

FINNAIR

04.06.2025 08.15 EEST



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



Kaisa Vanha-Perttula
+358 40 966 5534
kaisa.vanha-perttula@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Omilla sinivalkoisilla siivillä uuteen strategiakauteen

Tuplakriisin taakseen jättänyt Finnair aloittaa pian uuden strategiakauden, jonka aikana odotamme yhtiön hakevan maltillista kasvua, lievää kannattavuusparannusta sekä käynnistävän kapearunkolaivaston investoinnit. Finnairilla on kuitenkin vielä reilusti todistettavaa taloudellisen lisäarvon (ROCE-% > WACC-%) luomisesta omistajille. Ennustamaamme tulosparannusta rullaavan 12 kuukauden vaisulta tasolta on mielestämme osakkeen hinnassa sopivasti arvostusmetodien kokonaiskuva huomioiden, joten toistamme Finnairin vähennä-suosituksemme. Tarkistamme kuitenkin yhtiön tavoitehintamme 2,70 euroon (aik. 2,50 €) lähiaikojen ennustenostoja peilaten.

Uusi strategiakausi tuonee maltillisia viilauksia

Finnair on selvinnyt 2020-luvun alun tuplakriisistä, jonka muodostivat ensin koronapandemian matkustusrajoitukset ja myöhemmin Venäjän ylilentokiellon romahduttama Aasia-strategia. Nykyinen strategiakausi päättyy vuoden 2025 lopussa ja yhtiöltä on odotettavissa strategiapäivitys vielä tämän vuoden aikana. Uudessa strategiassa eniten lentävien avainasiakkaiden rooli tulee luultavasti korostumaan, mutta emme odota yhtiöltä silti radikaaleja muutoksia liiketoiminnan rakenteeseen. Siten arvioimme strategian nojaavan jatkossakin historiallista Aasia-vetoista strategiaa tasapainoisempaan maantieteelliseen verkostoon (vrt. Ukrainan sota ja geopolittisen tilanteen muutos), yksikkötuottojen parantamiseen muun muassa lisäpalveluiden avulla, kustannustehokkuuden hakuun sekä vastuullisuuteen. Arvioimme yhtiön tavoittelevan jatkossa maltillista kasvua sekä hieman nykyistä parempaa kannattavuutta, mutta selvästi 5–6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia korkeampi tulostaso voi olla yhtiölle haastavaa saavuttaa ilman Aasian liikenteen maantieteellistä kilpailuetua. Tällä kannattavuustasolla taloudellisen lisäarvon luonti olisi tiukassa myös jatkossa. Liiketoiminnan pääriskit liittyvät mielestämme kireään kilpailuun, polttoaineen hintaan, toimialan luontaiseen shokkiherkkyyteen ja lyhyellä tähtäimellä myös käynnissä oleviin työtaistelutoimiin.

Tämä vuosi on välivuosi, mutta lähivuosina tulos paranee

Lentoliikenteen kysyntä ja hinnoittelutilanne on kohtuullinen epävarmuuksista huolimatta, mutta etenkin työtaistelujen rasitukset ja biopolttoainekulujen sekä navigointimaksujen nousut ovat tänä vuonna yhtiön tuloskunnolle raskas taakka. Lähivuosina Finnairilla on kuitenkin arviomme mukaan edellytyksiä parantaa tulostasoaan selvästi etenkin liikevaihdon kasvun, polttoainekulujen laskun ja työtaisteluiden aiheuttamien kulurasitusten poistumisen ansiosta, mikäli Suomen ja maailman taloudet pysyvät epävarmuuksista huolimatta lievässä kasvussa. Olemme nostaneet lähiaikojen ennusteitamme hieman etenkin polttoaineen hinnan laskuun ja valuuttakurssiliikkeisiin liittyen. Pitkällä sihdillä lentomatkailun kasvunäkymä on nähdäksemme melko suotuisa ja odotammekin yhtiön kasvun jatkuvan myös vuosikymmenen loppupuolella. Samalla aikavälillä investointeja alkaa myös kertyä, kun Finnairin on kilpailukykyensä ylläpitämiseksi investoitava kapearunkolaivaston uusimiseen.

Tuotto-odotus ei toistaiseksi houkuttele pakkaamaan laukkuja

Finnairin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 20x ja 7x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat noin 15x ja 7x. Kuluvan vuoden kertoimet ovat heikon tuloksen takia korkeat, mutta ensi vuoden kertoimet painuvat jo yhtiölle hyväksyimme haarukoiden alalaitaan (oik. P/E: 6x–9x, oik. EV/EBIT: 6x–9x). Ne ovat myös linjassa globaalien verkostolentoyhtiöiden kanssa. Myös DCF:n arvo on suunnilleen kurssin tasolla. Arvostusmetodien antama kokonaiskuva Finnairin arvostuksesta taipuu vallitsevat näkymät ja ennusteriskit huomioiden epätydyttäväksi ja näemmekin tulostasusta, noin 2 %:n osinkotuotosta sekä kertoimien laskuvarasta muodostuvan osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotuksen jäävän korkeaa tuottovaatimusta alemmas. Osakkeen selkeä nousuvara vaatisikin yhtiöltä etenkin odotuksiamme vahvempaa tuloskehitystä ja taloudellisen lisäarvon kestävä luomista osakkeenomistajille.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

2,70 EUR

(aik. 2,50 EUR)

Osakekurssi:

2,86 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	3049	3172	3241	3327
kasvu-%	2,0 %	4,1 %	2,2 %	2,7 %
EBIT oik.	151	97	179	180
EBIT-% oik.	5,0 %	3,1 %	5,5 %	5,4 %
Nettotulos	37	36	81	82
EPS (oik.)	0,33	0,14	0,40	0,40

P/E (oik.)	7,1	20,2	7,2	7,1
P/B	0,8	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	4,7 %	1,7 %	3,5 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	9,6	14,8	7,2	7,0
EV/EBITDA	3,3	3,2	2,5	2,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

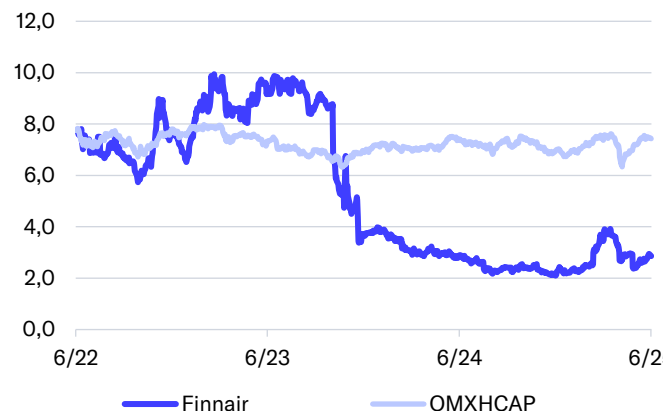
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

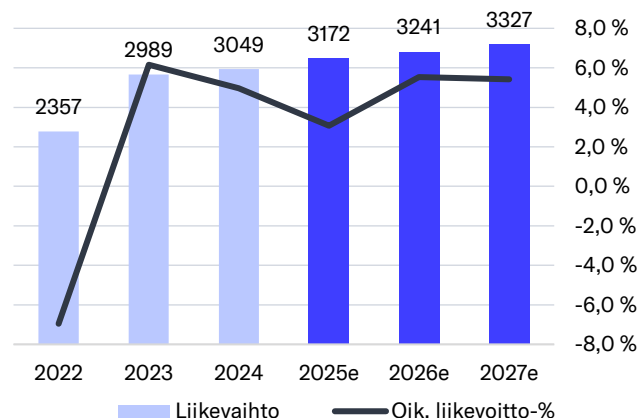
Finnair arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 3,3–3,4 miljardia euroa ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan 100–200 miljoonan euroa vuonna 2025 ennen työtaistelutoimien vaikutuksia.

Osakekurssi



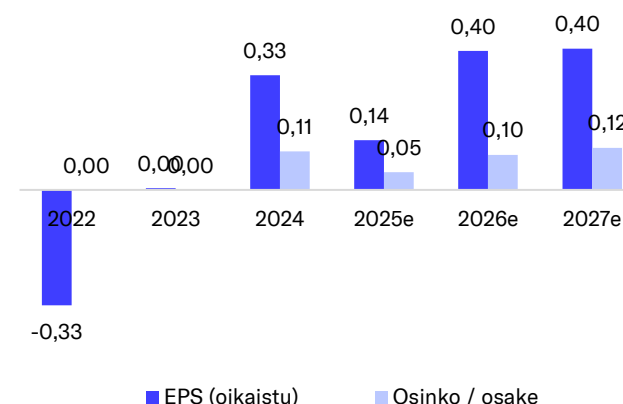
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,86	2,86	2,86
Osakemäärä, milj. kpl	205	205	205
Markkina-arvo	586	586	586
Yritysarvo (EV)	1440	1288	1255
P/E (oik.)	20,2	7,2	7,1
P/E	16,1	7,2	7,1
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,2	2,5	2,4
EV/EBIT (oik.)	14,8	7,2	7,0
Osinko/tulos (%)	28,2 %	25,3 %	29,9 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	3,5 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-18
Toimiala ja kilpailu	19-26
Taloudellinen tilanne	27-29
Ennusteet	30-35
Arvonmääritys ja suositus	36-40
Taulukot	41-45
Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi	46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Finnair lyhyesti

Finnair on yksi maailman vanhimmista yhä operoivista lentoyhtiöistä, joka on Euroopan, Pohjois-Amerikan, Aasian ja Lähi-idän väliseen matkustaja- ja rahtiliikenteeseen erikoistunut verkostolentoyhtiö.

1923

Perustamisvuosi

1989

Listautuminen Helsingin pörssiin

3 049 MEUR (+2,0 % vs. 2023)

Liikevaihto vuonna 2024

151 MEUR (5,0 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto vuonna 2024

75,8 % (-0,6 %-yksikköä vs. 2023)

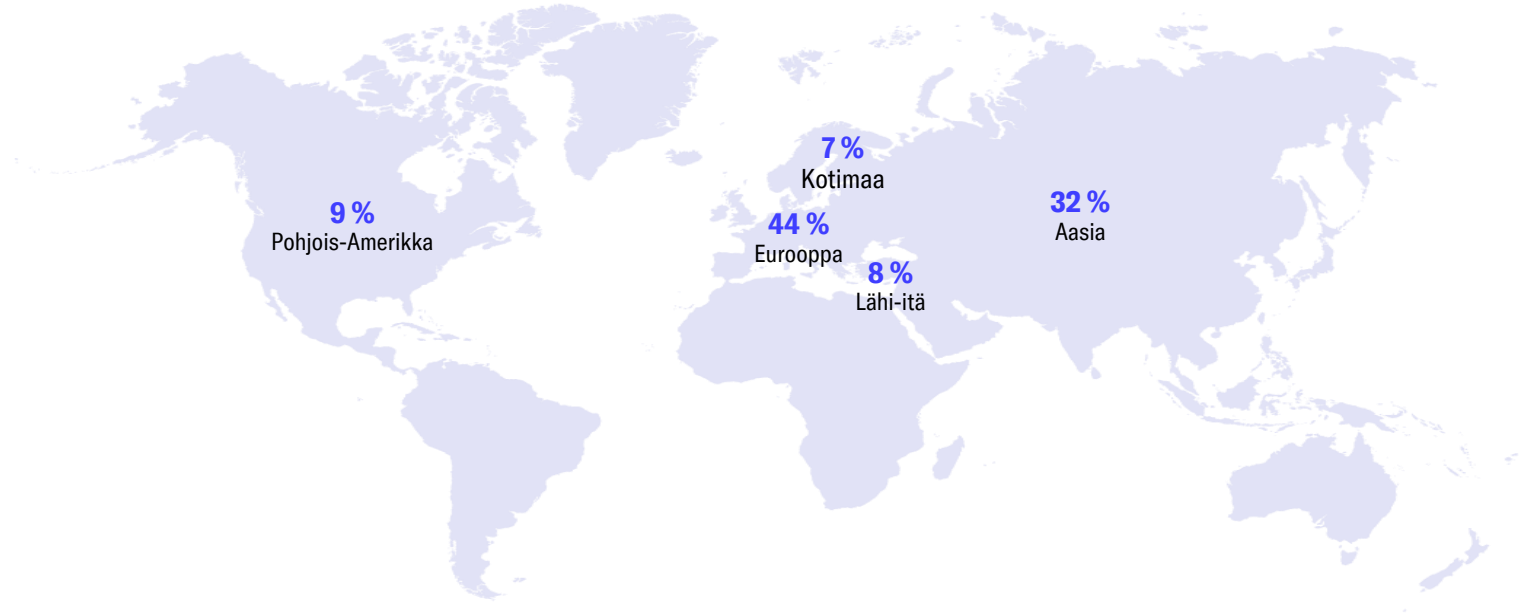
Matkustajakäyttöaste (PLF) vuonna 2024

5 587 (+7,0 % vs. 2023)

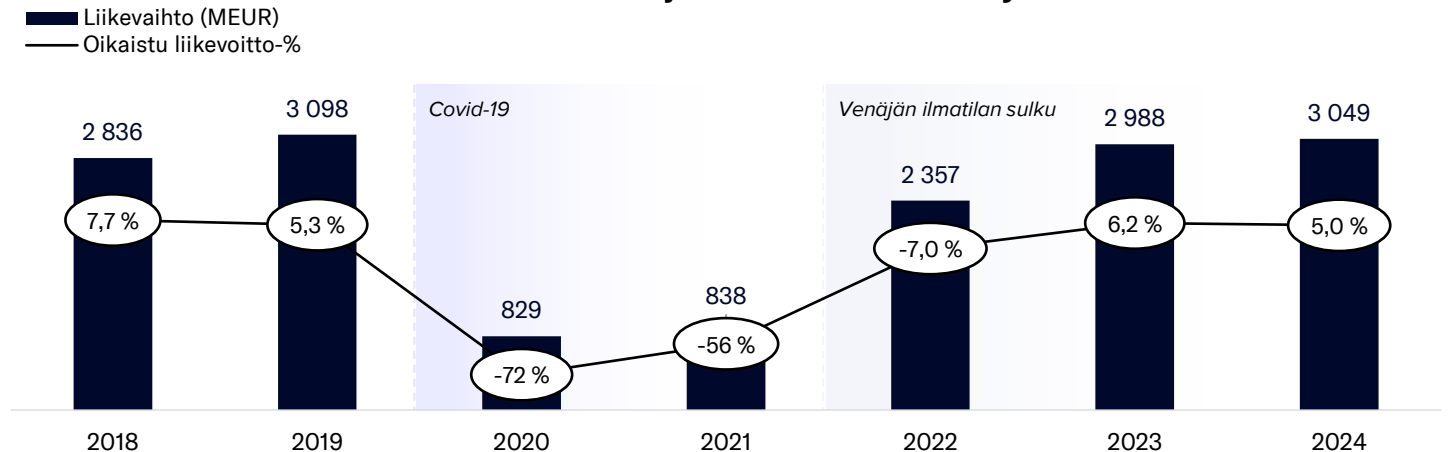
Henkilöstö vuoden 2024 lopussa

FINNAIR

Matkustajaliikenteen lipputuottojen jakauma alueittain (2024)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Finnair on selittänyt tuplakriisin viime vuosina

Vuonna 1923 perustettu Finnair (alun perin Aero Oy) on yksi maailman vanhimpia yhä toiminnassa olevia lentoyhtiöitä. Verkkopohjaisella liiketoimintamallilla operoiva yhtiö on ollut listattuna Helsingin pörssiin vuodesta 1989, mutta päätösvaltaa yhtiössä käyttää edelleen Suomen valtio selvän enemmistöosuuden (~56 %) turvin. Finnairin itse operoimasta 56 lentokoneesta ja yhteisyritys Norran 24 lentokoneesta (ostopalveluliikennettä Finnairille) koostuvaa laivastoa operoiva ja oneworld-allianssiin kuuluva Finnair raportoi liiketoimintansa taloudellista kehitystä tuloksen osalta vain konsernitason tasolla.

Finnair teki viime vuonna 3049 MEUR:n liikevaihdolla 151 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Viime vuosi oli Finnairille toinen peräkkäinen voitollinen vuosi sen jälkeen, kun koronapandemian matkustusrajoitukset (2020) ja Venäjän ylilentokiellosta seurannut Aasian strategian romahdus (2022) ajoivat yhtiön tuplakriisiin. Finnair työllisti Q1:n lopussa noin 5600 henkeä.

Liiketoimintarakenne koostuu neljästä eri tuotteesta

Finnairin tulovirta koostuu neljästä eri lähteestä:

Matkustajaliikenne eli kuluttajille myydyt lentoliput ovat Finnairin selvästi suurin tulokomponentti, joista kertyi 79 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2024. Maantieteellisesti nykystrategian mukaisessa Finnairissa valtaosa matkustajaliiketoiminnasta tulee Suomesta Eurooppaan, Pohjois-Amerikkaan, Aasiaan ja Lähi-itään suuntautuvasta tai päinvastaisesta liikenteestä, ja aiemmin tärkeän vaihtomatkustamisen rooli on pienempi. Matkustajia Finnairilla oli viime vuonna 11,7 miljoonaa, mikä on noin 20

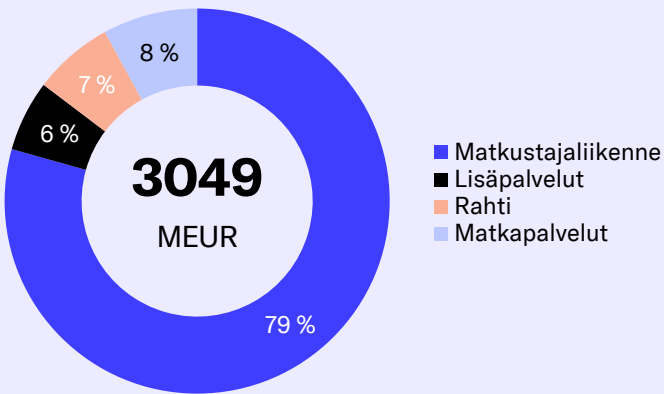
% Aasian strategian viimeistä normaalia vuotta 2019 alempi taso. Siten matkustajaliikenteen liikevaihto kertyy pienistä puroista, kuten kuluttajatuoteyhtiölle on tyypillistä. Matkustajamäärän jakautumista maittain Finnair ei ole avannut, mutta arviomme mukaan suomalaisilla on merkittävä rooli yhtiön asiakkaina ja myös eniten lentävinä asiakkaina. Siten Suomen kansantaloudellisilla ajureilla ja kuluttajaluottamuksella on korostunut vaikutus Finnairin matkustajaliikenteeseen.

Lisäpalvelut eli lentomatkustajille lippujen kyljessä myydyt palvelut ja tuotteet kattoivat 6 % Finnairin liikevaihdosta vuonna 2024. Tähän vahvan kasvupotentiaalin omaavaan ja strategisesti tärkeään osa-alueeseen kuuluu muun muassa paikkavarauksia, matkatavaramaksuja, lounge-palveluja, lentojen aikaista ruoka- ja juomakauppaa, wifin myyntiä sekä vastaavaa tuote- ja palvelumyyntiä.

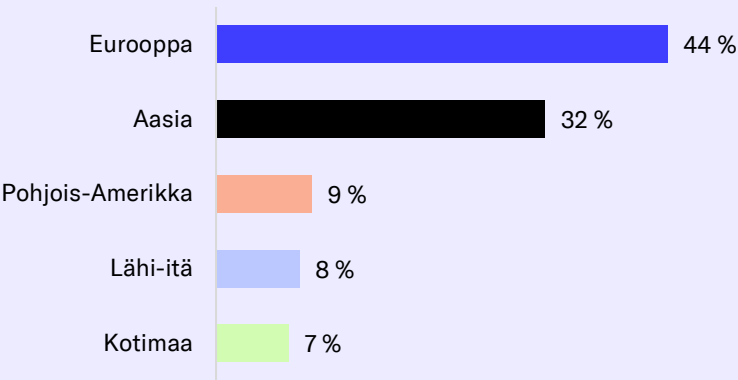
Rahti toi Finnairin vuoden 2024 liikevaihdosta 7 %. Rahtituottoja Finnair saa matkustajakoneiden ruumissa kulkevista rahtitonneista, sillä koronapandemian aikana väliaikaisesti käyttöön otetut rahtilennot on jo ajettu alas matkustajaliikenteen normalisoiduttua muutaman viime vuoden aikana. Rahtituloa Finnairille kertyy kaikilta liikennealueilta, mutta arviomme mukaan rahdin rooli on suurempi kaukoliikennereiteillä.

Matkapalvelut eli Aurinkomatkat käsittävät pakettimatkojen myynnin kuluttaja-asiakkaille, mistä Finnairin liikevaihdosta kertyi noin 8 % vuonna 2024. Matkapalveluiden markkina on Suomi. Käytännössä Aurinkomatkat toimii konsernissa myös myyntikanavana lentoliikenteelle, sillä varsinaisia lomalentoja yhtiö ei lennä. Arvioimme Aurinkomatkojen olevan lentoliikenteen suurimpia yksittäisiä asiakkaita.

Liikevaihdon jakauma tuottolajeittain (2024)



Matkustajaliikenteen lipputuottojen jakauma (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Finnairin liikevaihtovirrat ovat olleet perinteisesti jossain määrin syklisiä, sillä matkat ja niihin liitännäiset palvelut ovat kuluttajien perspektiivistä harkinnanvaraisia hankintoja, joita on helppo perua tai siirtää käytettävissä olevien tulojen mukaan. Viime vuosien kehitys on kuitenkin haastanut tätä oletusta. Vuodesta 2022 alkanut inflaatiopiikki ja ostovoiman heikentyminen eivät juuri näkyneet lentomatrustuksen kysynnässä, toisin kuin monessa muussa harkinnanvaraisessa kulutuksessa. Kysyntä onkin säilynyt varsinkin makrotaloudelliseen tilanteeseen suhteutettuna melko vahvana läpi viime vuodet. Näin ollen viime aikojen kehitys on ollut Finnairin kannalta suotuisaa ja muutos kuluttajakäyttäytymisessä voi olla pysyvääkin (ts. matkojen kaltaisen ”aineettoman omaisuuden” arvo kuluttajien arvoasteikolla on noussut suhteessa tavaraan). Koronapandemian jälkeinen poikkeuksellisen vahva patoutunut kysyntä kuitenkin loppui vuonna 2024, mikä johti myös lentolippujen hintojen normalisoitumiseen.

Rahtikysyntä taas riippuu maailmankaupan vedosta, joka vaihtelee taloussykliä mukana. Maailmantalouden ja -kaupan veto vaikuttaa myös liikematkustajien (ml. Business-luokka ja turistiluokassa matkustavat työmatkalaiset) aktiviteettiin. Tämä maksukykyinen asiakasryhmä on Finnairin tuloksen muodostumisen kannalta tärkeä, vaikka volyymistä suuren osan tuokin keskimäärin hintaherkempi vapaa-ajan matkustus.

Pandemia ja sen myötä yleistynyt etätapaamisten käyttö liikeneuvotteluissa on arviomme mukaan pudottanut liikematkustamista hieman pysyvästi suhteessa pandemiaa edeltäneeseen aikaan. Toisaalta tuottokehitys tässä segmentissä on ollut viime aikoina pääosin melko hyvää.

Finnair on perinteinen verkostolentoyhtiö

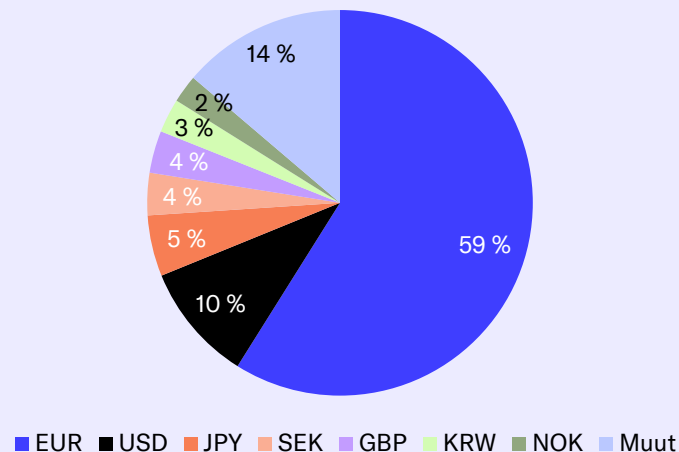
Finnair ja monet sen historialliset kilpailijat (esim. SAS, Lufthansa, Air France-KLM, British Airways) operoivat verkkopohjaisella liiketoimintamallilla, mikä tarkoittaa käytännössä yhden tai useamman solmukohdan ympärille rakennettua verkostoa. Solmukohdasta verkostolentoyhtiö tarjoaa kattavat yhteydet eri puolille verkkoa. Finnairin solmukohta on luonnollisesti Helsinki-Vantaan lentokenttä, mistä yhtiö lentää Aasian, Pohjois-Amerikan, Euroopan, Lähi-idän ja kotimaan yli 100 kohteeseen. Oman verkoston lisäksi Finnair pystyy tarjoamaan eritasoisten kumppaniensa operoimia reittejä asiakkailleen. Verkon keskeinen rooli Finnairin liiketoiminnan runkona on säilynyt, vaikka Venäjän ylilentokiellosta johtuneen Aasian liiketoiminnan supistumisen takia vaihtomatrustajien osuus volyymistä ei arviomme mukaan yllä historiallisille tasoille nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

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

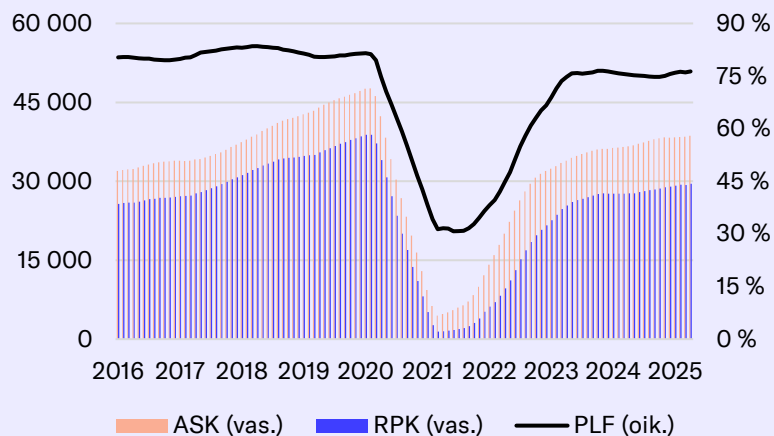
Halpalentoyhtiöt pitävät kilpailupainetta yllä

Kilpailevat liiketoimintamallit ovat etenkin lyhyillä etäisyyksillä halpalentomalli sekä tiettyyn segmenttiin (esim. loma-, rahti- tai luksuslennot) keskittymiseen nojaavat mallit. Lyhyen matkan liikenteessä halpalentoyhtiöt ovatkin voittaneet systemaattisesti markkinaosuuksia 2000-luvulla

Liikevaihdon jakauma valuutoittain (2024)



Kuukausittainen ASK¹, RPK² ja PLF³-% (01/2016–04/2025 LTM⁴)



Lähde: Finnair, Inderes

¹Tarjotut henkilökilometrit, ²Myydyt henkilökilometrit,

³Matkustajakäyttöaste, ⁴Rullaava 12kk (last twelve months)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

ja etenkin ennen pandemiaa edullisten lippujen avulla. Tämä on ollut piikki Finnairin ja muiden verkkolento-yhtiöiden lihassa, mikä on kuitenkin pakottanut Finnairia parantamaan kulutehokkuuttaan. Suomessa hieman liian pitkät lentoetäisyydet Eurooppaan ja toisaalta pieni markkinapotentiaali ovat pitäneet halpalentoyhtiökilpailun vielä monia muita Euroopan maita vähäisempänä. Helsinki-Vantaalta useampia reittejä Eurooppaan halpalentoyhtiöistä operoivat nykyään Norwegian ja Ryanair.

Mannertenvälisillä lennoilla halpalentokonsepti ei ole onnistunut lyömään läpi, sillä kulujuja on pitkillä reiteillä vaikeampi saavuttaa. Arviomme mukaan pandemia myös hautasi eri pelureiden toiveet halpalentokonseptin laajentamisesta kaukoreiteille ainakin lähivuosina. Siten emme odota pitkien reittien halpalennoista myöskään muodostuvan merkittävää kilpailijaa Finnairille.

Yhteistyö on iso osa Finnairin liiketoimintamallia

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

Kevyin yhteistyön muoto on code-sharing, jonka kautta lentoyhtiöt myyvät lippuja toisten yhtiöiden operoimille lennoille ja saavat liikevaihtoa myyntinsä perusteella. Code-sharing mahdollistaa verkon optimoinnin, tarjonnan parantamisen asiakkaille ja voi antaa hinnoitteluetua allianssikilpailun ulkopuolisilla reiteillä. Tämän tyyppisiä yhteistyökumppaneita Finnairilla on vajaat 30, joista 10 kuuluu Finnairin tavoin globaaliin oneworld-allianssiin. Oneworldissa yhtiöt ovat syventäneet yhteistyötä

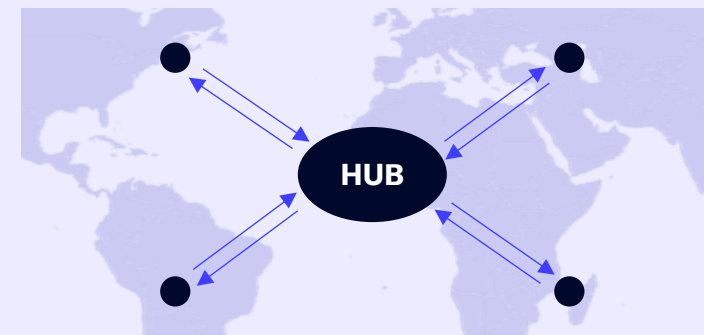
reittiverkkojen optimointiin, myyntiin ja jakeluun sekä yhteisten resurssien käyttöön. Tavoitteena allianssissa on verkoston laajentaminen ja operatiiviset synergiat. Mielestämme laaja osallistuminen yhteistyöhankkeisiin on Finnairin kaltaisen pienen lentoyhtiön kannalta tärkeää, sillä se parantaa tarjoamaa sekä tuo skaalaansa isompaa kokoa. Huomattavaa hinnoitteluhuylöä tai kulusynergioita allianssiyhteistyökään ei kuitenkaan tarjoa.

Finnairin kannalta syvimät ja tärkeimmät yhteistyön muodot ovat yhteiset liiketoiminnot, joissa yhtiö sopii hankkeiden alaisten reittien kapasiteetista kumppaniensa kanssa ja yhden yhtiön operoimien lentojen tulot jaetaan jäsenten kesken ennalta sovitulla tavalla. Yhteisliiketoimintoja Finnairilla on Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisessä liikenteessä (**Atlantin JB**) muun muassa American Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian muodostaman ryhmän kanssa sekä Euroopan ja Japanin välisessä liikenteessä Japan Airlinesin, British Airwaysin ja Iberian kanssa (**Siperian JB**). Tärkeä yhteistyömuoto on myös kahdenvälinen strateginen kumppanuus Qatar Airwaysin (QA) kanssa, jossa QA ostaa Finnairin operoimilta lennoilta kiinteän osuuden matkustajapaikoista sekä koko rahtikapasiteetin ja myy ne omien jakelukanaviensa kautta. Lisäksi Finnair operoi Qantasille tällä hetkellä yhtä Australian ja Aasian välistä reittiä. Finnairin kaikki JB-kumppanit, QA ja Qantas kuuluvat myös oneworldiin.

Yhteistyöliiketoimintojen ja kahdenvälisten yhteistöiden merkitys on allianssiakin suurempi

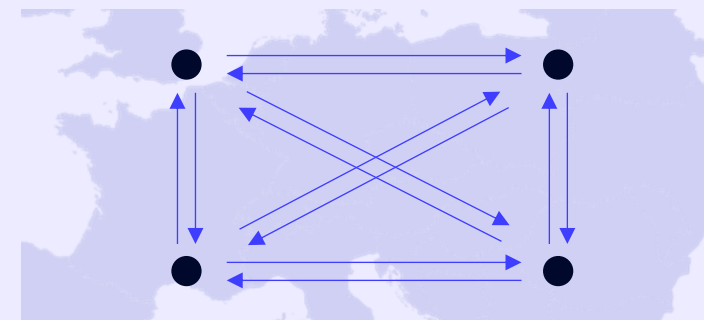
SJB:n ja AJB:n yhteisliiketoiminnoilla on vahva markkina-asema kohdealueillaan, joskin Venäjän ilmatilan sulusta aiheutuneet reittipituus- ja kustannusongelmat koskevat täysimääräisesti myös koko SJB:tä. Finnair hyötyi selvästi SJB:stä ja AJB:stä ennen pandemiaa, ja niiden merkitys

Verkostolentoyhtiö



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

Reittilentoyhtiö



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

yhtiölle on edelleen tuntuva, vaikka SJB:n merkitys portfolioissa onkin pienentynyt Finnairin strategiamuutosten takia. Molemmat hankkeet tuovat arviomme mukaan Finnairille lisää skaalaetuja. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö olisi avoin uusille yhteisliiketoiminnoille muillakin alueilla, kuten Intiassa.

Osana tasapainoisempaa maantieteellistä verkostoa tavoittelevaa strategiaansa Finnair sopi vuonna 2022 strategisesta yhteistyöstä Qatar Airwaysin kanssa ja vuonna 2023 Qantasin kanssa. Yhteistyön puitteissa Finnair lentää Helsingistä syöttöliikennettä QA:n kotikentälle Dohaan, josta QA:lla on taas laajat jatkoyhteydet Kaakkois-Aasiaan, Afrikkaan ja Australiaan. QA on myös sitoutunut ostamaan Finnairin kapasiteetista kiinteän osan. Yhteistyö sisälsi aiemmin myös reitit Tukholmasta ja Kööpenhaminasta Dohaan, mutta yhteistyö näiden reittien osalta päättyi tammikuussa 2025 todennäköisesti kannattamattomana. Qantasille Finnair on vuokrannut kaksi A330-konetta miehistöineen operoimaan kahta Australian ja Aasian välistä reittiä. Sopimus ulottuu vuoteen 2027, mistä kaksi jälkimmäistä vuotta ei sisällä miehistöjä. Finnairilla on ollut pilottien työtaisteluiden takia luotettavuusongelmia vuoden 2024 lopulla ja vuoden 2025 alussa, ja käsityksemme mukaan Qantas on tästä syystä supistanut Finnairin lentämän ohjelman yhteen reittiin toistaiseksi.

Arviomme mukaan yhteistyöt ovat Finnairille tärkeitä, sillä niiden ansiosta Finnair saa 1) käyttöä Kiinan markkinoilta Venäjän ylilentokiellon takia todennäköisesti osittain toimeettomaksi jääneille A330-koneille (mallia käytettiin Kiinan reiteillä) ja 2) Qatar-yhteistyö on avannut yhtiölle uusia maksukykyisen asiakaskunnan omaavia markkinoita vahvan jakeluvoiman omaavan pelurin siivellä.

Järjestelyn tarkemmista kaupallisista ehdoista ei ole tietoa, mutta uskomme Finnairin pystyneen neuvottelemaan vähintään kohtuullisen sopimuksen osin haastavasta neuvotteluasemasta huolimatta, sillä arvioimme QA:n ja Qantasin arvostaneen laatuun panostavana lentoyhtiönä Finnairin kykyä tarjota samoja ominaisuuksia. Näin ollen pidämme järjestelyä Finnairin kannalta hyvänä, vaikka Aasian liikenteen asemien heikkenemisen nettonegatiivista vaikutusta Finnairiin nämä eivät kompensoineetkaan. Vastaavasti mahdollinen Qantas-yhteistyön supistuminen luotettavuusongelmien takia olisi yhtiölle takaisku.

Asiakaskunta on hajautunut

Kuluttajatuote-yhtiölle tyypillisesti Finnairilla on miljoonia asiakkaita, eikä yksikään asiakkaista ole konsernin mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa, vaan kaupankäynti alkaa joka päivä käytännössä alusta. Hajanainen asiakasrakenne ei tyypillisesti anna lentoyhtiöille selkeää hinnoitteluvoimaa, vaan kireää kilpailu on historiallisesti pitänyt keskituotot paineessa. Ajoittaisia keskituottojen pyrähdyksiä markkinoilla on toki toisinaan nähty, ja keskituottoihin vaikuttaa tarjontakäyrän sijainnin kautta jossain määrin myös yleinen kustannustason ja etenkin polttoaineen hintataso eli öljyn hinta. Viime aikoina kasvanut regulaatio ja päästöjen vähentämistarpeet tulevat luultavasti ajamaan tarjontakäyrää jossain määrin ylös ja vaikuttamaan vastaavasti lippujen hinnoitteluun, sillä lentoyhtiöllä ei ole kannattavuuspuskureita nousevien kulujen syömiseen.

Asiakasuskollisuus on lentosektorilla tyypillisesti matalahkoa lukuun ottamatta ostojaan keskittäviä yritysasiakkaita, sillä lentolippu on homogeeninen ja helposti vertailtava tuote. Arvioimme mukaan Finnairilla on



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

edelleen kehityspotentiaalia kanta-asiakasohjelmansa hyödyntämisessä. Yhtiö on kuitenkin jo pitkään panostanut strategiassaan laatuun ja hoiti myös koronaviruksen kokonaisuutena erittäin asiakasystävällisesti moniin kilpailijoihin verrattuna. Näistä syistä Finnair on onnistunut säilyttämään asiakastytyväisyyden hyvällä tasolla, vaikka pilottien työtaistelutoimet ovatkin viime aikoina aiheuttaneet liikenteelle merkittäviä operatiivisia häiriöitä. Tässä valossa pidämme mahdollisena, että yhtiö saavuttaisi ainakin joissakin korkeinta laatua arvostavissa asiakassegmentissä jossain määrin parempaa asiakasuskollisuutta ja sitä kautta hieman historiallista parempaa hinnoitteluvoimaa jatkossa.

Lentäminen ei ole erityisen skaalautuvaa

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

Kiinteisiin kuluihin ei ole sisällytetty lentokonekustannuksia, joiden osuus kokonaiskuluista on karkeasti 10 % liikevaihtotasoon suhteutettuna. Nämä kulut eivät lyhyellä tähtämellä ole erityisen joustavia. Arvioimme mukaan Finnairin kulurakenne on myös konekulujen osalta

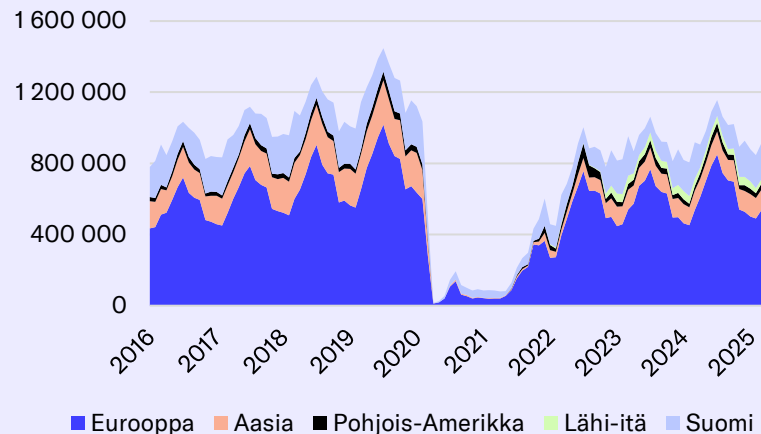
kiinteytynyt koronaviruksen kriisissä, sillä yhtiö teki kriisissä myynti- ja takaisinvuokraussopimuksia omistamistaan kalliimmista A350-koneista likviditeetin nostamiseksi. Tätä temppua ei tietenkään voi käyttää toista kertaa. Vuokrat Finnair maksoi myös kriisin synkimpinä hetkinä täysimääräisesti. Siten nopea koneisiin liittyvien kulujen vaikutaminen on lentoyhtiöille tyypillisesti vaikeaa. Kiinteiden kulujen ja merkittävien konekustannusten takia Finnairin tulosvipu toimii voimakkaasti alaspäin myynnin laskiessa.

Finnairin kulurakenteessa merkittävin erä on polttoaine

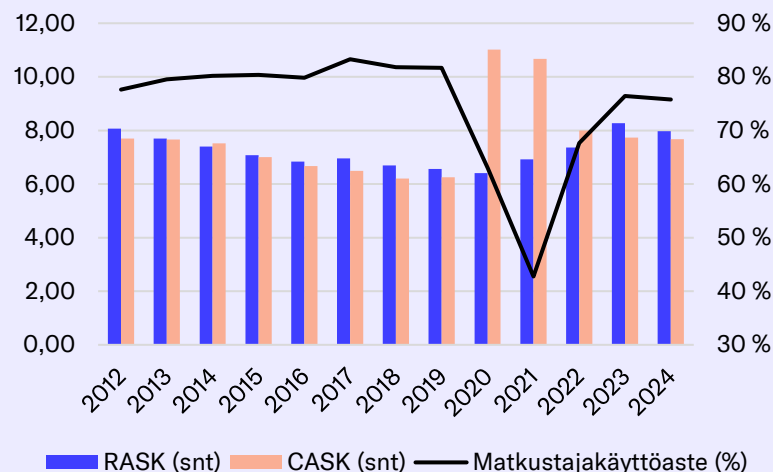
Finnairin kulurakenne on tyypillinen verkostolentoyhtiölle ja se antaa varsin hyvän läpinäkyvyyden yhtiön tuloksen muodostumiseen. Kulurakennetta kannattaa tarkastella etenkin absoluuttisin numeroin, sillä raakaöljyn mukana liikkuva polttoaineen hinta voi heiluttaa yhtiön kulurakennetta suhteellisesti. Finnair vaihtaa polttoaineen hinnan muutosten vaikutusta tulokseensa 18 kuukauden rullaavalla ja portaittaisella suojauspolitiikalla, jossa seuraavan 3 kuukauden ostoista 68–93 % on suojattu. Ennen koronavirusta yhtiö noudatti 24 kuukauden suojauspolitiikkaa. Siten yhtiö on lisännyt lyhyen tähtäimen polttoaineen hintariskiä ja vastaavasti suojausten kustannukset ovat myös luultavasti laskeneet. Huomioitavaa on, että myös monet muut lentoyhtiöt ovat lyhentäneet suojaushorisonttiaan.

Kulurakenteessa merkittävin erä onkin polttoaine. Tämä erä on luonnollisesti muuttuva, sillä polttoaineen kulutus riippuu etenkin lentämisen määrästä ja pienemmissä määrin liikenteen rakenteesta. Lentopetrolin hinta seuraa tiukassa korrelaatiossa raakaöljyn maailmanmarkkinahintaa, eikä polttoaineostoissa ole saavutettavissa skaalaetua (tulevaisuudessa SAF:iin voi kuitenkin muodostua

Kuukausittainen matkustajamäärä
(01/2016–04/2025)



RASK¹, CASK² ja matkustajakäyttöaste



Lähde: Finnair, Inderes

¹Liikevaihto / tarjottu henkilökilometri, ²Kustannus / tarjottu henkilökilometri

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

paikallisempia markkinoita). Siten polttoainekulujen osalta yhtiö on markkinoiden armoilla. Polttoainetehokkuus on sen sijaan suurelta osin riippuvainen laivastosta. Tyypillisesti polttoainetehokkuuden ylläpito vaatii investointeja lentokoneisiin, mikä taas sitoo pääomia. Mielestämme Finnairin laajarunkolaivasto on tällä hetkellä erittäin polttoainetehokas A350-koneiden ansiosta, kun taas keskimäärin reilusti vanhemman kapearunkolaivaston polttoainetehokkuus on korkeintaan keskinkertainen. Suhteellisesti arvioimme yhtiön polttoainetehokkuuden olevan lievästi heikentymään päin, sillä nykystrategiassa lyhyen matkan lentämisen rooli on aiempaa Aasian strategiaa suurempi. Lisäksi kiristynyt sääntely kasvattaa kustannuspaineita biopolttoainekulujen osalta, kuten Q1'25:llä nähtiin heti EU:n jakeluvelvoitteen voimaan astumisen jälkeen.

Henkilöstökulut muodostavat toiseksi suurimman siivun

Finnairin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä pääomavaltaiseksi liiketoimialaksi lentoliiketoiminta on myös melko henkilöintensiivistä. Yhtiö on parantanut potentiaalista henkilöstötehokkuuttaan viime vuosina muun muassa korona-aikana toteutettujen ja sen jälkeen jatkettujen säästöohjelmien myötä, joiden seurauksena henkilöstömäärä on supistunut noin 1300 työntekijällä.

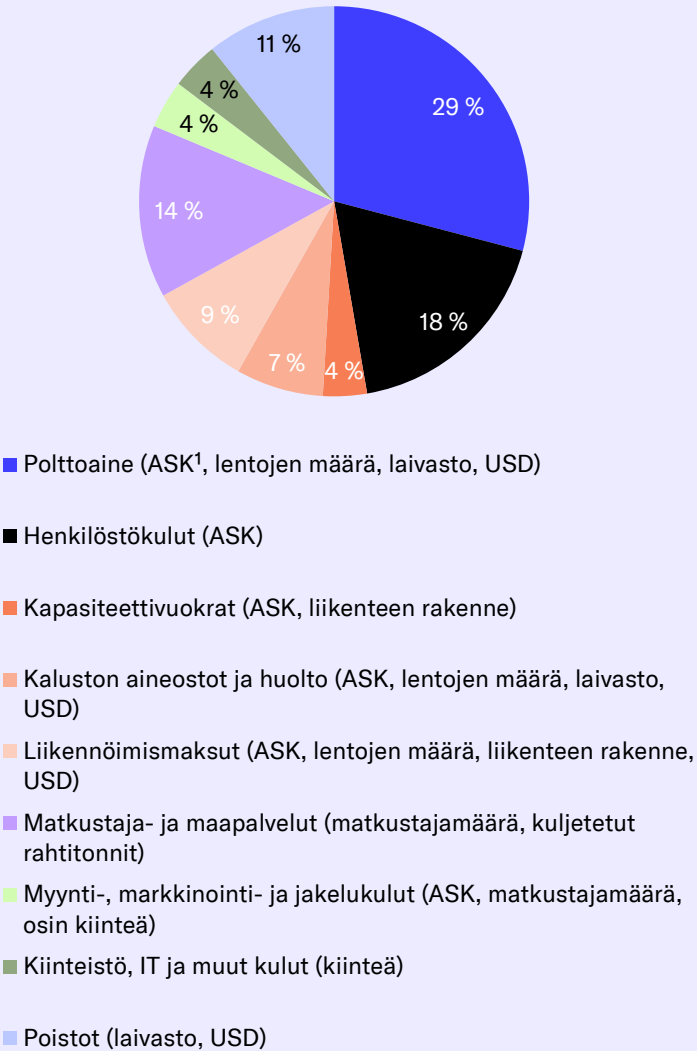
Palkkainflaatio on pysynyt Finnairilla maltillisena palkkajarrujen ja tuottavuusparannusten ansiosta, mutta viimeaikaiset työtaistelut kertovat kasvavasta paineesta työehdoissa. Arvioimme mukaan Finnairin henkilöstökustannusten taso on länsiverrokkeihin nähden kilpailukykyinen pienen yhtiön tietyistä skaalahaitoista oikaistuna. Lähi-idän ja Aasian kehittyvien maiden kilpailijoilla palkkarakenne on sen sijaan kevyempi.

Loput kulut koostuvat pienemmistä puroista

Loput kuluerät Finnairin kulurakenteessa muodostuvat myynti-, markkinointi- ja jakelukuluista, liikennöimismaksuista, kaluston huolloista, kapasiteettivuokrista, muista kuluista sekä poistoista. Kolme ensin mainittua ovat pääosin lentämisen volyymiin ja/tai matkustajamääriin liitännäisiä ja siten muuttuvia kuluja, kun taas kapasiteettivuokrat riippuvat liikennöinnin rakenteesta (itse operoitu vs. ulkoa ostettu kapasiteetti). Muut kulut ovat sen sijaan pääosin kiinteitä ja sisältävät esimerkiksi IT- ja hallintokuluja sekä tilavuokria. Poistot pitävät sisällään sekä oman kaluston ei-kassavirtavaikutteisen kulumisen että leasingmaksujen kassavirtavaikutteiset lyhennyserät. Leasingmaksujen korko-osuus kirjataan puolestaan rahoituskuluihin.

Koronapandemian aikana toteutetut säästöt sekä Venäjän ylilentokiellon jälkeen käynnistetyt lisäsopeutukset ovat ulottuneet kaikkiin näihin kulueriin. Jakelukuluja on myös laskenut yhtiön pyrkimys ajaa myyntiä omaan halvempaan ja paremman keskituoton myyntikanavaan. Finnair myi vuonna 2024 jo 70 % lipuistaan moderneista myyntikanavista (vrt. noin 50 % vuonna 2020). Samaan aikaan valtaosaan näistä eristä on kuitenkin kohdistunut inflaatiopainetta. Erityisesti navigointi- ja laskeutumismaksujen nousu on kasvattanut liikennöimiskustannuksia vuodesta 2025 alkaen. Näin ollen Finnairin kulurakenne on ollut viime vuosina varsin turbulentissa tilassa ja arvioimme tilanteen jatkuvan samankaltaisena myös lähiaikoina. Kokonaisuudessaan Finnairin säästötoimet ovat olleet verrokkiryhmää aggressiivisempia, minkä taustalla on näkemyksemme mukaan lähtötilanteen tietyt mittakaavahaitat sekä toisaalta verrokkeja suurempi isku Venäjän ylilentokiellosta.

Kulurakenne kuluerittäin (2024)



Lähde: Finnair, Inderes
Suluissa kustannuserän ajuri, ¹Tarjotut henkilökilometrit

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Arviomme mukaan Finnairin kilpailukyky on yhä parempi pitkän matkan liikenteessä (oletuksena vertailukelpoinen lentomatkä) uudemman kaluston sekä liiketoiminnan erityyppisen logiikan takia. Lyhyemmillä reiteillä Finnairin puhdas kustannuskilpailukyky on nähdäksemme yhä heikompä, vaikka suhteellisesti lyhyen päään liikenne onkin saattanut parantaa tehokkuuttaan viime vuosina enemmän. Kokonaisuutena emme kuitenkaan pidä kulutehokkuutta yhtiön vahvuusalueena, ja Finnairin pitääkin pystyä kompensoimaan kulupuolen takamatka tulopuolella esimerkiksi kilpailijoita paremman palvelun (ts. korkeampien keskituottojen) kautta.

Dollarin kurssi heiluttaa euromääräisiä kuluja

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

Finnairin liiketoimintamalli on pääomaintensiivinen

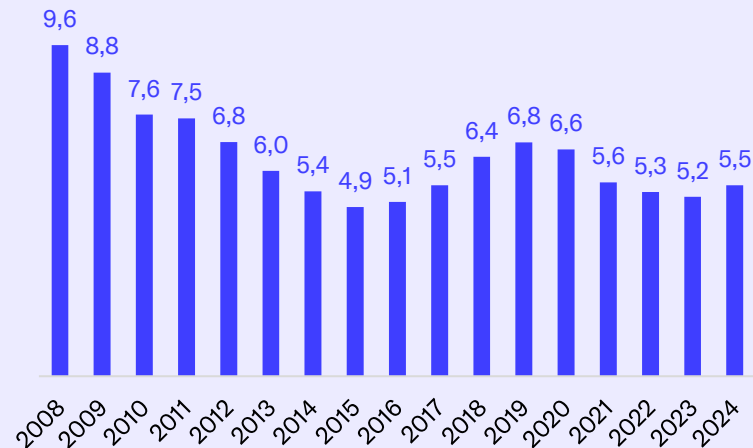
Finnairin pitkäaikainen kiinteä omaisuus vastasi vuoden 2024 lopussa noin 58 % taseen loppusummasta, joten yhtiön toimintamalli on lentoyhtiöille tyypillisesti pääomaintensiivinen. IFRS 16 -standardin takia

pääomaintensiivisyyttä ei myöskään voi enää "piilottaa" taseen ulkopuolelle, sillä nykyään myös vuokravastuut ja niitä vastaavat omaisuuserät kirjataan taseeseen.

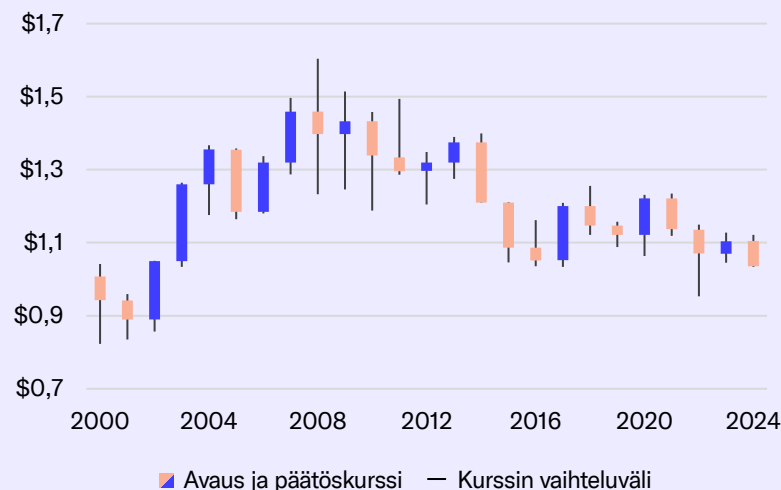
Finnair omistaa lukumäärällä mitattuna noin 60 % koneistaan, ja loput näistä on vuokrattu leasingyhtiöltä eripituisilla sopimuksilla. Laivaston käyväällä arvolla mitattuna omien koneiden osuus on arviomme mukaan alempi, sillä myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelyitä tehtiin etenkin arvokkaimmilla A350-koneilla ja vuokrakoneiden ostoja vanhemmilla kapearunkokoneilla. Kokonaisuutena Finnairin liikkumavara laivaston hallinnan suhteen on arviomme mukaan vielä tyydyttävä. Pitkällä aikavälillä näemmekin optimaalisena, että yhtiö omistaa osan koneistaan ja vuokraa osan.

Pääomaintensiivisyyden lisäksi lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin eli suuren kassan liiketoiminnan rahavirtojen kausiluonteisuuden ja yllättävien heilahdusten (ml. suojausten käyvät arvot) varalle. Suuri kassan tarve kasvattaa tasetta ja rajoittaa samalla sijoitetun pääoman tuottopotentiaalia.

Henkilöstö keskimäärin
(tuhatta ihmistä)



Euron arvo dollareina



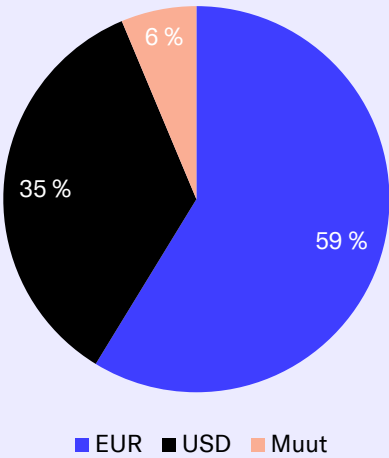
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Käyttöpääoma on negatiivinen

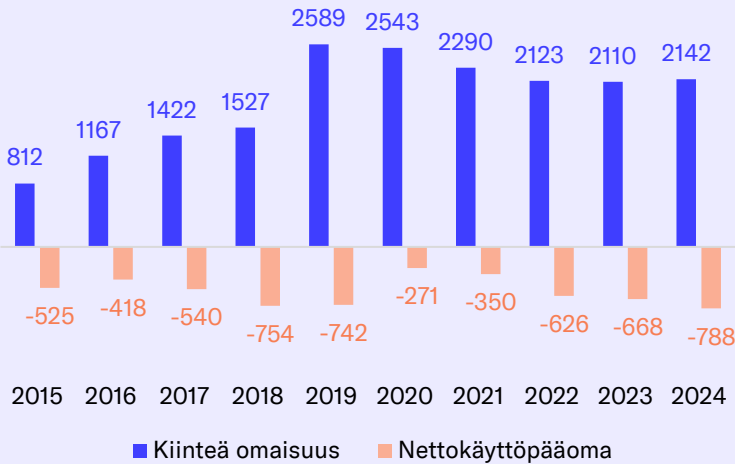
Lentoyhtiöiden asiakkaat maksavat lentoliput ostohetkellä, mutta matka toteutetaan keskimäärin joitakin viikkoja maksun jälkeen. Toisaalta liiketoiminta ei sido varastoja, sillä tuotantopanosten (esim. polttoaine) varastoinnista vastaavat tavarantoimittajat sekä alihankkijat, ja lentoyhtiöt saavat suurina ostajina tyypillisesti neuvoteltua varsin pitkät maksuajat. Siten lentoyhtiöiden nettokäyttöpääoma on normaaleissa olosuhteissa voimakkaan negatiivinen ja esimerkiksi Finnairin nettokäyttöpääoma oli vuoden 2024 lopussa -26 % liikevaihdosta (vrt. vuoden 2019 lopussa -22 %). Käyttöpääomatarve kuitenkin elää voimakkaasti vuoden aikana liiketoiminnan (ts. varausten) kausiluonteisuuden mukaan.

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

Kulujakauma valuutoittain (2024)



Kiinteä omaisuus ja käyttöpääoma (MEUR)



Lähde: Finnair, Inderes

Kumppanuudet mahdollistavat Finnairille globaalin verkoston

Atlantic Joint Business (AJB)

Eurooppa ↔ Pohjois-Amerikka



N°RRA

Operoi Finnairille
pääsääntöisesti
pohjoismaisia lentoja

Siberian Joint Business (SJB)

Eurooppa ↔ Japani



Strateginen yhteistyö

Helsinki ↔ Doha



Wet- ja dry-lease-järjestelyt

Kaakkois-Aasia ↔ Australia

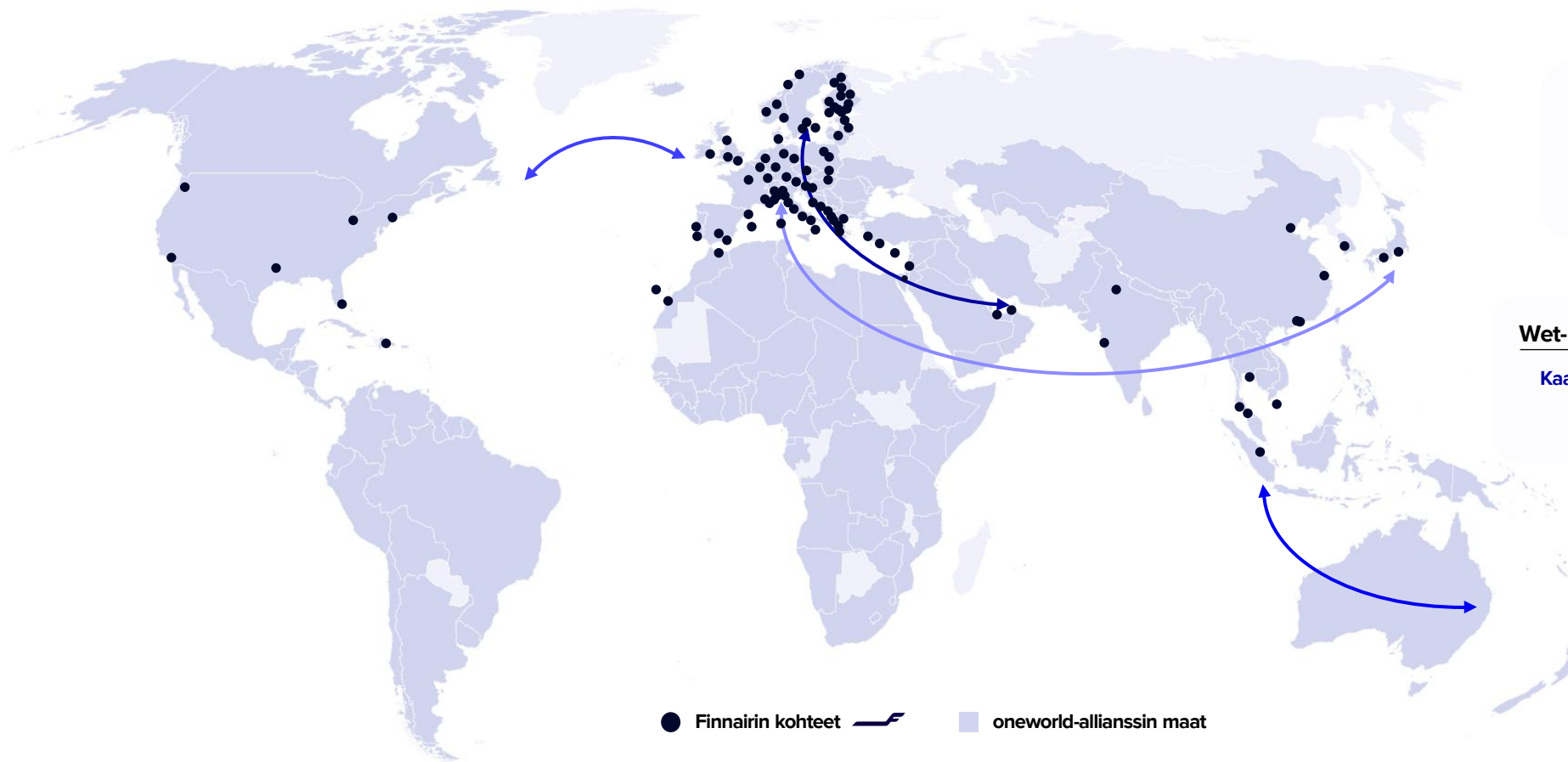


14
reittilento-
yhtiötä

>170
maata

>900
kohdetta

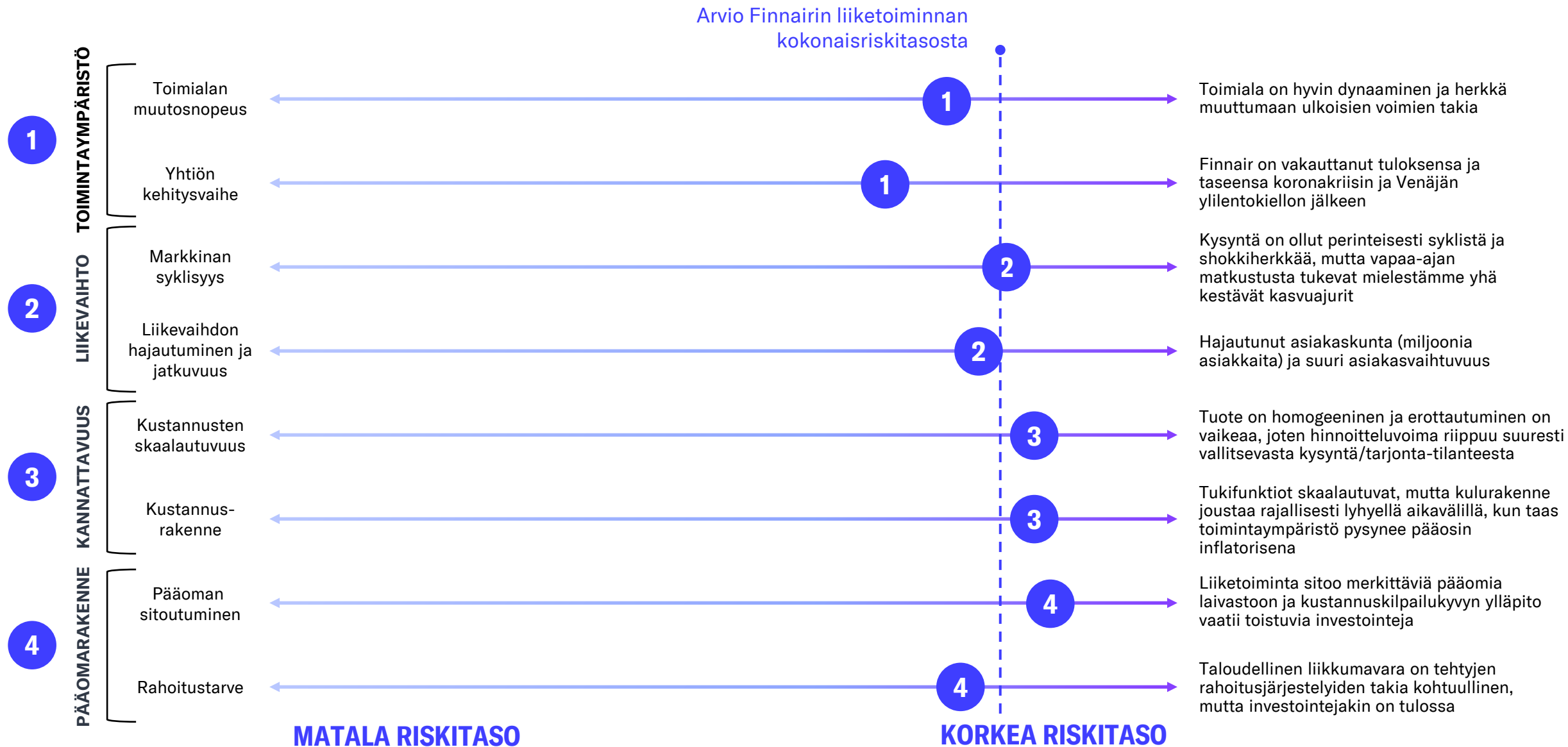
Strateginen
allianssi



● Finnairin kohteet

■ oneworld-allianssin maat

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Nykyinen strategiakausi lähenee loppuaan

Finnairin nykyinen strategiakausi päättyy vuoden 2025 lopussa, ja yhtiö on ilmoittanut päivittävänsä strategiaansa kuluvaan vuoden aikana. Uudessa strategiassa eniten lentävien avainasiakkaiden rooli tulee luultavasti korostumaan, mutta emme odota yhtiöltä silti radikaaleja muutoksia. Arviomme mukaan nykyisen strategian kulmakivet voidaan jakaa seuraavasti:

Tasapainoisempi maantieteellinen verkosto. Finnairin verkosto yhdistää Eurooppaan, Aasiaan, Intiaan, Lähi-itään sekä Pohjois-Amerikkaan Helsinki-Vantaan kotikentän kautta. Venäjän aloittaman hyökkäyssodan myötä Finnair ei kuitenkaan voi enää nojata perinteisen vahvuusalueen Aasian liikenteeseen, vaikka yhtiö haluaakin säilyttää strategisen option alueella. Muilla alueilla Finnairilla ei ole vastaavaa maantieteellistä etulyöntiasemaa, joten vahvojen kumppanuuksien rooli verkoston rakentamisessa korostuu kaikissa ilmansuunnissa.

Yksikkötuottojen parantaminen. Suoramyynä on yhtiön kannattavin myyntikanava välikäsien puuttuessa, ja digitaalisen myynnin nostaminen pitäisi niin ikään nostaa yksikkötuottoja. Finnair on panostanut digitaaliseen asiakaskokemukseen muun muassa mobiilisovelluksen kehittämisen ja kanta-asiakasohjelman uudistamisen kautta. Strategisena painopisteenä on erityisesti eniten lentävien asiakkaiden sitouttaminen – näistä suuri osa on suomalaisia, joihin kohdennettu tarjooma on keskeinen. Finnairin lisäpalvelumyynti ei vielä yllä parhaiden kilpailijoiden tasolle, mutta suunta on ollut viime vuosina oikea. Yhtiö pyrkii entistä paremmin ymmärtämään asiakkaidensa tarpeita ja kehittämään palveluita, jotka

tukevat koko matkaketjua ennen lentoa, sen aikana ja jälkeen. Finnair onkin kertonut jatkavansa lisäpalveluiden tarjooman, matkustamon ja lentokenttäpalveluiden kehittämistä lähivuosina, minkä pitäisi tukea yksikkötuottojen kehitystä.

Yksikkökustannusten alentaminen. Yksikkökustannusten pienentäminen ”merkittävästi” vuoden 2019 tasoon verrattuna on ollut yksi Finnairin keskeisistä tavoitteista. Arviomme mukaan yhtiön korona-aikana ja Venäjän ylilentokiellon jälkeen tehdyt yli 400 MEUR:n säästöt tukivat tavoitetta, mutta toisaalta hyvin inflatorinen toimintaympäristö on ollut vastavoima. Yhtiö pyrkii nähdäksemme jatkossa parantamaan kulutehokkuuttaan tai ainakin hillitsemään inflaation vaikutuksia jatkuvan parantamisen voimin, mutta merkittävä kulutason alentaminen voi olla lähivuosina haastavaa.

Vastuullisuus ja päästöjen vähentäminen. Finnairin tavoitteena on kuulua lentoliikenteen johtaviin vastuullisuustoimijoihin. Arviomme mukaan päästöjen vähentäminen on liiketoiminnassa pysymisen edellytys, joten strateginen painotus on perusteltu ja välttämätön. Keskeisessä roolissa ovat vähäpäästöisemmät polttoaineet (SAF), mukaan lukien synteettiset vaihtoehdot, joiden laajamittainen käyttöönotto vaatii merkittäviä investointeja koko toimialalta. Finnairilta tämä edellyttää nähdäksemme myös investointeja ainakin kapearunkolaivaston uudistamiseen, mikä puolestaan edellyttää investoinnit mahdollistavan kannattavuuden ja taseen. Osa vastuullisuudesta aiheutuvista kustannuksista siirtynee jatkossa myös asiakashintoihin, mutta siirtymä ei ole välttämättä suoraviivainen, sillä kuluttajien maksuhalukkuus on toistaiseksi rajallinen.



Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

6 %

Liikevoittomarginaali

(vuoden 2025 loppuun mennessä)

1–2x

Nettovelan suhde käyttökatteeseen

(vuoden 2025 loppuun mennessä)



Voitonjakokyvyn palauttaminen

(vuodesta 2025 alkaen)



Nettonollahiilipäästöt

(vuoteen 2050 mennessä)

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

2020–
2022

Tuplakriisiin sopeutuminen

- Pandemia romahduttaa kysynnän yli kahdeksi vuodeksi Q1'20:ltä alkaen
- Venäjän ylilentokielto tekee yhtiön Aasian strategiasta toteuttamiskelvottoman Q1'22:lla
- Toiminnan jatkuvuuden turvaaminen säästöillä ja lisärahoituksella
- Strategiapäivitys 9/2023 Ukrainan sodan jälkeiseen todellisuuteen sopeuttamiseksi

Strategian "Must Win Battles"

Toteutunut

- Uutta oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta on kerätty yli 3 mrd. eurolla likviditeetin ja toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi
- Yli 200 MEUR:n kustannussäästöt koronapandemiaan sopeutumiseksi
- Kassavirran parantaminen investointeja siirtämällä
- Maantieteellisesti tasapainoisempaan verkostoon nojaavan strategian suunnittelu kesällä 2022
- Lentotoiminnan ylösajo vuoden 2022 aikana



2023–
2025

Uudelleenrakennus

- Kaukoliikennekapasiteetin osittainen siirto Koillis-Aasiasta Intiaan, Lähi-itään ja Pohjois-Amerikkaan
- Euroopan verkoston uudelleenoptimointi
- Säästöjen jatkaminen yksikkökustannusten alentamiseksi
- Yksikkötuottojen vahvistaminen (ml. dynaaminen lipputuottojen hallinta ja lisäpalvelut)
- Kannattavuuden palauttaminen
- Taseen korjaaminen investointikykyiseksi
- Vastuullisuuteen panostaminen

Keskipitkä aikaväli

- Laivaston sopeuttaminen uuden strategian vaatimuksiin (ml. harkitut vuokrajärjestelyt)
- Yksikkötuottojen rakenteellinen vahvistaminen ainakin jakson alkuvaiheessa suotuisassa toimintaympäristössä
- Säästötavoitteessa onnistuminen kilpailukyvyntukemiseksi ja investointikyvyn palauttamiseksi
- Inflaation hallitseminen
- Taseen palauttaminen investointikykyiseksi oman pääoman vahvistamisen ja nettovelan laskun kautta
- Hallitun kokoluokan Aasia-option ylläpitäminen
- Strategiapäivitys uudelleenrakennuksen päätteeksi



2026–

Kannattava kasvu

- Hallittu noin markkinoiden mukainen kasvu markkinoiden mukana tasapainoisella maantieteellisellä verkostolla
- Eniten lentäviin asiakkaisiin panostaminen
- Kannattavuuden systemaattinen parantaminen laatustrategiaa noudattaen
- Kapearunkolaivaston uudistus viimeistään vuosikymmenen loppupuolella
- Aasian liiketoiminnan hallittu lisääminen (muttei vanhaan liiketoimintamalliin palaaminen), jos Venäjän ilmatila avautuisi pitkällä aikavälillä

Pitkä aikaväli

- Vähintään eurooppalaisten lentoyhtiöiden keskitasoa olevan operatiivisen kannattavuuden saavuttaminen
- Vahvan taseen saavuttaminen ja sen ylläpito
- Kapearunkolaivaston uusiminen
- Vastuullisuuteen panostaminen toimialan etujoukossa
- Taloudellisen lisäarvon luominen (ts. ROIC-% > WACC-%)

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3 – SWOT



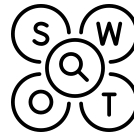
Vahvuudet

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



Heikkoudet

- Maantieteelliset kilpailuedut ovat heikentyneet selvästi
- Kilpailijat selvisivät Venäjän ylilentokiellosta oleellisesti Finnairia vähemmin vaurioin
- Suomen kotimarkkina on pieni
- Kapearunkolaivasto alkaa olla vanhahko, eikä yhtiöllä ole konetilauksia sisässä, vaikka kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaatii yhtiöltä myös investointeja



Mahdollisuudet

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



Uhat

- Toimiala on shokkiherkkä eikä yhtiön shokkien sietokyky ole vielä huomattavan vahva
- Toimialadynamiikan paluu vanhoihin haastaviin viitekehyksiin ja etenkin halpalentokilpailun laajempi leviäminen Helsinki-Vantaalle
- Rakenteelliset muutokset toimialalla
- Regulaation kiristymisen nostaa kuluja ja taittaa kysynnän kasvunäkymää

Toimiala ja kilpailu 1/7

Kysynnän kasvun odotetaan jatkuvan vakaana, vaikka kulmakerroin onkin hieman taittunut

IATA arvioi vuonna 2024 maailman lentoyhtiöiden yhteenlasketuksi liikevaihdoksi 965 miljardia dollaria (2019: 838 mrd. dollaria), mikä vastaa 0,8 % maailman yhteenlasketusta BKT:sta. Koronapandemiaa edeltäneinä vuosikymmeninä ala kasvoi melko tasaisesti 4,5 %:n vuosittaista tahtia. Toimialan kasvua ovat ajaneet ja tulevat jatkossa ajamaan väestön määrän kasvu, globaali elintason nousu ja lentomatkustuksen tekninen kehitys.

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

Globaalin lentomatkustamisen ennustetaan kasvavan vuodesta 2023 vuoteen 2043 mennessä 3,8 % vuosittain. Tämä taso on historiallista kasvua hitaampi, mutta vastaavan ajanjakson maailman 2,5 %:n BKT:n kasvuennustetta korkeampi. Siten pandemia sekä mahdollisesti myös kiihtynyt ilmastokeskustelu ja vastuullisuusarvojen nousu ovat näillä näkymin taittaneet hieman toimialan kasvuodotuksia, mutta lentoliiketoiminnan odotetaan silti pysyvän kasvavana toimialana.

Kilpailukyvyyn säilyttäminen vaatii jatkuvia investointeja

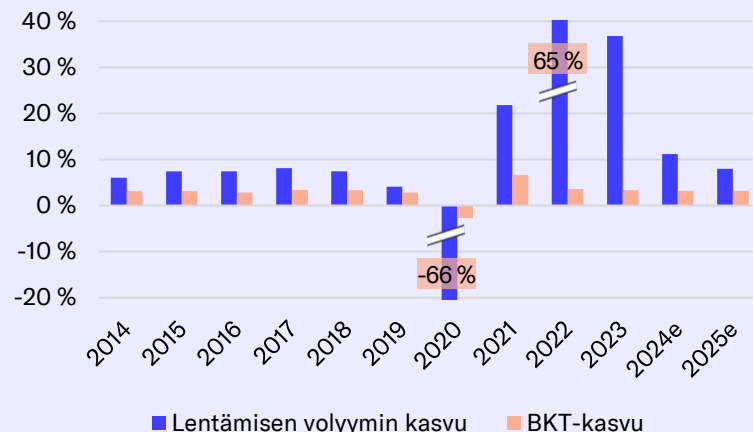
Kasvaakseen lentoyhtiöt ovat joutuneet historiallisesti investoimaan valtavasti uusiin lentokoneisiin. Myös konekokojen kasvattaminen on ollut historiallisesti

teknisesti mahdollista ja taloudellisesti järkevää, vaikka tähänkin löytyy toki rajat (esim. A380-konetyypin ongelmat). Lisäksi uudet koneet ovat polttoainetehokkaampia ja siten kilpailukykyisempiä, joten koneisiin investoidaan kapasiteetin lisäämisen lisäksi myös tehokkuuden parantamiseen liittyvistä syistä.

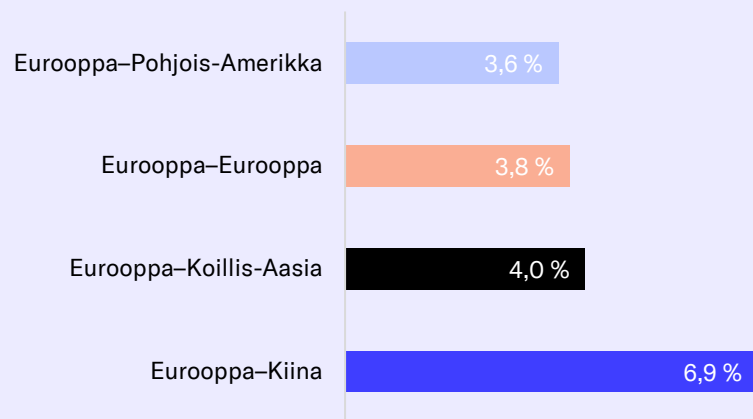
Suuri pääoman tarve nostaa alalle tulon esteitä sekä rajaa toimialan yhtiöiden minimikokoa. Uusien yhtiöiden intoa murtautua alalle nämä tekijät eivät kuitenkaan ole estäneet, sillä toimialalla on nähty toistuvasti uusia yhtiöitä. Tosin viime vuosina alalle tulo on kuitenkin hidastunut. IATA:n mukaan vuonna 2024 uusien toimijoiden ja markkinoilta poistuneiden yhtiöiden määrä oli alhaisin koko vuosikymmeneen, mikä saattaa viitata markkinoiden hetkelliseen tasapainottumiseen.

Polttoainetehokkuus auttaa hiilidioksidipäästöjen vähentämisessä, mikä on tärkeä teema päästöintensiteetillä alalla. Lentoliikenne tuottaa noin 2,0–2,5 % maailman hiilidioksidipäästöistä laskentatavasta riippuen. Osuus maailman hiilidioksidipäästöistä on pysynyt vuosikymmeniä melko vakaana, vaikka lentämisen määrä on kasvanut räjähdysmäisesti. Tästä on kiittäminen lentokoneiden tehokkuuden kehitystä. Haasteena kuitenkin on, että nykyisellä kasvutahdilla toimialan perinteisillä fossiilisilla polttoaineilla ja polttomootoriteknologialla hiilidioksidipäästöjen absoluuttinen määrä on kasvamassa, kun taas monet muut toimialat ovat kääntämässä päästöjään alamäkeen. Arviomme mukaan päästöjen taittaminen vaatii etenkin uusiutuvien polttoaineiden (SAF, ml. synteettiset polttoaineet) polttoaineiden saatavuuden parantumista ja hintojen laskua sekä jatkuvia investointeja uuteen polttoainetehokkaampaan kalustoon.

Lentämisen volyymin ja maailman BKT:n kasvu (2014–2025e)



Finnairin alueiden kysynnän kasvuennuste (2023–2043e CAGR)



Toimiala ja kilpailu 2/7

Lentoliikenne on ollut Euroopan päästökauppajärjestelmän (ETS) alaista toimintaa vuodesta 2012 asti. Toistaiseksi lentoyhtiöiltä on vaadittu päästöjen seuraamista, raportointia ja vahvistamista, eikä päästöoikeuksilla ole ollut markkinahintaa. Päästöihin liittyvän regulaation tiukentuminen lentoalalla tulevaisuudessa on selviö, ja vielä kuluvan vuosikymmenen aikana lentoliikenne on tulossa laajemmin EU:n päästökaupan piiriin ja myös ICAO:n markkinaehtoinen päästöjen kompensointiohjelma (CORSIA) on alkamassa.

Arvioimmekin regulaation nostavan lentämisen kustannuksia asteittain. Lisäkustannukset jo valmiiksi ohuita voittomarginaaleja tekevät lentoyhtiöt joutuvat siirtämään asiakkailleen. Tämän taas pitäisi vaikuttaa hintajousto huomioiden kysyntään- ja kysynnän kasvunäkymään. Muutospaineiden mittakaavoja on tässä vaiheessa vielä hyvin vaikea arvioida.

Pääoman tuotto on ollut alalla kroonisesti huono

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

Kireä kilpailu ja jatkuvat investointitarpeet painavat kannattavuutta. Lentoyhtiöiden suuri määrä ja jatkuvat koneinvestointitarpeet pitävät kilpailutilanteen erittäin kireänä, eikä skaalaeduista päästä toimialana hyötymään optimaalisessa määrin. Euroopassa lentoyhtiöiden suuri määrä johtuu alalla yleisistä ja luultavasti konsolidaatiota jarruttavista valtioiden omistusosuuksista, joista ei poliittisista ja strategisista syistä haluta luopua.

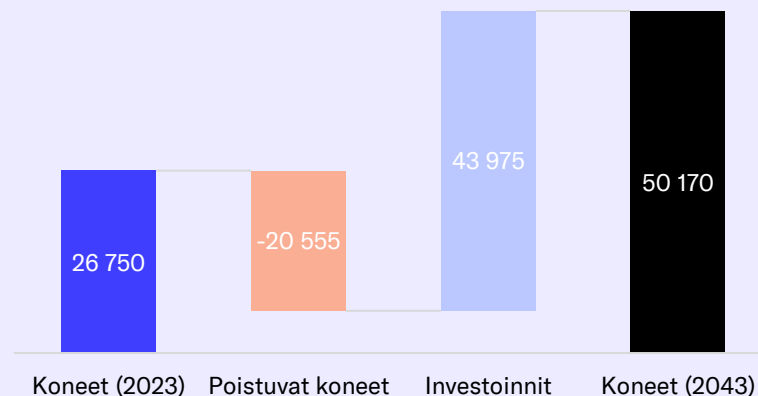
Palveluiden samankaltaisuus vaikeuttaa kilpailualueiden rakentamista. Kilpailualueita on vaikea rakentaa, sillä palvelu lentoyhtiöiden kesken on samankaltainen. Kustannusjohtajuuden kautta tietyt halpalentoyhtiöt ovat onnistuneet rakentamaan kilpailukykyisiä ja suhdannekestäviä liiketoimintoja toimialalle. Differointistrategialla operoivat yhtiöt hakevat kilpailualueita brändistä, joka liitetään turvallisuuteen, joustavuuteen, luotettavuuteen, paikallisuuteen ja eksklusiivisuuteen. Tällä tavalla kilpailualueita on onnistunut rakentamaan kuitenkin vain varsin rajallinen joukko.

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

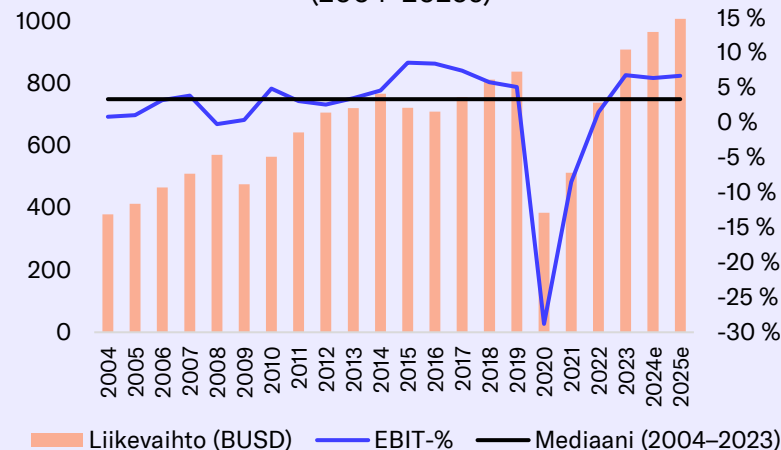
Lentoyhtiöiden asema arvoketjussa on heikko.

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

Matkustaja- ja rahtikoneiden lukumäärä (2023–2043e)



Lentosektorin liikevaihto ja kannattavuus (2004–2025e)



Toimiala ja kilpailu 3/7

Sodasta huolimatta lentämisen palautuminen on ollut voimakasta

Lentosektori oli jopa pahiten koronapandemian runtelema toimiala, kun matkustusrajoitukset lähes pysäyttivät liikenteen hetkeksi ja pitivät kansainvälisen matkustamisen volyymit kuristusotteessa pitkään vuosina 2020–2022. Tämä aiheutti käytännössä kaikille lentoyhtiöille raskaita tappioita ja velkaantumista, joihin yhtiöt vastasivat etenkin kustannussäästöillä ja mittavilla rahoitusjärjestelyillä pandemia-aikana. Nyt pandemian akuutit vaikutukset ovat olleet jo jonkin aikaa ohi, kun Kiinan markkina avautui asteittain vuoden 2023 aikana, kun taas muut markkinat alkoivat toipua asteittain jo vuosina 2021–2022.

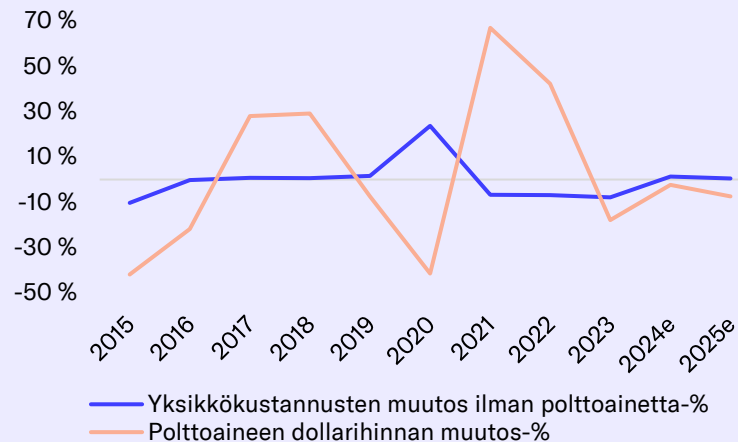
Helmikuussa 2022 alkaneen Ukrainan sodan seurauksena Venäjän ja Ukrainan ilmatilat sulkeutuivat eurooppalaisilta, eivätkä japanilaiset ja eteläkorealaisetkaan yhtiöt ole niitä sodan alun jälkeen käyttäneet. Eurooppalaiset lentoyhtiöt ovat myös takamatkalla kiinalaisiin lentoyhtiöihin nähden, joille Venäjän ilmatila on auki. Lisäksi polttoaineen voimakas hinnannousu ja vahva dollari ovat tehneet eurooppalaisten pelureiden liiketoimintaympäristöstä äärimmäisen haastavan, joskin vuoden 2025 aikana molemmat parametrit ovat liikkuneet suotuisaan suuntaan.

Useilla markkinoilla päästiin jo vuoden 2024 aikana pandemiaa edeltäviin volyymeihin, ja globaali lentoliikenne on ylittänyt jo selvästi vuoden 2019 tason. Tämä palautumisen aikataulu on ollut nopeampi kuin aiemmin odotettiin. Euroopan sisäinen lentäminen on palautunut lähes täysin pandemiaa edeltävälle tasolle, ja myös Euroopan ja Pohjois-Amerikan välinen liikenne on kivunnut lähelle vuoden 2019 volyymeja. Euroopan ja Aasian välinen

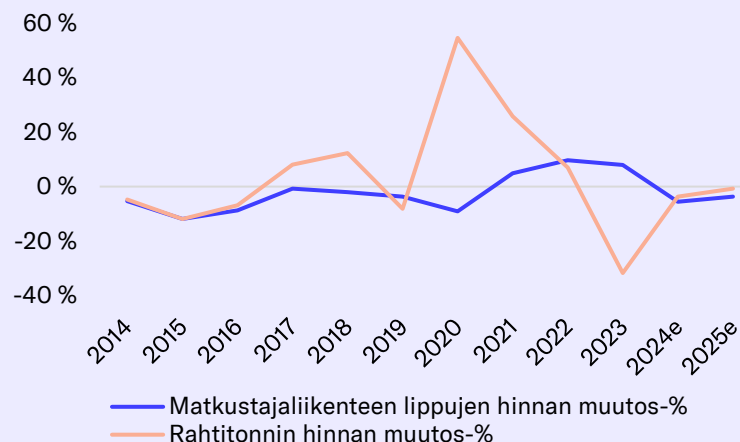
liikenne sen sijaan laahaa edelleen selvästi perässä, johtuen pääasiassa Venäjän ilmatilan sulkemisesta. Lisäksi Kiinassa viranomaiset ovat kuristaneet ulkomaanmatkustamista uusimalla kansalaisten passeja verrattain hitaasti. Siten arvioimme toimialan olevan saavuttamassa uutta normaaliaan, sillä Venäjän ylilentokiellon loppumisesta ei ole edelleenkaan merkkejä maan jatkaessa edelleen hyökkäystään Ukrainassa.

Volyymin nopea toipuminen on ollut mielestämme osoitus vahvasta kysynnästä, jonka juurisyy on kuluttajien voimakas halu matkustaa. Kysyntä on säilynyt pääosin melko vahvana länsimaisten kuluttajien ostovoimaan negatiivisesti vaikuttaneesta inflaatiosta sekä korkojen noususta huolimatta. Vahvaan kysyntään vastaaminen on vaatinut lentämisen arvoketjulta tarjonnan erittäin nopeaa ylösajoa, mikä ei ole sujunut ongelmitta. Vahva kysyntä, kysyntää hitaammin palautunut tarjonta sekä korkea kustannustaso ovat nostaneet viime vuosina lentolippujen hintoja merkittävästi valtaosalla maantieteellisiä alueita (ml. Finnairin kaikki ydinalueet), vaikka vuoden 2023 selkein hintapiikki rauhoittuikin vuonna 2024. Viime kvartaaleilla lippujen hinnat vaikuttavat taas tasaantuneen selvästi pandemiaa edeltänyttä aikaa korkeammalle, mutta samoin on toki käynyt kustannustason kanssa. Näin ollen emme lähtökohtaisesti usko toimialan marginaalipotentiaalin muuttuneen radikaalisti viime vuosien markkinamyllerryksissä.

Kuluerien muutokset
(2015–2025e)



Keskihintojen muutokset
(2014–2025e)



Lentosektorin toimialadynamiikan ajurit

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



HEIKKO HINNOITTELUVOIMA

Homogeeninen tuote, jolla on vaikea erottautua

Tuotteet helposti vertailtavissa

Tuotteen alhaiset vaihtokustannukset

Toimialan hajanainen rakenne

Maltilliset suuruuden ekonomian hyödyt

KIREÄ KILPAILU

Rajalliset suuruuden ekonomian hyödyt

Kohtuullinen alalle tulon kynnys

Lentokoneiden liikuteltavuus

Halpalentomallin läpilyönti / markkina-osuuden voittaminen

Valtiot ovat tukeneet kilpailukyvyttömiä yhtiöitä

KULUPUOLEN HAASTEET

Kysynnällä on taipumus olla syklistä

Tulokset alttiita volatiilin öljyn hinnan liikkeille

Henkilöintensiivinen liiketoiminta, voimakas lakkoase

Viranomaissääntely

Palveluntarjoajien oligopolit (esim. konevalmistajat) ja paikalliset monopolit (esim. lentokentät)

PANDEMIAN JÄLKEINEN AIKA

Rakenteelliset säästöt kaikissa yhtiöissä

Lähes kaikki alan yhtiöt velkaantuivat ja velkojen sulattelu vaatii kannattavuutta

Kuluttajatrendinä matkustus on pitänyt asemansa ja kysyntä on ollut vahvaa ostovoiman laskusta huolimatta

Inflaatio osa toimintaympäristöä

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



Toimiala ja kilpailu 4/7

Mannertenvälisessä liikenteessä kilpailu on hajanaisempaa

Mannerten välisessä lentämisessä Finnairin kilpailukenttä muodostuu Pohjois-Euroopan yhdistämisestä Pohjois-Amerikkaan, Lähi-itään, Intiaan ja tiettyihin Aasian kohteisiin, kuten Japaniin. Lisäksi yhtiö tavoittelee volyymia myös Lähi-idän ja Intian yhdistämisessä Pohjois-Amerikkaan. Mannertenvälisessä liikenteessä Finnairilla on edelleen jonkin verran vaihtomatkustajia, vaikka Aasian pienentyneen volyymipotentiaalin takia vaihtomatkustajien osuus onkin laskenut historiasta. Siten mannertenvälisessä liikenteessä Finnairin markkinapotentiaali ulottuu hieman Suomea ja sen lähialueita laajemmalle ja käsittää ainakin Itämeren alueen maita, Intian ja USA:n välistä volyymia sekä Alppien pohjoispuolisen Euroopan ja Koillis-Aasian välistä kysyntää.

Kilpailijat mannerten välisessä lentämisessä ovat perinteisiä verkostolentoyhtiöitä, joista valtaosa osa on Finnairia suurempia. Kilpailijoita on myös määrällisesti enemmän, ja kilpailu on monelta osin maa- ja kaupunkiparikohtaista. Kilpailijoita pienemmän skaalan myötä Finnairin strateginen asemoituminen laadukkaaksi ja luotettavaksi toimijaksi on luonnollinen. Lisäksi luotettava ja nopean vaihtopotentiaalin mahdollistava kotikenttä saattaa muodostaa maltillisen kilpailuedun, sillä osa suurista vaihtolentokentistä kamppailee edelleen kapasiteettirajoitteiden kanssa lentoliikenteen volyymikasvun myötä.

Lyhyillä reiteillä kilpailu on luultavasti kovempaa

Euroopan sisäisessä lentämisessä Finnair keskittyy etenkin Suomesta Eurooppaan tai päinvastoin suuntaavien asiakkaiden palvelemiseen. Pääkilpailijoita ovat muut Suomeen ja Suomesta lentävät yhtiöt, joista Norwegianilla

ja Ryanairilla on useita reittejä Helsingistä. Lisäksi yksittäisillä reiteillä Finnair kilpailee eri verkostolentoyhtiöiden kanssa, sillä Helsinki-Vantaalta lentää yhteensä noin 15 yhtiötä. Halpalentoyhtiöiden vahva läsnäolo tekee hintakilpailusta selvästi aggressiivisempaa, vaikka Finnairilla onkin arviomme mukaan hyvin vahva yli 60–70 %:n markkinaosuus Suomen ja Euroopan välisestä liikenteestä. Lyhyillä lennoilla hinta myös korostuu asiakkaiden ostopäätöksiä ohjaavana tekijänä, mikä ei ole Finnairille kulutehokkuuden parantamiseen tehdyistä säästötoimista huolimatta optimaalista muun muassa skaalasta sekä kapearunkolaivaston iästä johtuen.

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

Aurinkomatkat on markkinajohtaja Suomessa

Aurinkomatkat (ts. Matkapalvelut) on Suomessa markkinajohtaja noin 33 %:n markkinaosuudella vuonna 2024, ja asema on ollut viime vuosina vahvistumaan päin. Näin ollen Aurinkomatkojen kilpailuasema on arviomme mukaan vahva, mutta valmismatkasektorilla haasteeksi voi pidemmällä aikavälillä muodostua kyky luoda lisäarvoa yhä valveutuneemmalle asiakaskunnalle.

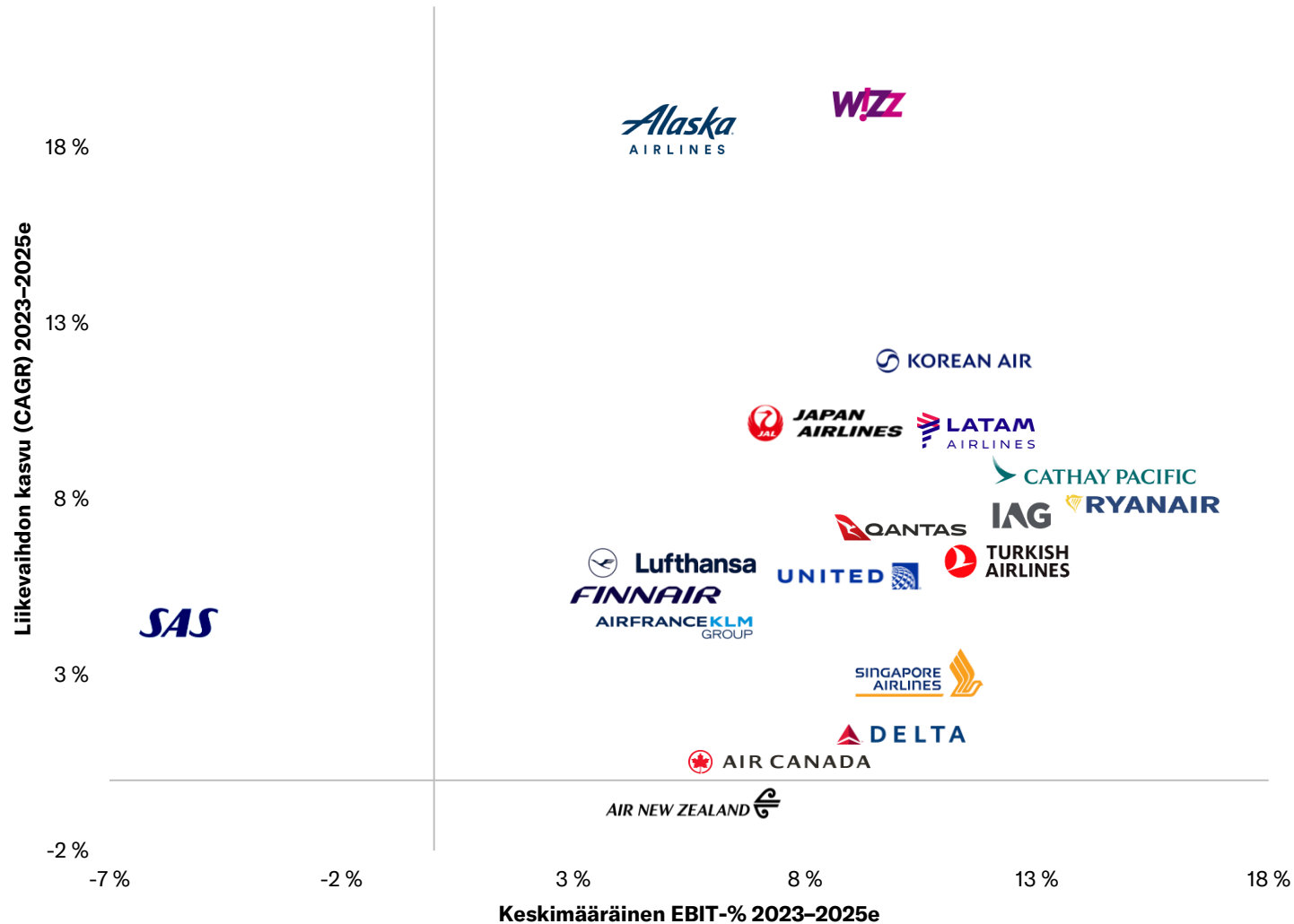
Yleisimmin raportoidut mittarit lentosektorilla

Mittari	Määritelmä	Käyttötarkoitus
ASK (available seat kilometers)	Tarjotut tuolikilometrit eli kapasiteetti ja sen kasvu	Tuotantoa ja sen kasvua kuvaava suure
RPK (revenue passenger kilometers)	Myydyt tuolikilometrit eli myyty volyymi ja sen kasvu	Myynnin volyymia ja sen kasvua kuvaava suure
Matkustaja-käyttöaste (load factor)	Myydyn volyymin ja tarjotun kapasiteetin suhde	Lyhyen aikavälin tehokkuutta kuvaava suure
Keskituotto (yield)	Lipputuotto myytyä tuolikilometriä kohti	Hinnoittelua kuvaava suure
RASK (revenue per available seat kilometer)	Kokonaistuotto tarjottua tuolikilometriä kohden eli tuolin lennättämisestä saatava kokonais-liikevaihto	Tärkein kaupallisen puolen onnistumista kuvaava suure, joka huomioi lipputuoton lisäksi käyttöasteen ja muut liikevaihtovirrat
CASK (cost per available seat kilometer)	Kokonaiskustannus tarjottua tuolikilometriä kohden eli tuolin lennättämisestä aiheutuvat kokonais-kustannukset	Lentoyhtiön kustannustehokkuutta kuvaava kulusuure, joka huomioi kaikki kustannukset sekä käyttöasteen
CASK ex. fuel & currency	CASK ilman polttoainetta ja vertailukelpoisin valuutoin	Tärkein lentoyhtiön operatiivista tehokkuutta kuvaava kulusuure

Huom: Yield, RASK ja CASK eivät ole lentoyhtiöiden välillä suoraan vertailukelpoisia. Vertailua vaikeuttavat mm. keskimääräisen lentomatkan pituus (lyhyillä reiteillä yksikkötuotot ja -kustannukset ovat rakenteellisesti korkeammat) sekä yhtiöiden erilaiset liiketoimintamallit.

Toimiala ja kilpailu 5/7

Lentoyhtiöiden kasvu ja kannattavuus
(2023–2025e)

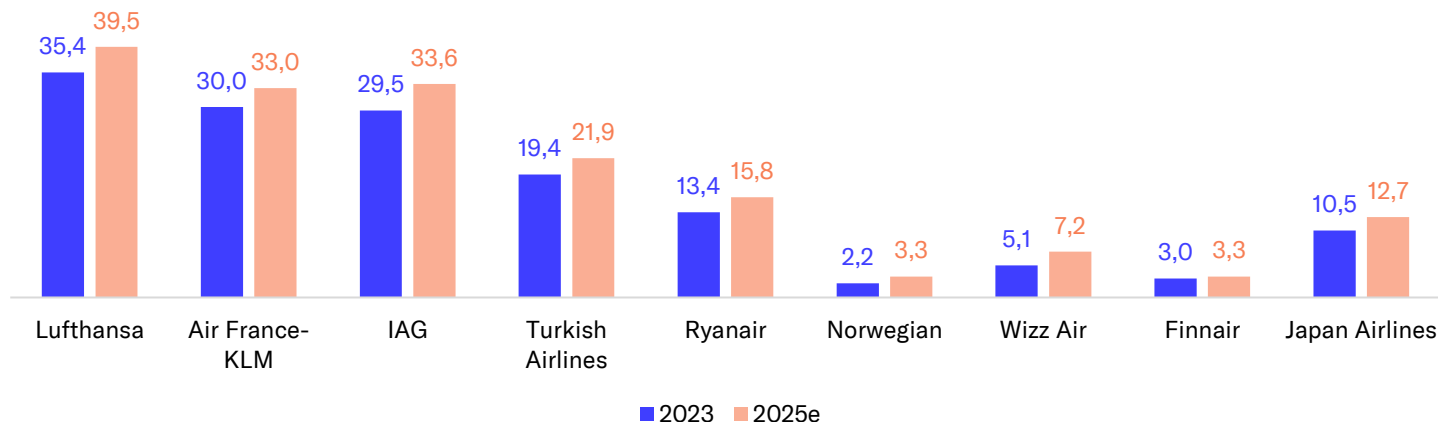


Inderesin kommentit

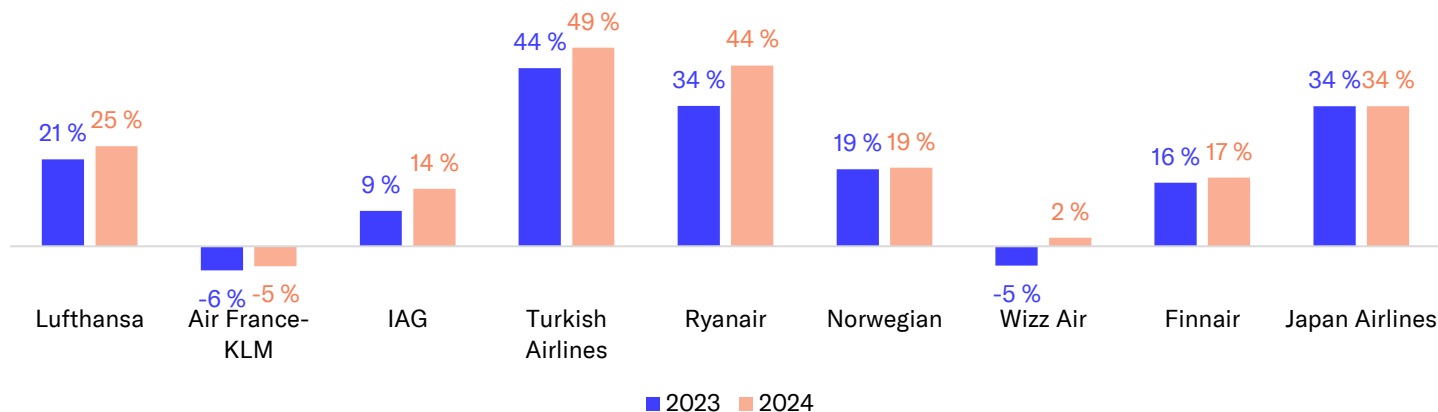
- Finnair oli ennen koronapandemiaa hyvässä kasvuvauhdissa Aasiaan painottuneen strategian vetämänä, mutta jäi kannattavuudessa verrokkien mediaanitason alapuolelle, mikä arviomme mukaan peilasi yhtiön skaalahaittoja etenkin lyhyillä reiteillä.
- Ennen pandemiaa toimialalla menestyivät kasvun osalta parhaiten pienemmät ja erikoistuneet yhtiöt, kun taas kannattavuuden osalta parhaiten pärjäsivät yhdysvaltalaiset (taustalla keskittynyt markkinan rakenne) sekä vahvan markkina-aseman kotimarkkinoillaan omaavat yhtiöt.
- Pandemia runteli koko toimialaa, mutta parhaiten menestyivät yhtiöt, joilla oli suuri kotimarkkina tai merkittävä osuus liikevaihdosta tuli matkustajaliikenteen ulkopuolisista liikevaihtovirroista, kun taas Finnairin kaltaiset kansainväliseen matkustajaliikenteeseen keskittyneet yhtiöt kärsivät pandemiasta keskimääräistä enemmän.
- Lentoliikenteen palautuminen pandemian jälkeen on ollut aiempia odotuksia nopeampaa ja globaali lentoliikenne on ylittänyt jo selvästi vuoden 2019 tason.
- Lentoyhtiöiden liikevaihtojen kasvun odotetaan jatkuvan, mutta kehitys on alueellisesti epätasaista, kun vahva kysyntä ja korkea hintataso tukevat Eurooppaa ja Pohjois-Amerikkaa, mutta Aasian reiteillä toipuminen on yhä vaiheessa.
- Yhdysvaltalaiset yhtiöt ovat säilyttäneet johtavan asemansa kannattavuudessa, mutta Euroopassa kilpailu ja kapasiteettirajoitteet luovat painetta marginaaleihin.

Toimiala ja kilpailu 6/7

Lentoyhtiöiden liikevaihdon kehitys
(2023 vs. 2025e, mrd. euroa)



Lentoyhtiöiden omavaraisuusaste
(2023 vs. 2024)



Inderesin kommentit

- Kaikkien verrokkiryhmän yhtiöiden liikevaihdon odotetaan kasvavan kuluvana vuonna vuoteen 2023 verrattuna.
- Kasvua tukevat edelleen melko hyvä kysyntä, terveet käyttöasteet sekä vahva hintataso, joka on noussut etenkin kapasiteettipaineiden ja yksikkökustannusten nousun takia.
- Volyymien odotetaan kehittyvän vakaasti erityisesti Euroopan ja Pohjois-Amerikan reiteillä, mutta Aasian-reiteillä kapasiteetti on yhä osin rajoittunut erityisesti Venäjän ilmatilan vaikutusten vuoksi.
- Finnairin toipuminen pandemiasta on ollut verrokkiryhmää hitaampaa, sillä yhtiö kärsi Venäjän ylilentokiellosta selvästi verrokkeja enemmän Aasiaan nojanneen vanhan liiketoimintarakenteensa takia.
- Lentoyhtiöiden taseet kärsivät koronapandemian aiheuttamista tappioista rajusti ja osan yhtiöiden omavaraisuusasteet ovat yhä kriisiä edeltäneen ajan alapuolella.
- Taseiden vahvuudessa on toimialalla isoja eroja, minkä takia pelureiden kyky investoida kilpailukykyyn ja kasvuun vaihtelee selvästi.
- Finnairin taseasema on joukon keskikastia, kun taas ennen kriisiä vahva tase oli yhtiön vahvuus ja tämä etu on toistaiseksi menetetty.
- Mielestämme noin 20–25 %:n omavaraisuus on lentoyhtiöille hyvä ja investoinnit mahdollistava taso IFRS 16 -standardin puitteissa.

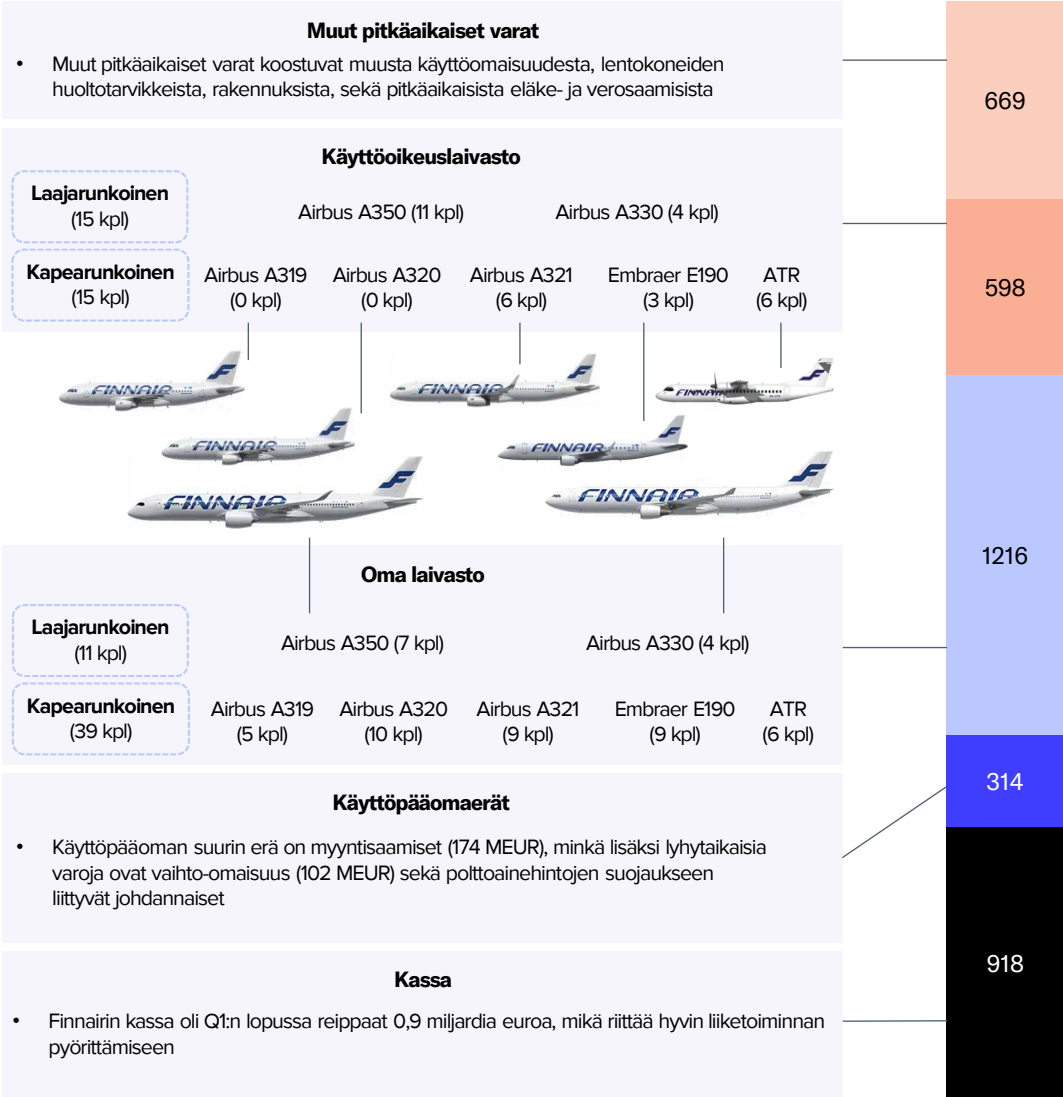
Toimiala ja kilpailu 7/7

        									
Voimassa oleva kasvutavoite	ASK ¹ kasvu >15 % vuodesta 2023 vuoteen 2025 mennessä	Orgaaninen ASK ¹ kasvu 2–4 % vuosittain	-	-	-	-	-	>50 MUSD liikevaihto vuoteen 2023 mennessä	-
Voimassa oleva kannattavuustavoite	6 % oikaistu EBIT-% vuoden 2025 loppuun mennessä	12–15 % EBIT-% ja 13–16 % ROIC keskipitkällä aikavälillä	-	>8 % EBIT-% vuosina 2026–2028	-	-	>10 % EBIT-% ja 9 % ROIC vuonna 2025	20–25 % EBITDAR-% vuosina 2023–2023	-
Lentokoneiden määrän muutos 2024 vs. 2019 (%)	-5 %	+1 %	-4 %	+4 %	-16 %	-13 %	-1 %	+35 %	+37 %
Päävahvuudet	Laatuleima, toimiva kotikenttä, uudet laajarunkokoneet, vahva asema Suomessa, suuri rakenteellinen uudistuspaine	Laatuleima, skaala, monipuolinen liiketoimintamalli, vahva asema Atlantin ylittävässä liikenteessä	Laatuleima, skaala, liiketoiminnan hajautuneisuus huoltoon ja rahtiin, tase mahdollistaa yritysjärjestelyt	Laatuleima, skaala, hajautunut liiketoiminnan rakenne	Uusi startti uusien omistajien voimin ja synergiat AF-KLM:n kanssa	Johtava asema pohjoismaisessa halpalentämisessä, saneerauksessa neuvotellut halvat vuokratilat, saneeraus puhdisti taseen ja kulumakseen	Laatuleima, suuri kotimarkkina ja vahva markkina-asema Japanissa	Skaala, Istanbulin kotikentän maantieteelliset edut, kulutehokkuus, uusi laivasto	Skaala, rakenteellisesti alhainen kulutaso, hyvä kaupallinen osaaminen investointikyky, selvisi pandemiasta rajallisin vaurioin
Pääheikkoudet	Venäjän ilmatilan sulun vaikutus suurin, pieni Suomen kotimarkkina, skaala, kapearunko-laivasto on vanha eikä uusista koneista ole vielä tilauksia	Velkainen tase, Heathrown lentokentän ongelmat, vastassa kova halpalentokilpailu	Rajallinen kapasiteetti ja suurin rekrytointitarve, yritysjärjestelyriskit, vastassa kova halpalentokilpailu	Valtion tukia maksettavana takaisin, kova halpalentokilpailu, Schipholin lentokentän ongelmat, vaikeat ammatilliset	Rakenteellinen kannattavuus alhainen, vastassa kova halpalentokilpailu, vanhahko laivasto	Ajautui vaikeuksiin jo ennen pandemiaa ja markkina-aseman vakiinnuttaminen kesken	Venäjän ilmatilan sulku vaikeuttaa Euroopan lentoja, merkittävä paino Japaniin suuntautuvassa liiketoiminnassa	Vahvoja Lähi-idän alueen yhtiöitä vastassa, valuuttariskit	Ei mukana kaukoreiteillä, hinta pääasiallinen kilpailukeino

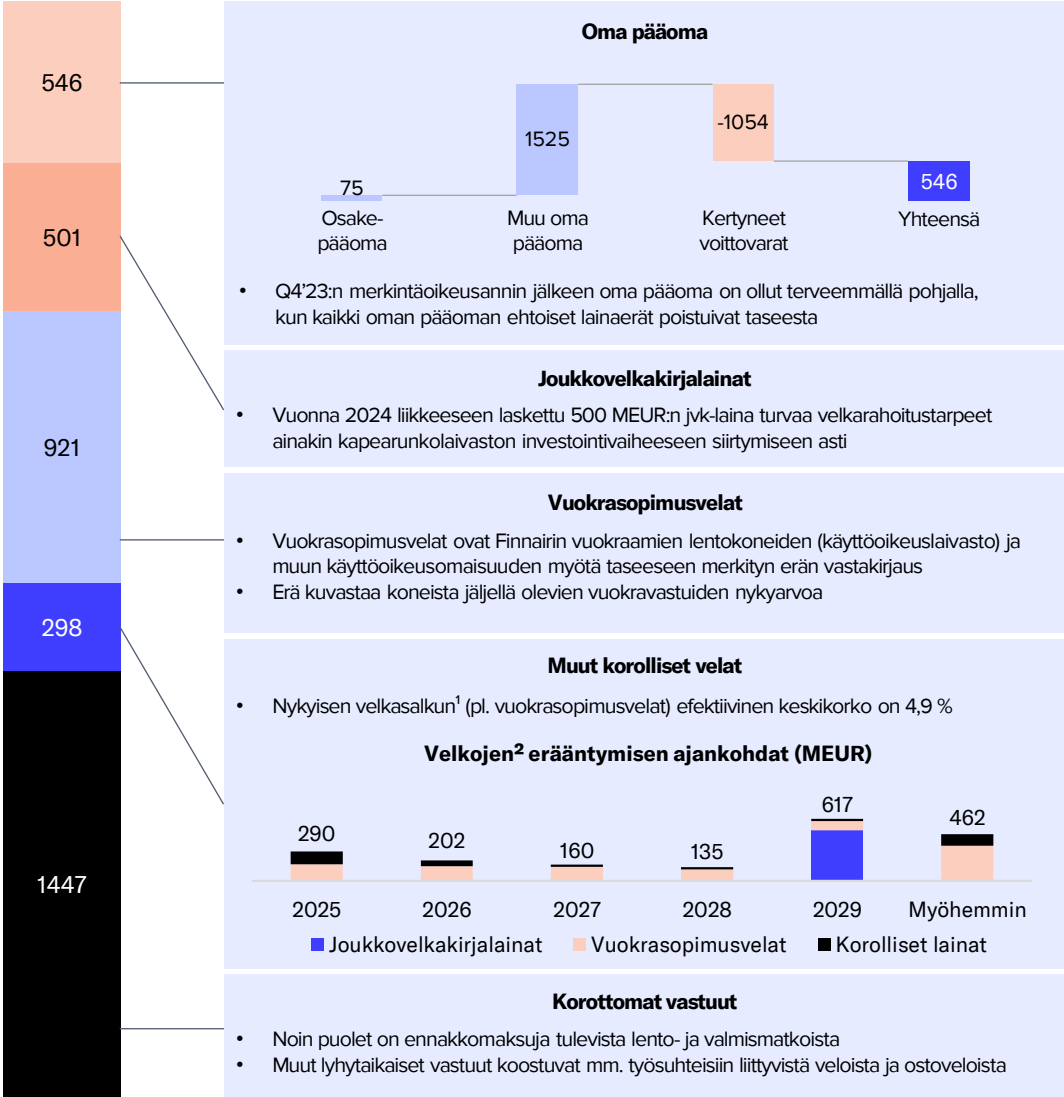
Lähde: yhtiöt, Inderes
¹Kokonaiskapasiteetti tarjotuilla henkilökilometreillä

Finnairin tase Q1'25

Varat



Oma pääoma ja velat



Lähde Finnair, Inderes
¹Velkasalkun (pl. vuokrasopimusvelat) efektiivinen keskiporkko ajankohdassa 31.12.2024
²Velkojen maturiteetti ajankohdassa 31.12.2024

Taloudellinen tilanne 1/2

Lentokoneet ja kassa dominoivat taseen varoja

Finnairin Q1'25:n lopun noin 3,7 miljardin euron taseen varoista karkeasti kaksi kolmannesta on pitkäaikaisia varoja ja yksi kolmannes puolestaan lyhytaikaisia. Pitkäaikaisissa varoissa suurin erä on lentokoneet (sis. hankintojen ennakot ja niiden valuuttasuojaukset), joiden tasearvo oli maaliskuun lopussa noin 1,8 miljardia euroa. Tämä tasearvo sisältää myös IFRS 16 -kirjanpidossa taseeseen kirjatun käyttöoikeuslaivastoerän (ts. leasing-koneet), joiden arvo oli Q1'25:n lopussa noin 600 MEUR. Loput laivaston tasearvosta (~1,2 mrd. euroa) kohdistui yhtiön omistamille koneille. Vuoden 2024 aikana Finnair vastaanotti uuden A350-koneen sekä osti omistukseensa aiemmin vuokralla olleet A350- ja A321-koneet, mikä kasvatti omistettujen koneiden tasearvoa.

Toiseksi suurin omaisuuserä taseessa oli maaliskuun 2025 lopussa noin 0,9 miljardin euron kassa, mikä riittää arviomme mukaan hyvin Finnairin liiketoiminnan pyörittämiseen. Lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin rahoitus- ja suojaustarpeiden sekä kassavirtojen ajoituksen takia. Mielestämme Finnairin tavoitetason mukainen 30 %:n kassaposition suhteessa liikevaihtoon onkin toimialalla jokseenkin tavanomainen ja myös tarpeellinen. Loput omaisuuserät liittyvät johdannaisiin, omiin ja vuokrattuihin kiinteistöihin, ennakoon maksettuihin kuluihin sekä myyntisaamisiin.

Oma pääoma terveemmällä pohjalla merkintäoikeusannin jälkeen

Taseen vastattavaa-puolella Finnairin oman pääoman rakenne on muuttunut merkittävästi viime vuosina. Vielä vuoden 2022 lopussa yhtiön oma pääoma koostui suurelta osin korkoa kantavista velkainstrumenteista – valtion

myöntämästä noin 400 MEUR:n pääomalainasta sekä 200 MEUR:n hybridilainasta. Molemmat instrumentit kirjattiin kirjanpidollisesti omaksi pääomaksi, mutta ne eivät olleet varsinaista osakeomistuspohjaista riskipääomaa.

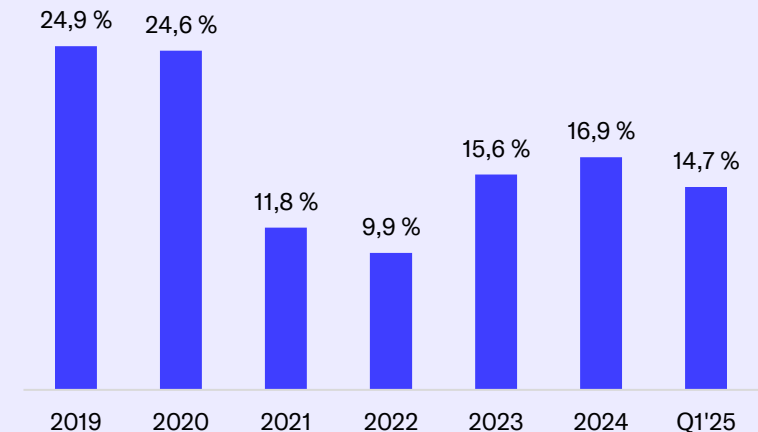
Vuoden 2023 lopussa Finnair toteutti noin 570 MEUR:n merkintäoikeusannin, jonka yhteydessä pääomalainaa konvertoitiin osittain osakkeiksi. Hybridilaina oli puolestaan maksettu takaisin jo ennen antia. Nämä toimet olivat keskeisiä taserakenteen vahvistamisessa, ja niiden myötä yhtiöllä ei ole enää jäljellä korkoa kerryttäviä oman pääoman ehtoisia lainaeriä. Q1'25:n lopussa Finnairilla oli yhteensä 546 MEUR omaa pääomaa, josta valtaosa koostui sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta ja osakepääomasta.

Korollista velkaa Finnairilla oli Q1'25:n lopussa noin 1,7 miljardia euroa MEUR, josta noin 0,9 miljardia euroa oli pitkäaikaisiin vuokrasopimuksiin liittyviä vastuita pääosin lentokoneista. Arviomme mukaan velan keskikorko on 5–6 %:n tasolla lease-sopimusten velkaa korkeampaa korkokantaa heijastellen. Varsinaisten korollisten velkojen keskikoron arvioimme olevan noin 5 %:ssa. Muissa vastuissa yhtiöllä oli noin 700 MEUR:n arvosta lippuennakoita, kun taas loput vastuueristä ovat konsernin mittakaavassa pienehköjä.

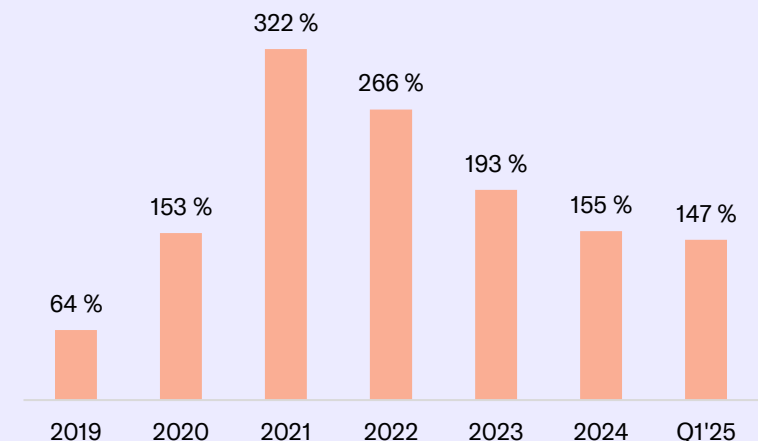
Taloudellinen asema on kohtuullisessa kunnossa

Finnairin omavaraisuusaste oli Q1'25:n lopussa 15 % ja nettovelkaantumisaste 147 %. Nettovelka/käyttökate-suhde oli katsauskauden lopussa 1,9x asettuen yhtiön tavoitehaarukan (1,0–2,0x) ylälaidan tasolle. Näin ollen Finnairin taloudellinen asema on mielestämme kohtuullinen toimialan logiikka huomioiden (vrt. lentoyhtiöt käyttävät

Omavaraisuusaste (%)



Nettovelkaantumisaste (%)



Taloudellinen tilanne 2/2

toimialan logiikka huomioiden (vrt. lentoyhtiöt käyttävät tyypillisesti runsasta velkavipua), eikä tase ole nostanut Q4'23:n merkintäoikeusannin jälkeen enää osakkeen riskitasoa oleellisesti.

Investointeja alkaa kertyä, kun kapearunkolaivaston uusiminen alkaa

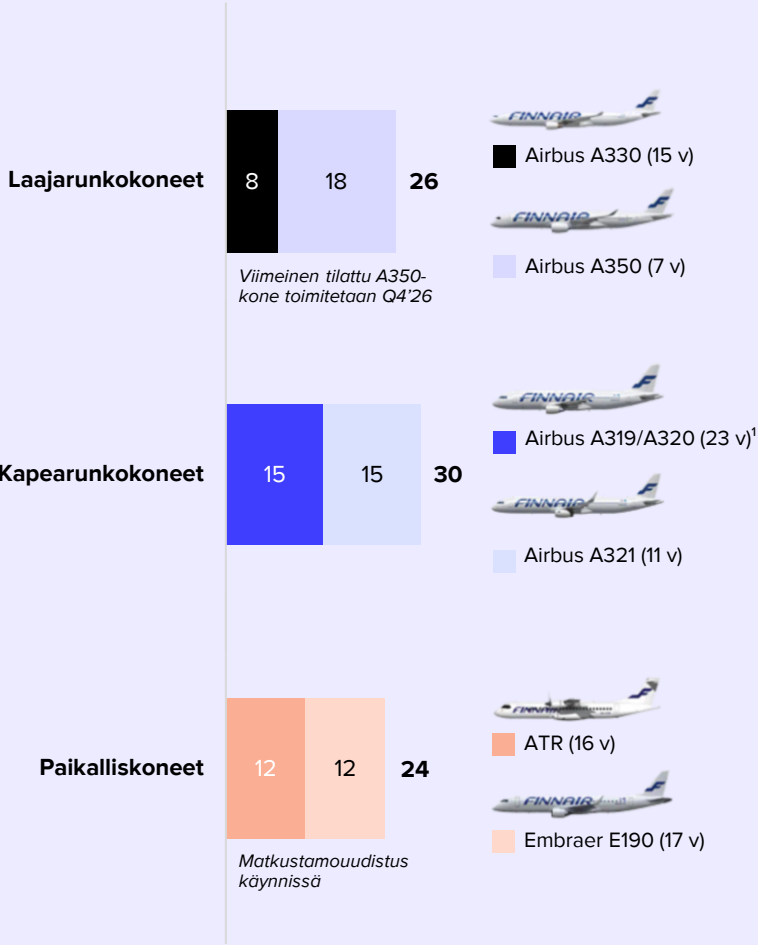
Toimialalle tyypilliseen tapaan Finnairin rahavirrat voivat olla voimakkaita suurten poistojen ja investointien vuoksi, mutta vapaan kassavirran kehitys riippuu ennen kaikkea kannattavuudesta, kasvun voimakkuudesta ja investointisyklin vaiheesta. Viime vuosina yhtiö on ollut vähäisten investointien moodissa (sis. laajarunkolaivaston investoinnin häntä ja matkustamoiden parannukset), sillä fokus on ollut tuloksen ja taseen uudelleenrakentamisessa. Yhtiön kapearunkolaivasto alkaa kuitenkin olla vanhahko, ja kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaatii investointeja viimeistään vuosikymmenen loppupuolella. Arvioimme mukaan kapearunkolaivaston investointi on sadoissa miljoonissa mitattava investointi, joskin yhtiö voinee toteuttaa sen myös osissa. Odotamme Finnairin kertovan kapearunkolaivaston uusimisesta lisää vielä kuluvan vuoden aikana strategiajulkaisun yhteydessä, sillä vanhimpien kapearunkokoneiden iät (noin 20 v), koneiden useiden vuosien toimitusajat ja vielä puuttuvat tilaukset huomioiden asian etenemiselle alkaa tulla pikkuhiljaa kiire.

Osinko riippuu etenkin tulokunnosta

Mikäli Finnair pysyy ennusteidemme mukaisesti lähiaikoina nettovoitolla, arvioimme mukaan osingonjako on maltillista. Yhtiön yhtenä taloudellisena tavoitteena oli palauttaa voitonjakokyky vuodesta 2025 alkaen. Tässä Finnair myös onnistui, sillä yhtiö jakaa viime vuoden tuloksestaan

pääomanpalautusta 0,11 euroa osaketta kohden. Osingon ylläpito ja kasvattaminen vaativat selvästi nousujohteista tuloskehitystä. Tulosriippuvaisuuden ja tiettyjen epävarmuustekijöiden (ml. kapearunkolaivaston investoinnin toteuttamismalli) vuoksi osinko ei kuitenkaan muodosta osakkeelle helposti tukitasoa nykytilanteessa.

Finnairin laivasto
osuus lentokoneista (keskimääräinen ikä)



Lähde: Finnair, Inderes
¹Finnair omistaa 5 kpl Airbus A319 (23,8 v) ja 10 kpl Airbus A320 (22,6 v)

Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa yhtiön kuukausittaisten liikennetietojen sekä tuotto- ja kustannusennusteiden kautta, kun taas keskipitkällä aikavälillä pohjaamme ennustemme arvioituun markkinakasvuun sekä markkinaosuuksien muutoksiin. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta kuluriveittäin. Polttoaineen hinnan osalta nojaamme Bloombergin konsensuksen Brent-öljyn hintaennusteisiin (2025–2027e: 63–66 USD/bbl), joiden muutosta oletamme lentokerosiin hinnan seuraavan (historiallinen korrelaatio on voimakas). Myös EUR/USD-valuuttaparin osalta ennustemme pohjautuvat pääosin Bloombergin konsensusennusteisiin (2025–2027e: 1,15–1,20). Pitkän aikavälin tulosenusteiden pohjana käytämme Finnairin historiallista kannattavuutta sekä yhtiölle arvioimaamme marginaalipotentialia.

Finnairin alkuvuosi jätti valtavan kuopan täytettäväksi

Finnairin liikevaihto kasvoi kausiluonteisesti hiljaisella Q1:llä 2 %:lla 694 MEUR:oon. Matkustajaliikenteessä volyymikehitystä rasittivat erityisesti pilottien työtaistelutoimet, keskituottojen (ts. hinnoittelut) lasku sekä kohdistamattomat tuotot, jonka myötä lipputuotot polkivat käytännössä paikallaan. Muissa liikevaihtoriveissä Matkapalveluiden ja erityisesti Rahdin kehitys oli vaisua, mutta Lisäpalvelumyynnin kasvu jatkui sen sijaan väkevänä.

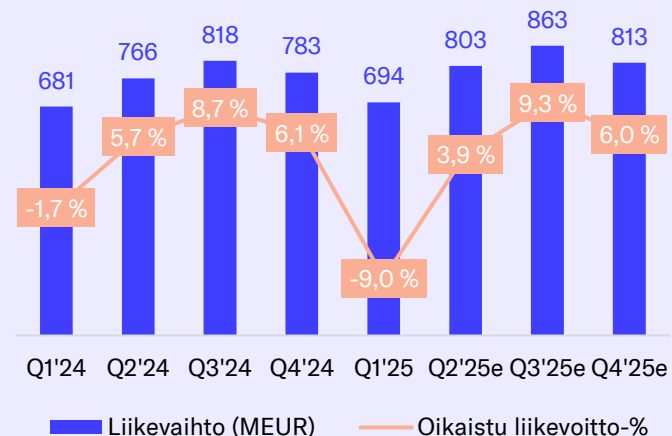
Oikaistua liiketappiota Finnair teki Q1:llä peräti 63 MEUR, minkä myötä marginaali painui 9 % pakkaselle. Vaikka Q1 on Finnairille lähes aina tappiollinen kvartaali kausiluonteisesti alhaisen kysynnän takia, tämän vuoden

tappio oli erittäin suuri johtuen etenkin pilottien taistelutoimista sekä navigointi- ja biopolttoainekulujen noususta. Siten yhtiölle jää valtava kuoppa täytettäväksi kuluvaan vuositulosta ajatellen, vaikka kesäsesonki onkin vasta edessä. Kommentoimme yhtiön Q1-tulosta tarkemmin [täällä](#).

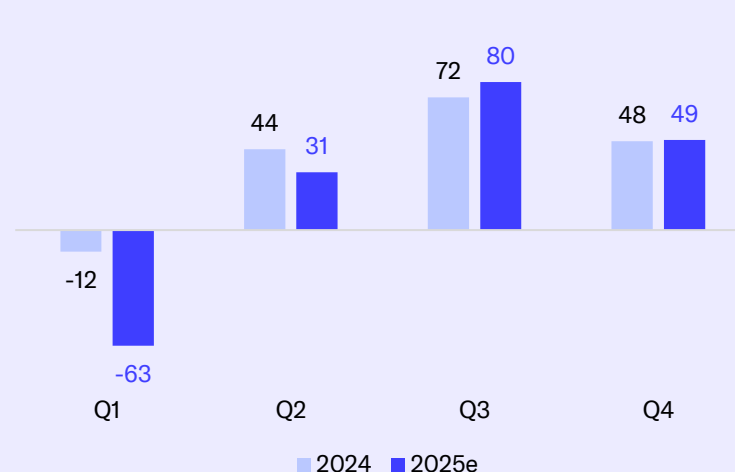
Finnair ohjeisti Q1-raportissaan edelleen koko vuoden liikevaihtonsa olevan 3,3–3,4 miljardia euroa sekä oikaistun liikevoittonsa olevan 100–200 MEUR ennen työtaistelutoimia. Työehtoriita pilottien kanssa on aiheuttanut Finnairille mittavia menetyksiä, ja huhtikuun loppuun mennessä työtaistelutoimet ovat heikentäneet tiedossa olleiden peruutusten vuoksi Finnairin liikevaihtoa 76 MEUR ja oikaistua liikevoittoa 42 MEUR (sis. työtaisteluista kesäkaudelle aiheutuneita peruutuksia). Lisäksi IAU:n maapalveluhenkilöstön työtaistelutoimet ovat aiheuttaneet Finnairille peruutuksia ja niistä seuranneita taloudellisia menetyksiä Q2:n aikana. Siten käytännössä ohjeistushaarukat ovat alempana. Vaikka pilotteja koskevassa työehtoriidassa ei toistaiseksi ole saavutettu sopua, pidämme viimeaikaista kehitystä Finnairin kannalta lupaavana, sillä liennytyksen valossa sopu voi olla aiempaa lähempänä. IAU:n osalta tilanne on sen sijaan enemmän auki. Työrauhan saavuttaminen molempien työntekijäryhmien kanssa olisi Finnairille erittäin tärkeää, mutta samalla liian kalliit ratkaisut (ml. palkankorotukset ja muut ehdot) olisivat yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukyvyyn sekä kannattavuuskehityksen kannalta haitallisia.

Markkinatilanteen osalta myynti näyttää vetäneen toistaiseksi hyvin, mutta kauppapolitiikan kriisiytymisen lähtökohtaisesti negatiivisia epäsuoria vaikutuksia on vielä

Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-% kvartaaleittain



Oikaistu liikevoitto kvartaaleittain (MEUR)



Ennusteet 2/4

vaikea arvioida. Ennusteamme perustuu kuitenkin skenaarioon, jossa talouskasvu Suomessa ja globaalisti pysyy positiivisena, mutta on potentiaalisia tasoja selvästi hitaampaa etenkin tulleeihin liittyvän epävarmuuden takia. Polttoaineen hinnan lasku ja EUR/USD-kurssin vahvistuminen antavat Finnairille näillä näkymin happea etenkin H2:lla sekä ensi vuonna, joskin uskomme, että ainakin kysynnän pettäessä hyötyjä valuisi myös asiakkaille lippujen hintapaineiden kautta. Matkapalveluiden ja Lisäpalveluiden näkymät heijastelevat arviomme mukaan yleisiä matkustajaliikenteen näkymiä. Rahtiliikenteessä alkuvuosi on ollut haastava, vaikka volyymikehityksessä nähtiinkin kevään aikana piristymisen merkkejä.

Riskejä kuitenkin riittää kuluven vuodenkin osalta, sillä kuluttajakäyttäytymisen muutokset ovat olleet viime vuosina nopeita ja myös polttoaineen ja valuuttojen osalta käänteet voivat olla yllättäviä. Lisäksi eri markkinoiden markkinakapasiteetin kehityksellä tulee olemaan tuntuva rooli toimintaympäristön kehityksessä. Kokonaisuutena odotamme kuitenkin Finnairin markkinatilanteen pysyvän tänä vuonna kohtuullisena makroriskeistä huolimatta, ja perusskenaariossamme työehtoriidat rauhoittuvat vuoden mittaan.

Q1:n raju tappio niittasi vuoden 2025 välivuodeksi

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kasvavan kuluvena vuonna 4 %:lla 3172 MEUR:oon Matkustajaliikenteen kapasiteetin kasvun ja matkustajakysynnän ajamana. Puolestaan Matkustajaliikenteen keskituottojen odotamme laskevan maltillisesti edellisvuodesta. Matkapalveluiden osalta dynamiikka seuraa arviomme mukaan matkustajaliikennettä, kun taas Rahdin liikevaihdon osalta odotamme volyymivetoista ja hieman lipputuottoja

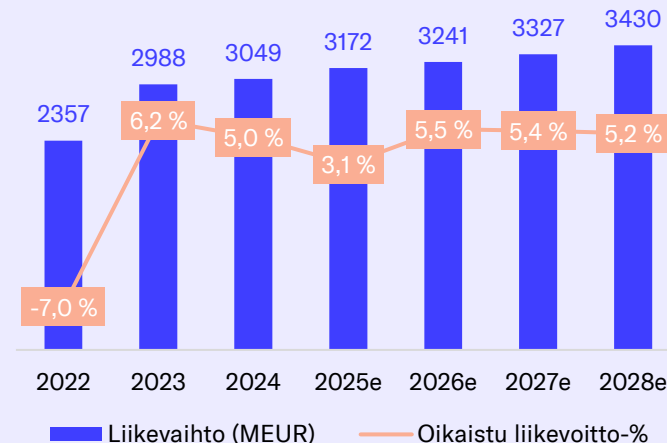
pirteämpää kasvua. Sen sijaan Lisäpalveluiden myynnin ennustamme jatkavan vahvaa kehitystään ja kasvavan selvästi muita liikevaihtorivejä nopeammin.

Odotamme vuoden 2025 olevan Finnairille tuloksellisesti hyvin rikkonainen, sillä raskas Q1-tappio käytännössä pilaa kuluven vuoden tuloksen. Ennustamme Finnairin oikaistun liikevoiton laskevan selvästi viime vuodesta asettuen 97 MEUR:oon, joka vastaa noin 3,1 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Pilottien työtaistelutoimien värittämän alkuvuoden lisäksi yhtiö kohtaa arviomme mukaan kuluvena vuonna merkittävää kustannuspainetta etenkin biopolttoaineregulaation ja liikennöimismaksujen osalta. Tuloksen muodostumisessa merkittävä rooli on myös vuokratuotoilla, mitkä nostavat yhtiön kapasiteetin käyttöastetta ja tuovat tulovirtaa peittämään kiinteitä kuluja. Ennusteessamme vuokratuotot kuitenkin putoavat, mikä johtuu British Airwaysin vuokrasopimusten loppumisesta sekä Qantas-yhteistyön laajuuden arvioidusta supistumisesta.

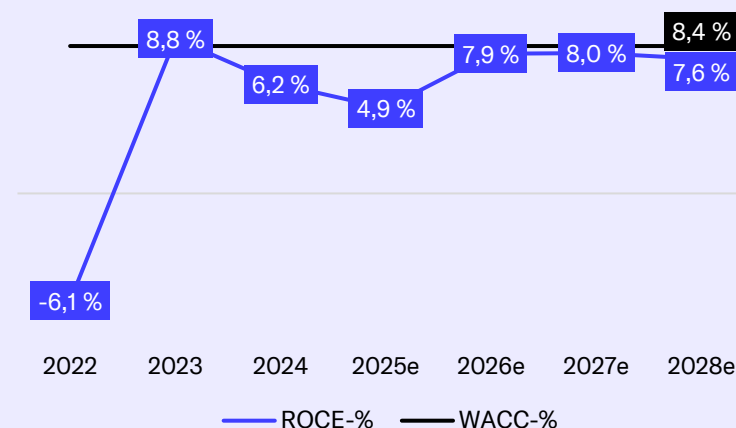
Tuloslaskelman alemmille riveille emme odota Finnairin kirjaavan Q2–Q4:llä oikaisueriä, mutta pienet oikaisuerät ovat käytännössä jopa todennäköisiä myös kuluvena vuonna. Finnairin rahoituskulujen odotamme puolestaan olevan noin 62 MEUR. Ennusteamme eivät odota merkittäviä muutoksia yhtiön konevuokrien maturiteettiin, minkä muutokset voisivat heiluttaa tuloslaskelmaan kirjattavaa rahoituskulujen osuutta. Lisäksi rahoituskuluja voivat heiluttaa EUR/USD-kurssin muutokset, mutta näitäkään emme ole ennusteisiimme toistaiseksi kirjanneet.

Olemme nostaneet hieman kuluven vuoden kannattavuusennusteitamme polttoaineen hinnan ja EUR/USD-kurssin suotuisampien oletusten myötä.

Liikevaihto ja kannattavuus



ROCE-%:n kehitys



Ennusteet 3/4

Normaalin tuloslaskelman 20 %:n veroasteen (kassavirtaverot 0 vanhojen tappioiden hyödyntämisen takia) jälkeen arvioimme Finnairin vuoden 2025 osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,14 euroon. Osinkoa odotamme yhtiön maksavan 0,05 euroa osakkeelta (2024: 0,11 euroa) tuloksen putoamista heijastellen. Kassavirrallisesti vuosi on ennusteissamme hieman tulosta parempi poistoja hieman alempien investointien myötä. Finnairin omavaraisuusaste pysyy ennusteissamme noin 17 %:n tasolla ja nettovelkaantumisaste on arviomme mukaan vuoden lopussa noin 130 %:n tasolla.

Vuonna 2026 hyvät edellytykset selvään tulostason parannukseen

Finnair ohjeisti alun perin noin 10 %:n kapasiteetin kasvua vuodelle 2025 pääosin laivaston käytön tehostamiseen liittyen, mutta tämä jää osittain saavuttamatta pilottien työtaistelutoimien myötä. Arviomme mukaan osa kasvusta siirtyykin ensi vuodelle. Lisäksi yhtiön viimeinen A350-kone toimitetaan Q4'26:n aikana. Ennustamme myös kapasiteetin kasvavan noin 6 % ensi vuonna. Kapasiteetin kasvun riskin pitäisi olla kohtuullinen, sillä kasvua haetaan tuntuvilta osin nykykaluston ja henkilöstön käytön tehostamisen kautta. Vastaavasti käsijarrun vetäminen olisi myös mahdollista, mikäli hinnoittelu tai käyttöasteet uhkaisivat pettää markkinapohjaisista syistä.

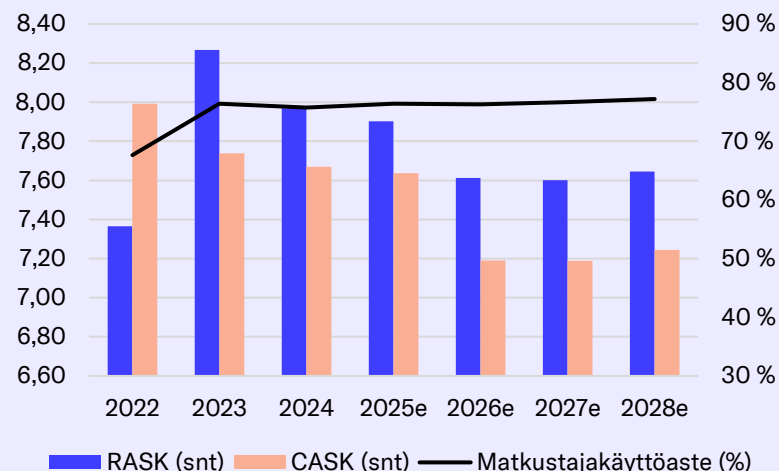
Kasvu painottuu ennusteissamme etenkin Aasian ja Pohjois-Amerikan liikenteeseen. Venäjän ilmatila pysyy sen sijaan ennusteissamme suljettuna, mikä rajaa Aasian liikenteen toipumisen etenkin Japaniin ja Etelä-Koreaan sekä Kiinan yksittäisiin isoimpiin kaupunkeihin. Vuoden 2026 ennusteemme perustuvat hieman kuluvasta vuodesta piristyvään talouskasvuun Suomen talouden ja globaalin

talouden osalta, mikä edellyttää kauppasodan suuremman eskaloitumisen välttämistä ja tullien jäämistä maltillisille noin 10 %:n tasolle USA:n tuonnin osalta.

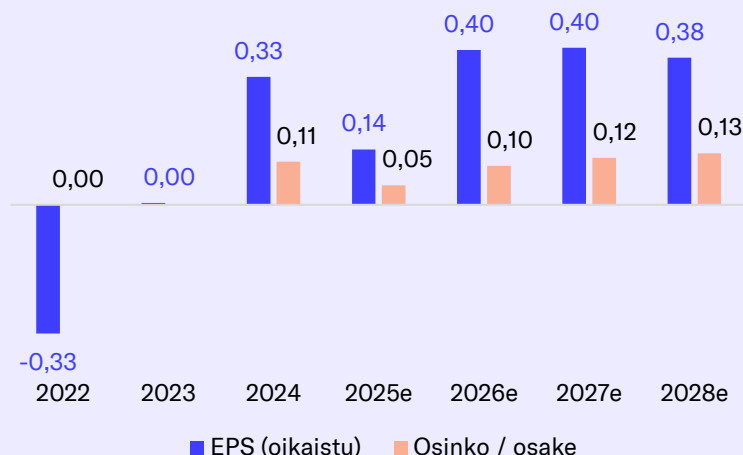
Finnairin liikevaihdon ennustamme kasvavan vuonna 2026 noin 2 %:lla 3241 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua tukee ennusteissamme kapasiteetin kasvun ajamana kasvava matkustajamäärä sekä myyty matkustajavolyymi. Matkustajaliikenteen yksikkötuottojen odotamme kuitenkin laskevan ensi vuonna lievästi kaikilla alueilla kireän kilpailun ajamana ja osittain hinnoitteluun valuvan polttoaineen hinnan laskun takia. Muista liikevaihtoriveistä Lisäpalvelumyynnin osalta odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan Matkustajaliikenteen kasvua nopeammin ja Matkapalveluiden olevan jokseenkin linjassa Matkustajaliikenteen kanssa. Rahdin liikevaihdon kehitys saa ennusteissamme puolestaan tukea volyymikasvusta.

Ennustamme Finnairin oikaistun liikevoiton kohoavan ensi vuonna noin 179 MEUR:oon. Parannus on merkittävä vuoteen 2025 nähden, mutta vastaa kuitenkin yhä noin 5,5 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulospaannusta ajaa ennusteissamme etenkin liikevaihdon kasvu ja polttoainekulujen lasku sekä työtaisteluiden aiheuttamien kulurasitusten poistuminen. Emme odota Finnairin kirjaavan oikaisueroja vuonna 2026, rahoituskulujen arvioimme nousevan nettovelan lievän kasvun takia maltillisesti ja tuloslaskelman veroasteen pysyvän vakiona 20 %:ssa. Näin ollen Finnairin osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,40 euroon. Osinkoa arvioimme Finnairin maksavan vuoden 2026 tuloksesta 0,10 euroa osakkeelta. Myös vuoden 2026 kannattavuusennusteemme ovat nousseet polttoaineen hinnan ja EUR/USD-kurssin suotuisampien oletusten myötä. Arvioimme kuitenkin osan hyödyistä valuvan asiakkaille halvempien hintojen mukana

RASK¹, CASK² ja matkustajakäyttöaste



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

¹Liikevaihto / tarjottu henkilökilometri, ²Kustannus / tarjottu henkilökilometri

Ennusteet 4/4

kokonaisuutena kireässä kilpailutilanteessa.

Odotamme kasvun jatkuvan myös vuosikymmenen loppupuolella

Arvioimme Finnairin kapasiteetin kasvavan vuosina 2027–2028 noin 3 %:n vuosivauhtia ja yksikkötuottojen kääntyvän maltilliseen nousuun. Yksikkötuottoja tukevat hinnoittelun tehostuminen, matkustajakäyttöasteen lievä nousu ja kapasiteettia nopeammin kasvava Lisäpalvelumyynti. Toisella puolella vaakakupissa ovat kuitenkin yhä kireänä pysyvä kilpailutilanne sekä Matkapalveluiden ja Rahdin konsernia hitaampi kasvu. Finnairin liikevaihto kasvaa ennusteissamme vuosina 2027–2028 noin 3 %:n vuosivauhtia. Arvioimme mukaan yhtiöllä ei ole merkittävästi nykyistä ripeämpään kasvuun edes kapasiteettia, kun huomioidaan, että Aasian todelliset lentomatkat ovat Venäjän kiertämisen takia merkittävästi teoreettista kapasiteetilaskentaa pidempiä. Myös lähivuosien ennusteemme perustuvat maltillisen positiivisena pysyvään makrotalouden kasvuun Finnairin ydinalueilla.

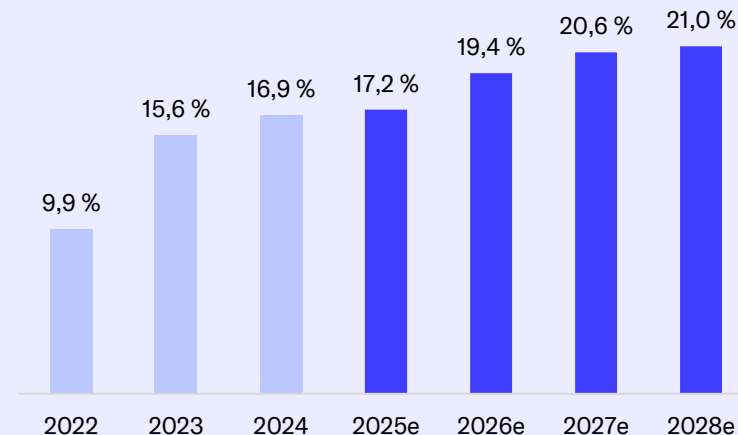
Samalla aikavälillä odotamme Finnairin kannattavuustason heikentyvän hieman ja näin ollen yhtiö saavuttaa ennusteissamme 180 MEUR:n oikaistun liikevoiton vuonna 2028 (oik. EBIT-%: 5,2 %). Finnairin tulosta tukevat lähivuosina kasvava volyymi, kun taas kustannusympäristön odotamme pysyvän lievästi inflatorisena. Tällä marginaalitasolla ja ennusteidemme mukaisella volyymilla Finnair saavuttaisi noin 7,6 %:n ROCE-%:n, mikä kuitenkin alittaisi yhtiölle arvioimamme pääoman kustannuksen maltillisesti. Emme odota Finnairin kirjaavan oikaisueriä, rahoituskulujen arvioimme nousevan nettovelan lievän kasvun takia maltillisesti ja veroasteen olevan 18 %:ssa

heijastellen kotimaassa oletettavasti tapahtuvaa yhteisöveron laskua. Vuosien 2027–2028 EPS-ennusteemme ovat 0,38–0,40 euroa, josta odotamme yhtiön nostavan osinkoaan 0,12 euroon. Myös lähivuosien kannattavuusennusteemme ovat nousseet polttoaineen hinnan ja EUR/USD-kurssin suotuisampien oletusten myötä. Arvioimme mukaan osa hyödystä siirtyy kuitenkin asiakashintoihin kilpailutilanteen takia, minkä seurauksena liikevaihtoennusteemme puolestaan laskivat maltillisesti.

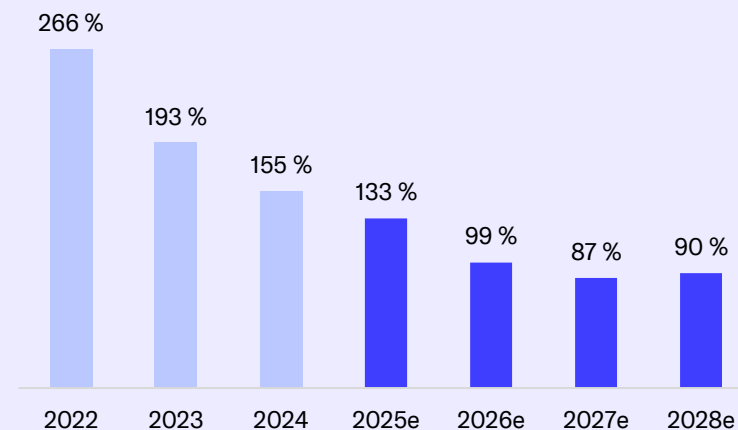
Sektorin iso kuva pitkän ajan odotusten pohjalla

Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan vuosina 2029–2033 noin 2,5 % vuodessa lentoliikennettä tukevien kasvuajurien ansiosta, kun taas terminaalikasvuodotuksemme on 2,0 %. Oikaistun liikevoittomarginaalin ennustamme olevan toimialan rakenteellisesti haastavana pysyvä viitekehys huomioiden noin 5 %:n tasolla. Taso ei ole absoluuttisesti erityisen korkea pääomavaltaiseen liiketoimintaan, mutta Finnairin ja toimialan pidemmän aikavälin historiaan sekä kroonisesti korkeisiin ennusteriskeihin suhteutettuna pidämme sitä toistaiseksi perusteltuna. Ennusteissamme yhtiön investointitaso kiihtyy jakson loppua kohti, mikä peilaa kapearunkolaivastoon liittyvää uusimistarvetta ja alan pitkän aikavälin investointitarpeita. Pitkän tähtäimen ennusteiden rooli on lähinnä tukea lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita ja muodostaa runko osakkeen arvonmäärityksen apukomponenttina käyttämäämme DCF-malliin.

Omavaraisuusaste (%)



Nettovelkaantumisaste (%)



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	2989	682	766	818	783	3049	694	803	863	813	3172	3241	3327	3430
Lipputuotot	2412	539	614	655	611	2419	538	639	687	632	2496	2538	2601	2679
Lisäpalvelut	148	37	45	48	52	182	45	50	52	54	200	216	226	237
Matkapalvelut	192	58	57	63	64	242	61	55	58	60	235	230	237	244
Rahti	237	46	51	53	55	206	50	60	65	66	241	257	263	270
Käyttökate	538	66	125	159	96	445	32	116	165	134	447	522	521	521
Poistot ja arvonalennukset	-346	-83	-82	-82	-84	-330	-86	-85	-85	-85	-341	-343	-341	-341
Liikevoitto ilman kertaeriä	184	-12	44	71	48	151	-63	31	80	49	97	179	180	180
Liikevoitto	191	-17	43	77	12	114	-53	31	80	49	107	179	180	180
Nettorahoituskulut	-72	-20	-20	-5	-23	-68	-11	-17	-17	-17	-62	-78	-80	-86
Tulos ennen veroja	119	-38	23	72	-11	46	-64	14	63	32	45	101	100	94
Verot	135	8	-5	-14	2	-9	13	-3	-13	-6	-9	-20	-18	-17
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	254	-30	18	57	-8	37	-51	11	50	25	36	81	82	77
Nettotulos	241	-29,9	18,0	57,3	-8,3	37,0	-50,8	11,4	50,4	25,4	36,3	81,0	82,3	77,0
EPS (oikaistu)	0,01	-0,12	0,09	0,26	0,10	0,33	-0,28	0,06	0,25	0,12	0,14	0,40	0,40	0,38
EPS (raportoitu)	0,01	-0,15	0,09	0,28	-0,04	0,18	-0,25	0,06	0,25	0,12	0,18	0,40	0,40	0,38

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	3170	3172	0 %	3243	3241	0 %	3358	3327	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	83	97	17 %	168	179	7 %	175	180	3 %
Liikevoitto	92	107	16 %	168	179	7 %	175	180	3 %
Tulos ennen veroja	31	45	47 %	90	101	13 %	95,3	100	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,09	0,14	66 %	0,35	0,40	13 %	0,38	0,40	5 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,10	0,10	0 %	0,12	0,12	0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	2475	2519	2384	2296	2337
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	2110	2142	2016	1949	2008
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,1	59,8	59,8	59,8	59,8
Muut pitkäaikaiset varat	128	95,0	95,0	95,0	95,0
Laskennalliset verosaamiset	234	222	213	193	175
Vaihtuvat vastaavat	1223	1202	1351	1379	1414
Vaihto-omaisuus	135	86,8	127	130	133
Muut lyhytaikaiset varat	11,8	66,5	66,5	66,5	66,5
Myyntisaamiset	154	165	174	178	183
Likvidit varat	922	884	983	1005	1031
Taseen loppusumma	3698	3721	3735	3675	3751

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	577	627	641	712	774
Osakepääoma	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Kertyneet voittovarot	-1395	-1358	-1344	-1273	-1211
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1896	1909	1909	1909	1909
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1868	1698	1593	1488	1484
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	126	122	122	122	122
Korolliset velat	1741	1575	1470	1366	1361
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	1253	1396	1501	1475	1494
Korolliset velat	284	290	368	341	340
Lyhytaikaiset korottomat velat	614	722	745	745	765
Muut lyhytaikaiset velat	355	385	388	388	388
Taseen loppusumma	3698	3721	3735	3675	3751

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Finnairin arvottaminen tulostiedoilla vaatii tarkkaa harkintaa

Finnairin asteittain paranevan tuloskehityksen vuoksi painotamme arvonmäärityksessä tulosperusteisia arvostuskertoimia. Taseperustaisen P/B-kertoimen ja oman pääoman tuoton yhdistelmä on mielestämme heikosti vertailukelpoinen yhtiön historiallisen oman pääoman rakenteen takia. Siten olemme korvanneet sen EV/IC-kertoimella, jota vertaamme Finnairille arvioimaamme sijoitetun pääoman tuoton potentiaaliin. Rajallisen näkyvyyden vuoksi painotamme näkemyksessämme rullaavan 12 kuukauden ja seuraavan vuoden kertoimia. Suhteutamme arvostusta myös lentosektorin verrokkieihin, sillä listattujen lentoyhtiöiden joukossa toimii useita rakenteeltaan ja kilpailudynamiikaltaan Finnairia lähellä olevia toimijoita. Lisäksi käytämme Finnairin arvonmäärityksessä rahavirtamallia, mutta sen painoarvo on mielestämme rajallinen, sillä epävarmojen pitkän aikavälin ennusteisiin perustuvan mallin arvo on erittäin herkkä parametrien muutoksille.

Finnairin arvostusta on hankala peilata historiaan, sillä vuosina 2020–2022 tulos oli pandemian seurauksena tappiollinen ja vuoden 2019 alusta käyttöön otettu IFRS 16 -kirjanpituusmuutos estää pidemmälle historiaan peilaamisen. Finnairin arvonmäärityksessämme etenkin P/E-kerroin on käyttökelpoinen, sillä se huomioi toimialalla tyypilliset alempien rivien merkittävät tulosrasitukset ja lisäksi sen vertailtavuus yhtiöiden välillä on yleisesti melko hyvä. Finnairin P/E-luku voi kuitenkin olla IFRS 16 -standardin aikana hieman epästabiili, sillä tuloslaskelman rahoituskuluihin vaikuttavat muun muassa valuuttakurssivaihtelut. Lisäksi arvioimme, että yhtiön vuokrasopimuskannan rakenne voi vaikuttaa P/E-luvun

tasoon, sillä pitkät sopimukset painavat korkokomponentin kautta nettotulosta laskennallisesti, kun taas lyhyemmät sopimukset voivat tukea tulosta suhteessa rahavirtaan. Lisäksi P/E-lukua rasittavat tuloslaskelmaan kirjatut verot, mutta kassavirrasta Finnair ei maksa veroja vielä aikoihin johtuen tuplakriisin aikaan vahvistetuista tappioista.

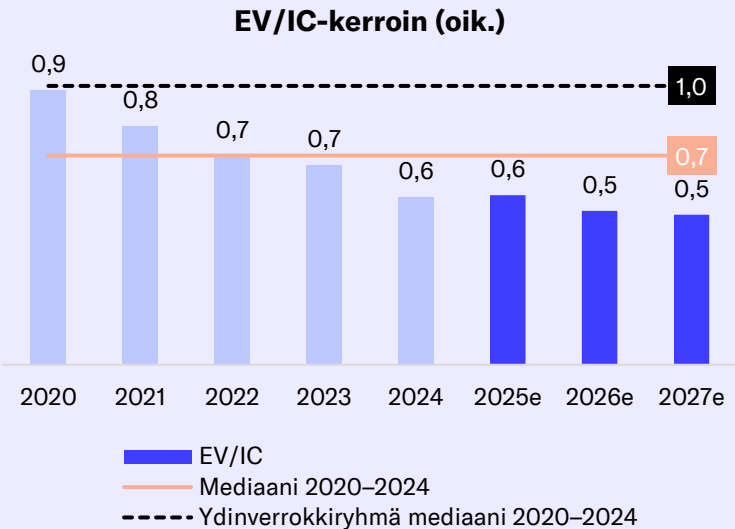
Finnairin EV-kertoimien käyttökelpoisuutta parantaa se, ettei yhtiöllä ole enää oman pääoman ehtoisia korkoa kerryttäviä instrumentteja. Historiallisessa vertailussa olemme kuitenkin lisänneet Finnairin yritysarvoon oman pääoman puolelle kirjatut hybridilainan sekä pääomalainan, sillä osakkeenomistajan näkökulmasta ne olivat korkoa kantavaa velkaa, vaikka IFRS-kirjanpidossa ne kirjattiin oman pääoman puolelle. Vaikka nykytilanteessa oikaisutarvetta ei enää ole, suhteellisessa arvonmäärityksessä on edelleen syytä huomioida yhtiökohtaiset erot pääomarakenteiden osalta, sillä monilla lentoyhtiöillä on ollut käytössä hybridirahoitusta. Lisäksi, kuten todettua, myös vuokrasopimuskannan rakenne vaikuttaa IFRS 16 -standardin kautta korollisen velan määrään ja tätä kautta yritysarvoon, mikä heikentää EV-kertoimien vertailtavuutta. Näin ollen Finnairin arvottaminen tulostiedoilla on jopa harvinaisen monimutkaista ja johtopäätökset vaativat tarkkaa harkintaa.

Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Lentoyhtiöiden riskiprofiili oli jo ennen kriisiä korkea, ja monet eurooppalaiset verkostolentoyhtiöt hinnoiteltiin alle 10x eteenpäin katsovilla P/E-kertoimilla nollakorkoaikoina. Tämä johtui arviomme mukaan alan ankarasta kilpailudynamiikasta, toimialan rajallisesta track-recordista taloudellisen lisäarvon tuottamisessa, pääomavaltaisuudesta ja tulosten korkeahkosta

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,86	2,86	2,86
Osakemäärä, milj. kpl	205	205	205
Markkina-arvo	586	586	586
Yritysarvo (EV)	1440	1288	1255
P/E (oik.)	20,2	7,2	7,1
P/E	16,1	7,2	7,1
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,2	2,5	2,4
EV/EBIT (oik.)	14,8	7,2	7,0
Osinko/tulos (%)	28,2 %	25,3 %	29,9 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	3,5 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus 2/4

volatiliteetista. Arviomme mukaan toimialan riskiprofiili ei ole ainakaan laskenut ja/tai hyväksyttävät arvostustasot nousseet, kun huomioidaan pandemian (ja Finnairin tapauksessa myös Venäjän ylilentokiellon) jättämät arvet toimialalle sekä ulkoisena tekijänä korko-odotusten lievä nousu. Toisaalta korkojen huiput näyttävät jääneen taakseen, ja markkinaodotukset ovat kuluvaan vuoden osalta jo hieman laskevan korkoympäristön suuntaan, mikä voi lievittää arvostuspaineita pidemmällä aikavälillä. Tämä viitekehys huomioiden olemme haarukoineet Finnairin hyväksyttyä arvostusta noin 6x–9x-tasolle oikaistulla P/E-luvulla sekä oikaistulla EV/EBIT-kertoimella mitattuna. Haarukoimamme arvostustaso vastaa karkeasti myös ydinverrokkien keskimääräisiä normaalien aikojen kertoimia. Hyväksyttävä arvostus on toki hyvin riippuvainen myös osakemarkkinoiden yleisistä tekijöistä, kuten likviditeetistä, korkotasosta ja sijoittajien riskinottohalusta sekä yhtiön tuloskasvuodotuksista.

Tasepohjaisesti Finnair tulisi mielestämme hinnoitella karkeasti EV/IC-kertoimella noin 0,7x–1,0x (vrt. ydinverrokkiryhmän viiden vuoden mediaani EV/IC: 0,95x), kun huomioidaan yhtiön noin sijoitetun pääoman kustannuksen tasolla oleva sijoitetun pääoman tuottopotentiaali ja track-record keskimäärin pääoman kustannusta alemmasta pääoman tuotosta. Ylälaita vaatisi mielestämme yhtiöltä ennusteidemme ylittämistä ja noin pääoman kustannuksen tasolla olevaa pääoman tuottoa. Alalaita sen sijaan peilaa lähempänä historiallista tasoa ollutta arvostusta ja pääoman tuottoa. Hyväksyttävä tasepohjainen arvostus on kuitenkin voimakkaasti riippuvainen yhtiön kestävästä pääoman tuottotasosta ja erityisesti tuloksetekokyvystä, sillä taseen merkittävä keventäminen on toimialan pääomavaltaisen luonteen vuoksi vaikeaa.

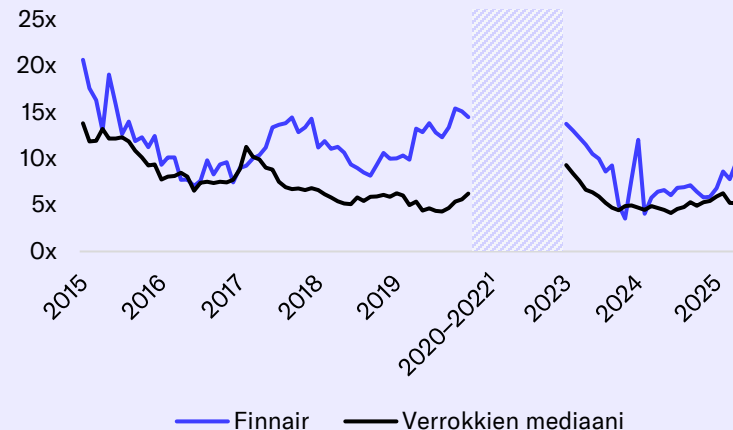
Arvostus on absoluuttisesti haastava, vaikka tasepohjaisesti rima ei ole pilvissä

Finnairin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 20x ja 7x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat noin 15x ja 7x. Kuluvaan vuoden kertoimet ovat heikon tuloksen takia korkeat, mutta lähivuosina arvostuskertoimet painuvat jo yhtiölle hyväksymiemme haarukoiden alalaitaan. Näin ollen osakkeen arvostus on mielestämme absoluuttisesti mitattuna toistaiseksi melko haastava 12 kuukauden tähtäimellä. Ensi vuodelle arvostus on kääntyy tulospohjaisesti neutraaliksi, mutta vallitsevat näkymät ja ennusteriskit huomioiden tuottovaateen tulee arviomme mukaan olla korkeampi, mikä rajoittaa lähivuosien arvostuskertoimien nousuvaraa.

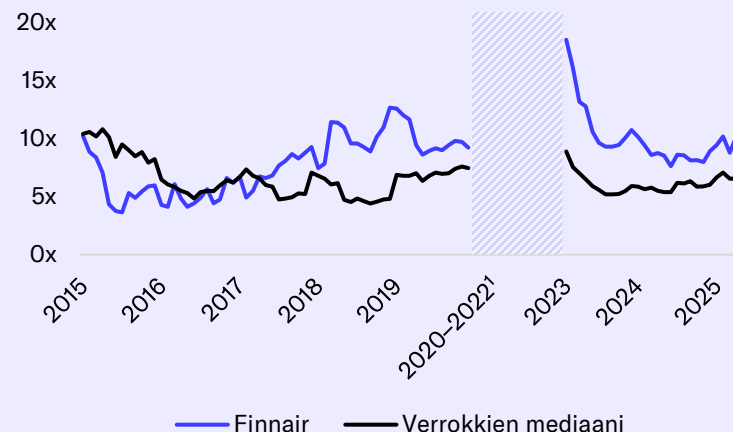
Finnairin taserakenteen huomioiva EV/IC-kerroin on vuoden 2025 ennusteillamme 0,6x, mikä on myös yli 20 % keskipitkän ajan keskiarvon alapuolella. Tuplakriisin aikaan Finnairin EV/IC-kerroin oli toki mielestämme koholla, mutta nykytaso ei ole arviomme mukaan korkea, vaikka sijoitetun pääoman tuotto jäisikin tuottovaatimuksen alapuolelle. Siten tasearvostuksen lähivuosien suoritukselle asettama rima on melko alhaalla.

Mikäli Finnair pysyy lähivuosina ennusteidemme mukaisesti nettovoitolla, osingonjako jää maltilliselle noin 2–4 %:n tasolle, joten osingosta ei saada merkittävää tukea osakkeen tuotto-odotukselle. Osinkotasoa on myös vahvasti riippuvainen yhtiön tuloskehityksestä ja voi vaihdella merkittävästi, minkä vuoksi osingon varaan tuottokomponenttina voi nojata vain rajallisesti. Näin ollen sijoittajien tuotto Finnairin osakkeessa tulee muodostumaan valtaosin osakkeen arvonmuutoksesta.

Finnairin ja verrokkien 12kk eteenpäin katsova P/E-kerroin



Finnairin ja verrokkien 12kk eteenpäin katsova EV/EBIT-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Suhteellisesti arvostuskuva on linjassa ydinverrokkeihin

Lentosektorilla on globaalisti paljon listattuja yhtiöitä. Varsinaisen ydinverrokkiryhmän olemme rajanneet Finnairin kanssa kilpaileviin eurooppalaisiin yhtiöihin, mutta toissijaisesti suhteutamme Finnairin arvostusta myös laajempaan verrokkiryhmään (ml. lähes kaikki listatut verkostolentoyhtiöt). Tyypillisesti verkostolentoyhtiöitä korkeammalle arvostetuista halpalentoyhtiöistä varsinaisessa vertailuryhmässä on mukana vain Finnairin kanssa suoraan merkittävässä mittakaavassa kilpaileva Norwegian. Lisäksi olemme sisällyttäneet eurooppalaisista verkostolentoyhtiöistä ydinverrokkiryhmään Lufthansan, IAG:n ja Air France KLM:n. Laajennetussa verrokkiryhmässä ovat puolestaan mukana lähes kaikki globaalisti listatut verkostolentoyhtiöt. Tätä kautta Finnairin hinnoitteluun saadaan melko laaja-alaista perspektiiviä suhteellisesta näkökulmasta.

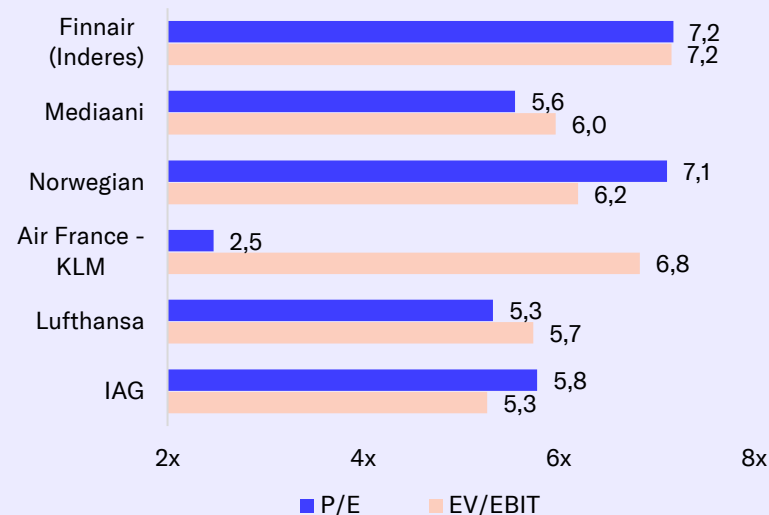
Finnair on arvostettu lähivuosien tulosteknoimilla selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, sillä ydinverrokkiryhmän P/E-luvun mediaanit tälle ja ensi vuodelle ovat vain 7x ja 6x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 7x ja 6x. Laajennetun verrokkiryhmän kertoimet asettuvat noin samoille tasoille. Mielestämme pulleaa preemiota ei voida nykytilanteessa perustella Finnairin track-recordilla, tulevaisuuden kasvu- tai kannattavuusnäköymillä tai verrokkeja alemmalla riskiprofiililla, vaan nämä tekijät puoltaisivat näkemyksemme mukaan yhtiölle korkeintaan neutraalia hinnoittelua. Preemio korostuu erityisesti P/E-luvussa, joka antaa osakkeenomistajien kannalta keskeisen viitepisteen, mutta ei tosin huomioi eroja kassavirroissa tai IFRS 16 -standardin kautta tuloslaskelmaan kirjattavien rahoituskulujen ja verojen vaikutuksia.

Näin ollen suhteellinen arvonmääritys ei anna tukea nykyarvostukselle, ja neutraalin arvostuksen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä kestäväää nousua historiallisen kovalle tulostasolle (vrt. vuoden 2018 ennätyskellisellä liikevoitolla ja vuoden 2027 EV:llä oikaistu EV/EBIT olisi noin 6x). Verrokkiryhmän arvostus ei absoluuttisesti ole mielestämme kohtuuton nykyisten korko-odotusten ympäristössäkään. Sektorin korkean riskiprofiilin vuoksi valtaosa eurooppalaisista sekä yhdysvaltalaisista verkostolentoyhtiöistä on hinnoiteltu matalalle jo pitkään ja kroonistuneen alhaisen arvostuksen takia emme ole valmiita nojaamaan toimialan arvostusten nousun varaan.

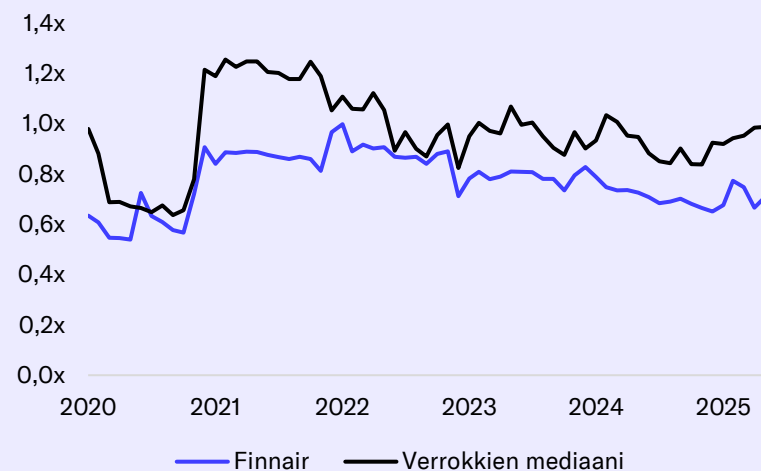
DCF-mallin arvo on jokseenkin neutraalilla tasolla

Rahavirtamallin (DCF) mukainen Finnairin osakkeen arvo on noin 3,0 euroa, joka on jokseenkin neutraalilla tasolla. Ennustemallissa terminaalien painoarvo on reilut 60 %, joten tältä osin riskit ovat mielestämme tasapainossa. Olemme käyttäneet DCF-mallissa 8,4 %:n tuottovaatimusta (WACC), mikä heijastelee mielestämme Finnairin pääoman kustannusta rahoitusmarkkinoiden normaalissa tilanteessa nykyinen IFRS 16 -standardi huomioden. Pääoman kustannusta painaa mallissa korkeahko noin 65 %:n velkaosuus, joka muodostuu yhtiön korollisen velan arvioimastamme pitkän aikavälin kustannuksesta (sis. korot varsinaisista veloista ja maksut koneiden vuokrasopimuksista). Finnairin oman pääoman kustannus on 13,9 %, mikä heijastelee näkemyksemme mukaan toimialan korkeaa pääomariskiä, tulosten vaihtelua sekä leasing-pohjaisen mallin luonteeseen liittyvää tuottovaatimusta. Osakkeen korkeaa riskitasoa heijastellen Finnair on riskiluokitukseksamme tasolla 4 (korkein taso).

Suhteellinen arvostus (FY'26)



Finnairin ja verrokkien EV/IC-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Heikon ennustettavuuden takia DCF-malli ei mielestämme kuitenkaan sovellu erityisen hyvin Finnairin kaltaisten, etenkin pitkällä aikavälillä vaikeasti ennustettavien ja monista ulkoisista tekijöistä riippuvaisten yhtiöiden arvottamiseen eikä varsinkaan sijoitusten ajoittamiseen. Näin ollen annamme rahavirtamallille Finnairin arvonmäärityksen kokonaiskuvassa vain rajallisen painoarvon. Tästä syystä olemme myös testanneet DCF:n herkkyyttä herkimpien parametrien eli tuottovaatimuksen ja kannattavuuden osalta. Lisäksi ennustemuutokset tai pääomarakenteen järjestelyt (ml. vuokrasopimusten muutokset) voivat heilauttaa DCF:ää suurellakin voimalla. Siten sijoittajien kannattaa mielestämme suhtautua rahavirtamalliin kriittisesti ja tukeutua enemmän konkretiaa sisältäviin arvostuskertoihin Finnairin kohdalla.

Lyhyen ajan kokonaiskuva kääntyy vaatimattomaksi eikä osakkeen tuotto-odotus houkuttele hyppäämään kyytiin

Arvostusmetodien antama kokonaiskuva ei tietyistä ristiriitaisuuksista huolimatta ole mielestämme houkutteleva tällä hetkellä. Vaikka alle 600 MEUR:n markkina-arvo ei yhtiöltä ihmeitä odota, tuloskasvusta, noin 2 %:n osinkotuotosta sekä kertoimien melko selvästä laskuvarasta (Q1'25 LTM oik. EV/EBIT: 14x) muodostuva osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotuksen jää korkeaa tuottovaatimusta alemmas. Osakkeen tuotto-odotus voisi kohota tuottovaatimusta korkeammaksi, jos yhtiö kykenisi ennusteitamme vahvempaan tuloskehitykseen ja pystyisi luomaan taloudellista lisäarvoa (ROCE-% > WACC-%) edes ajoittain. Tämä voisi nostaa myös osakkeen hyväksyttävää arvostusta hieman matalista nykytasoista.

Jatkamme siten varovaisella näkemyksellä osakkeen

suhteen toistaiseksi. Tarkistamme Finnairin tavoitehintamme 2,70 euroon (aik. 2,50 euroa) ennustenostoja peilaten, mutta toistamme vähennä-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan Finnairin osakkeen käypä arvo on tällä hetkellä noin 2,50–3,50 euroa osakkeelta perustuen lähiaikojen melko neutraalin 0,40 euron EPS-potentiaaliin ja 6x–9x P/E-kertoimeen sekä myös DCF-malliin etenkin tuottovaatimukseen ja terminaalikannattavuuteen liittyvät herkkyyksianalyysit huomioiden.

Osaketuoton ajurit 2024–2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Sijoitusprofiili

1

Hyvä maine laadukkaana lentoyhtiönä ja vahva markkina-asema Suomessa

2

Rakenteellisesti kasvava kysyntä

3

Kilpailu dynaamisella toimialalla on erittäin kovaa

4

Tuplakriisin arvet on paikattu

5

Kiristynvä regulaatio luo uhkia ja mahdollisuuksia

Potentiaali

- Finnairin maine laadukkaana lentoyhtiönä on vankka
- Markkina-asema Suomessa on vahva
- Tuplakriisistä toipuakseen yhtiö joutui uusiutumaan ja panostamaan vahvasti kannattavuuteen
- Lentoliikenteen kysynnän kasvuajurit ovat tukevat ja matkustaminen on säilyttänyt suosionsa viime vuosina kuluttajien ostovoimaongelmista huolimatta
- Venäjän ilmatilan avautuminen

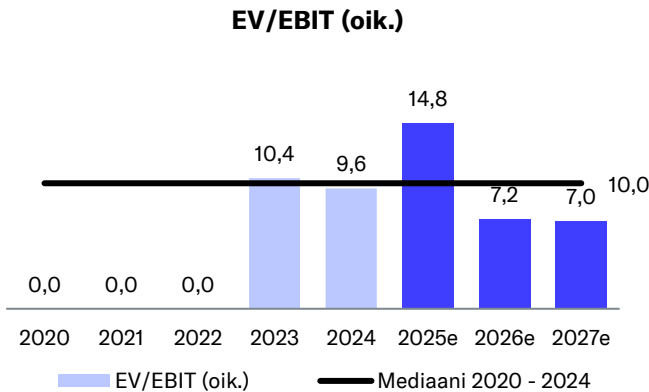
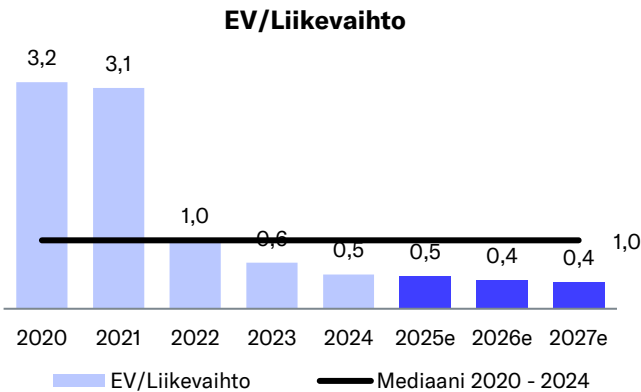
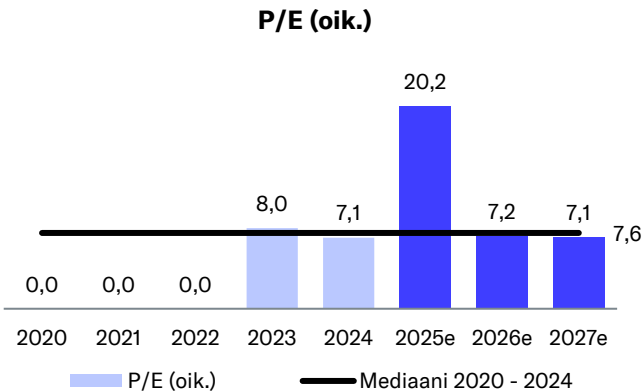
Riskit

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	0,76	0,60	0,39	0,04	2,32	2,86	2,86	2,86	2,86
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	1407,4	20421,1	204,2	204,8	204,8	204,8	204,8
Markkina-arvo	1070	844	549	817	474	586	586	586	586
Yritysarvo (EV)	2625	2588	2254	1920	1455	1440	1288	1255	1331
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	8,0	7,1	20,2	7,2	7,1	7,6
P/E	neg.	neg.	neg.	3,4	12,8	16,1	7,2	7,1	7,6
P/B	1,5	3,1	neg.	1,4	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	1,3	1,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	3,2	3,1	1,0	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	15,1	3,6	3,3	3,2	2,5	2,4	2,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	10,4	9,6	14,8	7,2	7,0	7,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	60,6 %	28,2 %	25,3 %	29,9 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,7 %	1,7 %	3,5 %	4,2 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus ¹ Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
IAG	18625	25753	5,6	5,3	3,6	3,4	0,8	0,7	6,2	5,8	2,8	3,3	2,4
Lufthansa	8472	13335	7,3	5,7	3,1	2,7	0,3	0,3	6,9	5,3	3,9	4,7	0,7
Air France - KLM	2590	14174	7,8	6,8	3,1	2,8	0,4	0,4	2,7	2,5			
Norwegian	1294	1593	6,7	6,2	2,5	2,1	0,5	0,5	7,4	7,1	0,3	0,4	1,7
Turkish Airlines	8495	15806	9,7	9,7	3,5	3,6	0,8	0,7	3,4	3,8			0,7
Japan Airlines	7838	8976	8,7	7,8	4,6	4,1	0,8	0,8	12,4	11,0	2,8	3,1	1,4
China Air	15413	40799	44,9	28	9,3	8	1,9	1,8	34,1	18,3			2,9
Delta Airlines	27692	38207	8,1	6,9	5,5	4,7	0,8	0,7	9,0	7,4	1,3	1,4	1,7
United	23199	33809	7,8	6,7	4,9	4,3	0,7	0,6	7,9	6,6			1,7
American Airlines	6563	25214	13,4	9,4	6,8	5,4	0,5	0,5	12,5	5,6			
Alaska Airlines	5403	7476	10,6	7,4	5,4	4,2	0,6	0,6	12,8	8,0			1,3
Cathay Pacific	7552	14031	9,6	10,1	4,9	5,0	1,1	1,1	7,9	7,7	6,2	6,4	1,2
Qantas	9166	11800	7,9	7,3	4,5	4,1	0,9	0,8	9,9	9,0	4,4	3,9	16,4
Singapore Airlines	14423	17438	12,5	16,5	6,0	6,4	1,3	1,3	9,7	15,0	4,7	3,9	1,4
Air New Zealand	9055	9417	9,7	8,2	8,1	6,9	0,9	0,8	12,4	10,5	1,6	1,6	1,8
Air Canada	3891	7489	8,6	7,3	3,5	3,1	0,5	0,5	8,5	7,0			2,5
China Southern	11993	39581	41,8	28,1	8,6	7,6	1,8	1,7	20,2	10,3		0,3	1,7
Korean Air	5326	14047	10,8	9,6	4,9	4,7	0,9	0,9	6,2	5,6	3,6	3,6	0,7
LATAM Airlines	9918	14220	9,2	9,6	4,7	4,9	1,2	1,1	9,4	18,8			
Finnair (Inderes)	586	1440	14,8	7,2	3,2	2,5	0,5	0,4	20,2	7,2	1,7	3,5	0,9
Keskiarvo			12,7	10,3	5,1	4,6	0,9	0,8	10,5	8,7	3,1	3,0	2,5
Mediaani			9,2	7,8	4,9	4,3	0,8	0,7	9,0	7,4	3,2	3,3	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			61 %	-8 %	-34 %	-43 %	-41 %	-46 %		-2 %	-46 %	7 %	-46 %
Keskiarvo ydinverrokit			6,8	6,0	3,1	2,8	0,5	0,5	5,8	5,2	2,3	2,8	1,6
Mediaani ydinverrokit (taulukossa lihavoidut)			7,0	6,0	3,1	2,8	0,5	0,4	6,5	5,6	2,8	3,3	1,7
Erotus-% vrt. Mediaani ydinverrokit			112 %	20 %	5 %	-11 %	-1 %	-9 %	209 %	30 %	-38 %	7 %	-45 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

¹Tummennetut yhtiöt kuuluvat Finnairin ydinverrokkiryhmäämme ja koko joukko laajennettuun verrokkiryhmään

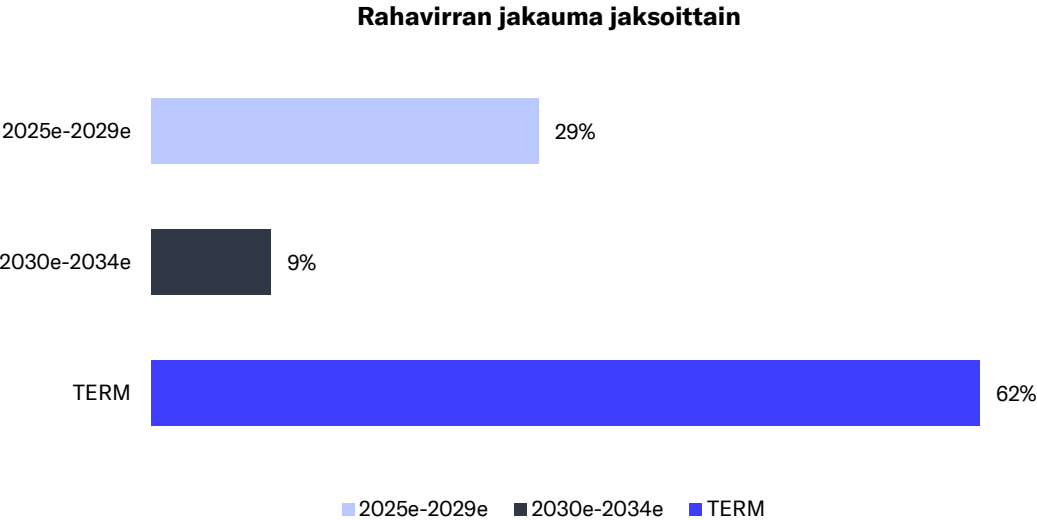
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,0 %	4,1 %	2,2 %	2,7 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,7 %	3,4 %	5,5 %	5,4 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,7 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Liikevoitto	114	107	179	180	180	176	180	185	178	175	178	
+ Kokonaispoistot	330	341	343	341	341	336	357	386	376	394	408	
- Maksetut verot	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-12	
- verot rahoituskuluista	-13	-15	-19	-17	-18	-19	-21	-21	-22	-23	-24	
+ verot rahoitustuotoista	0	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
- Käyttöpääoman muutos	120	-22	-7	12	14	12	12	12	12	13	10	
Operatiivinen kassavirta	554	413	500	518	519	507	531	564	547	561	564	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-386	-215	-275	-400	-500	-550	-550	-500	-500	-500	-428	
Vapaa operatiivinen kassavirta	164	198	225	118	19	-43	-19	64	47	61	136	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	164	198	225	118	19	-43	-19	64	47	61	136	2170
Diskontattu vapaa kassavirta		189	198	96	15	-30	-12	38	26	30	63	1001
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1614	1425	1226	1130	1116	1146	1158	1120	1094	1064	1001
Velaton arvo DCF		1614										
- Korolliset velat		-1865										
+ Rahavarat		884										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-22,5										
Oman pääoman arvo DCF		610										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,98										

Pääoman kustannus (WACC)

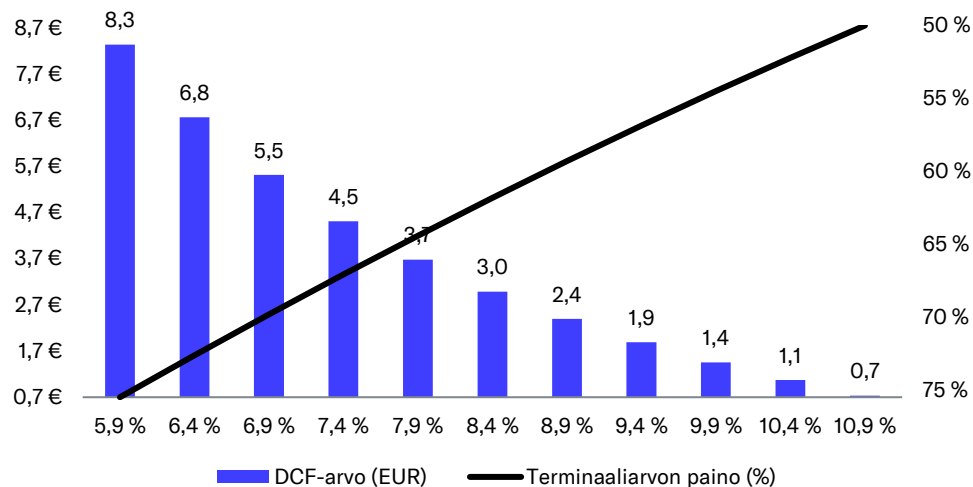
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	64,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	2,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

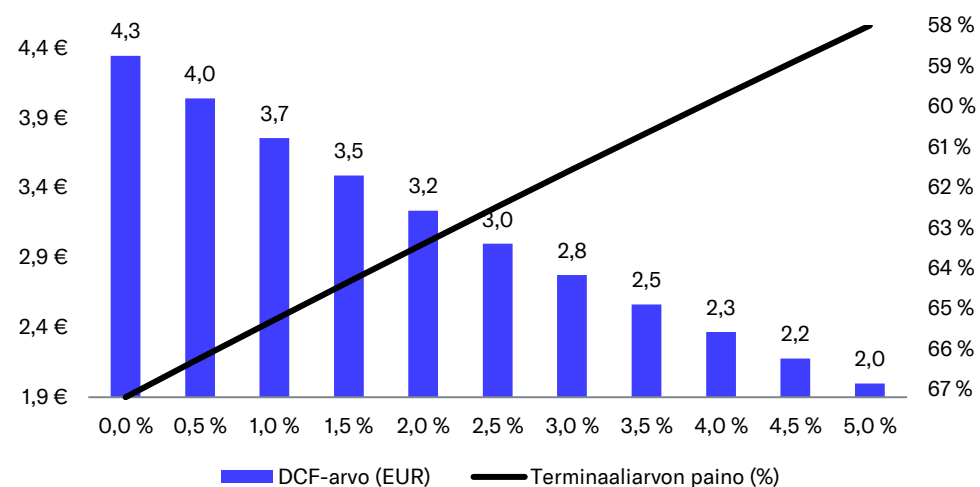


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

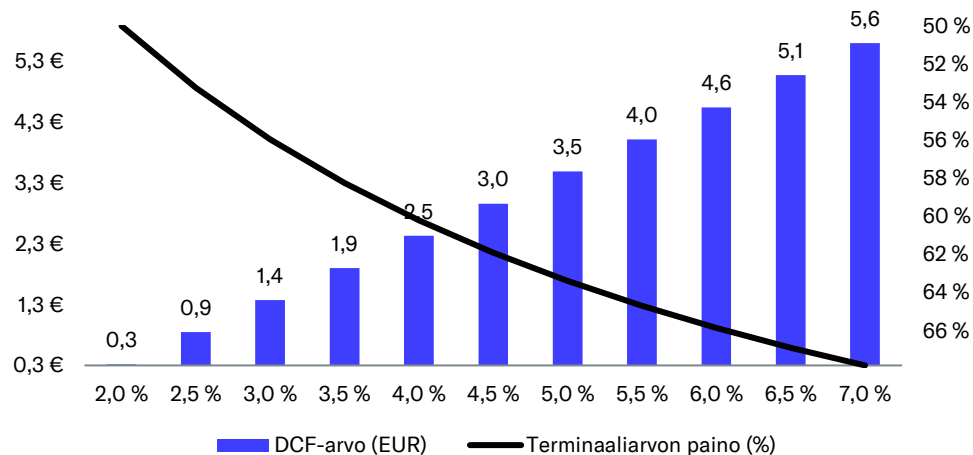
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



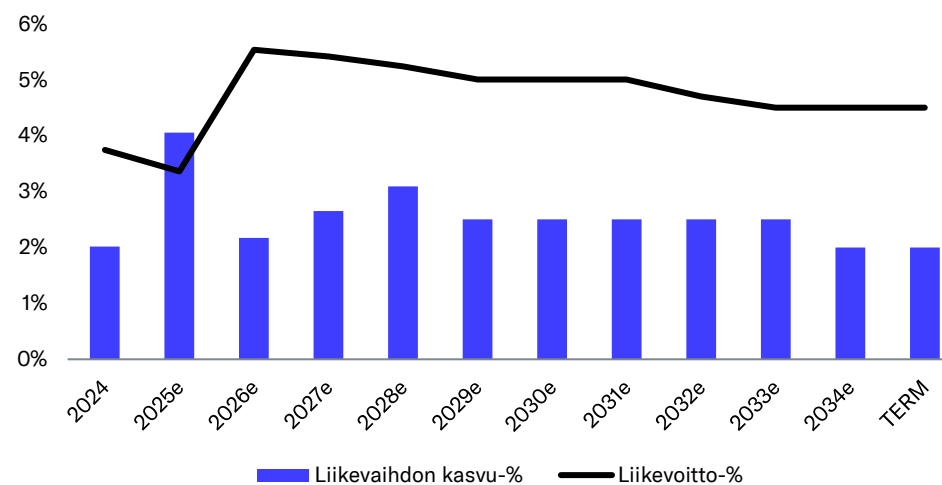
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	2357	2989	3049	3172	3241
Käyttökate	149	538	445	447	522
Liikevoitto	-201	191	114	107	179
Voitto ennen veroja	-371	119	46	45	101
Nettovoitto	-493	241	37	36	81
Kertaluontoiset erät	-37	7	-37	9	0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	4133	3698	3721	3735	3675
Oma pääoma	411	577	627	641	712
Liikearvo	0	0	0	0	0
Nettovelat	1105	1104	981	854	702

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	149	538	445	447	522
Nettokäyttöpääoman muutos	276	42	120	-22	-7
Operatiivinen kassavirta	401	549	554	413	500
Investoinnit	-219	-340	-386	-215	-275
Vapaa kassavirta	151	135	164	198	225

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,0	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	15,1	3,6	3,3	3,2	2,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	10,4	9,6	14,8	7,2
P/E (oik.)	neg.	8,0	7,1	20,2	7,2
P/B	neg.	1,4	0,8	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,7 %	1,7 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,35	0,01	0,18	0,18	0,40
EPS (oikaistu)	-0,33	0,00	0,33	0,14	0,40
Operat. Kassavirta / osake	0,28	0,03	2,71	2,02	2,44
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,11	0,01	0,80	0,97	1,10
Omapääoma / osake	0,29	0,03	3,07	3,13	3,48
Osinko / osake	0,00	0,00	0,11	0,05	0,10

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	181 %	27 %	2 %	4 %	2 %
Käyttökatteen kasvu-%	-211 %	260 %	-17 %	1 %	17 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-65 %	-212 %	-18 %	-36 %	84 %
EPS oik. kasvu-%	-6 %	-102 %	6463 %	-57 %	180 %
Käyttökate-%	6,3 %	18,0 %	14,6 %	14,1 %	16,1 %
Oik. Liikevoitto-%	-7,0 %	6,2 %	5,0 %	3,1 %	5,5 %
Liikevoitto-%	-8,5 %	6,4 %	3,7 %	3,4 %	5,5 %
ROE-%	-111,1 %	48,8 %	6,2 %	5,7 %	12,0 %
ROI-%	-6,3 %	6,8 %	4,5 %	4,9 %	7,9 %
Omavaraisuusaste	9,9 %	15,6 %	16,9 %	17,2 %	19,4 %
Nettovelkaantumisaste	269 %	191 %	156 %	133 %	99 %

Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Taksonomiaprosentit ovat hyvin alhaisia

Finnairin ydinliiketoiminnot eli kaupallinen lentotoiminta (sis. matkustajat ja rahti) kuuluvat vuodesta 2023 alkaen taksonomian ilmastomuutoksen hillintään liittyvien taloudellisten toimintojen luetteloon. Näiden toimintojen taksonomian mukaisuus raportoitin ensimmäistä kertaa vuodelta 2024, mutta yhtiön mukaan se ei täyttänyt kaikkia taksonomian mukaisuuden vaatimuksia, minkä myötä näitä edetty määrittelemään. Sen sijaan lisämyynti ja matkapalvelut eivät kuulu edelleenkaan taksonomian taloudellisten toimintojen luetteloon. Näin ollen Finnairin liikevaihdon, operatiivisten kustannusten ja investointien taksonomiaprocentit ovat kelpoisuuksien osalta korkeita ja mukaisuuksien puolesta alhaisia. Emme usko, että taksonomiaprocenttien tasot aiheuttavat välittömiä nousupaineita esimerkiksi Finnairin rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita yhtiön liiketoimintaan toistaiseksi.

Liiketoimintoihin liittyvä poliittinen elementti

Taksonomia ei toistaiseksi juurikaan kata lentoliikenteen palveluita tai lentoliikenteen arvoketjua, mutta Finnairin liiketoimintaan liittyy mielestämme poliittinen elementti, sillä lentoliikenteen aiheuttamat ilmastopäästöt ovat monista muista toimialoista poiketen absoluuttisessa kasvussa. Tämän taustalla on lentomat kustamisen volyymin nousun odotettu jatkuminen. Näin ollen lentämisen päästöjen kasvun hillitsemiseksi voi tulla säännöksiä ja linjauksia eri sääntelykokonaisuuksista. Myös kuluttajien suhtautuminen päästöjä aiheuttavaan palveluun voi muuttua ja kuluttajakäytöksen mahdollisten muutosten arvioiminen on hyvin vaikeaa. Toistaiseksi lentämiseen liittyvä sääntely, sääntelyn uhka tai ilmastovetoiset kuluttajakäytöksen muutokset ei mielestämme ole heikentäneet oleellisesti Finnairin pitkän aikavälin liiketoimintaedellytyksiä.

Ilmastotavoitteisiin yltäminen vaatii panostuksia

Q1'24:n lopussa Finnair jätti Pariisin ilmastopöytäkirjan kanssa linjassa olevat päästötavoitteensa SBTi-aloitteen validoitavaksi ja yhtiö tiedotti validoinnin tulleen hyväksytyksi Q3'24-raporttinsa yhteydessä lokakuussa 2024. Siten yhtiön asettamat ilmastotavoitteet ovat kehittyneet mielestämme positiiviseen suuntaan ja Pariisin sopimuksen mukaisen tavoiteohjelman varmistuminen on kokonaisuuden kannalta tärkeää.

Finnair tavoittelee 34,5 %:n päästöintensiteetin vähennystä vuoteen 2033 mennessä vuoden 2023 kantaluovutusta. Absoluuttisissa hiilidioksidiekvivalenttitoimissa päästövähennys olisi 13 %. Työkaluja tavoitteiden saavuttamiseen ovat biopolttoaineiden käytön lisääminen, verkoston optimointi, operatiivinen tehokkuus ja lentokalusto. Yhtiö kommentoi, että tavoitteiden saavuttaminen ei ole lineaarista ja luultavasti vähennykset tulevat painottumaan jakson loppupuolelle. Lisäksi Finnair on kertonut tavoittelevansa hiilineutraaliutta vuoteen 2050 mennessä. Arviomme mukaan ilmastotavoitetta kohti eteneminen voi aiheuttaa yhtiöille lyhyellä aikavälillä merkittäviä välittömiä lisäkustannuksia, kun biopolttoaineiden käyttö yleistyy. Kustannusten nousua pitää näkemyksemme mukaan hinnoitella sisään myös lentolippuihin, mikä haastaa yhtiön volyymikasvun näkymiä. Lisäksi keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä ilmastotavoitteet tulevat todennäköisesti vaatimaan Finnairilta investointeja biopolttoaineiden käyttöön sekä myös laivastoon (ts. polttoainetehokkaammat koneet). Kokonaisuuden kannalta erittäin merkittäviä päästövähennyksiä pelkästään nykyisillä teknologioilla voi olla kuitenkin vaikea saavuttaa ja esimerkiksi synteettisten polttoaineiden kehitys on näkemyksemme mukaan kriittistä pitkän tähtäimen päästöintensiteetin laskemiseksi.

Taksonomiakelpoisuus	2023	2024
Liikevaihto	87 %	86 %
OPEX	100 %	100 %
CAPEX	83 %	90 %

Taksonomian mukaisuus	2023	2024
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

Ilmasto		
Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analyttikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkemyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/07/2019	Vähennä	6,75 €	6,83 €
23/10/2019	Vähennä	6,40 €	6,21 €
12/12/2019	Lisää	6,25 €	5,53 €
10/02/2020	Lisää	6,25 €	5,83 €
25/02/2020	Vähennä	5,75 €	5,41 €
02/03/2020	Vähennä	5,00 €	4,78 €
16/03/2020	Vähennä	3,75 €	3,56 €
17/03/2020	Vähennä	3,50 €	3,35 €
29.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
11/06/2020	Myy	0,65 €	0,72 €
27/07/2020	Vähennä	0,50 €	0,50 €
16/09/2020	Vähennä	0,45 €	0,44 €
28/10/2020	Vähennä	0,36 €	0,37 €
12/11/2020	Myy	0,48 €	0,56 €
19/02/2021	Myy	0,48 €	0,61 €
28/04/2021	Myy	0,60 €	0,78 €
16/07/2021	Myy	0,60 €	0,65 €
27/10/2021	Vähennä	0,60 €	0,62 €
01/12/2021	Vähennä	0,55 €	0,57 €
18/02/2022	Myy	0,55 €	0,62 €
01/03/2022	Myy	0,40 €	0,45 €
22/04/2022	Myy	0,40 €	0,48 €
28/04/2022	Myy	0,40 €	0,46 €
20/07/2022	Myy	0,35 €	0,41 €
30/10/2022	Myy	0,35 €	0,43 €
16/02/2023	Myy	0,40 €	0,53 €
05/05/2023	Myy	0,43 €	0,52 €
19/07/2023	Myy	0,46 €	0,55 €
24/07/2023	Myy	0,50 €	0,58 €
18/10/2023	Vähennä	0,30 €	0,32 €
25/10/2023	Vähennä	0,30 €	0,33 €
30/10/2023	Vähennä	0,05 €	0,05 €
12/02/2024	Lisää	0,05 €	0,03 €
15/02/2024	Lisää	0,04 €	0,03 €
24/04/2024	Lisää	3,75 €	2,95 €
22/07/2024	Lisää	3,00 €	2,33 €
29/10/2024	Vähennä	2,50 €	2,33 €
14/02/2025	Vähennä	2,80 €	3,00 €
23/04/2025	Vähennä	2,80 €	2,96 €
30/04/2025	Vähennä	2,50 €	2,42 €
04/06/2025	Vähennä	2,70 €	2,86 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**