

Arvostus on ainoa ongelma

Finnairin Q3-raportti oli jälleen selvästi odotuksiamme parempi. Teimme jälleen merkittäviä positiivisia ennustemuutoksia odotuksia paremman Q3-tuloksen jälkeen, mitä heijastellen nostamme yhtiön tavoitehintamme 9,50 euroon (aik. 8,50 euroa). Ennustemuutokset eivät kuitenkaan muuta monesta suunnasta kireän arvostuksen kokonaiskuva, minkä takia toistamme osakkeen myy-suosituksemme.

Vahva kasvu skaalautui odotuksia voimakkaammalla vivulla tulokseen

Finnairin liikevaihto kasvoi Q3:lla 14,7 % 735 MEUR:oon, mikä oli aiemmin julkaistun liikennedatan perusteella jo tiedossa. Liikevaihdon vahvaa kasvua tuki kapasiteetin 11 %:n kasvu, mutta erityisen positiivista oli, että hyvän kysynnän (etenkin Aasiassa) myötä erittäin korkea matkustajakapasiteetin käyttöaste (Q3'17: 87 %) nosti yksikkötuottoja 3,3 % Q3:lla. Käyttöasteen nousun lisäksi yksikkötuoton kasvun taustalla oli hyvin pitänyt hinnoittelu sekä lisäpalveluiden, rahdin ja matkapalveluiden vahva kasvu. Finnairin oikaistu liikevoitto kohosi liikevaihdon kehityksen sekä muun muassa suojatun polttoaineen hinnan laskun myötä 3,5 % alentuneiden yksikkökustannusten ansiosta ennätystasolle 118,9 MEUR:oon. Tämä ylitti selvästi myös ennen Q3-tulosta päivitetyn ennusteamme etenkin odotuksiamme pienemmän polttoainelaskun takia. Alemmilla riveillä yhtiö kirjasi pienet positiiviset vertailukelpoisuuteen vaikuttavat positiiviset erät, mutta rahoituskuluissa ja veroissa ei ollut olennaisia yllätyksiä Q3:lla. Näin ollen Finnairin raportoitu EPS oli 0,71 euroa Q3:lla, mikä ylitti niin ikään ennusteamme selkeästi operatiivista parannusta heijastellen.

Ohjeistus näyttää erittäin varovaiselta ja ennusteamme ovat selvästi sen yläpuolella

Finnair toisti kuluvan vuoden ohjeistuksensa. Sen mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa 9 % ja liikevaihto kasvaa suunnilleen kapasiteetin kasvun tahtia. Oikaistun liikevoiton yhtiö arvioi olevan 135-155 MEUR, jos polttoaineen hinta ja valuuttakurssit säilyvät noin nykytasolla eikä markkinaympäristö muutu merkittävästi. Yhdeksän kuukauden jälkeen Finnairilla on kasassa oikaistua liikevoittoa 147,5 MEUR, joten ohjeistus vaikuttaa mielestämme erittäin varovaiselta, Teimme Q4:n ennusteisiimme vain lieviä tarkastuksia ja kuluvan vuoden ennusteamme jäivät selvästi yhtiön ohjeistushaaran yläpuolelle. Myös lähivuosien ennusteitamme nostimme oikaistun liikevoiton tasolla noin 15 %:lla noin 170-180 MEUR:n tasolle vahvan Q3-raportin ja johdon luottavaisten markkinakommenttien jälkeen.

Suhteellista preemiota on vaikea perustella tässä vaiheessa

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2017-2018 ovat noin 12x-13x, kun taas oikaistut EV/EBITDAR-kertoimet ovat noin 5x. Jälkimmäisellä mittarilla Finnair on arvostettu hieman historiallista tasoaan ylemmäs. Finnairin lähes ennätyskorkea oikaistu P/B-luku 1,8x on mielestämme haastava taso pääomavaltaiselle yhtiölle. Myös lähivuosien osinkotuottojen odotamme jäävän 2-3 %:iin, joten tuotto-odotus saa osingosta vain taustatukea. Suhteellisesti Finnairin arvostus on varsinkin parhaan vertailukelpoisuuden P/E-luvulla kireä, sillä eurooppalaisia verkkolentoyhtiöitä (esim. IAG, Lufthansa, Air France-KLM) hinnoitellaan markkinoilla P/E-luvuilla 6x-8x ja myös USA:n erittäin hyvin kannattavien verkkolentoyhtiöiden P/E-kertoimet ovat alle 10x. Myös Finnairin vahvan taseen paremmin huomioivilla EV-kertoimilla Finnair on arvostettu yli pääverrokkien tasojen ja meidän on vaikea löytää preemiohinnoittelulle perusteita. Finnairin tavoitehintamme heijastelee usean arvostusmallin keskiarvoa.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	2 255	122	5,4 %	113	0,63	0,00	0,1	2,8	28,9	-23,9	0,0 %
2016	2 317	116	5,0 %	106	0,53	0,10	0,2	2,7	7,9	28,2	2,5 %
2017e	2 563	227	8,9 %	212	1,22	0,25	0,5	4,5	7,9	12,2	2,2 %
2018e	2 723	176	6,5 %	158	0,89	0,30	0,5	4,0	7,3	12,6	2,7 %
2019e	2 865	177	6,2 %	158	0,89	0,35	0,4	3,7	6,7	12,5	3,1 %
Markkina-arvo, MEUR			1425	OPO / osake 2017e, EUR			7,81	CAGR EPS, 2016-2019, %			19 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-55	P/B 2017e			1,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			7 %
Yritysarvo (EV), MEUR			1370	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-5,5 %	ROE 2017e, %			16,9 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2852	Omavaraisuusaste 2017e, %			35,1 %	ROCE 2017e, %			13,4 %

Analyytikko

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



Suositus

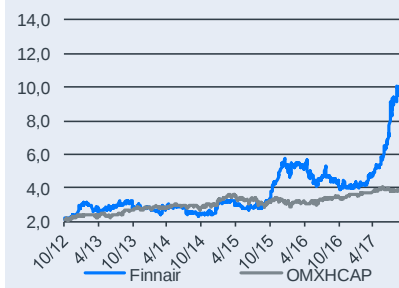
Myy



Edellinen: Myy

Tavoitehintaa 9,50 EUR

Edellinen: 8,50



Ei-lisen päätös 11,12 EUR

12 kk vaihteluväli 3,8-11,95 EUR

Potentiaali -14,6 %

Ohjeistus



Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Yhtiö räjäytti pankin sesonkikvartaalilla

Vahva tulospäätös liikevaihdon kasvun ansiosta

Finnairin liikevaihto kasvoi Q3:lla 15 % 735 MEUR:oon, mikä oli aiemmin julkaistun liikennedatan perusteella jo tiedossa. Liikevaihdon vahvaa kasvua tuki kapasiteetin 11 %:n kasvu, mutta erityisen positiivista oli, että hyvän kysynnän myötä korkea matkustajakapasiteetin käyttöaste (Q3: 87,2 %, +3,0 %-yksikköä y-on-y) nosti yksikkötuottoja 3,3 % Q3:lla.

Eriyksen vahva kysyntätilanne oli Aasiassa, jossa Finnairin lipputuotot kasvoivat yli 25 % Q3:lla, kun taas kapasiteetti kasvoi reilut 15 % (yhtiö voitti markkinaosuutta Aasiassa Q3:lla). Positiivisessa kysyntätilanteesta myös hinnoittelu piti hyvin ja lisäksi yksikkötuoton kasvun taustalla oli lisäpalveluiden (Q3: kasvu 10 %), rahdin (Q3: kasvu 14 %) ja Aurinkomatkojen (Q3: kasvu 16 %) suotuista myyntiä. Suurin tuottokomponentti lipputuotot kasvoivat 16 % ja liikennealueista kaikki ylsivät kaksinumeroiseen kasvuun supistunutta kotimaan liikennettä lukuun ottamatta. Näin ollen liikevaihdon kehitys oli laaja-alaisesti positiivista ja ainoat kauneusvirheet tuottoriveillä olivat kotimaan liikenteen väisty kehitys sekä lisäpalvelumyynnin kasvun hyytyminen matkustajamäärän kasvun tasolle.

Ennätysvahva Q3-tulos syntyi yläreivin kautta

Vertailukelpoinen liiketulos kohosi liikevaihdon vahvan kehityksen ja muun muassa suojatun polttoaineen hinnan myötä 3,5 % laskeneiden yksikkökustannusten ansiosta 118,9

MEUR:oon. Tämä ennätysellisen hyvä kvartaalitulos ylitti lievästi ennen raporttia päivitetyn ennusteen ja hakkasi alkuperäiset odotuksemme selvästi. Kustannuseristä polttoainekulut ja huollot olivat odotuksiamme alemmat, mutta toisaalta henkilöstökulut olivat hieman korkeammat. Merkittäviä yllätyksiä kulurakenteessa ei kuitenkaan ollut ja yli 16 %:iin Q3:lla noussut liikevoittomarginaali todisti kulurakenteen skaalautuvan hyvin kasvun mukana. Onnistuneesta kulujen hallinnasta huolimatta vahva operatiivinen tulospäätös syntyi kuitenkin etenkin liikevaihdon kasvun kautta, mikä korostaa liikevaihdon kriittistä roolia lentosektorin toimialadynamiikassa.

Alemmilla riveillä yhtiö kirjasi reilun 3 MEUR:n vertailukelpoisuuteen vaikuttavat positiiviset erät lähinnä kertakuluihin ja käypiin arvoihin liittyen, kun taas rahoituskuluissa ja veroissa ei ollut olennaisia yllätyksiä. Näin ollen raportoitu EPS oli 0,71 euroa, mikä ylitti niin ikään ennusteen. Rahavirta parani lähinnä vertailukelpoisen tuloksen kasvun ansiosta. Taseen puolella ei ollut yllätyksiä vaan yhtiön taloudellinen asema on pysynyt toimialan dynamiikka huomioiden vahvana (Q3: omavaraisuusaste 35 %, oikaistu nettovelkaantumisaste 69 %). Likvidit varat olivat myös huomattavan korkealla tasolla noin 1 miljardissa eurossa, vaikka lentoyhtiöt tarvitsevatkin tyypillisesti vahvan kassan liiketoiminnan pyörittämiseen.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin Ylin	Inderes
Liikevaihto	641	735	736	722	705 - 736	2563
Liikevoitto (oikaistu)	65,9	118,9	107,3	97,0	92,0 - 108,0	174
Liikevoitto	115,5	122,2	107,3	97,0	92,0 - 108,0	227
EPS	0,66	0,71	0,62	0,55	0,62 - 0,66	1,23
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %	14,7 %	14,8 %	12,7 %	10,0 % - 14,8 %	10,6 %
Liiketulos-% (oik.)	10,3 %	16,2 %	14,6 %	13,4 %	13,0 % - 14,7 %	6,8 %
Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)						

Ennusteet nousivat jälleen reilusti

Ohjeistus pysyi ennallaan, vaikka yhtiö on jo nyt haarukan keskikohdan yläpuolella

Finnair toisti kuluvan vuoden ohjeistuksensa. Sen mukaan yhtiön kapasiteetti kasvaa 9 % ja liikevaihto kasvaa suunnilleen kapasiteetin kasvun tahtia. Oikaistun liikevoiton yhtiö arvioi olevan 135-155 MEUR jos polttoaineen hinta ja valuuttakurssit säilyvät noin nykytasolla, eikä markkinaympäristö muutu merkittävästi. Yhdeksän kuukauden jälkeen Finnairilla on kasassa oikaistua liikevoittoa 147,5 MEUR, joten ohjeistus vaikuttaa mielestämme erittäin varovaiselta, vaikka loppuvuoden osalta parannusvauhti voikin rauhoittua, jos kausiluonteisesti hiljaisemmalla Q4:lla kiihtyvä kapasiteetin kasvu luo painetta hinnoitteluun ja käyttöasteisiin (tämä on ollut tyypillistä toimialalla).

Tästä huolimatta ohjeistushaarakkaan jääminen vaatisi markkinatilanteen nopeaa heikentymistä. Lisäksi huomautamme, että vielä syyskuussa yhtiön liikennedata oli erittäin vahvaa ja pian julkaistava lokakuun raportti antaa hyvää indikaatiota loppuvuoden kysynnän kehityksestä. Toisaalta Loppuvuoden lentämättömien lippujen määrän kasvu taseessa oli Q3:n lopussa hidastunut 11 %:iin (vrt. esim. Q2:n lopussa 18 %), mikä voi viitata

kovimman kasvuvauhdin rauhoittumiseen. Teimme kuitenkin Q4:n ennusteisiimme vain lieviä tarkastuksia ja kuluvan vuoden ennusteemme jäivät selvästi yhtiön ohjeistushaaran yläpuolelle. Käytännössä odotamme siis yhtiöltä vielä positiivista tulosvaroitusta loppuvuodesta.

Ennusteet nousivat vahvan Q3-raportin jälkeen selvästi

Nostimme myös Finnairin lähivuosien ennusteitamme oikaistun liikevoiton osalta noin 15 %:lla 170-180 MEUR:n tasolle vahvan Q3-raportin ja johdon luottavaisten markkinakommenttien jälkeen. Odotamme Finnairin kannattavuuden pysyvän yhtiön nykyisen tavoitetason (yli 6 % EBIT-%) yläpuolella myös lähivuosina, mutta olennainen parantaminen jatkossa vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan ennätyskorkeiden käyttöasteiden säilyttämistä ja vähintään neutraalia yksikkötuottokehitystä. Tämä on kuitenkin ollut toimialalla historiallisesti haastavaa pitkällä aikavälillä. Ennusteemme perustuvat lievästi laskeviin yksikkötuottoihin ja yksikkökustannuksiin, 81,5-82,5 %:n tasolla olevaan matkustajakäyttöasteeseen, EUR/USD spot-kurssiin 1,17-1,21 ja öljyn hintaan 55-60 USD/bbl.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2557	2563	0 %	2701	2723	1 %	2826	2865	1 %
Käyttökate	338,7	356,6	5 %	285,6	318,8	12 %	292,8	324,2	11 %
Liikevoitto (oikaistu)	161,7	173,6	7 %	152,6	175,7	15 %	154,8	177,1	14 %
Liikevoitto	212,2	227,4	7 %	152,6	175,7	15 %	154,8	177,1	14 %
Tulos ennen veroja	197,1	211,6	7 %	134,3	157,6	17 %	135,9	158,5	17 %
EPS (oikaistu)	0,82	0,91	12 %	0,74	0,89	20 %	0,75	0,89	19 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,25	14 %	0,25	0,30	20 %	0,28	0,35	25 %

Lähde: Inderes

Arvostus on yhä kireä useasta kulmasta katsottuna

Finnair on hinnoiteltu yli pitkän ajan keskiarvojensa ja selkeällä preemiolla suhteessa verrokkeihin

Finnairin ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut vuosille 2017-2018 ovat noin 12x ja 13x, kun taas oikaistut EV/EBITDAR-kertoimet ovat noin 5x. Jälkimmäisellä mittarilla Finnair on arvostettu hieman historiallista tasoaan (2012-2016 mediaani noin 4,5x) ylemmäs. Tasepohjaisesti Finnair on arvostettu lähes finanssikriisin aikaisen huipun tasolle hybridilainasta oikaistulla P/B-luvulla 1,8x. Yhtiön tuloskunto on nyt selvästi paremmalla ja tukevammalla pohjalla, mutta tasearvostus alkaa olla mielestämme jo melko haastava pääomavaltaiselle yhtiölle absoluuttisesti ja tämän tasearvostuksen perusteleminen vaatisi mielestämme yhtiöltä kestävä track-recordia omistaja-arvon jatkuvasta luomisesta. Näin ollen pidämme Finnairin nykyarvostusta haastavana absoluuttisesti, vaikka suhteessa Helsingin pörssiin osake on toki maltillisesti hinnoiteltu. Myöskään osingosta osake ei saa tukea, sillä nousseista osinkoennusteistamme huolimatta arvioimme lähivuosien osinkotuoton jäävän 2-3 %:iin nykykursseille.

Suhteellisesti Finnairin arvostus on varsinkin P/E-pohjaisesti (vertailukelpoisin suhteellinen mittari erilaisten lease-vastuiden ja rahoitusrakenteiden takia) kireä, sillä viime aikoina nousseista arvostuksista huolimatta eurooppalaisia verkko-lentoyhtiöitä (esim. IAG, Lufthansa, Air France-KLM) hinnoitellaan markkinoilla P/E-luvuilla 6x-8x. Myös USA:n erittäin hyvin kannattavien (EBIT% yli 10 %) verkkolentoyhtiöiden (Delta, United, American Airlines) P/E-kertoimet ovat noin 10x, mikä kuvaa mielestämme sektorin ja etenkin verkkoliiketoimintamallilla operoivien yhtiöiden yleisesti korkeita tuottovaatimuksia ja siten matalia hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Myös Finnairin vahvan taseen paremmin huomioivilla EV-kertoimilla Finnair on hinnoiteltu selvällä preemiolla pääverrokkeihin nähden ja tälle meidän on vaikea löytää perusteita, joten mielestämme suhteellinen arvostus indikoi absoluuttisten kertoimien tavoin osakkeen haastavaa hinnoittelua.

Kertoimet ovat venyneet tämän vuoden kurssirallissa

Finnairin tulosenennusteemme ovat nousseet tämän vuoden aikana vuoden 2017 osalta lähes 100 %:lla, kun taas lähivuosien osalta muutokset ovat olleet hieman pienempiä (konsensusennusteiden muutos on todennäköisesti samaa

luokkaa). Näin ollen tulosenennusteiden nousu kattaa reilu puolet osakkeen tämän vuoden lähes 180 %:n kurssinoususta. Siten merkittävä osa kuluvaan vuoden kurssirallista on revitty vahvasta tuloskehityksestä huolimatta arvostuskertoimista. Juuri tämän komponentin kestävydestä olemme huolissamme ja mielestämme sijoittajat joutuvat kantamaan Finnairissa huomattavaa riskiä arvostuskertoimien normalisoitumisesta. Riskiä vielä korostaa ennustamamme tuloskasvuvauhdin rauhoittuvan, vaikka korostammekin, että arvioimme yhtiön saavuttaman tulosparannuksen olevan kestävällä pohjalla, kunhan markkinatilanne ei heikkene oleellisesti. Parantaminen korkealta tasolta on vain haastavampaa.

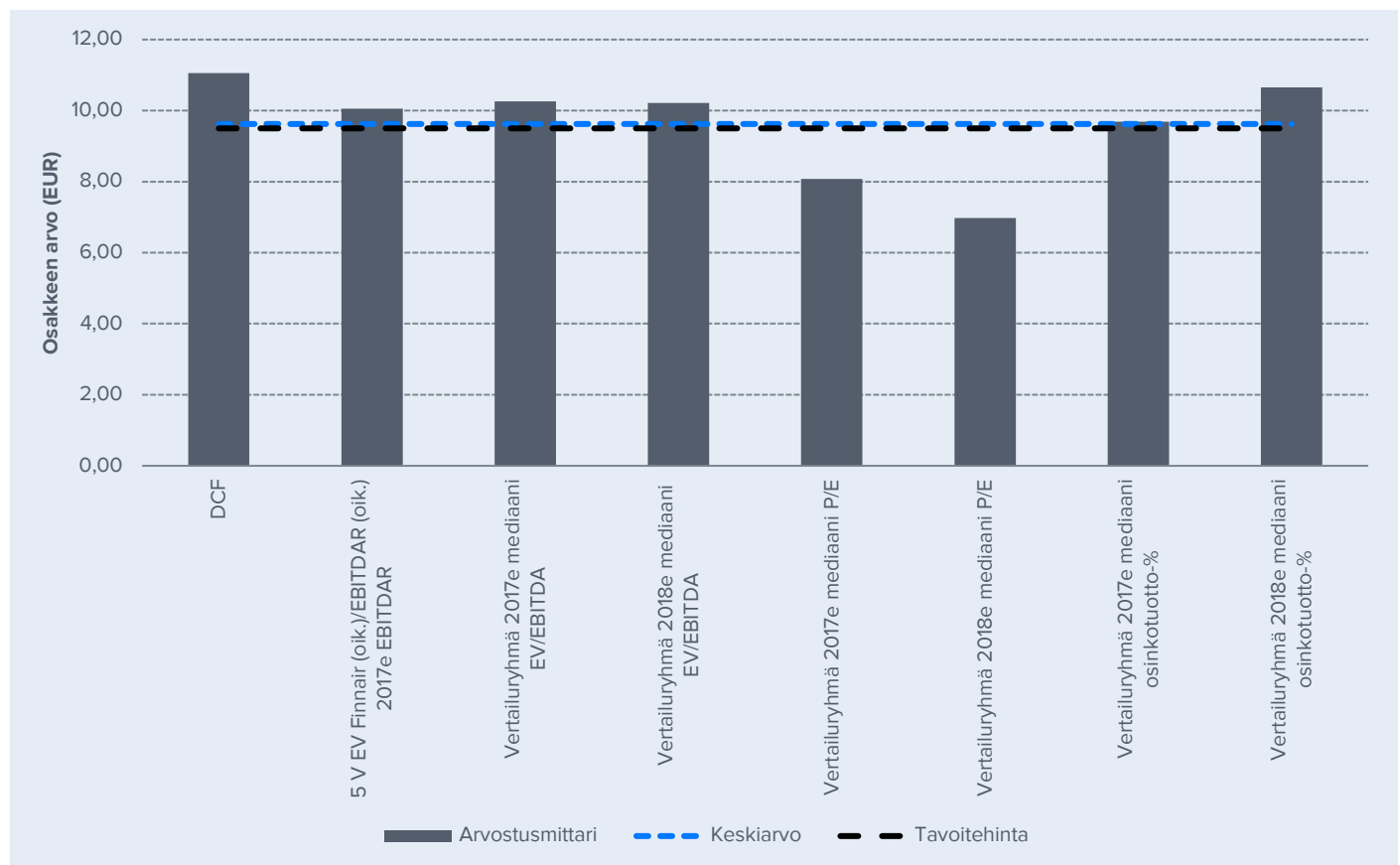
Tulosenennusteiden ja arvostustason kokonaiskuva huomioiden osakkeen lähivuosien tuotto-odotus jää mielestämme epätydyttäväksi, kun huomioidaan maltillinen tuloskasvu, odotettu 2-3 %:n osinkotuotto ja kertoiin liittyvä korkea riskiprofiili. Myöskään hieman odotuksiamme ripeämpi tuloskasvu ei muuttaisi tätä kokonaiskuvaa olennaisesti vaan nykyarvostuksen perusteleminen vaatisi voimakasta tuloskasvua myös lähivuosilta. Näin ollen suosituksemme taustalla on puhtaasti osakkeen arvostuskertoimet. Tavoitehintamme on useiden arvostusmallien antama keskiarvo osakkeen hinnalle. Arvostusmenetelmistä ainoastaan osin kaukaiseen tulevaisuuteen perustuva DCF-malli antaa Finnairille nykyisen osakekurssin tasolla olevan arvon, mikä kuvaa osaltaan nykyisten hinnoittelun haastavuutta lyhyellä tähtäimellä.

M&A-kortti ei näytä relevantilta valtion takia

Viime aikoina M&A-spekulaatiot ovat jälleen heränneet lentosektorilla mm. Air Berlinin konkurssin takia. Teoriassa Finnair olisi erittäin kiinnostava ostokohde Euroopan suurille lentoyhtiöille strategisen asemansa (Aasian liikenne takia) ja potentiaalisessa yritysjärjestelytilanteessa teollinen ostaja voisi olla valmis maksamaan yhtiöstä itsenäisen liiketoiminnan arvoa korkeamman hinnan synergien ja strategisten hyötyjen takia. Finnairin osalta tämä on kuitenkin mielestämme varsin teoreettinen tilanne, sillä Suomen valtio on pääomistajana pitänyt yhtiön kontrollin tiukasti omissa käsissään eikä mikään anna olettaa, että pääomistaja olisi valmis luopumaan tai edes keventämään omistustaan. Näin ollen Finnairin nykyarvostusta ei voida mielestämme perustella myöskään M&A-spekulaatioilla vaan osake on hinnoiteltava liiketoiminnan arvon perusteella.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Finnair	11,10	1402	1199	7,2	8,9	4,6	4,9	0,5	0,5	12,1	12,8	2,6	3,0	1,4
IAG	672,50	15256	15689	7,3	6,6	5,1	4,5	1,0	0,9	7,3	6,6	4,1	4,4	2,5
Lufthansa	26,83	12327	13665	7,0	7,0	4,3	4,1	0,6	0,5	6,1	6,4	2,6	3,1	1,4
SAS	26,20	1292	1310	3,9	4,2	3,0	2,6	0,2	0,2	8,9	7,4			1,2
Air France-KLM	13,55	4922	8535	10,2	8,6	4,3	3,9	0,5	0,5	5,5	5,0	1,1	1,7	1,7
Turkish Airlines	9,95	3121	9335	18,2	16,6	7,3	6,4	1,1	1,0	14,9	7,8			0,7
Norwegian	236,40	891	2664		41,6	31,7	15,8	1,1	1,1	12,7	20,3			1,9
Japan Airlines	3862,00	10200	8318			4,2	4,3	0,9	0,9	8,5	11,7	2,6	2,6	1,4
Air China	8,97	14718	26633	13,4	12,6	6,9	6,4	1,6	1,5	15,0	14,7	2,1	2,3	1,6
Finnair (Inderes)	11,12	1425	1370	7,9	7,3	4,5	4,0	0,5	0,5	12,2	12,6	2,2	2,7	1,4
Keskiarvo				9,6	13,3	7,9	5,9	0,8	0,8	10,1	10,3	2,5	2,8	1,5
Mediaani				7,3	8,7	4,6	4,5	0,9	0,9	8,9	7,8	2,6	2,8	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				8 %	-16 %	-2 %	-11 %	-37 %	-44 %	38 %	61 %	-13 %	-4 %	0 %

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

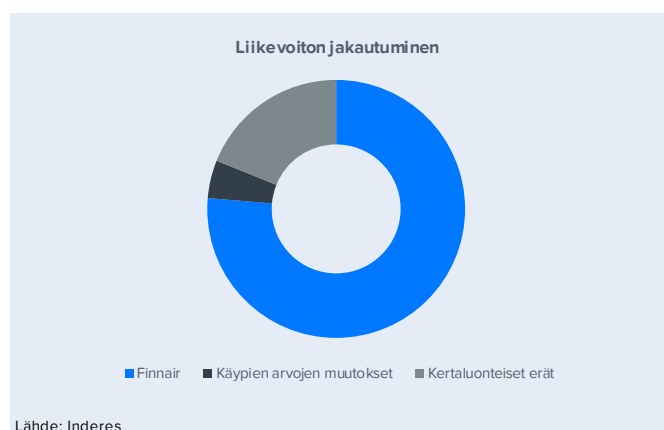
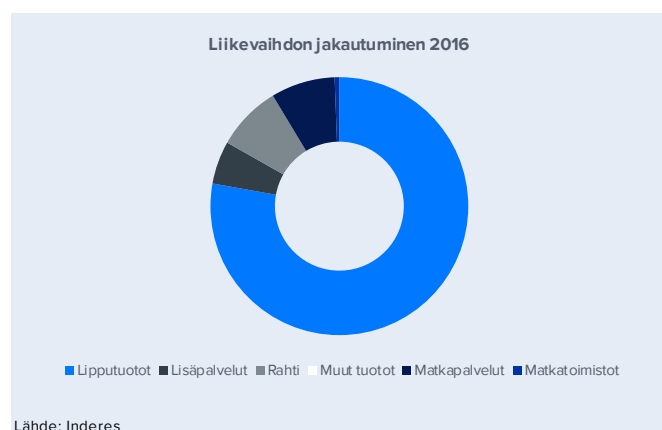
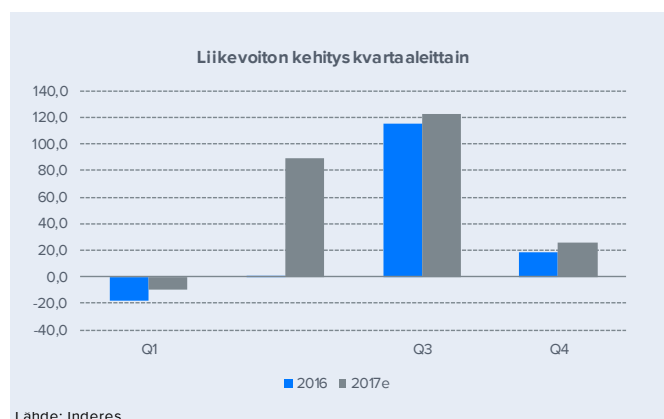


Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2255	536	570	641	570	2317	554	633	735	639	2563	2723	2865
<i>Finnair</i>	2255	536	570	641	570	2317	554	633	735	639	2563	2723	2865
Käyttökate	229,8	5,3	26,4	141,2	49,2	222,0	19,1	119,5	156,9	61,1	356,6	318,8	324,2
Poistot ja arvonalennukset	-108,1	-22,9	-26,2	-25,7	-31,0	-105,8	-29,1	-30,4	-34,7	-35,0	-129,2	-143,0	-147,2
Vertailukelpoinen liikevoitto	11,5	-15,3	3,1	65,9	1,6	55,3	-9,0	37,6	118,9	26,1	173,6	175,7	177,1
Liikevoitto	121,7	-17,6	0,2	115,5	18,2	116,2	-10,0	89,1	122,2	26,1	227,4	175,7	177,1
<i>Finnair</i>	23,8	-15,3	3,1	65,6	1,7	55,2	-9,0	37,5	119,0	26,1	173,6	175,7	177,1
<i>Käypien arvojen muutokset</i>	-12,3	4,4	-0,1	7,4	20,3	32,0	3,5	2,6	4,7	0,0	10,8	0,0	0,0
<i>Kertaluonteiset erät</i>	110,2	-6,7	-2,9	42,3	-3,7	29,0	-4,5	48,9	-1,4	0,0	43,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-8,3	-1,1	-1,5	-5,6	-2,3	-10,5	0,0	-5,7	-5,1	-5,0	-15,8	-18,1	-18,6
Tulos ennen veroja	113,4	-18,7	-1,3	109,9	15,9	105,8	-10,0	83,4	117,1	21,1	211,6	157,6	158,5
Verot	-23,6	3,7	0,2	-22,3	-2,2	-20,6	2,0	-16,7	-23,4	-4,3	-42,4	-31,5	-31,7
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	81,1	-19,8	-5,9	82,8	10,1	67,3	-11,1	63,5	90,5	13,7	156,6	113,5	114,2
EPS (toiminnallinen)	-0,23	-0,14	-0,02	0,35	-0,04	0,14	-0,08	0,17	0,71	0,11	0,91	0,89	0,89
EPS (raportoitu)	0,63	-0,15	-0,05	0,65	0,08	0,53	-0,09	0,50	0,71	0,11	1,22	0,89	0,89

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-1,3 %	2,9 %	4,7 %	3,1 %	0,4 %	2,8 %	3,3 %	11,2 %	14,7 %	12,2 %	10,6 %	6,3 %	5,2 %
<i>Toim. liikevoiton kasvu-%</i>	-131,4 %	-46,1 %	-123,8 %	2 %	-114,1 %	379,4 %	-41,2 %	1119,5 %	80,6 %	1514,1 %	214,3 %	1,2 %	0,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	10,2 %	1,0 %	4,6 %	22,0 %	8,6 %	9,6 %	3,4 %	18,9 %	21,3 %	9,6 %	13,9 %	11,7 %	11,3 %
<i>Toim. liikevoitto-%</i>	0,5 %	-2,9 %	0,5 %	10,3 %	0,3 %	2,4 %	-1,6 %	5,9 %	16,2 %	4,1 %	6,8 %	6,5 %	6,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,6 %	-3,7 %	-1,0 %	12,9 %	1,8 %	2,9 %	-2,0 %	10,0 %	12,3 %	2,1 %	6,1 %	4,2 %	4,0 %

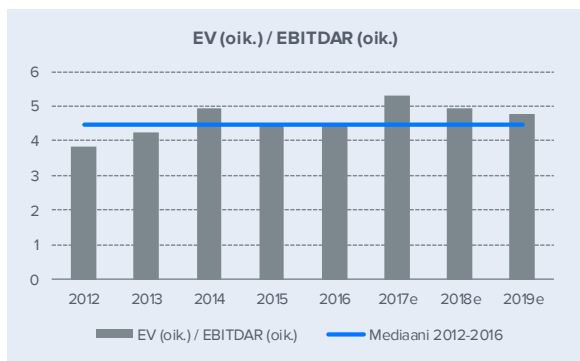
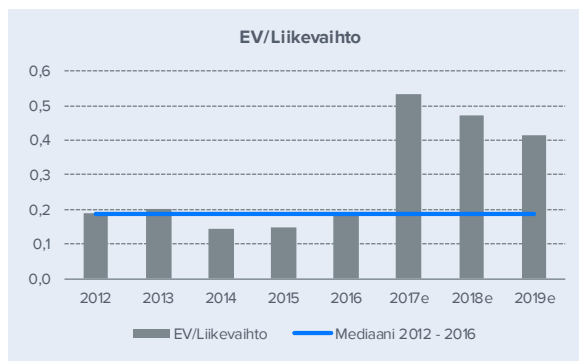
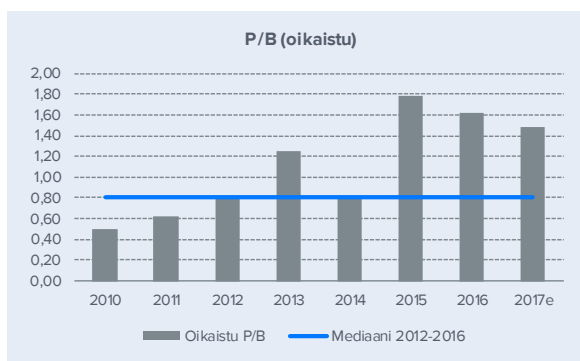
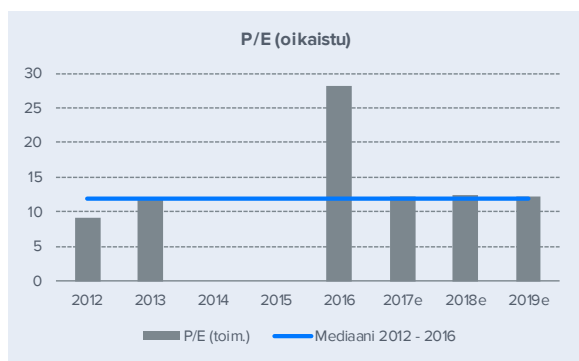
Lähde: Inderes



Arvostus

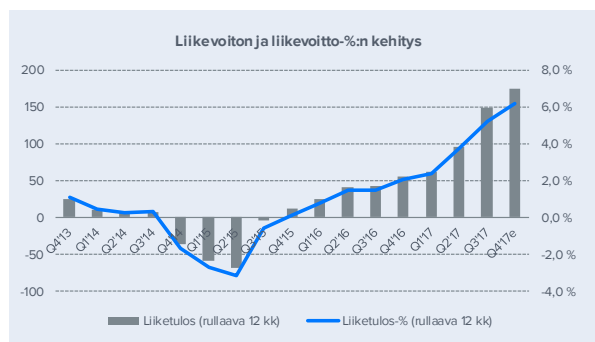
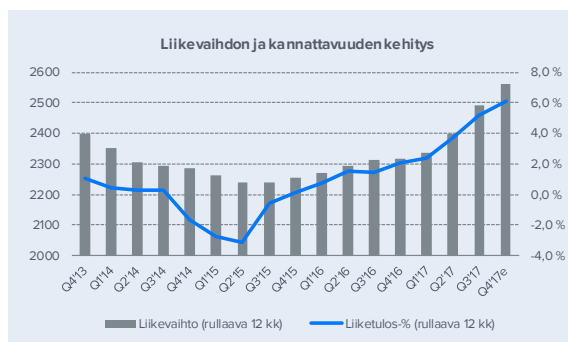
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,38	2,69	2,48	5,42	4,03	11,12	11,12	11,12
Markkina-arvo	305	345	318	694	516	1425	1425	1425
Yritysarvo (EV)	467	486	325	333	437	1370	1289	1192
P/E (toim.)	9,2	11,8	neg.	neg.	28,2	12,2	12,5	12,2
P/E	26,5	28,2	neg.	8,6	7,7	9,1	12,5	12,2
P/Kassavirta	1,6	3,7	6,7	2,8	-1,8	1299,3	11,2	9,6
P/B	0,4	0,5	0,6	1,0	0,6	1,4	1,3	1,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	2,4	2,9	3,3	2,8	2,7	4,5	4,0	3,7
EV/EBIT	7,4	19,6	neg.	28,9	7,9	7,9	7,3	6,7
Osinko/tulos (%)	111,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,0 %	20,5 %	33,6 %	38,5 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,2 %	2,7 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tulostrendi (rullaava 12 kk)

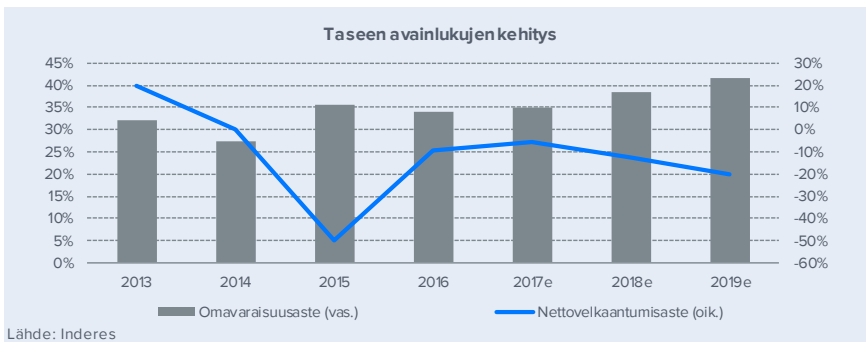


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	964	842	1189	1388	1404
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	18	10	12	15	18
Käyttöomaisuus	898	812	1167	1362	1375
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5	3	3	3	3
Muut sijoitukset	9	9	7	7	7
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	34	9	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	921	1209	1340	1464	1405
Varastot	15	12	15	15	16
Muut lyhytaikaiset varat	286	280	316	316	316
Myyntisaamiset	194	209	212	236	256
Likvidit varat	426	708	797	897	817
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2852	2809

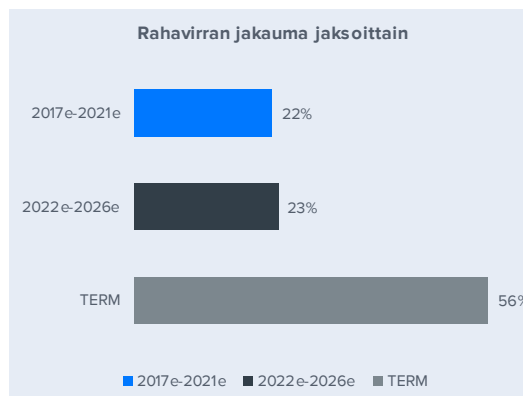
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	514	727	857	1001	1082
Osakepääoma	75	75	75	75	75
Kertyneet voittovarot	-9	0	67	211	293
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-87	0	0	0	0
Muu oma pääoma	534	652	714	714	714
Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	437	347	750	722	610
Laskennalliset verovelat	0	0	33	33	33
Varaukset	52	56	63	63	63
Lainat rahoituslaitoksilta	338	271	617	589	477
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	47	20	37	37	37
Lyhytaikaiset velat	934	976	921	1128	1116
Lainat rahoituslaitoksilta	90	75	100	253	204
Lyhytaikaiset korottomat velat	645	591	519	574	610
Muut lyhytaikaiset velat	199	310	302	302	302
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2852	2809



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	116,2	227,4	175,7	177,1	160,0	150,9	146,1	144,1	138,5	135,9	138,6	
+ Kokonaispoistot	105,8	129,2	143,0	147,2	150,8	152,9	183,6	185,6	181,3	183,6	184,3	
- Maksetut verot	21,2	-42,4	-31,5	-31,7	-29,4	-27,9	-25,4	-25,4	-24,7	-24,4	-25,2	
- verot rahoituskuluista	-2,6	-3,3	-3,8	-4,2	-3,5	-3,7	-5,4	-5,0	-4,6	-4,4	-4,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,6	0,2	0,2	0,5	0,9	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	
- Käyttöpääoman muutos	55,5	30,6	14,8	17,6	8,1	10,9	11,2	11,6	11,9	12,3	8,4	
Operatiivinen kassavirta	228,2	341,7	298,4	306,4	286,9	284,5	311,7	312,4	304,0	304,5	303,6	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-475,8	-328,0	-159,0	-146,0	-173,0	-296,0	-203,0	-153,0	-203,0	-193,0	-199,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-271,6	13,7	139,4	160,4	113,9	-11,5	108,7	159,4	101,0	111,5	104,6	
+/- 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	1,1	126,8	147,8	101,3	-24,1	96,1	146,8	88,4	98,9	92,0	1528,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-11,5	115,6	124,6	79,0	-17,3	64,1	90,5	50,4	52,1	44,9	745,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1350,2	1349,1	1233,5	1108,9	1029,9	1047,3	983,2	892,7	842,3	790,1	745,2
Velaton arvo DCF		1350,2										
- Korolliset velat		-717,7										
+ Rahavarat		797,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-12,8										
Oman pääoman arvo DCF		1416,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,06										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste 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 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	2284	2255	2317	2563	2723
EBITDA	62	230	222	357	319
EBITDA-marginaali (%)	2,7	10,2	9,6	13,9	11,7
EBIT	-73	122	116	227	176
Voitto ennen veroja	-99	113	106	212	158
Nettovoitto	-93	81	67	157	113
Kertaluontoiset erät	-36	110	61	54	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1885	2050	2529	2852	2809
Oma pääoma	514	727	857	1001	1082
Liikearvo	0	0	0	0	0
Korolliset velat	428	346	718	842	682

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	62	230	222	357	319
Nettokäyttöpääoman muutos	-33	43	56	31	15
Operatiivinen kassavirta	44	178	228	342	298
Vapaa kassavirta	47	246	-289	1	127

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

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,73	0,63	0,53	1,22	0,89
EPS toiminnallinen	-0,45	-0,23	0,14	0,91	0,89
Operat. kassavirta per osak	0,34	1,39	1,78	2,67	2,33
Tasearvo per osake	4,01	5,68	6,69	7,81	8,45
Osinko per osake	0,00	0,00	0,10	0,25	0,30
Voitonjako, %	0	0	19	20	34
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	2,5	2,2	2,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	8,6	7,7	9,1	12,6
P/B	0,6	1,0	0,6	1,4	1,3
P/Liikevaihto	0,1	0,3	0,2	0,6	0,5
P/CF	7,3	3,9	2,3	4,2	4,8
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,3	1,4	2,0	3,8	4,0
EV/EBIT	neg.	2,7	3,8	6,0	7,3

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

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole 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/>