80,5 %
Brent-öljyn spot hinta (USD/bbl)	56	34	46	46	49	44	54	54	55	56	55	59	61
EUR/USD-valuuttakurssi (spot)	1,11	1,10	1,13	1,12	1,08	1,12	1,06	1,07	1,09	1,11	1,08	1,10	1,14
Lisäpalvelumyynti per matkustaja (€)	10,0	11,9	10,9	11,3	12,2	11,5	13,5	12,1	12,3	13,0	12,7	13,4	14,2

Finnairin tulosajurit ja niiden näkymät



Arvonmääritys ja suositus

Hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat ainakin toistaiseksi matalia

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

Tulospohjaisista kertoimista Finnairille sopii mielestämme etenkin kaikki rivit (ml. Hybridilainan korko) huomioiva P/E. Lisäksi Finnairille sopivat yhtiön suhteellisen vahvan taseen paremmin huomioivat yritysarvoon (EV) pohjautuvat kertoimet. EV-kertoimia käytettäessä suosimme lentoyhtiölle tyypillistä vertailukelpoisesta tuloksesta laskettua EV (oik.) /EBITDAR-kerrointa, jossa EV on oikaistu taseen ulkopuolisilla lease-vastuilla ja se on suhteutettu käyttökatteeseen ennen lentokoneisiin liittyviä kustannuksia (ts. poistoja ja lease-maksuja). Lisäksi EV:ssä hybridilainaa pitäisi mielestämme oikaista korolliseksi velaksi, mutta varsinkin suhteellista arvostustasoa mitattaessa jätämme oikaisun tekemättä, sillä vastaava oikaistu pitäisi tehdä myös verrokkiryhmään vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi (monilla

lentoyhtiöllä on taseessa hybridi-rahoitusta). Myös perinteiset EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet ovat siis mielestämme käyttökelpoisia, mutta hyväksyttävät tasot ovat selvästi keskimääristä alhaisempia etenkin, jos EV:tä ei oikaista taseen ulkopuolisista lease-vastuista (ja hybridilainasta).

Yhtiölle hyväksyttävä arvostus on P/E-luvulla mitattuna noin 8x-11x, kun taas EV(oik.)/EBITDAR(oik.) -kertoimella mitattuna pidämme yhtiölle historiallisesti hyväksyttyä tasoa 4,0x-4,5x järkevänä myös tulevaisuuden kannalta. Nämä tasot ovat suhteessa muiden toimialojen pörssiyhtiöihin matalia taso, mikä heijastelee etenkin toimialan historiallisesti vaikeaa liiketoimintadynamiikkaa. Tasepohjaisesti Finnair tulisi mielestämme hinnoitella 10-20 %:n alennuksella suhteessa oman pääoman tasearvoon, kunnes yhtiön sijoitetun pääoman tuotto saavuttaa pääoman kustannuksen.

Osake on absoluuttisesti neutraalisti hinnoiteltu

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2017-2019 ovat 12x, 10x ja 9x, kun taas vastaavat EV(oik.)/EBITDAR-kertoimet ovat 4,0x, 3,6x ja 3,4x. Näin ollen arvostus on kuluvan vuoden kertoimilla koholla etenkin P/E-pohjaisesti, mutta ennustettu tulokasvu painaa kertoimia maltillisemmiksi vuosikymmenen loppua kohti. Kuitenkin myös ennustetut kohoavat aikaviiveiden pidentyessä ja mielestämme yhtiön tulospohjainen arvostus on absoluuttisesti mitattuna suhteellisen neutraali vuoden tähtäimellä.

Vastaavasti kuluvan vuoden oikaistu tasepohjainen P/B-luku on 0,8x, mikä sisältää vuoden 2016 lopun oikaistun oman pääoman, yhtiön operatiivisen nettovoiton kuluvalta vuodelta (liittyy epävarmuutta) ja kertaeristä 50 MEUR:n myyntivoiton 8. A350-koneen myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelystä (myös muihin kertaeriin liittyy epävarmuutta). Siten myös Finnairin tasepohjainen arvostus on mielestämme neutraalilla tasolla, kun huomioidaan, että ennusteidemme mukaan Finnair ei vielä tänä vuonna pysty luomaan operatiivisella toiminnallaan arvoa (ts. operatiivinen ROCE-% > WACC-%). Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan 2,6-3,6 %, joten myöskään osinkonäkymät eivät tasaisesta osingon kasvusta huolimatta muuta mielestämme lyhyen ja keskipitkän tähtäimen arvostuskertoimien kokonaiskuvaa.

Finnair on oikeutetusti aliarvostettu suhteessa verrokkiryhmään

Lentosektorilla on globaalisti paljon listattuja yhtiöitä, mutta olemme rajanneet vertailuryhmän Finnairin kanssa kilpaileviin yhtiöihin, mikä antaa mielestämme luotettavamman kuvan arvostuksesta kuin suuremman mutta hajanaisemman vertailuryhmän käyttö. Esimerkiksi tyypillisesti korkeammalle arvostetuista halpalentoyhtiöistä vertailuryhmässä on mukana vain Finnairin kanssa kilpaileva Norwegian, minkä lisäksi olemme sisällyttäneet eurooppalaisista verkkolentoyhtiöistä verrokkiryhmään Lufthansa, IAG:n, SAS:n ja Air France KLM:n. Globaaleista verkkoyhtiöistä verrokkiryhmään kuuluvat Finnairin kanssa Aasian liikenteessä kilpailevat Turkish Airlines, Japan Airlines ja Air China.

Arvonmääritys ja suositus

Arvostusmittareina olemme käyttäneet suhteellisessa vertailussa vuosien 2016 ja 2017 EV/S, EV/EBITDA-, EV/EBIT-, P/E-kertoimia ja osinkotuottoja sekä vuoden 2016 P/B-lukua. Painotamme suhteellisessa arvonmäärityksessä etenkin P/E-lukua ja osinkotuottoa, sillä vertailuryhmäanalyyseissä ei ole oikaistu yhtiöiden taseita taseiden ulkopuolisilla lease-vastuilla. Koneiden erilaiset omistusstrategiat vaikeuttavat myös P/B-luvun käyttöä suhteellisessa arvostuksessa. Finnairin vertailuryhmään nähden heikomman kannattavuuden takia yhtiötä tulisi mielestämme hinnoitella toistaiseksi maltillisella 10-15 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään.

Tällä hetkellä Finnair on arvostettu P/E-luvulla mitattuna selkeästi verrokkiryhmän yläpuolelle, kun taas EV-pohjaisesti yhtiö on vielä selvemmin aliarvostettu. Osinkotuotto on linjassa verrokkiryhmän kanssa. Kokonaisuutena Finnair on suhteellisesti mielestämme melko neutraalisti hinnoiteltu, kun huomioidaan, että lievä aliarvostus suhteessa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltu yhtiön vertailuryhmää heikomman kannattavuuden ja vaisun track-recordin sekä suhteessa suuren hybridilainan takia. Näin ollen myöskin suhteellinen arvostus tukee absoluuttisten kertoimien indikoimaa suhteellisen neutraalia hinnoittelua vuoden tähtäimellä.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtamallin mukainen Finnair osakkeen arvo on 6,89 euroa osakkeelta, mikä indikoisi selvää nousuvaraa nykykurssiin nähden. Toimialan etumaksupainotteisesta logiikasta

tukea saava DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on 2,0-4,0 %:n haarukassa ja liikevoittomarginaali 3-4 %:n tasolla. Pitkän aikavälin odotukset ovat siis verrattain maltilliset, mutta annamme DCF-arvostukselle Finnairin arvonmäärityksessä silti verrattain pienen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille. Mallissa terminaalin painoarvo on 52 %, joten melko suuri osa DCF-mallin indikoimasta osakkeen arvosta nojaa kaukaiseen tulevaisuuteen.

Rahavirtamallissa pääoman kustannus on 8,1 %, mikä heijastelee mielestämme Finnairin pääoman kustannusta rahoitusmarkkinoiden normaalissa tilanteessa yhtiön toimialalle melko konservatiivisella taserakenteella. Oman pääoman kustannus on 9,1 %. Riskitön korko on 3,0 %, velkarahoituksen kustannus 5,0 % markkinariskipreemio 4,75 % ja beta korkeahko 1,3.

Tavoitehinta ja suositus

Tarkistamme Finnairin tavoitehintamme 4,60 euroon (aik. 4,35 euroa) ja toistamme vähennäsuosituksemme. Mielestämme osake on vuoden tähtäimellä hinnoiteltu melko oikein ja jääme siten odottamaan parempien ostopaikkojen avautumista. Kurssinousu vaatisikin mielestämme odotuksiamme voimakkaampaa kannattavaa kasvua. Esimerkiksi Finnairin yli 6 %:n oikaistulla liikevoittomarginaalilla, jota emme pidä siis kohtuuttoman kovana tavoitteena vuosikymmenen loppupuolella, yhtiö tekisi arviomme mukaan yli 0,80 euron

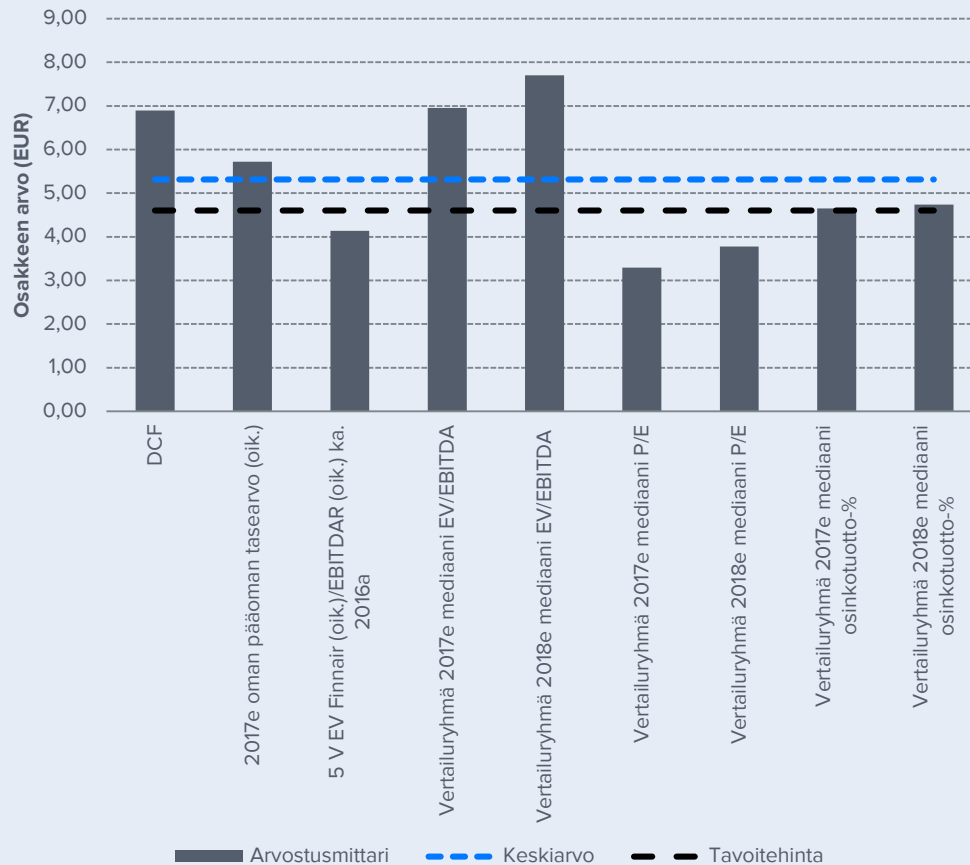
osakekohtaisen tuloksen. Näin ollen osakkeessa on keskipitkällä tähtäimellä selvää potentiaalia suotuisassa skenaariossa. Finnairin heikon historiallisen track-recordin ja vuoden 2016 odotuksiamme hitaamman tuloskasvun takia jääme kuitenkin toistaiseksi odottamaan yhtiöltä lisänäyttöjä tuloskasvun kiihtymisestä

Arvostuskertoimet

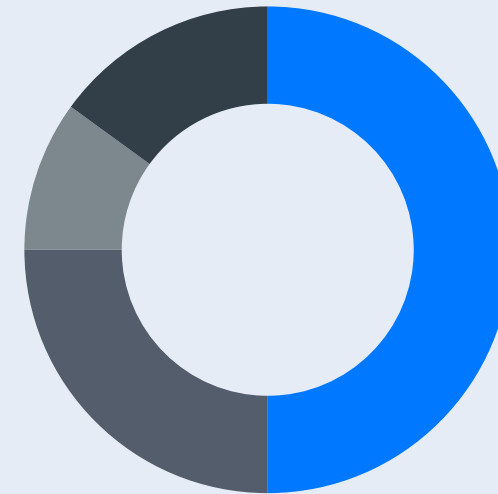
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,38	2,69	2,48	5,42	4,03	4,68	4,68	4,68
Markkina-arvo	305	345	318	694	516	600	600	600
Yritysarvo (EV)	467	486	325	333	437	526	485	429
P/E (toim.)	9,2	11,8	neg.	neg.	28,2	12,2	9,8	8,4
P/E	26,5	28,2	neg.	8,6	7,7	6,7	9,8	8,4
P/Kassavirta	1,6	3,7	6,7	2,8	-1,8	29,2	8,4	6,6
P/B	0,4	0,5	0,6	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,4	2,9	3,3	2,8	2,7	2,4	2,0	1,6
EV/EBIT	7,4	19,6	neg.	28,9	7,9	5,6	4,4	3,4
Osinko/tulos (%)	111,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,0 %	17,2 %	31,5 %	30,5 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,6 %	3,2 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso eri arvonnääritysmetodeilla



Metodien painot ennen vertailuryhmäkertoimien ja oman pääoman tasearvon 15 %:n alennusta



- 2017-2018 vertailuryhmäkertoimet
- 2017e oman pääoman tasearvo (oik.)
- DCF
- 2016 toteutunut tulos

Tavoitehintaa vastaa 14 %:n alennusta suhteessa arvostusmallien keskiarvoon

Vertailuryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Finnair	4,68	598	513	4,2	4,9	2,3	2,4	0,2	0,2	8,7	8,1	2,5	3,1	0,7
IAG	538,25	13300	15707	7,5	7,0	5,0	4,7	0,9	0,8	7,1	6,5	3,9	4,4	2,2
Lufthansa	15,76	7415	11894	8,5	8,4	4,3	4,1	0,5	0,4	6,2	6,4	3,2	3,4	0,9
SAS	14,35	884	1259	4,6	3,3	2,3	1,7	0,1	0,1	11,3	8,1			0,7
Air France-KLM	7,60	2227	6630	12,1	11,3	4,2	4,1	0,4	0,4	5,4	4,6	0,4	0,6	1,3
Turkish Airlines	5,59	1938	9527	170,3	27,6	9,4	7,6	1,1	1,0	13,0	5,0	0,5	0,8	0,4
Norwegian	231,80	921	3250	38,5	31,0	15,1	13,4	1,3	1,3	21,1	9,6			2,1
Japan Airlines	3362,00	10234	8110			4,1	4,0	0,8	0,8	7,4	8,4	3,0	3,4	1,2
Air China	9,41	16653	31327	13,4	15,2	6,7	6,0	1,5	1,4	15,0	13,2	0,9	1,2	1,5
Finnair (Inderes)	4,68	600	526	5,6	4,4	2,4	2,0	0,2	0,2	12,2	9,8	2,6	3,2	0,6
Keskiarvo				32,4	13,6	5,9	5,3	0,8	0,7	10,6	7,8	2,1	2,4	1,2
Mediaani				10,3	9,8	4,3	4,1	0,8	0,8	8,7	8,1	2,5	3,1	1,2
Erotus-% vrt. mediaani				-46 %	-56 %	-45 %	-52 %	-75 %	-78 %	40 %	22 %	1 %	3 %	-48 %

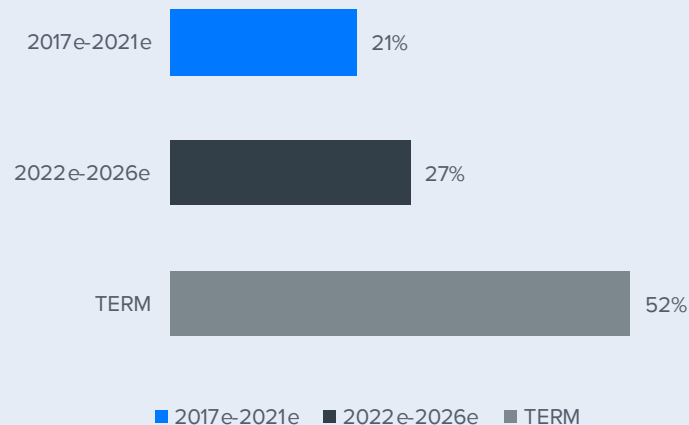
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	116,2	144,0	111,3	125,0	132,0	122,2	117,6	111,3	100,7	103,4	105,4	
+ Kokonaispoistot	105,8	129,0	133,9	138,8	141,9	145,0	175,9	193,7	188,0	189,6	191,0	
- Maksetut verot	21,2	-25,5	-18,2	-20,8	-23,2	-21,3	-18,6	-17,5	-15,8	-16,4	-17,0	
- verot rahoituskuluista	-2,6	-3,8	-4,2	-4,6	-4,0	-4,6	-6,4	-6,3	-6,0	-5,9	-5,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,6	0,2	0,1	0,4	0,8	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	
- Käyttöpääoman muutos	55,5	18,0	20,4	10,8	13,6	17,8	14,9	11,6	10,4	10,7	8,4	
Operatiivinen kassavirta	228,2	261,8	243,4	249,6	261,0	260,5	284,9	294,4	279,0	282,9	283,7	
+ 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	
- Bruttonoinvestoinnit	-475,8	-229,0	-159,0	-146,0	-173,0	-296,0	-203,0	-153,0	-203,0	-203,5	-218,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-271,6	32,8	84,4	103,6	88,0	-35,5	81,9	141,4	76,0	79,4	65,6	
+/- 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	20,3	71,8	91,0	75,4	-48,1	69,3	128,8	63,4	66,8	53,0	879,9
Diskontattu vapaa kassavirta		6,6	62,7	73,5	56,4	-33,2	44,3	76,1	34,6	33,8	24,7	411,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		803,1	783,9	721,2	647,6	591,3	624,5	580,3	504,2	469,6	435,8	411,1
Velaton arvo DCF		803,1										
- Korolliset velat		-717,7										
+ Rahavarat		797,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		882,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,89										

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

Rahavirran jakauma jaksoittain



Lähde: Inderes

Arvostusmatriisit

2017e P/E

		EBIT-%						
		2,0 %	2,5 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %
P/E	5,0	0,58	0,97	1,73	2,12	2,50	2,89	3,27
	6,0	0,70	1,16	2,08	2,54	3,00	3,46	3,93
	7,0	0,81	1,35	2,43	2,97	3,50	4,04	4,58
	8,0	0,93	1,55	2,77	3,39	4,00	4,62	5,23
	9,0	1,05	1,74	3,12	3,81	4,50	5,20	5,89
	10,0	1,16	1,93	3,47	4,24	5,01	5,77	6,54
	11,0	1,28	2,12	3,82	4,66	5,51	6,35	7,20
	12,0	1,40	2,32	4,16	5,08	6,01	6,93	7,85
	13,0	1,51	2,51	4,51	5,51	6,51	7,51	8,50

Liikevaihto, rahoituskulut ja verot 2017 ennusteiden mukaisia

2019e P/E

		EBIT-%						
		3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
P/E	5,0	0,63	1,63	2,02	2,40	2,78	3,17	3,55
	6,0	1,50	1,96	2,42	2,88	3,34	3,80	4,26
	7,0	1,75	2,28	2,82	3,36	3,90	4,44	4,97
	8,0	1,99	2,61	3,22	3,84	4,45	5,07	5,68
	9,0	2,24	2,94	3,63	4,32	5,01	5,70	6,39
	10,0	2,49	3,26	4,03	4,80	5,57	6,34	7,10
	11,0	2,74	3,59	4,43	5,28	6,12	6,97	7,81
	12,0	2,99	3,91	4,84	5,76	6,68	7,60	8,53
	13,0	3,24	4,24	5,24	6,24	7,24	8,24	9,24

Liikevaihto, rahoituskulut ja verot 2019 ennusteiden mukaisia

EBITDAR

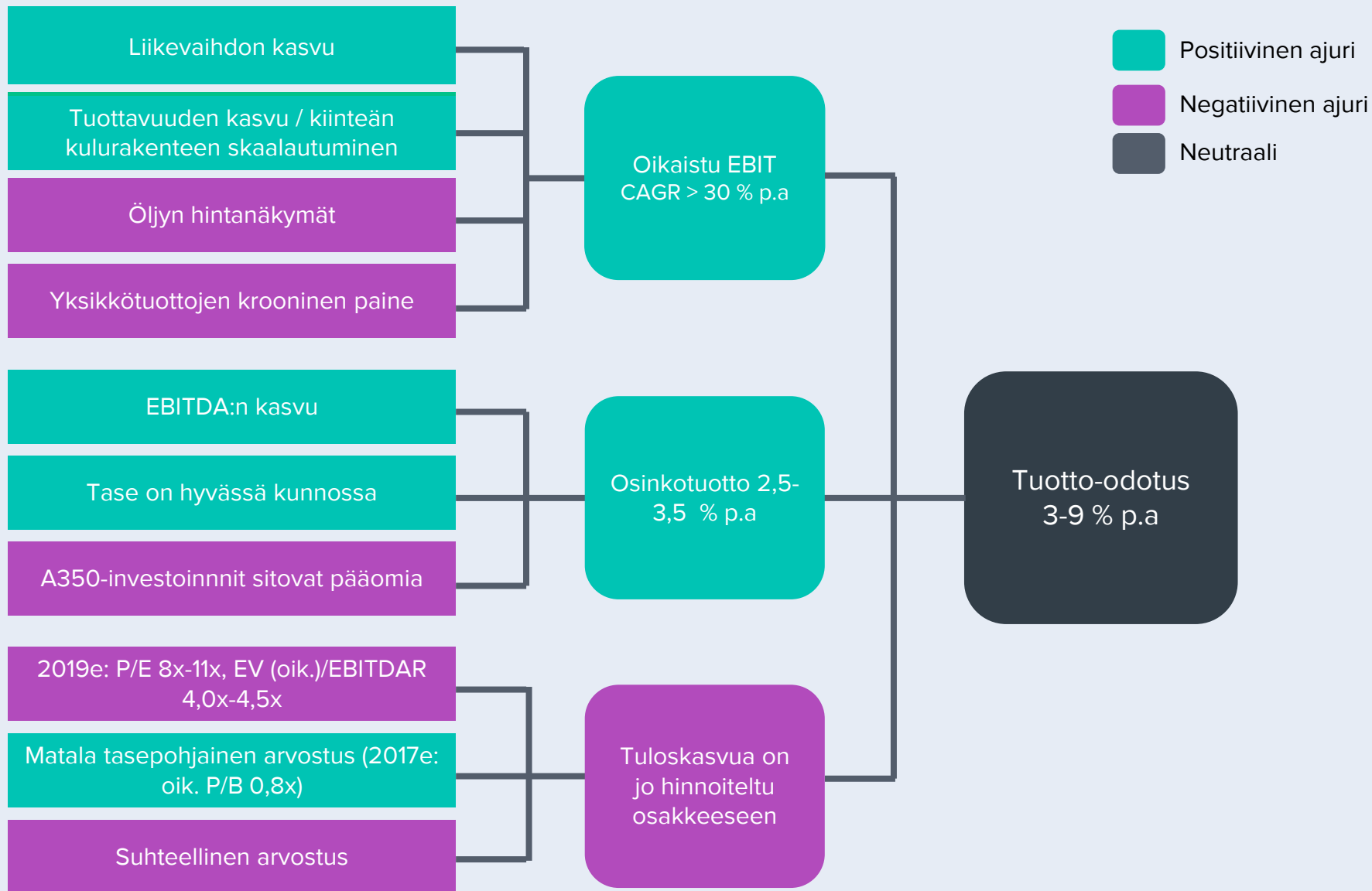
		EBITDAR						
		280	320	340	360	380	400	420
E/EBITDAR	3,20	0,44	1,44	1,94	2,44	2,94	3,44	3,94
	3,40	0,88	1,94	2,47	3,00	3,53	4,06	4,59
	3,60	1,31	2,44	3,00	3,56	4,13	4,69	5,25
	3,80	1,75	2,94	3,53	4,13	4,72	5,31	5,91
	4,00	2,19	3,44	4,06	4,69	5,31	5,94	6,56
	4,20	2,63	3,94	4,59	5,25	5,91	6,56	7,22
	4,40	3,06	4,44	5,13	5,81	6,50	7,19	7,88
	4,60	3,50	4,94	5,66	6,38	7,09	7,81	8,53
	4,80	3,94	5,44	6,19	6,94	7,69	8,44	9,19

Lease-vastuuoikaisu 820 MEUR, korollinen nettovelka 0

2017e P/B

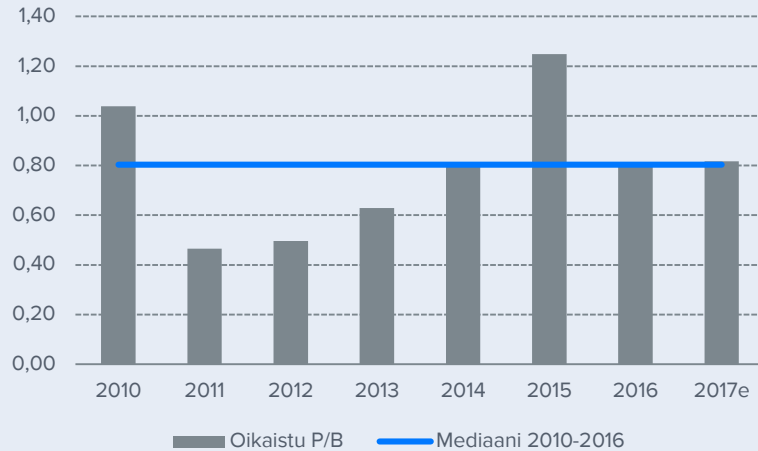
		Oikaistu oma pääoma per osake						
		5,00	5,25	5,50	5,75	6,00	6,25	6,50
P/B (oik)	0,65	3,25	3,41	3,58	3,74	3,90	4,06	4,23
	0,70	3,50	3,68	3,85	4,03	4,20	4,38	4,55
	0,75	3,75	3,94	4,13	4,31	4,50	4,69	4,88
	0,80	4,00	4,20	4,40	4,60	4,80	5,00	5,20
	0,85	4,25	4,46	4,68	4,89	5,10	5,31	5,53
	0,90	4,50	4,73	4,95	5,18	5,40	5,63	5,85
	0,95	4,75	4,99	5,23	5,46	5,70	5,94	6,18
	1,00	5,00	5,25	5,50	5,75	6,00	6,25	6,50
	1,05	5,25	5,51	5,78	6,04	6,30	6,56	6,83

Finnairin arvoajurit 2017e-2019e

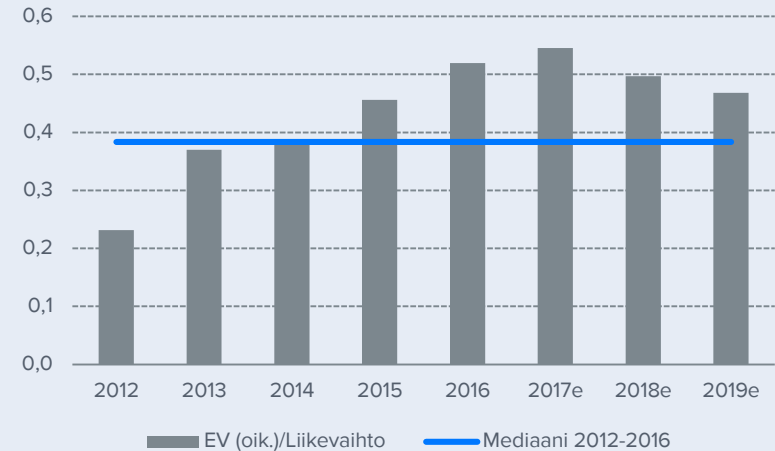


Historiallinen arvostustaso

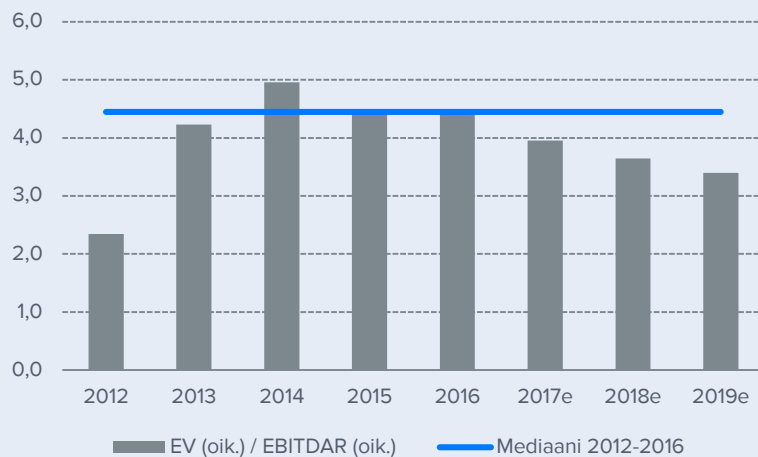
P/B (oik.)



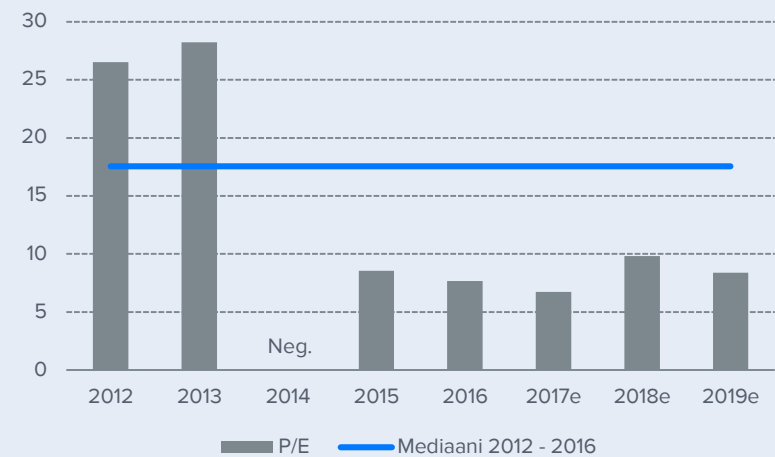
EV(oik.)/Liikevaihto



EV (oik.)/EBITDAR (oik.)



P/E (raportoitu)



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2 284	2 255	2 317	2 462	2 667	2 799
Kulut	-2 223	-2 025	-2 095	-2 189	-2 422	-2 535
EBITDA	62	230	222	273	245	264
Poistot	-134	-108	-106	-129	-134	-139
Liikevoitto	-73	122	116	144	111	125
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-36	110	61	50	0	0
<i>Toiminnallinen</i>	-37	12	55	94	111	125
Rahoituserät	-42	-36	-46	-56	-55	-51
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-3	0	0	0	0	0
Voitto ennen veroja	-99	113	106	127	92	105
Muut erät	-10	-8	-18	-13	-13	-13
Verot	17	-24	-21	-25	-18	-21
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	-93	81	67	89	61	71
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	-57	-29	6	39	61	71
Satunnaiset erät	0	0	0	0	0	0
Tilikauden tulos	-93	81	67	89	61	71
<i>Osakekohtainen tulos</i>	-0,73	0,63	0,53	0,70	0,48	0,56
Osakekohtainen tulos (toiminnallinen)	-0,45	-0,23	0,14	0,38	0,48	0,56

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	964	842	1189	1289	1314	1321
Liikearvo	0	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	18	10	12	15	18	21
Käyttöomaisuus	898	812	1167	1264	1286	1290
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5	3	3	3	3	3
Muut sijoitukset	9	9	7	7	7	7
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	34	9	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	921	1209	1340	1247	1276	1273
Varastot	15	12	15	15	16	17
Muut lyhytaikaiset varat	286	280	316	316	316	316
Myyntisaamiset	194	209	212	227	251	269
Likvidit varat	426	708	797	689	693	672
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2536	2590	2594

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Oma pääoma	514	727	857	933	979	1031
Osakepääoma	75	75	75	75	75	75
Kertyneet voittovarot	-9	0	67	144	189	242
Omat osakkeet	0	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-87	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	534	652	714	714	714	714
Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	437	347	750	564	538	484
Laskennalliset verovelat	0	0	33	33	33	33
Varaukset	52	56	63	63	63	63
Lainat rahoituslaitoksilta	338	271	617	431	405	351
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	47	20	37	37	37	37
Lyhytaikaiset velat	934	976	921	1038	1073	1079
Lainat rahoituslaitoksilta	90	75	100	185	174	150
Lyhytaikaiset korottomat velat	645	591	519	552	597	627
Muut lyhytaikaiset velat	199	310	302	302	302	302
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2536	2590	2594

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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kuukauden tavoitehintaan:

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

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 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 laatieneen 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/>

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.10.2015	Lisää	3,50 €	3,20 €
2.11.2015	Lisää	4,00 €	3,75 €
11.12.2015	Vähennä	5,00 €	4,87 €
11.2.2016	Lisää	5,15 €	4,75 €
12.4.2016	Lisää	5,70 €	5,32 €
13.5.2016	Vähennä	5,50 €	5,30 €
26.5.2016	Lisää	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 €
14.1.2017	Vähennä	4,35 €	4,19 €
16.2.2017	Vähennä	4,35 €	4,29 €
13.4.2017	Vähennä	4,60 €	4,68 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**