

Tuloskasvu on vaarassa hyytyä H2:lla

Laskemme tekemiämme negatiivisia ennustemuutoksia heijastellen Finnairin tavoitehintamme 9,20 euroon (aik. 10,25 euroa) ja toistamme melko neutraalin arvostuksen takia osakkeen vähennä-suosituksemme ennen Q2-raporttia.

Arvostus ja epävarmentuneet näkymät eivät puolla ostoja ennen Q2-raporttia

Finnair julkistaa Q2:n tuloksensa tiistaina kello 9:00. Liikennedatan perusteella Q2 sujui Finnairilta hieman odotuksiamme heikommin, vaikka yhtiön vahva kasvu jatkuu. Liikennedatan, polttoaineen hintaennusteiden nousun ja valuuttakurssi-liikkeiden takia olemme tarkastaneet Finnairin Q2:n, H2:n ja lähivuosien tulos-ennusteitamme oikaistun liikevoiton tasolla alaspäin 7-12 % ennen Q2-raporttia. Ennustemuutoksien jälkeen Finnair on yhä preemiohinoiteltu suhteessa pääverrokkeihin etenkin parhaan vertailukelpoisuuden P/E-luvulla, kun taas absoluuttisesti arvostus on melko neutraali (2018e: oik. P/E 10x, oik. P/B 1,4x, EV(oik.)/EBITDAR 4,4x). Siten arvostus ei mielestämme vielä houkuttele positiiviselle puolelle ennen yhtiön viime aikoina epävarmimmiksi muuttuneita loppuvuoden tulosnäkyviä avaavaa Q2-raporttia osakekurssin viime aikojen laskusta huolimatta.

Odotamme yhtiöltä vielä tuloskasvua Q2:lla

Julkistetun liikennedatan perusteella Finnairin liikevaihto kasvoi noin 13 % 715 MEUR:oon, Q2:lla. Liikevaihdon kasvua ajaa etenkin matkustajakapasiteetin 18 %:n ja myydyin volyymin 16 %:n kasvu. Yksikkötuotto laski Q2:lla reilut 4 %. Laskun taustalla on arviomme mukaan tuotemix (reittipituuden kasvu), matkustajakäyttöasteen reilun prosenttiyksikön lasku, valuutat ja lippujen lievä hintapaine. Rahdin, lisäpalveluiden ja Aurinkomatkojen kasvun arvioimme vaikuttaneen yksikkötuottoihin jokseenkin neutraalisti Q2:lla. Oikaistua liiketulosta ennustamme Finnairin tehneen Q2:lla 43 MEUR, mikä on melko selvästi konsensusennusteiden alapuolella (konsensusennusteet ei ole juuri päivitetty Q1-raportin jälkeen). Tulosta tukee kiinteiden kulujen skaalautuminen selvästi korkeammalle liikevaihtotasolle ja EUR/USD-kurssin lievä vahvistuminen, mutta suojatun polttoaineen hinnan nousun ja matkustajakäyttöasteen painumisen takia tulosparannus on jäänyt Q2:lla arviomme mukaan selvästi viime kvartaaleja hitaammaksi.

Q2-raportissa annettava ohjeistus avaa H2:sta, mutta tuloskasvu voi olla haastavaa

Finnair on ohjeistanut kuluvalle vuodelle, että yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna noin 15 %, matkustajamäärä jokseenkin samaan tahtiin kuin kapasiteetti ja liikevaihto hieman kapasiteettia hitaammin. Tämän ohjeistuksen yhtiö arvioimme mukaan toistaa. Lisäksi Finnair antaa Q2-raportissa tulosohjeistuksen koko vuodelle 2018, mikä on raportissa keskeisin mielenkiinnon kohde. Arvioimme yhtiön ohjeistavan H1:n tulosparannuksen turvin kuluvalle vuodelle jokseenkin vuoden 2017 tasolle olevaa tai hieman viime vuotta parempaa oikaistua liikevoittoa (2018: oikaistu liikevoitto 170 MEUR). Ennustamme kuitenkin ripeästi viimeisen vuoden aikana kohonneen polttoaineen hinnan ja EUR/USD-valuuttakurssin viime viikkojen lievän heikentymisen hydyttävän kuitenkin Finnairin tuloskasvun lähikvartaaleilla, vaikka arvioimmekin yksikkötuottojen paineen hellittävän H2:lla kapasiteetin kasvun rauhoittuessa. Reutersin konsensus on selvästi omia tämänhetkisiä odotuksiamme korkeammalla, mutta tuore data luo arviomme mukaan painetta myös konsensusennusteisiin. Viime viikkojen kurssilaskun jäljiltä odottamamme ohjeistus saattaisi riittää tällä hetkellä myös markkinoille, kun taas positiivinen kurssireaktio vaatisi selkeää tuloskasvuohjeistusta.

Analyytikko

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



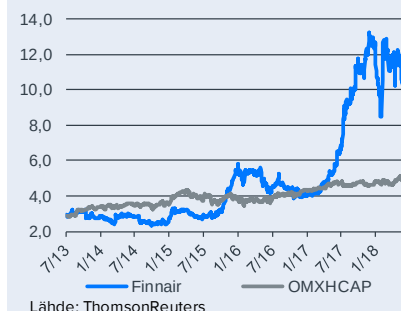
Suositus Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 9,20 EUR

Edellinen: 10,25



Ei-lisen päätös 8,78 EUR

12 kk vaihteluväli 6,46-13,52 EUR

Potentiaali 4,8 %

Ohjeistus

Finnair arvioi, että sen kapasiteetti kasvaa viime vuodesta noin 15 %, matkustajavolyymi jokseenkin yhdenmukaisesti kapasiteetin kasvun kanssa ja liikevaihto hieman kapasiteettia hitaammin.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	2 317	116	5,0 %	106	0,53	0,10	0,2	2,7	7,9	28,2	2,5 %
2017	2 568	225	8,8 %	211	1,22	0,30	0,5	4,6	8,1	14,1	2,3 %
2018e	2 843	180	6,3 %	163	0,92	0,33	0,3	2,9	5,2	9,7	3,8 %
2019e	3 011	172	5,7 %	155	0,87	0,36	0,3	2,9	5,7	10,1	4,1 %
2020e	3 142	178	5,7 %	161	0,91	0,39	0,3	2,4	4,9	9,7	4,4 %
Markkina-arvo, MEUR			1125	OPO / osake 2018e, EUR			8,55	CAGR EPS, 2017-2020, %			-10 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-197	P/B 2018e			1,0	CAGR kasvu, 2017-2020, %			7 %
Yritysarvo (EV), MEUR			928	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-17,9 %	ROE 2018e, %			11,2 %
Taseen koko 2018e, MEUR			3106	Omavaraisuusaste 2018e, %			35,3 %	ROCE 2018e, %			10,0 %

Laskimme ennusteitamme viime aikojen datan pohjalta

Olemme tarkastaneet ennusteitamme alemmas ennen Q2-raporttia

Finnair kertoi kesäkuun liikenne raportissa (julkaistu 10.7.2018), että yhtiön alustava yksikkötuotto tarjottua henkilökilometriä kohti laski Q2:llä 4,2 % vertailukauteen nähden 6,67 senttiin. Tämä oli yksikkötuoton ripein laskuvauhti lähes kahteen vuoteen ja laskuvauhti kiihtyi myös Q4'17:sta ja Q1'18:sta nähden, vaikka kapasiteetin kasvuvauhti ei enää Q2:lla noussutkaan. Yksikkötuoton laskun taustalla on arviomme mukaan matkustajakäyttöasteen lasku, hinnoittelu, valuuttakurssit ja kapasiteetin kasvun rakenne (ts. alhaisemman yksikkötuoton ja -kustannuksen pitkien reittien liikenteen suhteellisen osuuden lievä kasvu). Viime kuukausien liikenne raporttien perusteella Finnairin Q2:n liikevaihto kasvoi Q2:lla 12,8 % 715 MEUR:oon, mikä alitti meidän ja Reutersin konsensuksen ennusteet (Q2'18e liikevaihto: Inderes 723 MEUR vs. konsensus 725 MEUR) reilulla prosentilla. Laskimme Q2:n liikevaihtoennusteemme toteuman tasolle ja odotuksiamme hieman alempi Q2-liikevaihto heijastui negatiivisesti tulosen nusteisiimme. Lisäksi Q2:n aikana Brent-öljyn spot-hinta jatkoi nousuaan ja EUR/USD-kurssi on heikentynyt hieman, mikä loi niin ikään laskupaineita Q2-ennusteisiin, vaikka suojausten takia muutosten vaikutus Q2-ennusteesiin olikin rajallinen. Finnairin Q2:n oikaistun liikevaihtolaskun ennusteemme laski siten noin 12 % 43 MEUR:oon. Olimme ennen tulosta Q2-ennusteissamme selvästi konsensuksen alapuolella ja arviomme myös markkinoiden tulosen nusteiden olevan paineessa ennen yhtiön Q2-raporttia.

Teimme negatiivisia ennustemuutoksia myös H2:lle ja lähivuosille, sillä polttoainekuluennusteemme pohjana olleet Reutersin konsensuksen lähivuosien Brent-öljyn hintaennusteet (konsensus) ovat olleet Q2:n aikana noususuunnassa jo aiemmin nousseita spot-hintoja heijastellen. H2:n osalta polttoainekulujen ennusteemme perustuvat Brent-öljyn hintoihin 74-75 USD/bbl, kun taas lähivuosina perusskenaariossa polttoainekulut laskevat hieman (2019e-2020e: Brent-öljyn hinta noin 70 USD/bbl vrt. spot 74 USD/bbl). Lisäksi EUR/USD-kurssin vahvistuminen on viime aikoina loppunut ja valuuttaparin kurssi on jopa heikentynyt hieman mutta tarkastukset valuuttaennusteisiin olivat pieniä (ts. odotamme myös yhä euron vahvistuvan hieman lähivartaaaleina ja vuosina). Muille kuluriveille teimme marginaalisia säätöjä. Toisaalta nostimme hieman liikevaihtoennusteitamme, sillä Finnairin ja koko lentosektorin on arviomme mukaan reagoitava hinnoittelulla kustannusinflaation paluuseen (etenkin polttoaine). Odotamme siten Finnairin yksikkötuottojen paineen rauhoittuvan lähivartaaaleilla, mitä tukee myös kapasiteetin kasvuvauhdin hidastuminen H2:lla. Kireän kilpailun takia hinnoittelussa onnistumiseen ja yksikkötuottokehitykseen liittyy kuitenkin merkittävä epävarmuutta, vaikka Finnairin kaikkien tuotteiden kysyntä on edelleen suotuisaa taloustilannetta heijastellen vahvaa. Tämä voi aiheuttaa edelleen hermostuneisuutta myös osakemarkkinoille lähiaikoina, sillä näillä näkymin edessä olevan ripeän polttoainekulujen nousun kompensoimisessa juuri liikevaihtoon kehitys näyttelee avainroolia.

Arvioimme ohjeistuksen indikoivan loppuvuotta kohti hyötyvää tuloskasvunäkymää

Finnair on ohjeistanut kuluvalle vuodelle, että yhtiön kapasiteetti kasvaa tänä vuonna noin 15 % (H1'18: 18,4 %), matkustajamäärä jokseenkin samaan tahtiin (H1'18: 14,8 %) kuin kapasiteetti ja liikevaihto hieman kapasiteettia hitaammin (H1'18: 13,7 %). Tämän ohjeistuksen yhtiö arvioimme mukaan toistaa, vaikka arviomme mukaan matkustajamäärän ja liikevaihtoon kasvu on mieluummin yhtiön ohjeistushaarukan alareunan tienoilla H1:n jälkeen. Erojen kuominen umpeen ei ole ainakaan Q3:lla helppoa haastavien vertailulukujen takia. Finnairin kuluvalle vuoden liikevaihtoon ennustamme olevan 2843 MEUR, mikä vastaa 10,7 %:n kasvua.

Finnair antaa Q2-raportissa myös tulosohjeistuksen koko vuodelle 2018, mikä on raportissa keskeisin mielenkiinnon kohde. Vuoden 2018 oikaistun liikevoiton ennusteemme on tuoreiden päivitysten jälkeen 178 MEUR (laski noin 7 %), joten arvioimme yhtiön ohjeistavan H1:n tulospäivityksen turvin kuluvalle vuodelle jokseenkin vuoden 2017 tasolle olevaa tai hieman viime vuotta parempaa oikaistua liikevoittoa (2018: oikaistu liikevoitto 170 MEUR). Reutersin konsensus on selvästi omia tämänhetkisiä odotuksiamme korkeammalla reilussa 190 MEUR:ssa, mutta tuore data luo arviomme mukaan painetta myös konsensusennusteisiin, ellei yhtiön Q2-numerot ja ohjeistus onnistu aiheuttamaan positiivista yllätystä. Viime viikkojen kurssilaskun jäljiltä odottamamme ohjeistus saattaisi riittää tällä hetkellä myös markkinoille, kun taas positiivinen kurssireaktio vaatisi todennäköisesti selkeää tuloskasvuohjeistusta kuluvalle vuodelle.

Lähivuosien ennusteitamme laskimme niin ikään mainituista syistä 7-9 %:n oikaistun liikevoiton tasolla. Odotamme Finnairin oikaistun liikevoiton pysyvän vuosina 2019-2021 melko vakaana noin 170-190 MEUR:n tasolla, kun hyvässä vauhdissa pysyvän kasvun hyödyt hukkuvat osin kustannusinflaation (etenkin polttoaineen suojattu hinta ja muut muuttuvat kulut) alle. Lähivuosien ennusteemme vastaavat hieman vajaan 6 %:n liikevoittomarginaalia, mikä on hieman Finnairin vuoden 2017 toteuman ja yhtiön tämänhetkisen tavoitetaso alapuolella, mutta toisaalta korkea suhteessa yhtiön pidemmän ajan track-recordiin. Arvioimme yhtiön nostavan tavoitetasoaan lähiaikoina strategiapäivityksessä (julkaistaan todennäköisesti uuden toimitusjohtajan valinnan jälkeen H2:lla) hieman, mutta kannattavuuden parantaminen vaatisi mielestämme arviomme mukaan silti yksikkötuottojen kääntämistä nousu-uralle ja/tai polttoaineen hinnan laskua ja/tai odotuksiamme ripeämpää liikevaihtoon kasvua. Negatiivisia riskejä ennusteidemme kannalta ovat vastaavasti syklinen käänne, kilpailun kiristyminen edelleen ja polttoaineen hinnan nousun jatkuminen. Näkyvyys Finnairin liiketoimintaan on kuitenkin kroonisesti lyhyt ja siten merkittävätkin ennustemuutokset lähivuosille ovat mahdollisia. Arvioimme myös osakemarkkinoiden hinnoittelevan yhtiön valtaosin seuraavan 6-12 kk:n tulokulun ja tuloskasvuvauhdin mukaan kroonisesti heikosta näkyvyydestä johtuen.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2828	2843	1 %	2937	3011	3 %	3040	3142	3 %
Liikevoitto (oikaistu)	193	178	-8 %	186,7	171,8	-8 %	196	178	-9 %
Liikevoitto	193	180	-7 %	186,7	171,8	-8 %	196	178	-9 %
Tulos ennen veroja	175	163	-6 %	171,6	154,8	-10 %	180	161	-11 %
EPS (oikaistu)	0,99	0,91	-9 %	0,97	0,87	-11 %	1,03	0,91	-12 %
Osakekohtainen osinko	0,35	0,33	-6 %	0,40	0,36	-10 %	0,42	0,39	-7 %
Lähde: Inderes									

Emme näe arvostuksessa vielä nousuvaraa

Kertoimet alkavat olla neutraaleja absoluuttisesti

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2018-2019 ovat noin 10x, kun taas oikaistut EV/EBITDAR-kertoimet ovat noin 4,4x ja 4,2x. Jälkimmäisellä mittarilla Finnair on arvostettu lievästi historiallista tasoaan alemmas (2013-2017 mediaani noin 4,9x). P/E-pohjaisesti osakkeen hinnoittelu on taas mielestämme Finnairille hyväksyttävän (mm. 4/2017 julkaistussa laajassa raportissa arvioimamme hyväksytty P/E-haarukka on 9x-11x) tason haarukan puoleen väliin. Näin ollen emme pidä tulospohjaista absoluuttista arvostusta vielä erityisen matalana, vaikka myös osakekurssi on ollut paineessa alkuvuodesta (-30 % YTD). Pitkän tähtäimen potentiaalia painottava Finnairin DCF-malli indikoi sen sijaan osakkeen olevan yhtiön nykytasoon nähden kohtuullisen konservatiivisilla (mutta yhtiön historiaan suhteutettuna haastavilla) oletuksillakin lievästi aliarvostettu, mutta pitkän tähtäimen ennusteisiin liittyvän erittäin korkean riskiprofiilin takia positiivinen suositus vaatisi mielestämme taakseen selkeää tukea DCF-mallin lisäksi myös lyhyen tähtäimen tulostiedoista.

Tasepohjaisesti Finnair on arvostettu lähes huomattavasti pitkän aikavälin tasojen korkeammalle tasolle hybridilainasta oikaistulla P/B-luvulla 1,5x. Yhtiön tulostaso on nyt selvästi paremmalla ja tukevammalla pohjalla kuin koskaan, mutta tasearvostus ei ole mielestämme pääomavaltaiselle yhtiölle absoluuttisesti halpa ja tasearvostuksen nousu vaatisi mielestämme yhtiöltä kestäväää track-recordia omistaja-arvon jatkuvasta luomisesta. Siten osake ei saa tukea tasearvostuksesta tulosenennusteisiin liittyviä kroonisia riskejä vastaan. Lähivuosien osinkotuottojen arvioimme asettuvan melko hyvälle tasolle noin 4 %:iin. Osinko tukee osakkeen tuotto-odotusta, mutta ilman tulostulokasvua tai arvostuskertoimien nousuvaraa kokonaistulostuotto-odotus ei mielestämme nouse positiiviseksi riskien nähden. Näin ollen Finnairin arvostus puoltaa mielestämme lyhyen tähtäimen epävarmuutta osaltaan jossain määrin hälventävän Q2-raportin seuraamista katsomin puolelta.

Suhteellinen arvostus on yhä selkeällä preemiolla

Suhteellisesti Finnairin arvostus on varsinkin parhaan vertailukelpoisuuden antavalla P/E-luvulla (EV-kertoimien vertailukelpoisuutta ilman huomattavia oikaisuja vaikeuttavat yhtiöiden erilaiset koneiden omistusstrategiat ja rahoitusrakenteet) yhä kireä, sillä Finnairin pääverrokkeja eli eurooppalaisia verkkolentoyhtiöitä (esim. IAG, Lufthansa, Air France-KLM) hinnoitellaan markkinoilla P/E-luvuilla 5x-7x. Myös USA:n erittäin hyvin kannattavien (EBIT% yli 10 %) verkkolentoyhtiöiden (Delta, United, American Airlines) P/E-kertoimet ovat vain 7x-9x, mikä kuvaa mielestämme lentosektorin ja etenkin verkkoliiketoimintamallilla operoivien yhtiöiden yleisesti korkeita tuottovaatimuksia ja siten matalia hyväksyttävää arvostuskertoimia. Sektorin arvostuskertoimet ovat olleet myös kroonisesti alhaisia jo pitkään eikä lyhyellä tähtäimellä ole mielestämme näköpiirissä ajureita, jotka toisivat hyväksytyt arvostustasot edes lähemmäksi keskimääräisiä pörssi-yhtiöiden arvostuksia. Laaja lähes kaikista maailmassa listatuista verkkolentoyhtiöistä koostuva verrokkiryhmä on hinnoiteltu P/E-luvuilla 8x-9x. Myös Finnairin vahvan taseen paremmin huomioivilla oikaistuilla EV/EBITDAR-kertoimella yhtiö on hinnoiteltu eurooppalaisiin pääverrokkeihin nähden preemiolla, vaikka tällä mittarilla preemio on selvästi pienempi kuin P/E-pohjaisesti.

Tässä vaiheessa meidän on vaikea perustella Finnairille leveämpää suhteellista preemiota, sillä pääverrokkeja paremman lyhyen ajan kasvunäkymän vastapainona Finnairiin vaikuttaa mielestämme edelleen maantieteellisesti keskittyneempi riskiprofiili, valtion merkittävä omistusosuus sekä vielä lyhyt track-record taloudellisen lisäarvon luonnista. Emme myöskään ole valmiita nojaamaan näkemystämme Finnairista sektorin arvostustason nousuun nykyiseltä matalalta tasolta, sillä arviomme mukaan kustannusinflaation paluu ja kiristynyt kilpailu sekä viime aikoina leimahtaneet yritysjärjestelyspekulaatiot neutraloivat toisensa arvostuskertoimien lyhyen ajan ajureina. Finnairiin M&A-skenarioita ei mielestämme myöskään kannata valtion "lukossa" olevan omistusosuuden takia toistaiseksi rakentaa, kun taas muiden pelureiden konsolidaation voidaan nähdä muodostavan sekä mahdollisuuksia että uhkia Finnairille.

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Finnair	8,78	1142	845	6,5	7,0	3,7	3,8	0,4	0,4	8,6	9,0	3,6	3,8	1,1
IAG	670,80	15490	16515	7,0	6,7	5,1	4,8	0,9	0,9	6,6	6,4	3,8	4,3	1,8
Lufthansa	20,08	9635	11771	5,8	5,1	3,3	2,9	0,4	0,4	4,7	4,5	4,0	4,4	0,9
SAS	16,73	746	828	9,8	9,4	5,8	5,2	0,5	0,4	5,9	5,9	0,9	0,9	0,8
Air France-KLM	7,13	3094	10159	9,1	7,8	2,7	2,6	0,4	0,3	6,0	5,4	1,9	1,5	1,0
Turkish Airlines	13,55	3551	9804	12,1	11,5	5,5	5,4	1,0	1,0	7,2	5,4			0,8
Norwegian	238,90	1159	3446		65,4		19,0	1,2	1,3					3,1
Japan Airlines	3893,00	10427	8207			4,7	4,8	1,0	1,0	10,7	11,1	2,8	2,9	1,3
Air China	7,80	13509	26665	18,4	12,8	7,8	6,6	1,5	1,4	14,7	9,5	1,1	1,9	1,2
Finnair (Inderes)	8,78	1125	928	5,2	5,7	2,9	2,9	0,3	0,3	9,7	10,1	3,8	4,1	1,0
Keskiarvo				9,8	15,7	4,8	6,1	0,8	0,8	8,0	7,2	2,6	2,8	1,3
Mediaani				9,1	8,6	4,9	4,8	0,9	0,9	6,9	6,2	2,8	2,9	1,1
Erotus-% vrt. mediaani				-43 %	-34 %	-41 %	-41 %	-65 %	-62 %	41 %	64 %	34 %	43 %	-2 %

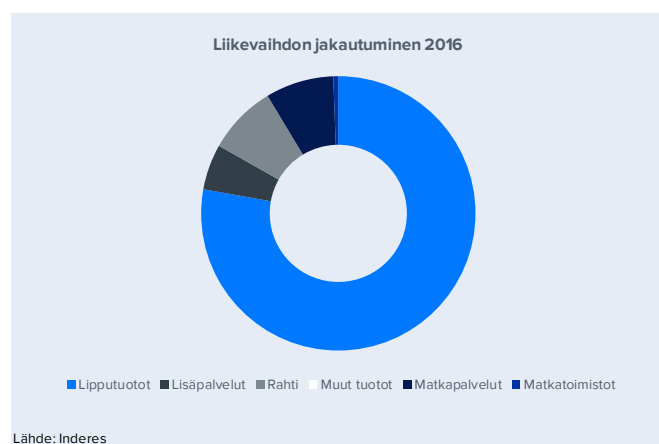
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	2317	554	633	735	645	2568	635	715	803	690	2843	3011	3142
<i>Finnair</i>	2317	554	633	735	645	2568	635	715	803	690	2843	3011	3142
Käyttökate	222,0	19,1	119,5	156,9	58,5	354,0	41,6	78,5	152,3	50,1	322,5	342,1	367,2
Poistot ja arvonalennukset	-105,8	-29,1	-30,4	-34,7	-35,0	-129,2	-35,6	-35,5	-35,5	-35,5	-142,1	-170,2	-189,3
Vertailukelpoinen liikevoitto	55,3	-9,0	37,6	118,9	22,9	170,4	3,9	43,0	116,8	14,6	178,3	171,8	177,9
Liikevoitto	116,2	-10,0	89,1	122,2	23,5	224,8	6,0	43,0	116,8	14,6	180,4	171,8	177,9
<i>Finnair</i>	55,2	-9,0	37,5	119,0	22,9	170,4	3,9	43,0	116,8	14,6	178,3	171,8	177,9
<i>Käypien arvojen muutokset</i>	32,0	3,5	2,6	4,7	0,3	11,1	2,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0
<i>Kertaluonteiset erät</i>	29,0	-4,5	48,9	-1,4	0,3	43,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-10,5	0,0	-5,7	-5,1	-2,9	-13,7	-4,1	-4,3	-4,3	-4,3	-17,0	-17,0	-17,0
Tulos ennen veroja	105,8	-10,0	83,4	117,1	20,6	211,1	2,0	38,7	112,5	10,3	163,5	154,8	160,9
Verot	-20,6	2,0	-16,7	-23,4	-3,6	-41,7	-0,4	-7,7	-22,5	-2,1	-32,7	-31,0	-32,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	67,3	-11,1	63,5	90,5	13,9	156,8	-1,6	27,8	86,9	5,1	118,2	111,3	116,1
EPS (toiminnallinen)	0,14	-0,08	0,17	0,71	0,10	0,91	-0,03	0,22	0,68	0,04	0,91	0,87	0,91
EPS (raportoitu)	0,53	-0,09	0,50	0,71	0,11	1,22	-0,01	0,22	0,68	0,04	0,92	0,87	0,91

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	2,8 %	3,3 %	11,2 %	14,7 %	13,2 %	10,9 %	14,6 %	12,8 %	9,2 %	6,9 %	10,7 %	5,9 %	4,3 %
Toim. liikevoiton kasvu-%	379,4 %	-41,2 %	1119,5 %	81 %	1313,6 %	208,4 %	-143,3 %	14,6 %	-1,8 %	-36,2 %	4,7 %	-3,7 %	3,5 %
Käyttökate-%	9,6 %	3,4 %	18,9 %	21,3 %	9,1 %	13,8 %	6,5 %	11,0 %	19,0 %	7,3 %	11,3 %	11,4 %	11,7 %
Toim. liikevoitto-%	2,4 %	-1,6 %	5,9 %	16,2 %	3,5 %	6,6 %	0,6 %	6,0 %	14,5 %	2,1 %	6,3 %	5,7 %	5,7 %
Nettotulos-%	2,9 %	-2,0 %	10,0 %	12,3 %	2,2 %	6,1 %	-0,3 %	3,9 %	10,8 %	0,7 %	4,2 %	3,7 %	3,7 %

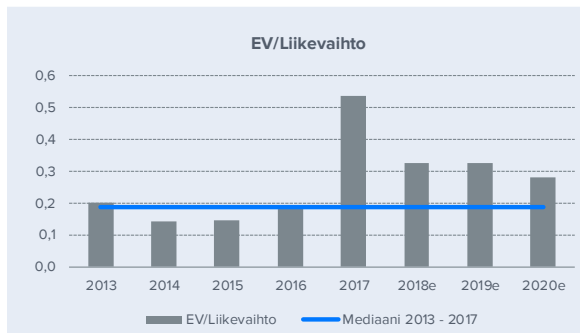
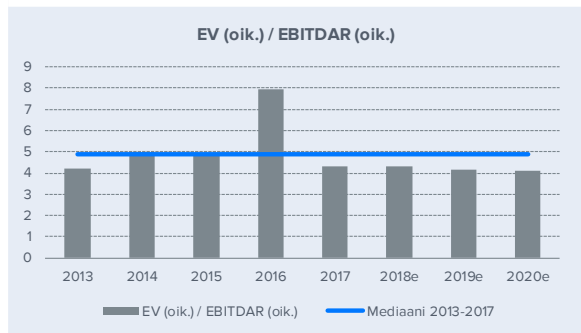
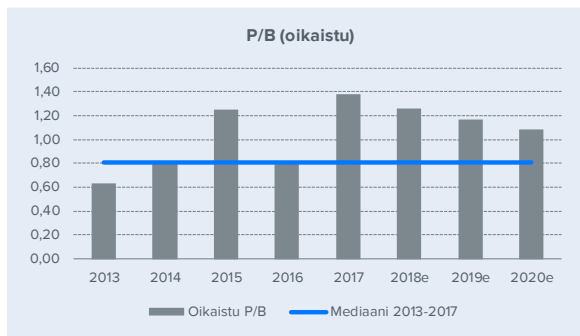
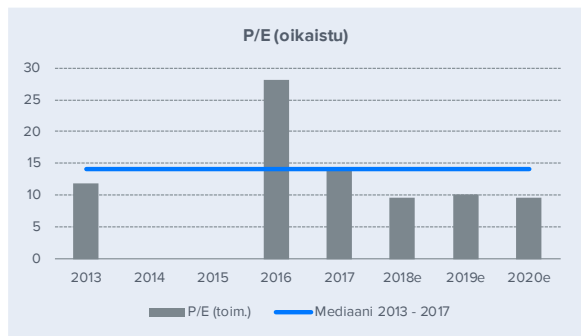
Lähde: Inderes



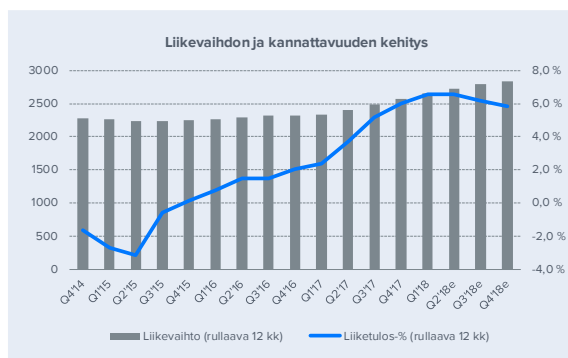
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,69	2,48	5,42	4,03	12,82	8,78	8,78	8,78
Markkina-arvo	345	318	694	516	1643	1125	1125	1125
Yritysarvo (EV)	486	325	333	437	1378	928	977	879
P/E (toim.)	11,8	neg.	neg.	28,2	14,1	9,7	10,1	9,7
P/E	28,2	neg.	8,6	7,7	10,5	9,5	10,1	9,7
P/Kassavirta	3,7	6,7	2,8	-1,8	8,5	-70,0	159	7,1
P/B	0,5	0,6	1,0	0,6	1,6	1,0	1,0	0,9
P/S	0,1	0,1	0,3	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,9	3,3	2,8	2,7	4,6	2,9	2,9	2,4
EV/EBIT	19,6	neg.	28,9	7,9	8,1	5,2	5,7	4,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,0 %	24,5 %	35,8 %	41,5 %	43,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,3 %	3,8 %	4,1 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

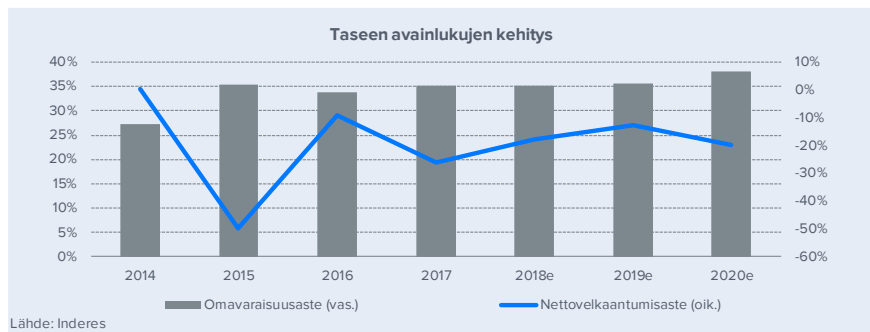


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	842	1189	1446	1618	1750
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	10	12	16	19	22
Käyttöomaisuus	812	1167	1422	1591	1721
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3	3	3	3	3
Muut sijoitukset	9	7	6	6	6
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	9	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	1209	1340	1441	1489	1509
Varastot	12	15	17	17	18
Muut lyhytaikaiset varat	280	316	121	121	121
Myyntisaamiset	209	212	320	355	376
Likvidit varat	708	797	983	995	994
Taseen loppusumma	2050	2529	2887	3106	3260

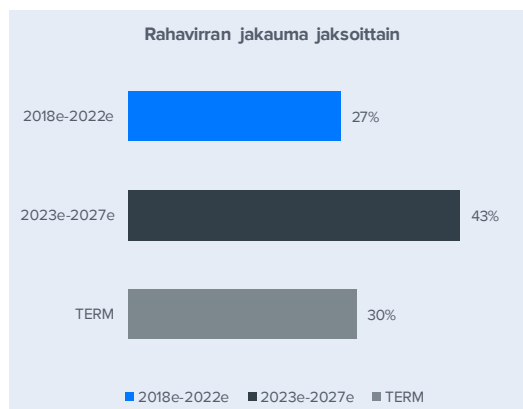
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	727	857	1016	1096	1164
Osakepääoma	75	75	75	75	75
Kertyneet voittovarot	0	67	211	291	360
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	652	714	729	729	729
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	347	750	747	719	753
Laskennalliset verovelat	0	33	74	74	74
Varaukset	56	63	79	79	79
Lainat rahoituslaitoksilta	271	617	586	559	592
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	20	37	8	8	8
Lyhytaikaiset velat	976	921	1125	1291	1343
Lainat rahoituslaitoksilta	75	100	132	240	254
Lyhytaikaiset korottomat velat	591	519	566	626	662
Muut lyhytaikaiset velat	310	302	426	426	426
Taseen loppusumma	2050	2529	2887	3106	3260



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	224,8	180,4	171,8	177,9	188,5	194,1	182,7	170,4	160,1	149,2	152,2	
+ Kokonaispoistot	129,2	142,1	170,2	189,3	187,2	216,9	214,9	201,1	200,9	199,6	198,5	
- Maksetut verot	-0,5	-32,7	-31,0	-32,2	-34,3	-32,6	-30,7	-29,1	-27,5	-25,8	-26,4	
- verot rahoituskuluista	-2,9	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-6,4	-6,0	-5,1	-4,7	-4,3	-4,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	255,9	24,1	15,0	11,6	9,5	8,7	8,9	9,2	7,9	8,1	6,6	
Operatiivinen kassavirta	606,7	310,5	322,7	343,2	347,4	380,8	369,9	346,6	336,9	327,1	326,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-386,1	-314,0	-303,0	-173,0	-296,0	-203,0	-103,0	-203,0	-193,0	-193,0	-288,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	206,8	-3,5	19,7	170,2	51,4	177,8	266,9	143,6	143,9	134,1	38,6	
+/- Muut	-12,6	-12,6	-12,6	-12,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	194,2	-16,1	7,1	157,6	51,4	177,8	266,9	143,6	143,9	134,1	38,6	622,2
Diskontattu vapaa kassavirta	-28,0	6,3	129,3	38,9	124,3	172,3	85,5	79,2	68,1	18,1	291,6	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	998,1	1013,6	1007,3	878,0	839,0	714,7	542,4	456,9	377,7	309,7	291,6	
Velaton arvo DCF	998,1											
- Korolliset velat	-718,6											
+ Rahavarat	983,2											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	-38,4											
Oman pääoman arvo DCF	1224,3											
Oman pääoman arvo DCF per osake	9,55											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riskipremio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	2255	2317	2568	2843	3011
EBITDA	230	222	354	323	342
EBITDA-marginaali (%)	10,2	9,6	13,8	11,3	11,4
EBIT	122	116	225	180	172
Voitto ennen veroja	113	106	211	163	155
Nettovoitto	81	67	157	118	111
Kertaluontoiset erät	110	61	54	2	0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	2050	2529	2887	3106	3260
Oma pääoma	727	857	1016	1096	1164
Liikearvo	0	0	0	0	0
Korolliset velat	346	718	719	799	846

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	230	222	354	323	342
Nettokäyttöpääoman muutos	43	56	256	24	15
Operatiivinen kassavirta	178	228	607	310	323
Vapaa kassavirta	246	-289	194	-16	7

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,63	0,53	1,22	0,92	0,87
EPS toiminnallinen	-0,23	0,14	0,91	0,91	0,87
Operat. kassavirta per osake	1,39	1,78	4,73	2,42	2,52
Tasearvo per osake	5,68	6,69	7,93	8,55	9,09
Osinko per osake	0,00	0,10	0,30	0,33	0,36
Voitonjako, %	0	19	25	36	41
Osinkotuotto, %	0,0	2,5	2,3	3,8	4,1

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	8,6	7,7	10,5	9,5	10,1
P/B	1,0	0,6	1,6	1,0	1,0
P/Liikevaihto	0,3	0,2	0,6	0,4	0,4
P/CF	3,9	2,3	2,7	3,6	3,5
EV/Liikevaihto	0,1	0,2	0,5	0,3	0,3
EV/EBITDA	1,4	2,0	3,9	2,9	2,9
EV/EBIT	2,7	3,8	6,1	5,1	5,7

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

Suositus historia

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 €
2.5.2017	Vähennä	4,75 €	4,79 €
21.7.2017	Vähennä	7,25 €	7,48 €
9.9.2017	Myy	8,50 €	10,00 €
26.10.2017	Myy	9,50 €	11,12 €
19.2.2018	Vähennä	10,25 €	10,58 €
25.4.2018	Vähennä	10,25 €	10,22 €
12.7.2018	Vähennä	9,20 €	8,78 €

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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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