

FINNAIR

17.06.2026 21.20 EEST



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



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Sinivalkoisin siivin kohti kannattavaa kasvua

Finnair on siirtynyt kriisien jälkeisestä uudelleenrakennuksesta uuteen strategiakauteen, jossa yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua ja lipun ulkopuolisten tuottojen vahvistamista samalla, kun se vie läpi kapearunkolaivaston uudistusta. Vaikka alkuvuoden vahvan kysynnän ja hinnoittelutilanteen myötä lähiaikojen ennusteemme ovat nousseet selvästi, mielestämme viime aikoina nähty raju kurssinousu on ladannut osakkeeseen varsin kovat odotukset varsinkin toimialan arvostustasoihin suhteutettuna. Siten osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotus jää peruskenaariossamme epätyytyttäväksi. Näin ollen laskemme Finnairin suosituksemme myy-tasolle (aik. vähennä), mutta korotamme tavoitehintamme 3,80 euroon (aik. 3,0 €) ennustusten ja laskeneen tuottovaatimuksen mukana.

Uudelle strategiakaudelle fokus kannattavassa kasvussa

Finnairin uusi strategiakausi nojaa yhtiön vahvaan markkina-asemaan Suomessa, Helsinki-Vantaan toimivaan solmukohtaan sekä aiempaa tasapainoisempaan verkostoon. Yhtiö hakee maltillista kasvua ydinmarkkinan mukana sekä nykyverkon tehokkaammasta hyödyntämisestä, jossa eniten lentävät asiakkaat, lipun ulkopuoliset tuotot ja kanta-asiakkuus ovat keskeisessä roolissa. Aasia ja etenkin Japanin-reitit säilyvät tärkeänä osana Finnairin verkostoa, joskin Venäjän ilmatilan sulkua on heikentänyt aiemman Aasia-painotteisen strategian maantieteellistä kilpailuetua. Venäjän ilmatilan mahdollinen avautuminen olisi mielestämme selvä pitkän aikavälin optio, mutta emme kuitenkaan nojaa siihen ennusteissamme. Samalla vastikään alkanut kapearunkolaivaston uudistus tukee näkemyksemme mukaan strategian toteuttamista parantamalla kapasiteetin kohdentamista sekä syöttöliikenteen edellytyksiä.

Hyvät edellytykset tulosparannuksen jatkumiseen

Lentoliikenteen lyhyen aikavälin kysyntä- ja hinnoitteluympäristö on ollut Finnairin kannalta vahva epävarmuuksista huolimatta, mikä tukee yhtiön kuluvan vuoden selvää tulosparannusta viime

vuoden vaisulta tasolta. Näkyvyyttä heikentävät kuitenkin polttoaineen hinta, geopoliittiset häiriöt, regulaation kiristyminen sekä kuluttajakysynnän mahdollinen pehmeneminen. Lähivuosina Finnairilla on arviomme mukaan edellytyksiä jatkaa tulostason parantamista maltillisen liikevaihdon kasvun, lisäpalveluiden kehityksen ja polttoainekulujen laskun tukemana, mikäli talouskasvu säilyy sen keskeisillä markkinoilla lievästi positiivisena. Samalla toimialan kireä kilpailu rajaa hinnoitteluvoimaa ja pitää tulosparannuksen kulmakertoimen maltillisena. Pitkällä sihdillä lentomatkailevan kasvunäkymä on kuitenkin nähdäksemme edelleen melko suotuisa ja tukee yhtiön kasvunäkymää, mutta samalla kapearunkolaivaston uudistuksen käynnistämä investointivaihe alkaa sitoa kassavirtaa ja korostaa pääoman tuoton merkitystä.

Hintaan on leivottu jo varsin hyvä skenaario

Finnairin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2026–2027 ovat noin 10x ja oikaistut EV/EBIT-kertoimet noin 9x. Siten osaketta hinnoitellaan hyväksyviemme (oik. P/E: 6x–9x, oik. EV/EBIT: 6x–9x) haarukoiden yläpuolelle tai ylälaidalle. Myöskään tasepohjaisesti arvostus ei tarjoa mielestämme selkänajaa (2026e P/B: 1,4x), sillä taso edellyttäisi yli ajan selvästi tuottovaatimusta korkeampaa oman pääoman tuottoa, mistä Finnairin näytöt ovat vielä rajallisia. Lisäksi osake on arvostettu selvällä preemiolla eurooppalaisiin ydinverrokkeihin nähden, eikä DCF-mallistakaan saada tukea nykykurssille. Arvostusmetodien kokonaiskuva taipuu siten vallitsevat näkymät ja ennusteriskit huomioiden epätyytyttäväksi. Näemme tuloskasvun, noin 2 %:n osinkotuoton sekä kertoimien selvän laskuvaran (Q1'26 LTM oik. P/E: 16x) muodostaman 12 kuukauden tuotto-odotuksen jäävän kroonisesti korkea tuottovaatimusta alemmas. Osakkeen selkeä nousuvara vaatisi siten yhtiöltä odotuksiamme vahvempaa tuloskehitystä ja taloudellisen lisäarvon kestävästä luomista osakkeenomistajille.

Suositus

Myy

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

3,80 EUR

(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi:

4,79 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	3106	3419	3476	3568
kasvu-%	1,9 %	10,1 %	1,7 %	2,6 %
EBIT oik.	60	183	196	196
EBIT-% oik.	1,9 %	5,3 %	5,6 %	5,5 %
Nettotulos	18	98	95	91
EPS (oik.)	0,07	0,46	0,47	0,44
P/E (oik.)	42,8	10,4	10,3	10,8
P/B	1,0	1,4	1,2	1,2
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,3 %	2,9 %	3,1 %
EV/EBIT (oik.)	22,7	9,4	9,0	9,6
EV/EBITDA	3,3	3,2	3,1	3,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,5

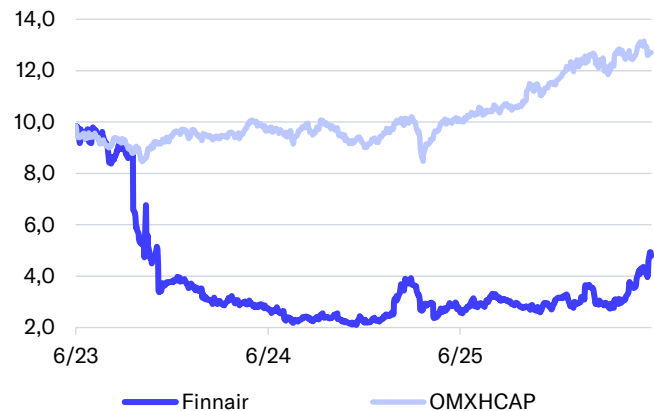
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

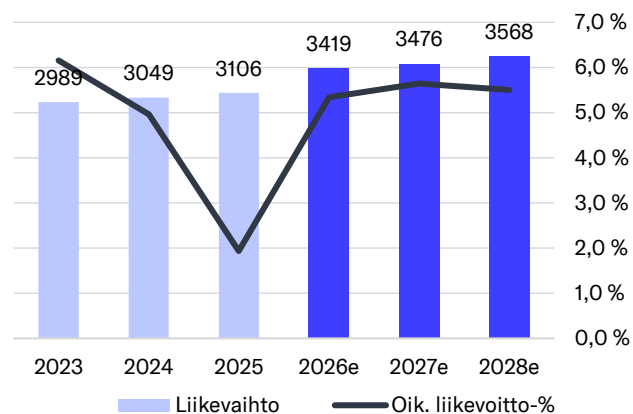
Finnair ennakoii yhtiön liikevaihdon olevan 3,3–3,4 miljardia euroa ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan 120–190 miljoonaa euroa vuonna 2026. Ohjeistus perustuu oletukseen, että polttoaineen saatavuudessa ei ole merkittäviä häiriöitä.

Osakekurssi



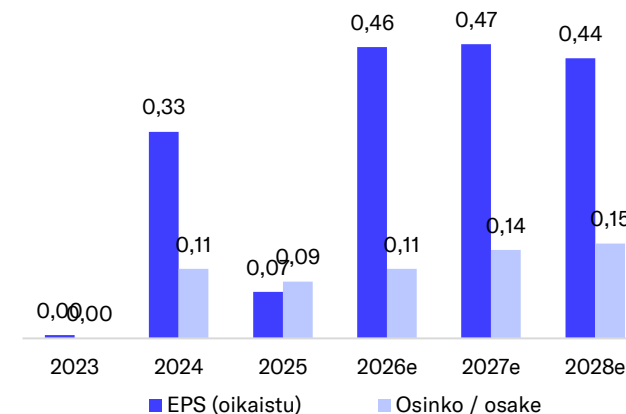
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Laatulento-yhtiön 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	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,79	4,79	4,79
Osakemäärä, milj. kpl	205	205	205
Markkina-arvo	981	981	981
Yritysarvo (EV)	1710	1757	1875
P/E (oik.)	10,4	10,3	10,8
P/E	10,0	10,3	10,8
P/B	1,4	1,2	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,2	3,1	3,3
EV/EBIT (oik.)	9,4	9,0	9,6
Osinko/tulos (%)	23,0 %	30,1 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,9 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-19
Toimiala ja kilpailu	20-27
Taloudellinen tilanne	28-30
Ennusteet	31-36
Arvonmääritys ja suositus	37-41
Taulukot	42-46
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

3 106 MEUR (+1,9 % vs. 2024)

Liikevaihto vuonna 2025

60,1 MEUR (1,9 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto vuonna 2025

76,9 % (+1,1 %-yksikköä vs. 2024)

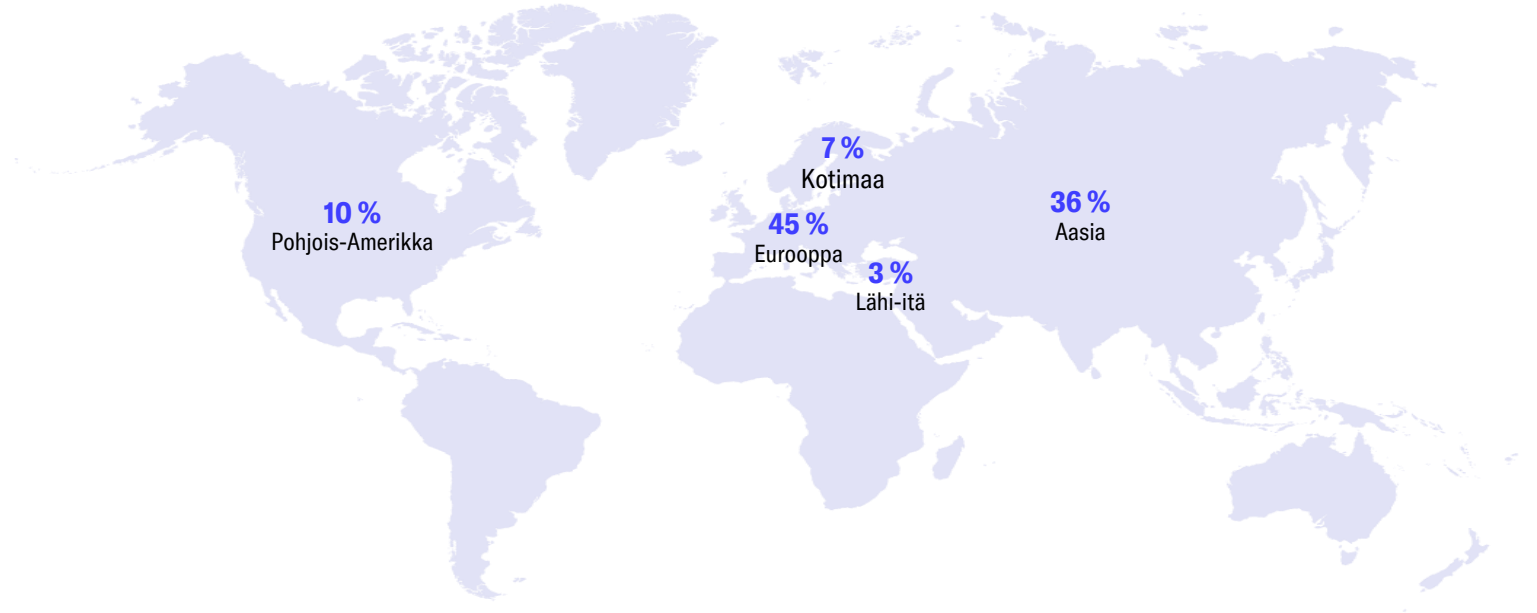
Matkustajakäyttöaste (PLF) vuonna 2025

5 779 (+4,4 % vs. 2024)

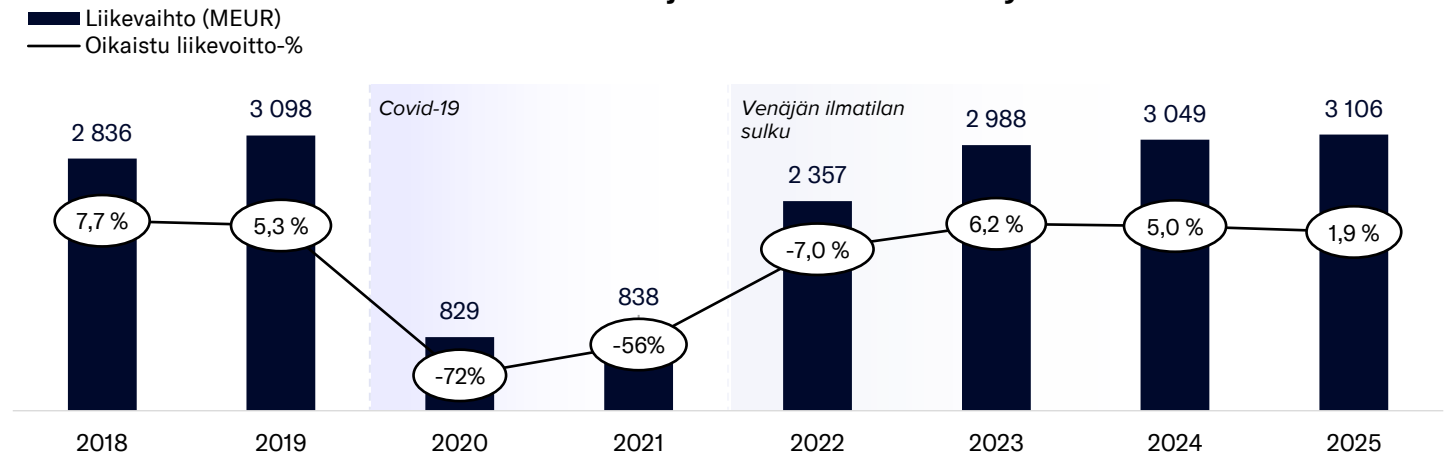
Henkilöstö keskimäärin vuonna 2025

FINNAIR

Matkustajaliikenteen lipputuottojen jakauma alueittain (2025)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Finnairin liiketoiminta on vakautunut tuplakriisin jälkeen

Vuonna 1923 perustettu Finnair (alun perin Aero Oy) on yksi maailman vanhimmista yhä toiminnassa olevista lentoyhtiöistä. Verkkopohjaisella liiketoimintamallilla operoiva yhtiö on ollut listattuna Helsingin pörssiin vuodesta 1989, mutta päätösvaltaa käyttää edelleen Suomen valtio selvän enemmistöosuuden (~56 %) turvin. Finnairin itse operoimasta 55 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 3106 MEUR:n liikevaihdolla 60,1 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Vuosi oli kolmas peräkkäinen voitollinen vuosi sen jälkeen, kun koronapandemian matkustusrajoitukset (2020) ja Venäjän ylilentokiellosta seurannut Aasian strategian romahdus (2022) ajoivat yhtiön tuplakriisiin. Viime vuoden tulostasoa rasittivat kuitenkin merkittävät työtaistelutoimet ja nousseet kustannuserät. Finnair työllisti Q1:llä keskimäärin noin 5800 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 2025. Maantieteellisesti nykystrategian mukaisessa Finnairissa matkustajaliikenvaihto jakautuu arviomme mukaan karkeasti puoliksi Suomen ja muun verkoston väliseen liikenteeseen sekä vaihtomatkamiseen. Matkustajia Finnairilla oli viime vuonna 11,9 miljoonaa, mikä on vajaat 20 % Aasian strategian viimeistä normaalia vuotta 2019

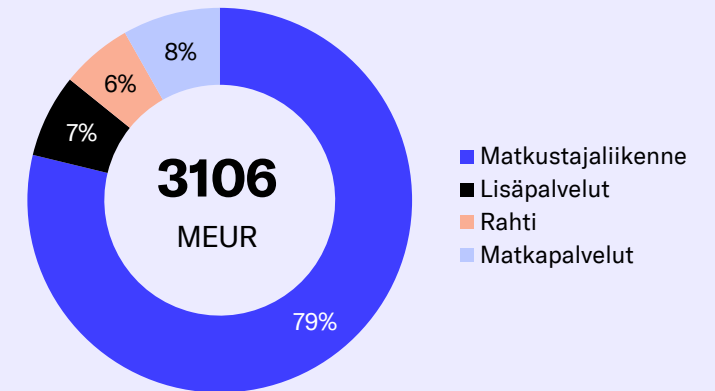
alempi taso. Siten matkustajaliikenteen liikevaihto kertyy pienistä puroista, kuten kuluttajatuote-yhtiölle on tyypillistä. Matkustajamäärän jakautumista maittain Finnair ei ole avannut, mutta arviomme mukaan suomalaisilla on merkittävä rooli yhtiön asiakkaina ja myös eniten lentävinä asiakkaina. Siten Suomen kansantaloudellisilla ajureilla ja kuluttajaluottamuksella on korostunut vaikutus Finnairin matkustajaliikenteeseen.

Lisäpalvelut eli lentomatikustajille lippujen kyljessä myydyt palvelut ja tuotteet kattoivat 6 % Finnairin liikevaihdosta vuonna 2025. 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.

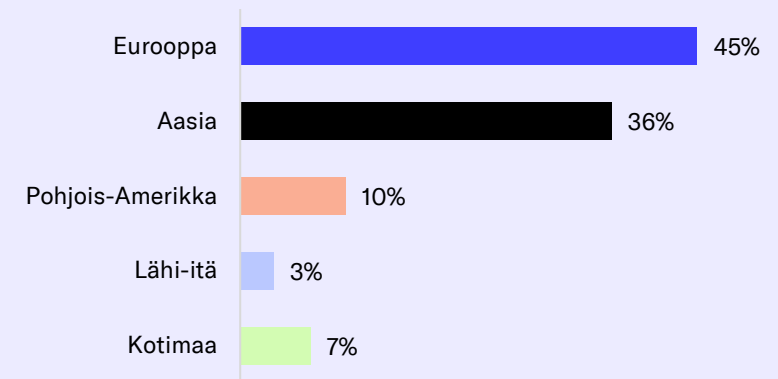
Rahti toi Finnairin vuoden 2025 liikevaihdosta 7 %. Rahtituottoja Finnair saa matkustajakoneiden ruumissa kulkevista rahtitonneista, sillä koronapandemian aikana väliaikaisesti käyttöön otetut rahtilennot on jo ajettu alas matkustajaliikenteen normalisoiduttua muutaman viime vuoden aikana. Rahtituloa Finnairille kertyy kaikilta liikennealueilta, mutta arviomme mukaan rahtin rooli on suurempi kaukoliikennereiteillä ja etenkin Aasian liikenteessä.

Matkapalvelut eli Aurinkomatkat käsittävät pakettimatkojen myynnin kuluttaja-asiakkaille, mistä Finnairin liikevaihdosta kertyi noin 8 % vuonna 2025. 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 (2025)



Matkustajaliikenteen lipputuottojen jakauma (2025)



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 alkaen korkealle nousut hintataso ja ostovoiman heikentyminen eivät juuri näkyneet lentomatkustuksen kysynnässä, toisin kuin monessa muussa harkinnanvaraisessa kulutuksessa. Kysyntä onkin säilynyt varsinkin makrotaloudelliseen tilanteeseen suhteutettuna melko vahvana läpi viime vuodet, vaikka kuluttajien varovaisuus on näkynyt etenkin Suomessa.

Viime aikojen kehitys on näin ollen ollut Finnairin kannalta suotuisaa. Kysynnän sitkeys voi viitata myös pysyvämpään muutokseen kuluttajakäyttäytymisessä, jos matkojen kaltaisen aineettoman kulutuksen arvo on noussut suhteessa tavarakulutukseen. Koronapandemian jälkeinen poikkeuksellinen kysyntäpiikki on kuitenkin jo tasaantunut, ja lentolippujen hinnoittelu on vaikuttanut asettuneen pandemiaa edeltänyttä aikaa korkeammalle tasolle. Vuoden 2026 alussa kysyntä on ollut jälleen vahvaa etenkin Aasian ja Euroopan liikenteessä, mihin on osaltaan vaikuttanut myös Lähi-idän tilanteen aiheuttama markkinakapasiteetin supistuminen sekä Suomen talouden ja yksityisen kulutuksen virkoaminen.

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 volyyymistä suuren osan tuokin

keskimäärin hintaherkempi vapaa-ajan matkustus.

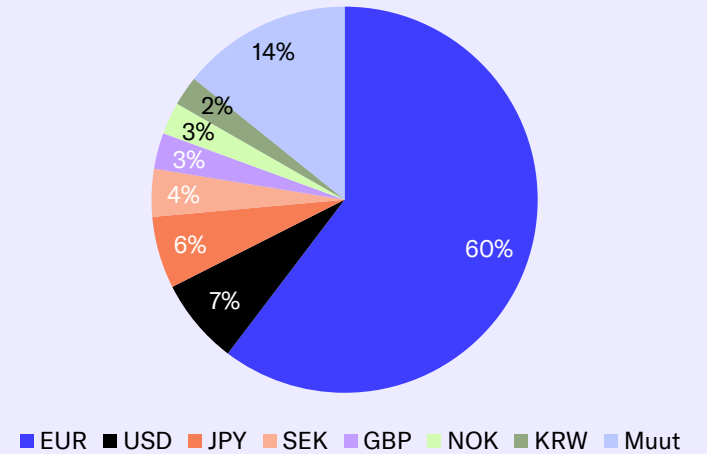
Pandemia ja sen myötä yleistynyt etätapaamisten käyttö liikeneuvotteluissa on arviomme mukaan pudottanut liikematkustamista hieman pysyvästi suhteessa pandemiaa edeltäneeseen aikaan. Toisaalta tuottokehitys tässä segmentissä on ollut viime aikoina pääosin melko hyvää.

Finnair on perinteinen verkostolentoyhtiö

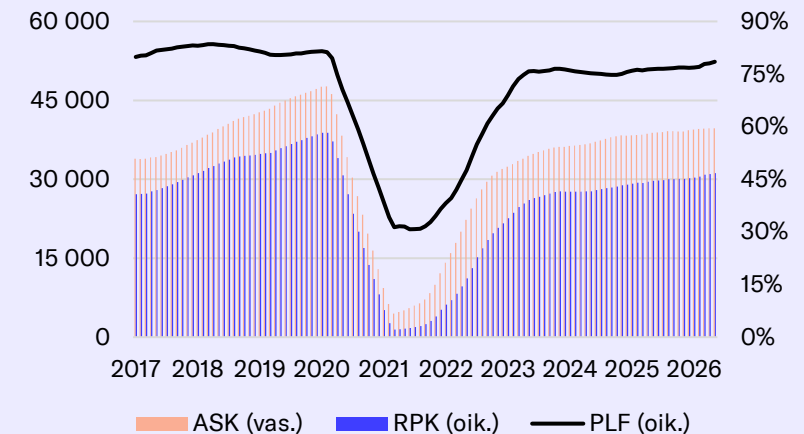
Finnair ja monet sen historialliset kilpailijat (esim. SAS, Lufthansa, Air France-KLM, British Airways) operoivat verkkopohjaisella liiketoimintamallilla, mikä tarkoittaa käytännössä yhden tai useamman solmukohdan ympärille rakennettua verkostoa. Solmukohdasta verkostolentoyhtiö tarjoaa kattavat yhteydet 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 volyyymistä 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. Uudella strategiakaudellaan Finnair painottaa ydinasiakkaiden tarpeisiin vastaavaa verkostoa, mikä on linjassa nykyisen tasapainoisemman liiketoimintamallin kanssa. Vaikka vaihtomatrustajien rooli on Finnairin liiketoiminnassa

Liikevaihdon jakauma valuutoittain (2025)



Kuukausittainen ASK¹, RPK² ja PLF³-% (01/2017–05/2026 LTM⁴)



Lähde: Finnair, Inderes

¹Tarjotut henkilökilometrit, ²Myydyt henkilökilometrit,

³Matkustajakäyttöaste, ⁴edellisen 12 kk keskiarvo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

pienentynyt Aasian liikenteen supistuttua, vaihtomat kustajia 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 ja etenkin ennen pandemiaa edullisten lippujen avulla. Tämä on ollut piikki Finnairin ja muiden verkkolentoyhtiöiden lihassa, mikä on kuitenkin pakottanut Finnairia parantamaan kulutehokkuuttaan. Suomessa koneiden ja henkilöstön käytettävyyden kannalta 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 kulujuu on pitkillä reiteillä vaikeampi saavuttaa. Arviomme mukaan pandemia myös hautasi eri pelureiden toiveet halpalentokonseptin laajentamisesta kaukoreiteille ainakin lähivuosina. Siten emme odota pitkien reittien halpalennoista muodostuvan merkittävää kilpailijaa Finnairille.

Yhteistyö on iso osa Finnairin liiketoimintamallia

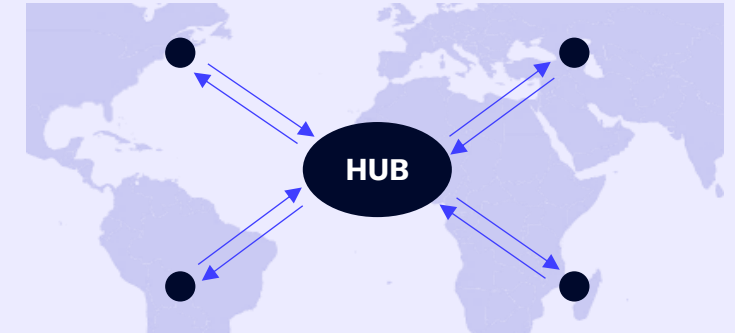
Finnair tekee yhteistyötä muiden lentoyhtiöiden kanssa useilla tasoilla. Tämä on Finnairin kaltaisille verkostoyhtiöille tavallista, kun taas halpalentoyhtiöt ovat tyypillisesti pysytelleet ulkona yhteishankkeista. Pienenä yhtiönä

Finnair pystyy parantamaan merkittävästi asiakkailleen 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 hinnoitteluhuhyötä tai kulusynergioita allianssiyhteistyökään ei kuitenkaan tarjoa.

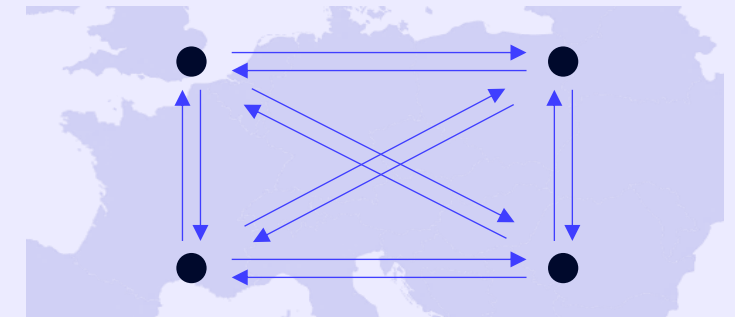
Finnairin kannalta syvimät ja tärkeimmät yhteistyön muodot ovat yhteiset liiketoiminnot, joissa yhtiö sopii hankkeiden alaisten reittien kapasiteetista kumppaniensa kanssa ja yhden yhtiön operoimien lentojen tulot jaetaan jäsenten kesken ennalta sovitulla tavalla. Yhteisliiketoimintoja Finnairilla on Euroopan ja Pohjois-Amerikan välisessä liikenteessä (**Atlantin JB**) 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

Verkostolentoyhtiö



- Verkstolentoyhtiöt 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

kiinteän osuuden matkustajapaikoista sekä koko rahtikapasiteetin ja myy ne omien jakelukanaviensa kautta. Lisäksi Finnairilla on tällä hetkellä kaksi A330-konetta ulosvuokrattuna Qantasille ilman miehistöä. Finnairin kaikki JB-kumppanit, QA ja Qantas kuuluvat myös oneworldiin.

Yhteistyöliiketoimintojen ja kahdenvälisen 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 yhteisliiketoiminnoista ennen pandemiaa ja niiden merkitys on yhtiölle edelleen tuntuva, vaikka Finnairin rooli on näissä hieman erilainen. Japanin vahvan aseman takia Finnair on ollut SJB:ssä suhteellisen merkittävä toimija, kun taas Atlantin ylittävässä AJB:ssä yhtiön rooli on selvästi pienempi isompien toimijoiden rinnalla. Vaikka SJB:n merkitys Finnairin portfolioissa on pienentynyt strategiamuutosten myötä, 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 on lentänyt Helsingistä syöttöliikennettä QA:n kotikentälle Dohaan, josta QA:lla on laajat jatkoyhteydet Kaakkois-Aasiaan, Afrikkaan ja Australiaan. QA on myös sitoutunut ostamaan Finnairin kapasiteetista kiinteän osan. Dohan liikenne on kuitenkin väliaikaisesti keskeytettynä Lähi-idän kiristyneen turvallisuustilanteen takia. Yhteistyö sisälsi aiemmin myös reitit Tukholmasta ja Kööpenhaminasta

Dohaan, mutta yhteistyö näiden reittien osalta päättyi alkuvuonna 2025 todennäköisesti kannattamattomana.

Qantasille Finnair on aiemmin vuokrannut kaksi A330-konetta miehistöineen Australian ja Aasian väliseen liikenteeseen, mutta tämä wet lease -järjestely päättyi Q1'26:llä. Finnairilla oli viime vuonna pilottien työtaisteluihin liittyviä luotettavuusongelmia, ja käsityksemme mukaan Qantas supisti tästä syystä aiemman wet lease -ohjelman yhteen reittiin. Q4'25:stä lähtien Qantasilla on puolestaan ollut käytössään kaksi muuta Finnairin A330-konetta ilman miehistöä dry lease -järjestelyllä, eikä näitä koneita ole sidottu yksittäiselle reitille.

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.

Järjestelyjen tarkemmista kaupallisista ehdoista ei ole tietoa, mutta uskomme Finnairin pystyneen neuvottelemaan vähintään kohtuulliset sopimukset osin haastavasta neuvotteluasemasta huolimatta, sillä arvioimme QA:n ja Qantasin arvostaneen laatuun panostavana lentoyhtiönä Finnairin kykyä tarjota samoja ominaisuuksia. Näin ollen pidämme järjestelyjä Finnairin kannalta hyvinä, vaikka Venäjän ylilentokiellosta johtuvaa Aasian liikenteen asemien heikkenemisen nettonegatiivista vaikutusta Finnairiin nämä eivät aivan täysin kompensoineetkaan.

Asiakaskunta on hajautunut

Kuluttajatuote-yhtiölle tyypillisesti Finnairilla on miljoonia asiakkaita, eikä yksikään asiakkaista ole konsernin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa, vaan kaupankäynti alkaa joka päivä käytännössä alusta. Hajanainen asiakasrakenne ei tyypillisesti anna lentoyhtiöille selkeää hinnoitteluvoimaa, vaan kireä kilpailu on historiallisesti pitänyt keskituotot paineessa. Ajoittaisia keskituottojen pyrähdyksiä markkinoilla on toki toisinaan nähty, ja keskituottoihin vaikuttaa tarjontakäyrän sijainnin kautta jossain määrin myös yleinen kustannustaso ja etenkin polttoaineen hintataso eli öljyn hinta. Viime aikoina kasvanut regulaatio ja päästöjen vähentämistarpeet sekä yleisesti inflatorinen toimintaympäristö 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. Arviomme mukaan Finnairilla on kuitenkin edelleen kehityspotentiaalia kanta-asiakasohjelmansa hyödyntämisessä, ja uudella strategiakaudella asiakasuskollisuuden vahvistaminen myös matkojen ulkopuolella on yksi yhtiön painopisteistä. Q1'26:n lopussa aktiivisten Finnair Plus -jäsenten määrä oli 2,9 miljoonaa, mikä oli 27 % vertailukautta enemmän.

Yhtiö on jo pitkään panostanut strategiassaan laatuun ja hoiti myös koronakriisin kokonaisuutena erittäin asiakasystävällisesti moniin kilpailijoihin verrattuna. Näistä syistä Finnair on onnistunut säilyttämään asiakastyytyväisyyden hyvällä tasolla, vaikka pilottien työtaistelutoimet aiheuttivat viime vuonna liikenteelle merkittäviä väliaikaisia operatiivisia häiriöitä. Q1'26:lla Finnairin NPS nousi 36:een (Q1'25: 34). Tässä valossa

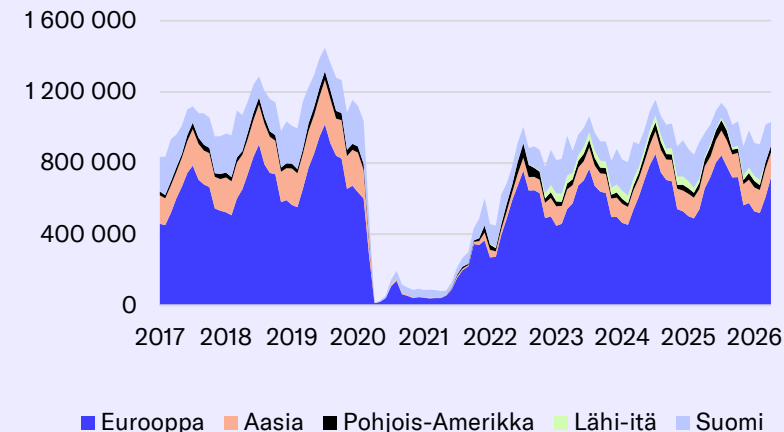
pidämmekin mahdollisena, että yhtiö saavuttaisi ainakin joissakin korkeinta laatua arvostavissa asiakassegmenteissä jossain määrin parempaa asiakasuskollisuutta ja sitä kautta hieman historiallista parempaa hinnoitteluvoimaa jatkossa.

Lentäminen ei ole erityisen skaalautuvaa

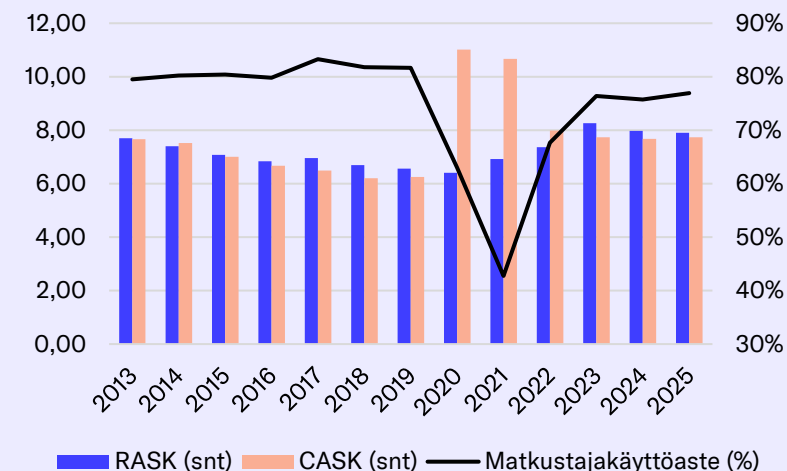
Lentoliiketoiminnassa kasvu ei ole erityisen skaalautuvaa, sillä kokoluokan kasvattaminen vaatii käytännössä lentokoneiden ja henkilökunnan määrän kasvattamista. Finnairin kaikista operatiivisista kustannuksista arviomme mukaan hieman alle 20 % on kiinteitä ja pääosin tukitoimintoihin liittyviä kuluja, jotka skaalautuvat liikevaihdon kasvuun kohtuullisesti. Siten kulurakenteessa on jonkin verran tulosvipua liikevaihdon kasvuille. 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. Arviomme mukaan Finnairin kulurakenne on myös konekulujen osalta melko kiinteä, vaikka yhtiö on viime aikoina ostanut aiemmin vuokrattuja A321-koneita omistukseensa. Koronakriisissä yhtiö teki myynti- ja takaisinvuokraussopimuksia omistamistaan kalliimmista A350-koneista likviditeetin nostamiseksi, eikä tätä temppea voi tietenkään käyttää toista kertaa. Vuokrat Finnair maksoi myös kriisin synkimpinä hetkinä täysimääräisesti. Siten nopea koneisiin

Kuukausittainen matkustajamäärä (01/2017–04/2026)



RASK¹, CASK² ja matkustajakäyttöaste



Lähde: Finnair, Inderes

¹Liikevaihto / tarjottu henkilökilometri, ²Kustannus / tarjottu henkilökilometri

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

liittyviin kuluihin vaikuttaminen 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 erittäin hyvän läpinäkyvyyden yhtiön tuloksen muodostumiseen. Kulurakennetta kannattaa tarkastella etenkin absoluuttisin numeroin, sillä raakaöljyn mukana liikkuva polttoaineen hinta voi heiluttaa yhtiön kulurakennetta suhteellisesti. Finnair vaimentaa polttoaineen hinnan muutosten vaikutusta tulokseensa 24 kuukauden rullaavalla ja portaittaisella suojauspolitiikalla, johon yhtiö palasi vuoden 2025 lopussa. Siten yhtiö on pienentänyt lyhyen tähtäimen polttoaineen hintariskiä aiempaan 18 kuukauden suojaushorisonttiin nähden, vaikka pidempi suojaushorisontti voi vastaavasti nostaa hieman suojauskustannuksia. Q1'26:n lopussa Finnairin suojausaste oli Q2:lle 82 %, Q3:lle 69 % ja Q4:lle 55 %. Huomioitavaa on, että suojaukset vaimentavat markkinahintojen vaikutusta, mutta eivät kuitenkaan poista polttoaineen hintariskiä kokonaan etenkin pidemmällä aikavälillä.

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 yleensä tiukassa korrelaatioissa raakaöljyn maailmanmarkkinahintaa, eikä polttoaineostoissa ole saavutettavissa skaalaetua (tulevaisuudessa SAF:iin voi kuitenkin muodostua paikallisempia markkinoita). Siten polttoainekulujen osalta yhtiö on markkinoiden armoilla, vaikka suojaukset tasaavat lyhyen aikavälin heiluntaa. Polttoainekulujen muutoksilla on

myös dynaamisia vaikutuksia, sillä lentoyhtiöt pyrkivät tyypillisesti siirtämään kohonneita kustannuksia lippuhintoihin, mikä voi kuitenkin jarruttaa kysyntää etenkin kuluttajien ostovoiman ollessa koetuksella.

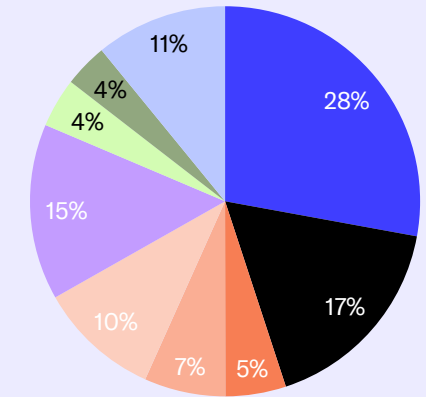
Polttoainetehokkuus on sen sijaan suurelta osin riippuvainen laivastosta. Polttoainetehokkuuden ylläpito vaatii tyypillisesti investointeja lentokoneisiin, mikä taas sitoo pääomia. Mielestämme Finnairin laajarunkolaivasto on tällä hetkellä erittäin polttoainetehokas A350-koneiden ansiosta, kun taas keskimäärin reilusti vanhemman kapearunkolaivaston polttoainetehokkuus on korkeintaan keskinkertainen. Yhtiön hiljattain julkaisema kapearunkolaivaston uudistus tukee siten pidemmällä aikavälillä yhtiön polttoainetehokkuutta, vaikka investoinnit sitovatkin merkittävästi pääomia.

Suhteellisesti arvioimme yhtiön polttoainetehokkuuden olevan vielä lähivuosina hieman heikompi kuin parhailla verrokeilla, mutta käynnistynyt kapearunkolaivaston uudistus tukee tehokkuuden parantumista pidemmällä aikavälillä. Lisäksi kiristyvä sääntely kasvattaa kustannuspaineita biopolttoainekulujen ja päästökaupan osalta, mikä on näkynyt jo vuoden 2025 alusta lähtien EU:n jakeluvuorituksen voimaantumisen jälkeen. Siten polttoaineeseen liittyvä kulupaine ei riipu jatkossa vain öljyn hinnasta, vaan myös sääntelystä, SAF:n hinnasta ja saatavuudesta sekä päästöoikeuksien kustannuksista.

Henkilöstökulut muodostavat toiseksi suurimman siivun

Finnairin toiseksi suurin kuluerä ovat henkilöstökulut, sillä pääomavaltaiseksi liiketoimialaksi lentoliiketoiminta on myös melko henkilöintensiivistä. Yhtiö on parantanut potentiaalista henkilöstötehokkuuttaan viime vuosina muun muassa korona-aikana toteutettujen ja sen jälkeen

Kulurakenne kuluerrittain (2025)



- Polttoaine (ASK¹, lentojen määrä, laivasto, USD)
- Henkilöstökulut (ASK)
- Kapasiteettivuokrat (ASK, liikenteen rakenne)
- Kaluston aineostot ja huolto (ASK, lentojen määrä, laivasto, USD)
- Liikennöimismaksut (ASK, lentojen määrä, liikenteen rakenne, USD)
- Matkustaja- ja maapalvelut (matkustajamäärä, kuljetetut rahtitonnit)
- Myynti-, markkinointi- ja jakelukulut (ASK, matkustajamäärä, osin kiinteä)
- Kiinteistö, IT ja muut kulut (kiinteä)
- Poistot (laivasto, USD)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

jatsettujen säästöohjelmien myötä, joiden seurauksena henkilöstömäärä on supistunut noin 1 000 työntekijällä. Viime aikoina henkilöstömäärä on tosin jälleen kasvanut liikenteen palautumisen ja kapasiteetin kasvun mukana.

Palkkainflaatio on pysynyt Finnairilla pidemmällä aikavälillä kohtuullisena palkkajarrujen ja tuottavuusparannusten ansiosta, mutta viime vuosien työtaistelut kertovat kasvaneesta 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 kulurakenteessa muodostuvat myynti-, markkinointi- ja jakelukuluista, liikennöimismaksuista, kaluston huolloista, kapasiteettivuokrista, muista kuluista sekä poistoista. Kolme ensin mainittua ovat pääosin lentämisen volyyymiin 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 2025 jo yli 70 % lipuistaan moderneista

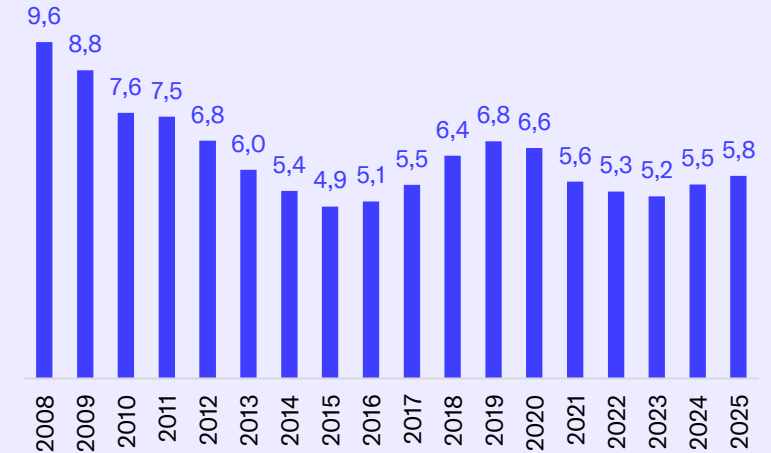
myyntikanavista (2020: ~50 %). Samaan aikaan valtaosaan näistä eristä on kuitenkin kohdistunut inflaatiopainetta. Erityisesti navigointi- ja laskeutumismaksujen sekä ympäristösääntelyn kustannusten nousu on kasvattanut liikennöimiskustannuksia ja muita kulupaineita vuodesta 2025 alkaen. Näin ollen Finnairin kulurakenne on ollut viime vuosina varsin turbulentissa tilassa ja arvioimme tilanteen jatkuvan samankaltaisena myös lähiaikoina. Kokonaisuudessaan Finnairin säästötoimet ovat olleet verokkiryhmää aggressiivisempia, minkä taustalla on näkemyksemme mukaan lähtötilanteen tietyt mittakaavahaitat sekä toisaalta verrokkeja suurempi isku Venäjän ylilentokiellosta.

Arvioimme mukaan Finnairin kilpailukyky on yhä parempi pitkän matkan liikenteessä (oletuksena vertailukelpoinen lentomatka) uudemman kaluston sekä liiketoiminnan erityyppisen logiikan takia. Lyhyemmällä reiteillä Finnairin puhdas kustannuskilpailukyky on nähdäksemme yhä heikompi, vaikka suhteellisesti lyhyen päänn liikenne onkin saattanut parantaa tehokkuuttaan viime vuosina enemmän. Kokonaisuutena emme kuitenkaan pidä kulutehokkuutta yhtiön vahvuusalueena, vaikka Finnair onkin viime kvartaaleilla onnistunut kuluhallinnassa kiistatta hyvin. Finnairin pitääkin pystyä kompensoimaan kulupuolen takamatka tulopuolella esimerkiksi kilpailijoita paremman palvelun (ts. korkeampien keskituottojen) kautta.

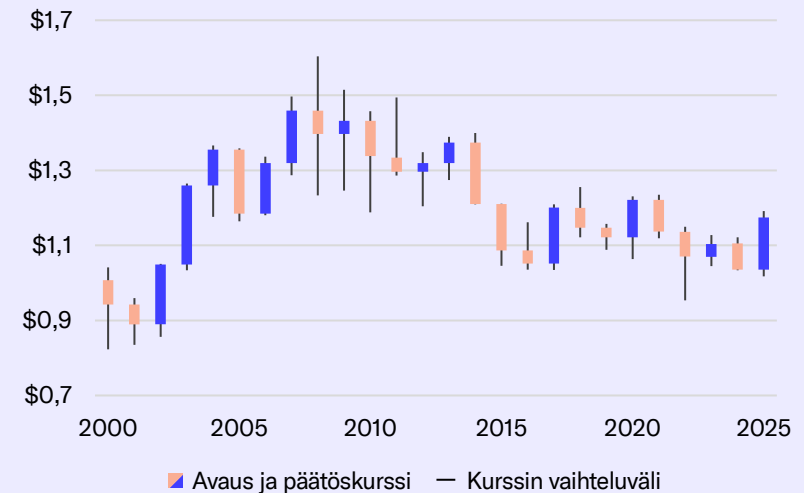
Dollarin kurssi heiluttaa euromääräisiä kuluja

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

Henkilöstö keskimäärin
(tuhatta ihmistä)



Euron arvo dollareina



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

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 pidensi suojaushorisonttinsa 24 kuukauteen vuoden 2025 lopussa, mikä pienentää lyhyen aikavälin valuuttariskiä, mutta voi nostaa lievästi suojauskustannuksia.

Finnairin liiketoimintamalli on pääomaintensiivinen

Finnairin pitkäaikainen kiinteä omaisuus vastasi vuoden 2025 lopussa noin 54 % taseen loppusummasta, joten yhtiön toimintamalli on lentoyhtiöille tyypillisesti pääomaintensiivinen. Pääomantarve kuitenkin kasvaa lähivuosina entisestään, kun kapearunkolaivaston uudistus alkaa näkyä sen investoinneissa.

Finnair omistaa lukumäärällä mitattuna noin 70 % koneistaan, ja loput näistä on vuokrattu leasingyhtiöiltä eripituisilla sopimuksilla. Laivaston käyvällä 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 näkemyksemme mukaan vielä tyydyttävä. Arviomme mukaan kapearunkolaivaston uudistus rahoitetaan todennäköisesti omien koneiden ja leasingratkaisujen yhdistelmällä, mikä on mielestämme pitkällä aikavälillä myös optimaalinen tapa säilyttää joustoa laivaston hallinnassa.

Pääomaintensiivisyyden lisäksi lentoyhtiöt tarvitsevat

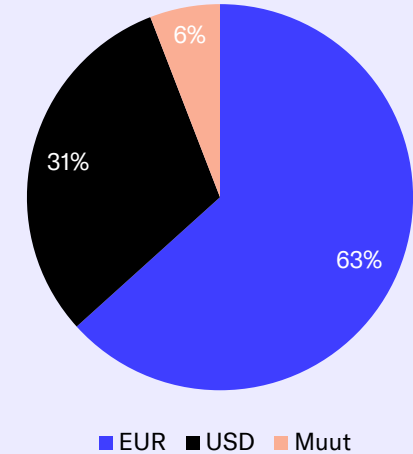
korkean likviditeetin eli suuren kassan liiketoiminnan rahavirtojen kausiluonteisuuden ja yllättävien heilahdusten (ml. suojausten käyvät arvot) varalle. Suuri kassan tarve kasvattaa tasetta ja rajoittaa samalla sijoitetun pääoman tuottopotentiaalia.

Käyttöpääoma on negatiivinen

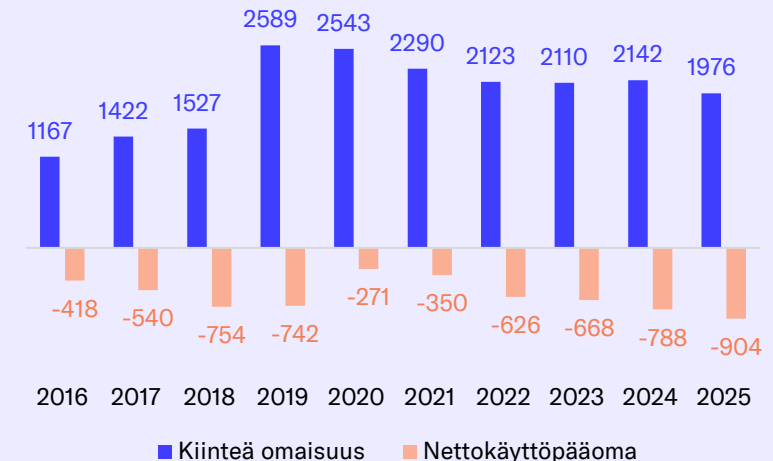
Lentoyhtiöiden asiakkaat maksavat lentoliput ostohetkellä, mutta matka toteutetaan keskimäärin joitakin viikkoja maksun jälkeen. Toisaalta liiketoiminta ei sido varastoja, sillä tuotantopanosten (esim. polttoaine) varastoinnista vastaavat tavarantoimittajat sekä alihankkijat. Lisäksi lentoyhtiöt saavat suurina ostajina tyypillisesti neuvoteltua varsin pitkät maksuajat. Siten lentoyhtiöiden nettokäyttöpääoma on normaaleissa olosuhteissa voimakkaan negatiivinen ja esimerkiksi Finnairin nettokäyttöpääoma oli vuoden 2025 lopussa -29 % liikevaihdosta (2019: -22 %). Käyttöpääomatarve kuitenkin elää voimakkaasti vuoden aikana liiketoiminnan eli 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 (2025)



Kiinteä omaisuus ja käyttöpääoma (MEUR)



Kumppanuudet mahdollistavat Finnairille globaalin verkoston



16
reittilento-
yhtiötä

>170
maata

>1 000
kohdetta

Strateginen
allianssi

Atlantic Joint Business (AJB)

Eurooppa—Pohjois-Amerikka



N°RRA

Operoi Finnairille
pääsääntöisesti
pohjoismaisia lentoja

Siberian Joint Business (SJB)

Eurooppa—Japani



Strateginen yhteistyö

Helsinki—Doha



Dry-lease -järjestely



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Finnair tähtää kannattavaan kasvuun kaupallisen strategian, kanta-asiakkuuden ja verkoston optimoinnin avulla

Strategian painopiste

Tavoite

Valinnan vapautteen perustuva tuotetarjonta	Kasvattaa lipun ulkopuolisia tuottoja digikanavissa, palvelupaketeilla, personoinnilla ja aiempaa tarkemmalla hinnoittelulla
Asiakasuskollisuutta myös matkojen ulkopuolella	Kehittää Finnair Plus -ohjelmaa liiketoimintana kumppanuuksien, luottokorttitarjonnan ja arjen käyttötilanteiden avulla
Asiakkaiden tarpeisiin vastaava verkosto	Kasvaa ydinmarkkinan mukana ja kohdentaa kapasiteettia kysynnän, kumppanuuksien ja laivastouudistuksen avulla
Luotettava ja tehokas operointi	Parantaa täsmällisyyttä , häiriötilanteiden hallintaa ja kulutehokkuutta datan, tekoälyn ja prosessien avulla

Inderesin näkemys

- Arviomme mukaan tämä on strategian selkein pääomakevyt tulosajuri, sillä lisäpalveluiden kasvu ei vaadi vastaavaa laivastoon sidottua lisäpääomaa
- Kasvun jatkuminen vaatii onnistumista asiakasprofiloinnissa, hinnoittelussa ja kohdennetussa myynnissä, jotta lipun ulkopuoliset tuotot kasvavat matkustajamäärää nopeammin
- Kanta-asiakasohjelmassa on mielestämme selvää hyödyntämätöntä potentiaalia vahvan asiakaskannan ja paljon lentävien asiakkaiden suuren tulosmerkityksen takia
- Onnistuminen ei kuitenkaan ole itsestään selvää, sillä Finnair siirtyy osin uusille rintamille kilpailemaan kuluttajien arjen rahankäytöstä
- Näkemyksemme mukaan strategia nojaa loogisesti Finnairin vahvaan asemaan Suomessa sekä Suomesta lähtevässä ja Suomeen suuntautuvassa liikenteessä
- Verkoston kasvu edellyttää onnistunutta kapasiteettiallokointia ja konetyyppien optimointia, ja pidämme matkustajamäärän kasvutavoitetta pikemminkin optimistisena kuin konservatiivisena
- Hyvä operatiivinen suoritus tukee mielestämme Finnairin laatubrändiä, asiakasuskollisuutta ja korkeampien keskituottojen tavoittelua
- Emme kuitenkaan pidä tätä yksinään riittävänä rakenteellisen kulukilpailuedun lähteenä, sillä selkeitä kustannusten alentamiseen tähtäviä toimia ei ole julkistettu

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Uusi strategia nojaa tuttuihin vahvuuksiin

Finnair julkisti loppuvuoden 2025 pääomamarkkinapäivällä strategiapäivityksen ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2026–2029. Strategian isoissa linjoissa ei mielestämme ollut suurempia yllätyksiä, sillä yhtiö oli jo aiemmin vihjannut keskittyvänsä lähivuosina eniten lentäviin asiakkaisiin, lipun ulkopuolisten tuottojen vahvistamiseen ja olettavansa Venäjän ilmatilan pysyvän suljettuna. Strategia nojaa loogisesti Finnairin vahvaan yli 70 %:n markkinaosuuteen Helsinki-Vantaalla ja asemaan Suomen kotimarkkinalähtöisessä liikenteessä. Arviomme mukaan merkittävä osa Finnairin eniten lentävistä asiakkaista on suomalaisia tai Suomeen usein matkustavia.

Kasvua haetaan etenkin lipun ulkopuolisista tuotoista

Strategiakaudella Finnair tavoittelee matkustajamäärille 4 %:n vuotuista kasvua ja pyrkii kasvattamaan liikevaihtoa matkustajamäärää nopeammin lisäpalvelujen ja muiden tuottojen (ml. vähittäismyynti) avulla. Matkustajamäärän kasvutavoite vastaa markkinakasvua, joskin Suomen ja länsimaiden talouskasvunäkymiin suhteutettuna markkinakasvuoletus on mielestämme pikemminkin optimistinen kuin konservatiivinen. Lisäpalveluissa ja etenkin vähittäismyyntissä Finnair siirtyy ainakin jossain määrin uusille rintamille kilpailemaan kuluttajien rahankäytöstä. Tässä onnistumiseen liittyy vielä epävarmuuksia, vaikka yhtiö hyödyntää kumppanuuksia ja kanta-asiakasmassansa potentiaalin aiempaa paremmaksi ulosmittaamiseksi ja maailmalta löytyy esimerkkejä vastaavien mallien onnistuneesta toteuttamisesta.

Kannattavuustavoite on suhteellisen kunnianhimoinen

Finnair tavoittelee 6–8 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia

vuoden 2029 loppuun mennessä, minkä tueksi yhtiö on sitoutunut parantamaan kannattavuuttaan 100 MEUR:lla strategiakauden loppuun mennessä. Tavoitteen alaraja vaikuttaa mielestämme realistiselta, mutta haarukan yläaraja on Finnairille kova tavoite, jolle yhtiö ei ole yltänyt historiassaan edes yksittäisenä vuotena. Finnair on itsekin todennut 7–8 %:n marginaalien vaativan tuekseen myötätuulta markkinatilanteesta ja/tai regulaatiosta, kun taas perusskenaario asettuu 6–7 %:iin. Arviomme mukaan kasvu ja etenkin pääomakeviden lisäpalveluiden kasvu ovat kannattavuustavoitteen saavuttamisen kannalta keskeisessä roolissa. Kapearunkolaivaston uudistus tukee myös ajan myötä tehokkuutta, mutta kasvattaa samalla poistoja ja pääomantarvetta. Lisäksi toimintaympäristö pysynee lähivuosina inflatorisena.

Strategiakaudesta ei ole tulossa erityisen pääomakevyttä

Finnairin strategiakaudelle kaavailemat investoinnit ovat yhteensä noin 2–2,5 mrd. euroa, mihin sisältyy keväällä julkistettu kapearunkolaivaston odotettu miljardiluokan osittainen uudistusohjelma. Investoinnit ajoittuvat pääosin vuosille 2027–2029 ja ylittävät selvästi yhtiön nykyisen poistotason, joten Finnair siirtyy strategiakaudella muutaman vuoden pakollisen investointitauon jälkeen selvästi vahvempaan investointivaiheeseen. Finnair aikoo rahoittaa investoinnit nykyisellä kassalla ja liiketoiminnan rahavirralla. Lisäksi yhtiöllä on mahdollisuus hyödyntää vuokrausjärjestelyjä koneiden rahoittamisessa, vaikka uskommekin Finnairin pyrkivän omistamaan ainakin osan hankittavista koneista joustavuuden säilyttämiseksi. Yhtiön nettovelka/käyttökate-suhde oli vuoden 2025 lopussa 1,8x ja siten 1–2x-tavoitehaarukan sisällä. Näin ollen Finnairin taloudellinen asema on mielestämme kohtuullinen ja yhtiöllä on hyvät lähtökohdat investointien toteuttamiseen.

Taloudelliset tavoitteet 2026–2029

+4 %

Kysynnän (matkustajamäärä) keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti strategiakaudella¹

6–8 %

Vertailukelpoinen liiketulosmarginaali vuoden 2029 loppuun mennessä¹

+100 MEUR

Kannattavuusparannus vuoteen 2029 mennessä

2,0–2,5 mrd. €

Investoinnit strategiakaudella (sis. jäljellä oleva A350-investointi)¹

1–2x

Nettovelka suhteessa vertailukelpoinen EBITDA strategiakaudella

Min. 20 %

Kassavarojen suhde liikevaihtoon strategiakaudella (sis. käyttämätön luottolimiitti)¹

1/3

Muuttumaton voitonjakopoliittikka

Lähde: Finnair, Inderes

¹Taloudelliset tavoitteet asetettu sillä oletuksella, että Venäjän ilmatila pysyy suljettuna strategiakauden aikana

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Finnair on siirtynyt kriisien hallinnasta kannattavan kasvun ja pääomatehokkuuden todistamisen vaiheeseen

2020–2022

Tuplakriisiin sopeutuminen

- Pandemia romahdutti kysynnän yli kahdeksi vuodeksi ja Venäjän ylilentokielto vei pohjan Aasian strategialta
- Toiminnan jatkuvuus turvattiin säästöillä, rahoitusjärjestelyillä sekä lykkäämällä investointeja eteenpäin
- Uusi strateginen suunta alkoi rakentua tasapainoisemman maantieteellisen verkoston ympärille

2023–2025

Uudelleenrakennus

- Kaukoliikennekapasiteettia siirrettiin Koillis-Aasiasta Intiaan, Lähi-itään ja Pohjois-Amerikkaan ja Euroopassa optimoitiin
- Yksikkötuottoja vahvistettiin hinnoittelulla, lisäpalveluilla ja moderneilla myyntikanavilla
- Kannattavuus palautui, mutta työtaistelu ja kulupaineet rasittivat vuotta 2025
- Tase ja likviditeetti palautuivat investointivaiheen mahdollistavalle tasolle

2026–2029

Kannattava kasvu

- Kasvua haetaan ydinmarkkinan mukana nykyverkostoa tehokkaammin hyödyntäen
- Eniten lentävät asiakkaat, lisäpalvelut ja kanta-asiakkuus korostuvat strategiassa
- Kapearunkolaivaston parantaminen nojaa kaupallisiin ajureihin, kuluhallintaan ja operatiiviseen tehokkuuteen
- Strategia olettaa Venäjän ilmatilan pysyvän suljettuna, mutta avautuminen olisi optio



Finnair on onnistuneesti ylösajanut lentotoimintansa, uudelleenrakentanut verkostonsa sekä palauttanut kannattavuutensa ja investointikykyä tuplakriisin jälkeen.



Strategiakaudella painopiste siirtyy kannattavaan kasvuun edellyttäen lisäpalveluiden ja muiden tuottojen kasvua matkustajamäärää nopeammin ilman selvää hinnoittelupainetta.



Samalla kuluhallinnan on onnistuttava inflatorisessa ympäristössä, ja kapearunkolaivaston uudistus on toteutettava tasekuria menettämättä.



Pitkällä aikavälillä arvonluonnin kannalta ratkaisevaa on, nouseeko kannattavuus tavoitetasolle ja ROIC kestävästi yli WACC:n laivastouudistuksen jälkeen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4 – SWOT



Vahvuudet

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



Heikkoudet

- Venäjän ylilentokielto on heikentänyt Finnairin maantieteellisiä kilpailuetuja selvästi, ja sen vaikutukset ovat osuneet yhtiön kilpailijoita voimakkaammin
- Suomen kotimarkkina on pieni ja rajaa luontaista kasvupotentiaalia
- Yhtiön pieni koko rajaa skaalaetuja etenkin verkostossa ja kustannusrakenteessa
- Kapearunkolaivaston uudistus vaatii merkittäviä investointeja ja nostaa pääoman allokoinnin vaatimustasoa



Mahdollisuudet

- Tuplakriisin jälkeinen toimialan kapasiteettikuri voi tukea hinnoitteluympäristöä
- Digitalisaatio, asiakasdata ja tekoäly mahdollistavat sekä liikevaihtovirtojen kasvattamisen että kulujen alentamisen
- Yhteistyökuvioiden laajentaminen tukee kokoaan suurempaa verkostoa
- Pitkän aikavälin optio Venäjän ilmatilan avautumisesta ja Aasian liiketoiminnan hallitusta 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 kiristyminen nostaa kustannuksia ja voi heikentää kysynnän kasvua

Toimiala ja kilpailu 1/7

Kysynnän kasvun odotetaan jatkuvan vakaana, vaikka kulmakerroin onkin hieman taittunut

IATA arvioi maailman lentoyhtiöiden yhteenlasketun liikevaihdon nousseen vuonna 2025 noin 1 008 miljardiin dollariin, mikä vastaa karkeasti noin 0,9 % maailman BKT:sta. Koronapandemiaa edeltäneinä vuosikymmeninä ala kasvoi melko tasaisesti 4,5 %:n vuosittaista tahtia. Toimialan kasvua ovat ajaneet ja tulevat jatkossakin ajamaan väestön määrän kasvu, globaali elintason nousu, keskiluokan kasvu ja lentomatkustuksen tekninen kehitys.

Lentomatkat voidaan luokitella elintasohyödykkeeksi, sillä pääosa matkustusvolyymistä on vapaa-ajan matkoja. Näin ollen matkustuksen frekvenssi on länsimaissa selvästi kehittyviä maita korkeampi. Kehittyvien maiden suuren väestöpohjan, kaupungistumisen ja nopeamman talouskasvun takia kasvu painottuu kuitenkin jatkossakin näihin markkinoihin, etenkin Aasiaan ja Lähi-itään.

Globaalien lentomatkastamisen volyymin ennustetaan kasvavan vuodesta 2024 vuoteen 2044 mennessä keskimäärin 3,6 % vuosittain. Vaikka kasvuennuste on historiallista kehitystä hitaampi, lentoliikenteen odotetaan kuitenkin kasvavan maailmantalouden 2,5 %:n kasvuennustetta nopeammin. 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

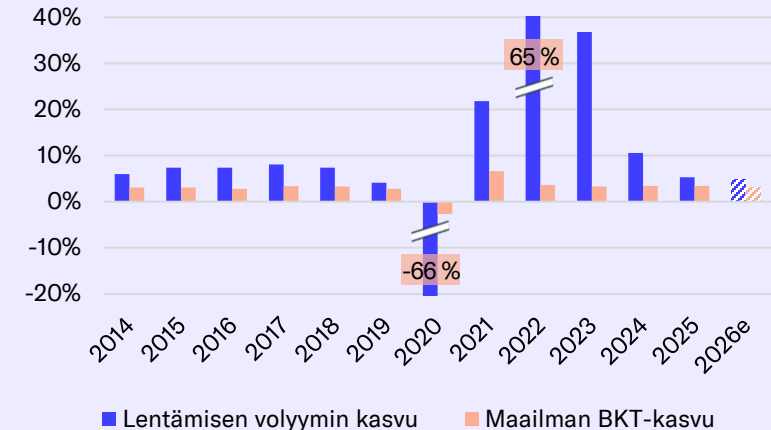
Kasvaakseen lentoyhtiöt ovat joutuneet historiallisesti investoimaan valtavasti uusiin lentokoneisiin. Myös konekokojen kasvattaminen on ollut historiallisesti

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 ohella myös tehokkuuden parantamiseksi ja päästöjen alentamiseksi.

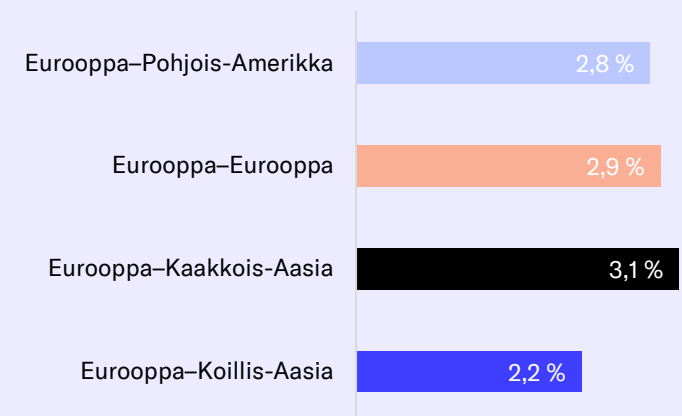
Suuri pääoman tarve nostaa alalle tulon esteitä sekä rajaa toimialan yhtiöiden minimikokoa. Uusien yhtiöiden intoa murtautua alalle nämä tekijät eivät kuitenkaan ole kokonaan estäneet, sillä toimialalla on nähty toistuvasti uusia yhtiöitä. Tosin viime vuosina alalle tulo on kuitenkin hidastunut. IATA:n mukaan uusien lentoyhtiöiden määrä jäi vuonna 2025 matalimmalle tasolle sitten vuoden 1999, mikä saattaa viitata markkinoiden hetkelliseen tasapainottumiseen.

Polttoainetehokkuus auttaa hiilidioksidipäästöjen vähentämisessä, mikä on tärkeä teema päästöintensiivisellä 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 fossiililla polttoaineilla ja polttomoottoriteknologialla hiilidioksidipäästöjen absoluuttinen määrä on kasvussa, kun taas monet muut toimialat ovat kääntämässä päästöjään laskuun. Arviomme mukaan päästöjen taittaminen vaatii etenkin uusiutuvien polttoaineiden (SAF, ml. synteettiset polttoaineet) saatavuuden parantamista ja hintojen laskua sekä jatkuvia investointeja uuteen polttoainetehokkaampaan kalustoon.

Lentämisen volyymin ja BKT:n kasvu (2014–2026e)



Finnairin alueiden kysynnän kasvuennuste (2024–2044e CAGR)



Toimiala ja kilpailu 2/7

Lentoliikenne on ollut Euroopan päästökauppajärjestelmän (ETS) alaista toimintaa vuodesta 2012 asti. Aiemmin päästöoikeuksien kustannusvaikutusta on pehmentänyt lentoyhtiöille jaettu maksuton osuus, mutta tätä ilmaisjakoa on jo vähennetty ja sen on määrä poistua vuodesta 2026 alkaen. Päästöihin liittyvän regulaation tiukentuminen lentoalalla on siten jo konkretisoitunut, ja kuluvan vuosikymmenen aikana myös ICAO:n markkinaehtoinen päästöjen kompensointiohjelma (CORSIA) kasvattaa asteittain lentoyhtiöiden kustannuspaineita.

Arvioimmekin regulaation nostavan lentämisen kustannuksia asteittain. Jo valmiiksi ohuita voittomarginaaleja tekevät lentoyhtiöt joutuvat todennäköisesti siirtämään lisäkustannuksia asiakkailleen, mikä voi hintajousto huomioiden vaikuttaa kysyntään ja sen kasvunäkymään. Muutospaineiden mittakaavaa on tässä vaiheessa edelleen vaikea arvioida, mutta suunta on lentoyhtiöiden kustannusrakenteen kannalta nouseva.

Pääoman tuotto on ollut alalla kroonisesti huono

Lentosektori ei yhteenlaskettuna ole saanut mittaville investoinneilleen tuottovaatimusta korkeampaa tuottoa juuri muulloin kuin vuosien 2015–2019 vahvassa markkinaympäristössä. Pandemian jälkeen alan tulokunto on palautunut selvästi, mutta arviomme mukaan toimialan rakenteelliset haasteet eivät ole kadonneet. Heikkoa pääoman tuottoa selittävät mielestämme seuraavat tekijät:

Kireä kilpailu ja jatkuvat investointitarpeet painavat kannattavuutta. Lentoyhtiöiden suuri määrä ja jatkuvat koneinvestointitarpeet pitävät kilpailutilanteen erittäin kireänä, eikä toimiala pääse hyötymään skaalaeduista optimaalisessa määrin. Euroopassa lentoyhtiöiden suuri määrä johtuu osin alalla yleisistä ja luultavasti

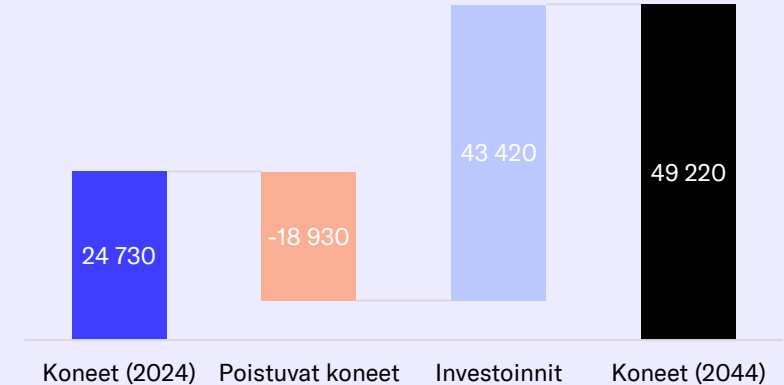
konsolidaatiota jarruttavista valtio-omistuksista, joista ei poliittisista ja strategisista syistä haluta usein luopua. Lisäksi halpalentoyhtiöiden vahva asema pitää hintakilpailua yllä etenkin lyhyillä reiteillä.

Palveluiden samankaltaisuus vaikeuttaa kilpailuetujen rakentamista. Kilpailuetuja on vaikea rakentaa, sillä lentoyhtiöiden perustuote on asiakkaan näkökulmasta samankaltainen ja helposti vertailtava. Kustannusjohtajuuden kautta tietyt halpalentoyhtiöt ovat onnistuneet rakentamaan kilpailukykyisiä ja suhteellisen suhdannekestäviä liiketoimintamalleja. Differointistrategialla operoivat yhtiöt hakevat kilpailuetuja brändistä, joka liitetään turvallisuuteen, joustavuuteen, luotettavuuteen, paikallisuuteen ja palvelun laatuun. Tällä tavalla kestäviä kilpailuetuja on kuitenkin onnistunut rakentamaan vain varsin rajallinen joukko yhtiöitä.

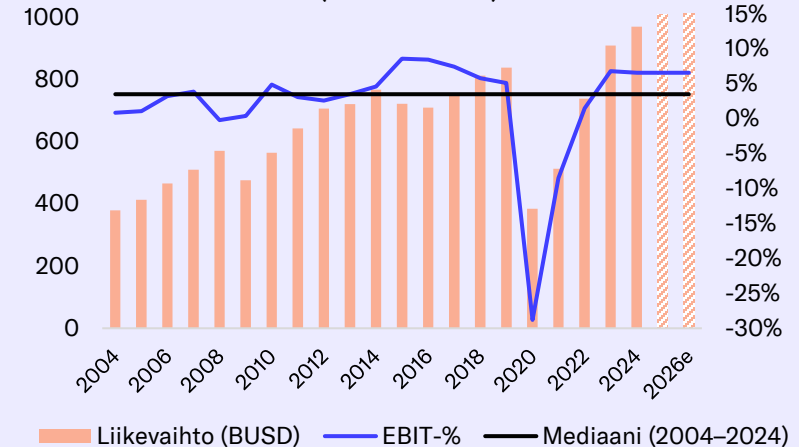
Markkinoiden globaali luonne rajoittaa alueellisten oligopoliin syntymistä. Lentokoneiden vaivaton liikuteltavuus pitää maantieteellisen fokuksen vaihtamisen suhteellisen helppona ainakin ennen lentokenttä- ja liikennöinti-infraan liittyviä kysymyksiä. Siten uusille kohdemarkkinoille siirtyminen ei yleensä vaadi merkittäviä lisäinvestointeja. Näin ollen kilpailu painaa vauhdikkaasti kannattavimpien reittien tuotot lähemmäs alan keskiarvoja.

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

Matkustaja- ja rahtikoneiden lukumäärä (2024–2044e)



Lentosektorin liikevaihto ja kannattavuus (2004–2026e)



Toimiala ja kilpailu 3/7

Lentämisen kysyntä on normalisoitunut vahvalle tasolle

Koronapandemian akuutit vaikutukset ovat jo jääneet taakse, ja lentoliikenteen kysyntä on palautunut selvästi vuoden 2019 tason yläpuolelle. Toimialan palautumista on kuitenkin seurannut poikkeuksellinen tilanne, sillä 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 siten edelleen takamatkalla kiinalaisiin lentoyhtiöihin nähden, joille Venäjän ilmatila on auki. Lisäksi polttoaineen voimakas hinnannousu ja vahva dollari tekivät etenkin vuosina 2022–2024 eurooppalaisten lentoyhtiöiden liiketoimintaympäristöstä erittäin haastavan, joskin vuoden 2025 aikana molemmat parametrit liikkuvat selvästi suotuisampaan suuntaan.

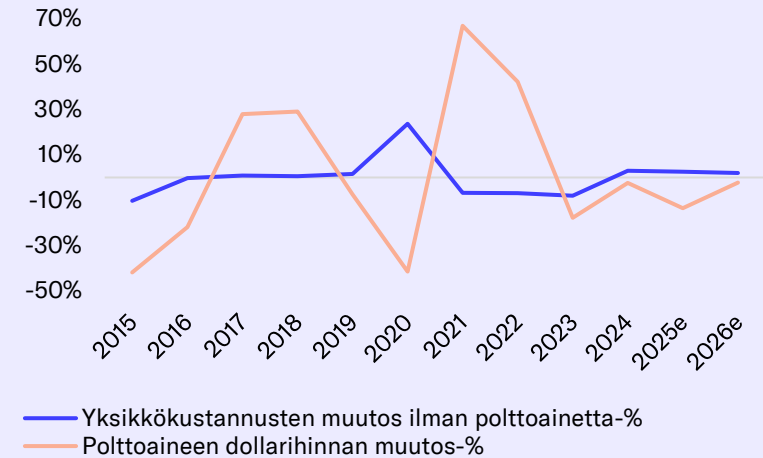
Useilla markkinoilla päästiin jo vuoden 2024 aikana pandemiaa edeltäviin volyymeihin, ja globaali lentoliikenne on ylittänyt jo selvästi vuoden 2019 tason. Palautuminen oli nopeampaa kuin pandemian syvimpinä vuosina odotettiin, mikä on mielestämme kertonut matkustuskysynnän vahvasta pohjavireestä. Euroopan sisäinen lentäminen ja Euroopan ja Pohjois-Amerikan välinen liikenne ovat palautuneet vahvoille tasoille, kun taas Euroopan ja Aasian välinen liikenne on jäänyt edelleen rakenteellisesti poikkeukselliseen tilanteeseen Venäjän ilmatilan sulun takia. Siten arvioimme toimialan siirtyneen uuteen normaaliin, jossa kokonaiskysyntä on vahvaa, mutta alueelliset kilpailuasetelmat ja reittikohtainen kannattavuus poikkeavat selvästi pandemiaa edeltäneestä ajasta.

Vahva kysyntä ei poista toimialan shokkiherkkyyttä

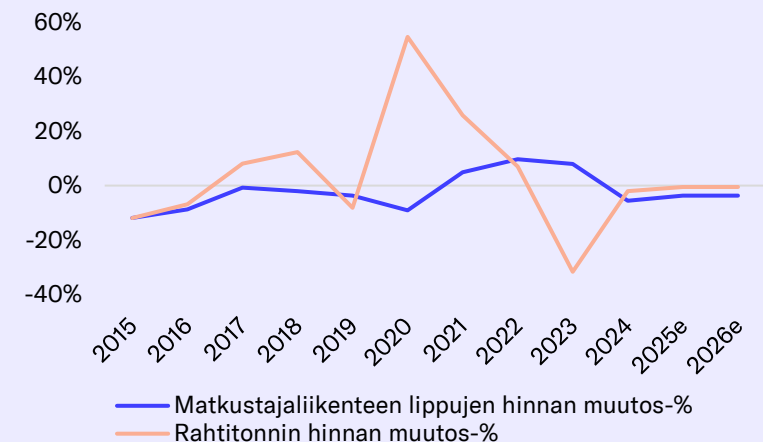
Vuosina 2024–2025 lentoyhtiöiden toimintaympäristöä leimasi kysynnän normalisoituminen vahvalle tasolle, mutta myös kustannustason pysyminen selvästi pandemiaa edeltänyttä aikaa korkeampana. Vahva kysyntä, sitä hitaammin palautunut tarjonta ja kohonnut kustannustaso nostivat lentolippujen hintoja merkittävästi valtaosalla maantieteellisiä alueita, vaikka vuoden 2023 selkein hintapiikki rauhoittui vuoden 2024 aikana. Viime aikoina lippujen hinnat vaikuttavat tasaantuneen selvästi pandemiaa edeltänyttä aikaa korkeammalle, mutta samoin on käynyt kustannustason kanssa. Näin ollen emme lähtökohtaisesti usko toimialan marginaalipotentialiin muuttuneen radikaalisti viime vuosien markkinamyllerryksissä.

Vuonna 2026 Lähi-idän tilanteen eskaloituminen on lisännyt lentoyhtiöiden toimintaympäristön epävarmuutta uudelleen. Alueen ilmatilaan ja lentoreitteihin liittyvät häiriöt voivat rajoittaa kapasiteettia tietyillä reiteillä ja tukea hinnoittelua lyhyellä aikavälillä. Samalla geopoliittinen epävarmuus heijastuu herkästi polttoaineen hintaan, operatiiviseen suunnitteluun ja asiakkaiden varauskäyttäytymiseen. Arviomme mukaan tämä korostaa jälleen lentosektorin shokkiherkkää luonnetta, sillä kysyntä voi pysyä vahvana, mutta tuloskehitys on altis ulkoisille muuttujille, joihin lentoyhtiöillä on vain rajalliset vaikutusmahdollisuudet.

Kuluerien muutokset
(2015–2026e)



Keskihintojen muutokset
(2015–2026e)



Lentosektorin toimialadynamiikan ajurit

Kysyntä kasvaa yhä BKT:tä nopeammin, mutta toimialan arvonluontia rajoittavat kilpailu, kulupaineet ja shokkiherkkyys

Kysyntä kasvaa rakenteellisesti

- Elintason nousu, keskiluokan kasvu ja kaupungistuminen tukevat lentokysyntää
- Matkustuskysyntä on osoittautunut koronapandemian jälkeen odotettua resilientimmäksi
- Globaalin matkustaja-liikenteen odotetaan kasvavan lähivuosina, vaikka tahti onkin hidastunut

Hinnoitteluvoima on rajallinen

- Lentolippu on asiakkaille helposti vertailtava ja usein homogeeninen tuote
- Hintaohjaus ja lisäpalvelut tukevat yksikkötuottoja, mutta rakenteellinen hinnoitteluvoima on alalla rajallinen
- Vahva kysyntä on pitänyt lippuhinnat korkeammalla, mutta myös kustannustaso on noussut

Kilpailu pysyy kireänä

- Halpalentoyhtiöt pitävät hintakilpailua yllä etenkin lyhyillä reiteillä
- Lentokoneiden liikuteltavuus ohjaa kapasiteettia nopeasti kannattaville reiteille
- Valtio-omistukset ja strategiset intressit hidastavat konsolidaatiota etenkin Euroopassa

Kulupaineet jatkuvat

- Polttoaine, henkilöstö, huollot sekä lentoasema- ja navigointimaksut pitävät kustannuspaineita yllä
- Laivaston uusiminen on välttämätöntä kilpailukyvyyn ja polttoainetehokkuuden säilyttämiseksi
- Regulaatio, SAF ja päästökustannukset nostavat pitkän aikavälin kustannustasoa

Shokkiherkkyys on pysyvä piirre

- Geopoliittiset kriisit voivat vaikuttaa reitteihin, kapasiteettiin ja polttoainekustannuksiin nopeasti
- Lähi-idän epävarmuus on korostanut uudelleen polttoaineen ja operatiivisten häiriöiden riskiä
- Tarjontarajoitteet, kuten koneiden toimitusviiveet ja ilmatilan pullonkaulat, rajaavat kapasiteetin joustoa

Pitkällä tähtäimellä vain yksittäiset yhtiöt ja Pohjois-Amerikan markkina ovat pystyneet luomaan taloudellista lisäarvoa (ROIC-% > WACC-%)

Toimiala ja kilpailu 4/7

Mannertenvälisessä liikenteessä kilpailu on hajanaista

Mannertenvälisessä lentämisessä Finnairin kilpailukenttä muodostuu Suomen lähimarkkinoiden yhdistämisestä Pohjois-Amerikkaan, Lähi-itään, Intiaan ja tiettyihin Aasian kohteisiin, kuten Japaniin. Yhtiön mukaan relevantti markkina ulottuu noin 1 000 kilometrin säteelle Helsinki-Vantaalta, mikä kattaa Suomen lisäksi osia Pohjois-Euroopasta ja Itämeren alueesta. Lisäksi yhtiö tavoittelee volyymia myös Lähi-idän ja Intian yhdistämisestä Pohjois-Amerikkaan. Mannertenvälisessä liikenteessä Finnairilla on edelleen vaihtomatrustajia, mutta Venäjän ylilentokiellon kavennettua Aasian liikenteen potentiaalia vaihtomatrustajien rooli ei nähdäksemme palaudu historiallisille tasoille nähtävissä olevassa tulevaisuudessa. Siten Finnairin markkinapotentiaali ulottuu yhä Suomea ja sen lähialueita laajemmalle, mutta on aiempaa kapeampi.

Kilpailijat mannertenvälisessä lentämisessä ovat pääosin perinteisiä verkostolentoyhtiöitä, joista valtaosa on Finnairia suurempia. Kilpailijoita on myös määrällisesti enemmän, ja kilpailu on monelta osin maa- ja kaupunkiparikohtaista. Kilpailijoita pienemmän skaalan takia Finnairin strateginen asemoituminen laadukkaaksi, luotettavaksi ja Pohjois-Euroopan liikenteessä vahvaksi toimijaksi on luonnollinen. Lisäksi toimiva ja nopean vaihtopotentialin mahdollistava Helsinki-Vantaan kotikenttä voi tarjota 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 20 yhtiötä. Halpalentoyhtiöiden vahva läsnäolo tekee hintakilpailusta selvästi aggressiivisempää, vaikka Finnairilla onkin arviomme mukaan hyvin vahva 65–70 %:n markkinaosuus Suomen ja Euroopan välisestä liikenteestä. Lyhyillä lennoilla hinta korostuu asiakkaiden ostopäätöksiä ohjaavana tekijänä, mikä ei ole Finnairille kulutehokkuuden parantamiseen tehdyistä säästötoimista huolimatta optimaalista mm. rajallisen skaalan ja vielä asteittain uudistuvan kapearunkolaivaston takia.

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

Aurinkomatkat on markkinajohtaja Suomessa

Aurinkomatkat kattaa Suomen lentäen tehtävistä ulkomaan matkoista noin 36 %:n markkinaosuuden, ja sen asema on ollut viime vuosina vahvistumaan päin. Aurinkomatkojen kilpailuasema on arviomme mukaan vahva, ja liiketoiminta tukee Finnairin kapasiteetin käyttöä sekä vahvistaa asemaa vapaa-ajan matkustuksessa. Pidemmällä aikavälillä valmismatkasektorilla haasteeksi voi muodostua kyky luoda lisäarvoa yhä valveutuneemmalle asiakaskunnalle, joskin toistaiseksi tällaisia paineita ei ole Aurinkomatkojen numeroissa näkynyt.

Lentosektorin keskeiset mittarit

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	Myyntin volyymia ja sen kasvua kuvaava suure
Matkustajakäyttöaste (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 kokonaisliikenvaihto	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 kokonaiskustannukset	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 vaikkeuttavat 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 (2024–2026e)

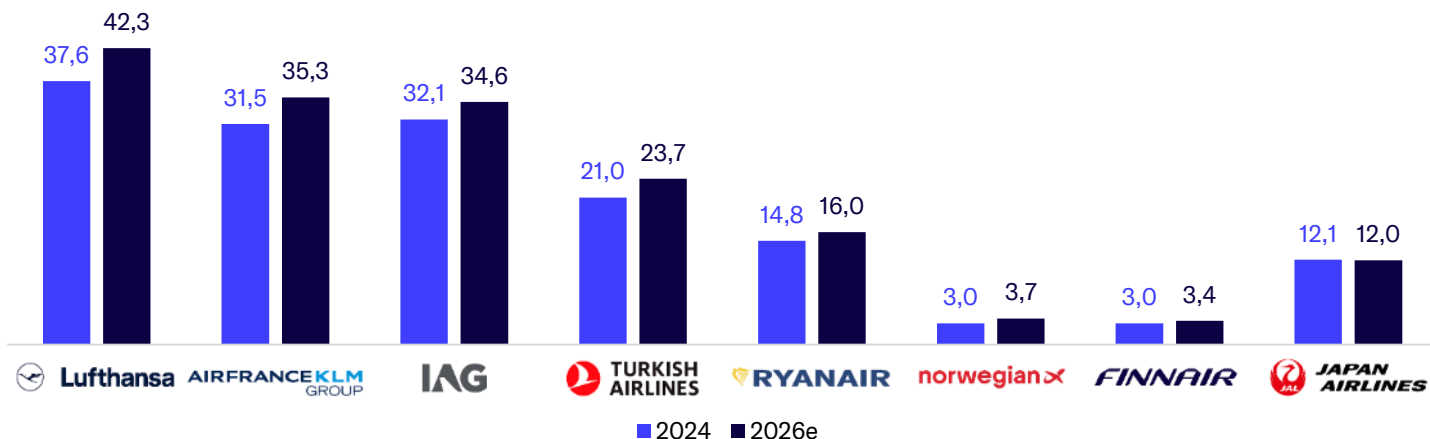


Inderesin kommentit

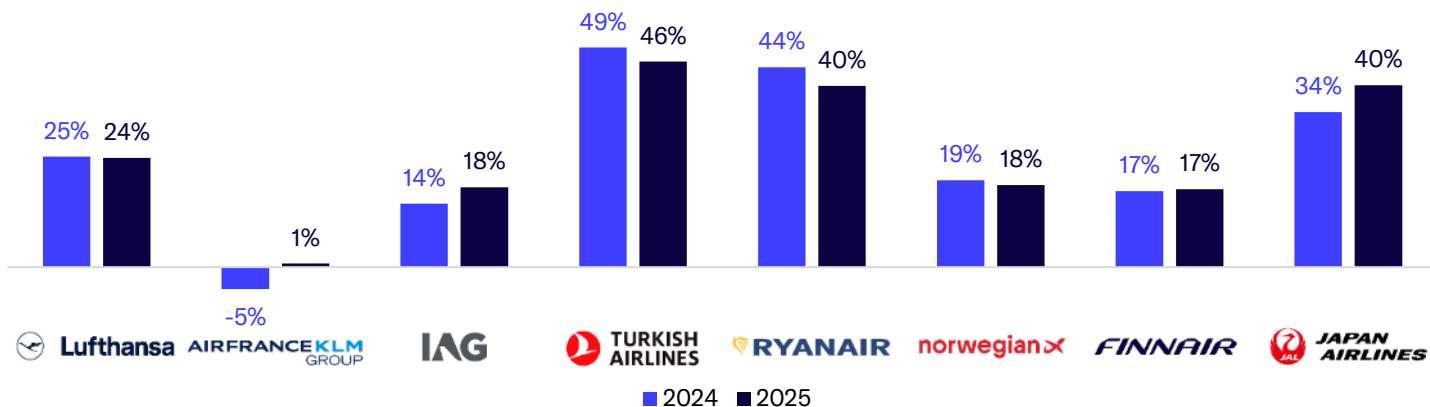
- Ennen koronapandemiaa Finnair oli hyvässä kasvuvauhdissa Aasia-painotteisen strategian vetämänä, mutta jäi kannattavuudessa verrokkien mediaanitason alapuolelle peilaten yhtiön skaalahaittoja etenkin lyhyillä reiteillä.
- Toimialalla menestyivät ennen pandemiaa kasvun osalta parhaiten pienemmät ja erikoistuneet yhtiöt, kun taas kannattavuuden osalta parhaiten pärjäsivät yhdysvaltalaiset (taustalla keskittynyt markkinan rakenne) sekä vahvan markkina-aseman kotimarkkinoillaan omaavat yhtiöt.
- Pandemian jälkeen lentoyhtiöiden kysyntä palautui odotuksia nopeammin, ja toimialan käyttöasteet ja lippuhinnat nousivat vahvoille tasoille kapasiteetin niukkuuden tukemana.
- Viime vuosien kehitys on kuitenkin osoittanut, ettei vahva kysyntä yksin ratkaise lentoyhtiöiden kannattavuushaasteita. Marginaaleja ovat painaneet etenkin kohonnut kustannustaso, kiristynyt regulaatio sekä geopolitiittisten häiriöiden aiheuttamat reittimuutokset.
- Yhdysvaltalaiset yhtiöt ovat säilyttäneet johtavan asemansa kannattavuudessa, mutta myös niillä kapasiteettirajoitteet ja kohonnut kustannustaso rajoittavat marginaalien nousuvaraa.
- Euroopassa kilpailu, kustannusinflaatio ja regulaation kiristyminen pitävät kannattavuuspotentiaalin rajallisena, vaikka kysyntäympäristö on pysynyt melko vahvana.
- Finnair sijoittuu kasvun osalta verrokkiryhmän maltillisempaan päähän ja kannattavuudessa eurooppalaisten verkostoyhtiöiden tuntumaan.

Toimiala ja kilpailu 6/7

Lentoyhtiöiden liikevaihdon kehitys (2024 vs. 2026e, mrd. euroa)








Lentoyhtiöiden omavaraisuusaste (2024 vs. 2025)



Inderesin kommentit

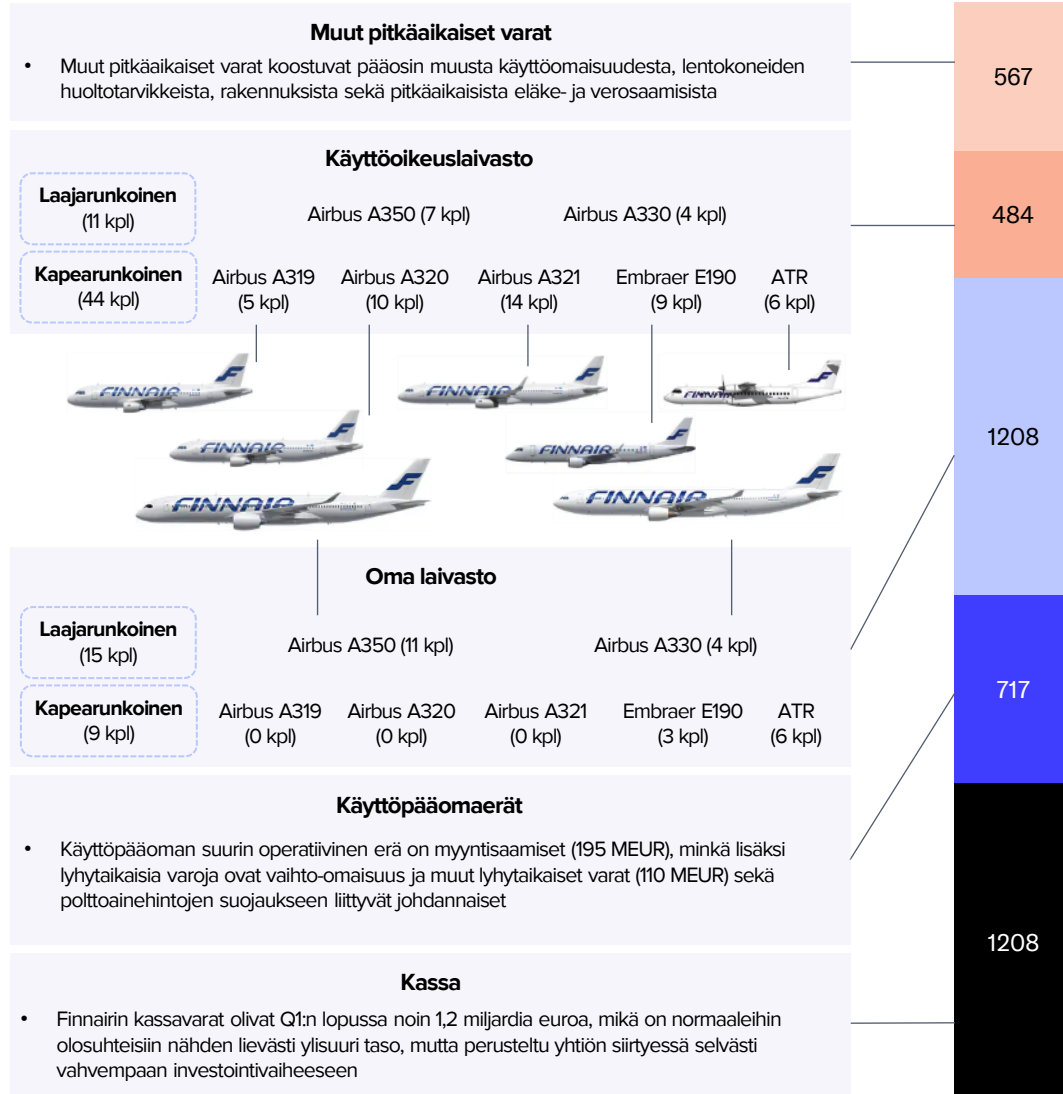
- Verrokkiryhmän liikevaihtojen odotetaan kasvavan kuluvana vuonna pääosin vuoteen 2025 verrattuna, mutta kasvu on tasaantunut pandemian jälkeisestä ripeämmästä kasvusta.
- Kasvua tukevat edelleen kohtuullinen kysyntäympäristö, terveet käyttöasteet ja pandemiaa edeltänyttä aikaa korkeampi hintataso. Samalla kapasiteetin rajallinen kasvu tukee hinnoittelua, vaikka selkein hintapiikki on tasaantunut.
- Volyymien odotetaan kehittyvän vakaasti erityisesti Euroopan ja Pohjois-Amerikan reiteillä, kun taas Aasian ja Lähi-idän suunnilla kehitystä painavat edelleen ilmatilarajoitteet, reittimuutokset ja geopoliittiset häiriöt.
- Finnairin liikevaihdon kasvu on sekä meidän että konsensuksen ennusteissa hieman verrokkiryhmää vahvempaa etenkin Aasian ja Euroopan liikenteen vahvan kysyntä-tarjontatilanteen tukemien käyttöasteiden ja yksikkötuottojen myötä.
- Lentoyhtiöiden taseet ovat vahvistuneet koronapandemian jälkeen, mutta omavaraisuusasteet ovat monella yhtiöllä edelleen kriisiä edeltäneen ajan alapuolella.
- Taseiden vahvuudessa on toimialalla yhä suuria 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

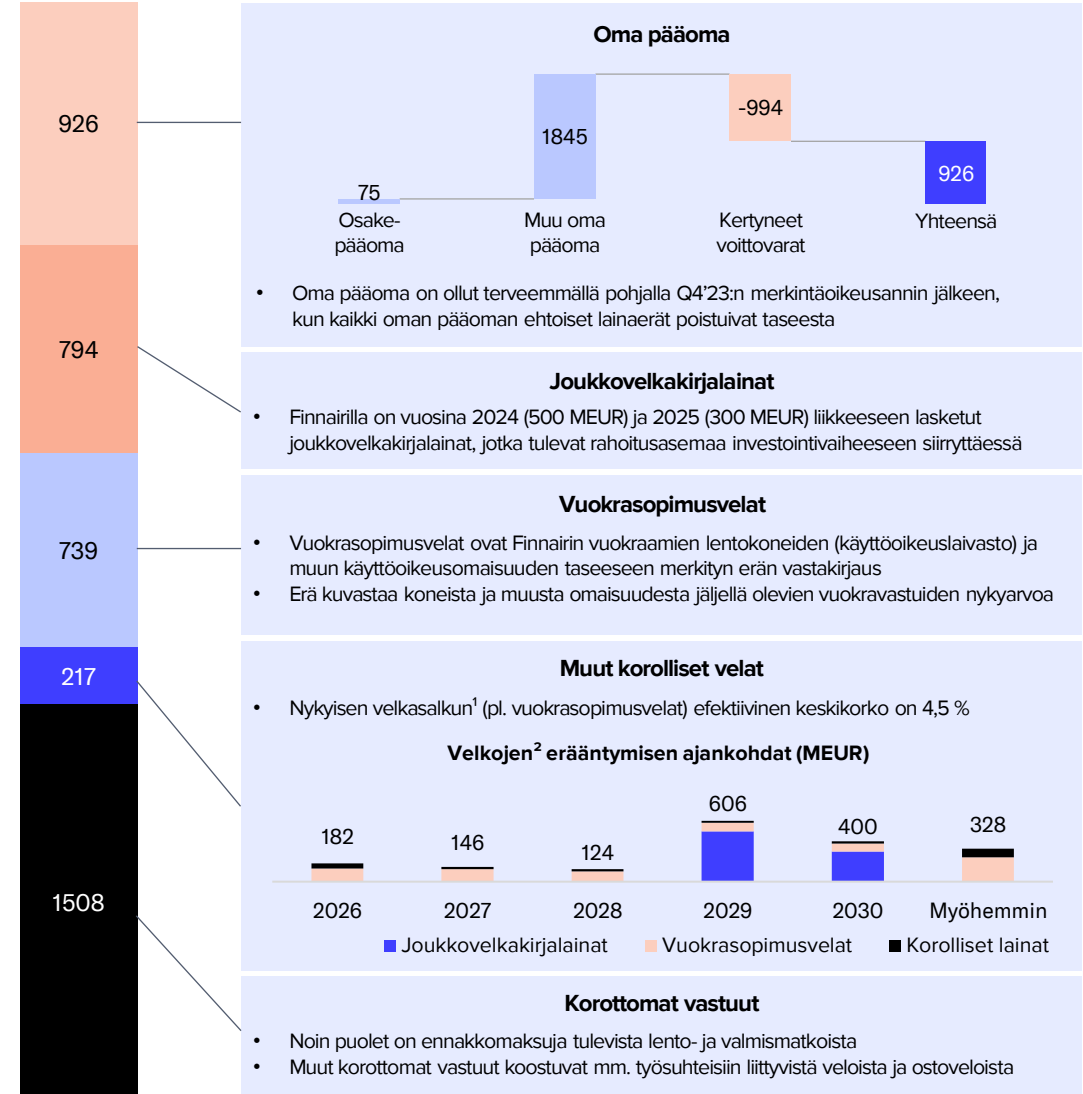
									
Voimassa oleva kasvutavoite	Matkustajamäärä CAGR 4 % vuosina 2026–2029	Orgaaninen ASK ¹ -kasvu ~2–4 % vuosittain	-	-	-	-	-	>50 MUSD liikevaihto vuoteen 2033 mennessä	-
Voimassa oleva kannattavuustavoite	6–8 % oik. EBIT-% vuoden 2029 loppuun mennessä	12–15 % EBIT-% ja 13–16 % ROIC keskipitkällä aikavälillä	8–10 % oik. EBIT-% vuosina 2028–2030	>8 % EBIT-% vuoteen 2028 mennessä	-	-	≥10 % EBIT-% ja ≥9 % ROIC pitkällä aikavälillä	20–25 % EBITDAR-% vuosina 2023–2033	-
Lentokoneiden määrän muutos (2025 vs. 2019, %)	-5 %	+5 %	-3 %	+8 %	-11 %	-17 %	0 %	+47 %	+30 %
Päävahvuudet	Laatuleima, vahva asema Suomessa, toimiva kotikenttä, uusi kapearunkolaivaston tilaus	Laatuleima, skaala, monipuolinen liiketoimintamalli, vahva asema Atlantin ylittävässä liikenteessä	Laatuleima, skaala, liiketoiminnan hajautuneisuus huoltoon ja rahtiin, ITA-yhteistyö	Laatuleima, skaala, hajautunut liiketoimintarakenne, vahva asema Pariisin ja Amsterdamin hubeissa	Vahva asema Skandinaviassa, SkyTeam-yhteistyö, synergiat AF-KLM:n kanssa	Johtava asema pohjoismaisessa halpalentämisessä, saneeraus neuvotellut halvat vuokradiilit, saneeraus puhdisti taseen ja kulumakanteen	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 suuri, pieni Suomen kotimarkkina, skaalahaitat, investointivaihe	Velkainen tase, Heathrown lentokentän ongelmat, vastassa kova halpalentokilpailu	Rajallinen kapasiteetti ja suurin rekrytointitarve, vastassa kova halpalentokilpailu	Valtion tukia maksettavana takaisin, Schiphollin lentokentän ongelmat, vaikeat ammattiliitot, vastassa kova halpalentokilpailu	Rakenteellinen kannattavuus alhainen, vastassa kova halpalentokilpailu, vanhahko laivasto	Rajallinen skaala suhteessa kilpailijoihin, ajautui vaikeuksiin jo ennen pandemiaa ja markkina-aseman vakiinnuttaminen kesken	Venäjän ilmatilan sulku vaikeuttaa Euroopan reittejä, riippuvuus Japanin kotimarkkinasta	Vahvoja Lähi-idän alueen yhtiöitä vastassa, valuuttariskit ja geopoliittiset riskit	Ei mukana kaukoreiteillä, hinta keskeinen kilpailukeino

Finnairin tase Q1'26

Varat



Oma pääoma ja velat



Lähde Finnair, Inderes

¹Velkasalkun (pl. vuokrasopimusvelat) efektiivinen keskiporkko ajankohdassa 31.12.2025

²Velkojen maturiteetti ajankohdassa 31.12.2025

Taloudellinen tilanne 1/2

Lentokoneet ja kassa dominoivat taseen varoja

Finnairin Q1'26:n lopun noin 4,2 miljardin euron taseen varoista selvästi suurin osa on pitkäaikaisia varoja, kun taas lyhytaikaisten varojen osuutta kasvattavat etenkin vahva kassapositio sekä suojausinstrumenttien käyvän arvon nousu. Pitkäaikaisissa varoissa suurin erä on lentokoneet (sis. hankintojen ennakot ja niiden valuuttasuojaukset), joiden tasearvo oli maaliskuun lopussa noin 1,7 miljardia euroa. Tämä tasearvo sisältää myös IFRS 16 -kirjanpidossa taseeseen kirjatun käyttöoikeuslaivastoerän (ts. leasing-koneet), joiden arvo oli Q1'26:n lopussa noin 500 MEUR. Loput laivaston tasearvosta (~1,2 mrd. euroa) kohdistuivat yhtiön omistamille koneille. Vuoden 2025 aikana Finnairin laivastoinvestoinnit kohdistuivat pääasiassa aiemmin vuokrattujen neljän A321-koneen hankintaan, mikä kasvatti omistettujen koneiden tasearvoa.

Toiseksi suurin omaisuuserä taseessa oli maaliskuun lopussa noin 1,2 miljardin euron kassa, mikä riittää arviomme mukaan hyvin Finnairin liiketoiminnan pyörittämiseen ja antaa liikkumavaraa alkavaan investointivaiheeseen. Lentoyhtiöt tarvitsevat korkean likviditeetin rahoitus- ja suojaustarpeiden sekä kassavirtojen ajoituksen takia. Mielestämme Finnairin tavoitetason mukainen 20 %:n kassapositio suhteessa liikevaihtoon onkin toimialalla jokseenkin tavanomainen ja myös tarpeellinen. Loput omaisuuserät liittyvät muun muassa johdannaisiin, omiin ja vuokrattuihin kiinteistöihin, ennakkoon maksettuihin kuluihin sekä myyntisaamisiin.

Taserakenne vahvistunut merkintäoikeusannin jälkeen

Taseen vastattavaa-puolella Finnairin oman pääoman rakenne on muuttunut merkittävästi viime vuosina. Vuoden 2023 lopun merkintäoikeusannin ja pääomalainojen

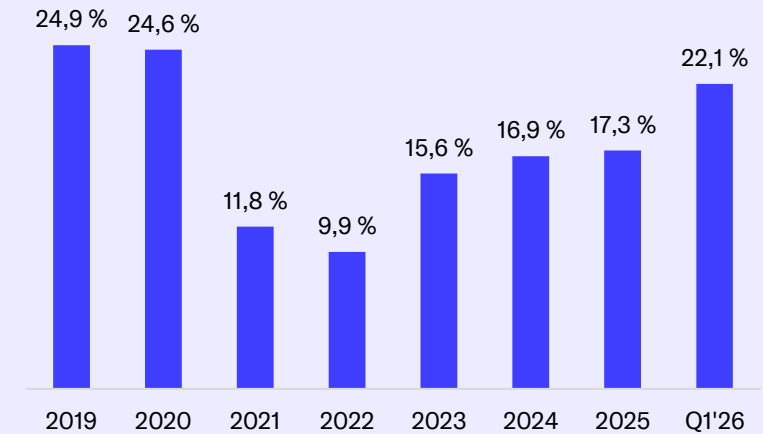
konvertoinnin jälkeen tase ei enää sisällä aiemmin riskipääomaksi luokiteltuja oman pääoman ehtoisia lainoja. Q1'26:n lopussa Finnairilla oli yhteensä 926 MEUR omaa pääomaa, josta valtaosa koostui sijoitetun vapaan oman pääoman ja käyvän arvon rahastosta. Oma pääoma oli kasvanut selvästi vuodentakaisesta suojausinstrumenttien käyvän arvon nousun, voitollisen tuloksen sekä eläkevastuiden laskennallisen muutoksen tukemana.

Korollista velkaa Finnairilla oli maaliskuun lopussa noin 1,8 miljardia euroa, josta noin 0,7 miljardia euroa oli pitkäaikaisiin vuokrasopimuksiin liittyviä vastuita pääosin lentokoneista. Arviomme mukaan velan keskikorko on 5–6 %:n tasolla lease-sopimusten velkojen korkeampaa korkokantaa heijastellen. Varsinaisten korollisten velkojen keskikoron arvioimme olevan noin 5 %:n tasolla. Muissa vastuissa yhtiöllä oli noin 800 MEUR:n arvosta lippuennakoita, kun taas loput vastuueristä ovat konsernin mittakaavassa pienehköjä.

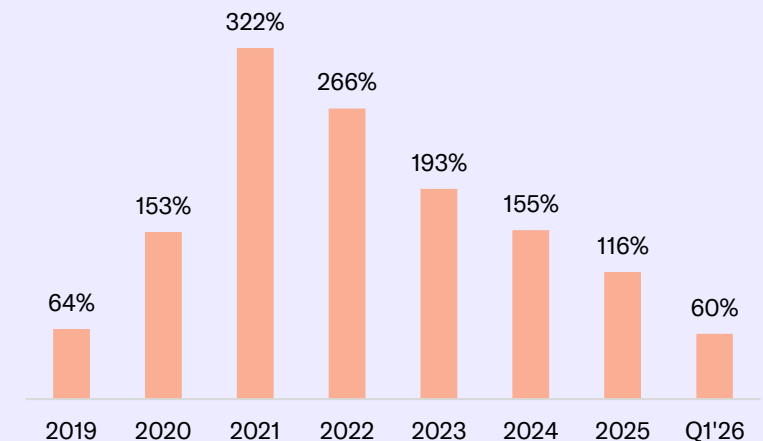
Taloudellinen asema on kohtuullisessa kunnossa

Finnairin omavaraisuusaste oli Q1'26:n lopussa 22 % ja nettovelkaantumisaste 60 %. Nettovelka/käyttökate-suhde oli sen sijaan 1,2x asettuen yhtiön tavoitehaarukan 1,0–2,0x alalaidan tasolle. Rahoitusasemaa vahvisti myös vuoden 2025 lopussa liikkeeseen laskettu 300 MEUR:n jvk-laina, joka pidentää rahoituksen maturiteettia ja tukee yhtiön siirtymistä kapearunkolaivaston investointivaiheeseen. Kokonaisuutena Finnairin taloudellinen asema on mielestämme toimialan logiikka huomioiden kohtuullinen ja antaa liikkumavaraa alkaneeseen investointivaiheeseen. Samalla lentoyhtiöille tyypillinen korkea velkavipu, mittavat investointitarpeet ja toimialan shokkiherkkyys korostavat edelleen riittävän vahvan likviditeetin merkitystä.

Omavaraisuusaste (%)



Nettovelkaantumisaste (%)



Taloudellinen tilanne 2/2

Kapearunkolaivaston uudistus käynnistää uuden investointivaiheen

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 suhteellisen matalien investointien vaiheessa, sillä fokus on ollut tuloksen ja taseen uudelleenrakentamisessa. Nyt investointisykli on kuitenkin kääntymässä nousuun, kun kapearunkolaivaston uudistus alkaa konkretisoitua.

Finnair tilasi alkuvuonna 18 uutta Embraer E195-E2 -koneetta, minkä lisäksi sopimukseen sisältyy optioita 16 koneeseen ja osto-oikeuksia 12 koneeseen. Toimitusten on määrä alkaa Q3'27:llä ja ajoittua vuosille 2027–2029. Koneet tulevat Norran operoitaviksi ja sopivat arviomme mukaan hyvin Finnairin nykyiseen verkostostrategiaan, jossa yhtiö kerää syöttöliikennettä aiempaa pienemmistä puroista etenkin Pohjois-Euroopasta ja Itämeren alueilta. Pienempi konetyyppi parantaa myös joustavuutta kapasiteetin kohdentamisessa ja tukee käyttöasteita reiteillä, joille suurempi kapearunkokone ei olisi optimaalinen.

Lisäksi Finnair aikoo hankkia enintään 12 käytettyä Airbus A320/321ceo -koneetta korvaamaan osaa vanhimmista A319- ja A320-kalustostaan. Ratkaisu on mielestämme perusteltu, sillä uusien kapearunkokoneiden saatavuus on valmistajien pitkien tilauskirjojen takia heikko, ja käytettyjen koneiden hankinta on nopeampi sekä pääomatehokkaampi tapa uudistaa laivastoa. Samalla käytettyjen koneiden polttoainetehokkuus jää kuitenkin modernia teknologiaa vaatimattommaksi, joten ratkaisu on kompromissi pääomankäytön, aikataulun ja tehokkuuden välillä.

Kokonaisuutena kapearunkolaivaston uudistus on Finnairille kilpailukyvyyn, luotettavuuden ja polttoainetehokkuuden kannalta tarpeellinen, sillä nykyinen kapearunkokalusto on osin iäkästä ja Euroopan-liikenteen yksikkökustannukset ovat yhtiölle keskeinen kilpailutekijä. Uudistus sisältyy Finnairin strategiakauden 2,0–2,5 miljardin euron investointiohjelmaan, ja arviomme mukaan sen kokoluokka on suunnilleen miljardiluokassa. Investointien tuotto-odotus ei kuitenkaan synny yksittäisistä koneista, vaan siitä, miten hyvin Finnair onnistuu kehittämään koko reittiverkostoaan, täyttämään koneet kannattavasti ja kasvattamaan lipun ulkopuolisia tuottoja. Siksi investointivaihe nostaa pääoman allokoinnin onnistumisen merkitystä, sillä lentosektorin kroonisesti heikko pääoman tuotto ei jätä tilaa heikkotuottoisille kasvuinvestoinneille.

Voitonjako riippuu etenkin tulokunnosta

Mikäli Finnair pysyy ennusteidemme mukaisesti lähiaikoina nettovoitolla, arvioimme voitonjaon olevan maltillista. Yhtiön voitonjakopolitiikan mukaisesti tavoitteena on jakaa suhdannesyklin aikana keskimäärin kolmasosa osakekohtaisesta tuloksesta osinkona tai pääomanpalautuksena. Finnair palautti voitonjakokykynsä vuoden 2024 tuloksesta ja vuoden 2025 tuloksesta yhtiökokous hyväksyi 0,09 euron pääomanpalautuksen osaketta kohden. Tämä vastasi käytännössä koko vuoden 2025 osakekohtaista tulosta, joten emme pidä sitä hyvänä lähtötasona tulevien vuosien voitonjaolle. Voitonjaon ylläpito ja kasvattaminen vaativat selvästi nousujohteista tuloskehitystä. Tulosriippuvuuden, toimialan shokkiherkkyyden ja kapearunkolaivaston investointivaiheen vuoksi voitonjako ei arviomme mukaan muodosta osakkeelle helposti tukitasoa nykytilanteessa.

Finnairin laivasto

osuus lentokoneista (keskimääräinen ikä)



Lähde: Finnair, Inderes

¹Finnair omistaa 5 kpl Airbus A319 -koneita (24,8 v) ja 10 kpl Airbus A320 -koneita (23,6 v)

Ennusteet 1/4

Finnairin ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa yhtiön kuukausittaisten liikennetietojen sekä tuotto- ja kustannusennusteiden kautta. Keskipitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat arvioimaamme markkinakasvuun, Finnairin kapasiteetti-kehitykseen sekä yhtiön markkinaosuusmuutoksiin. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuusennusteissamme mallinamme yhtiön kulurakennetta kuluriveittäin. Polttoaineen hinnan osalta nojaamme Bloombergin konsensuksen Brent-öljyn hintaennusteisiin (2026–2029e: 70–87 USD/bbl), joiden muutosta oletamme lentokerosiinin hinnan seuraavan historiallisen, pääosin vahvan korrelaation perusteella. Myös EUR/USD-valuuttaparin osalta ennusteemme pohjautuvat pääosin Bloombergin konsensusennusteisiin (2026–2029e: 1,17–1,22). Pitkän aikavälin tulosennusteiden pohjana käytämme Finnairin historiallista kannattavuutta sekä yhtiölle arvioimaamme marginaalipotentialiaa.

Vahvoille suorituksille saatiin jatkoa alkuvuonna

Finnairin vuosi 2026 alkoi kausiluonteisesti hiljaisella Q1:llä vahvasti. Liikevaihto kasvoi 12 % 778 MEUR:oon etenkin Aasian liikenteen vahvan kysynnän tukemana. Muista liikevaihtoriveistä Lisäpalvelut jatkoivat pirteää kasvuaan, Rahdissa nähtiin myönteistä kehitystä, kun taas Matkapalveluiden osalta liikevaihto jäi vertailukaudesta. Oikaistua liiketappiota Finnair teki vain -1 MEUR, mikä oli selvä parannus vertailukaudesta. Q1 on Finnairille lähes aina tappiollinen kvartaali kausiluonteisesti alhaisen kysynnän takia, joten neljännes sujui yhtiöltä mielestämme erittäin hyvin. Kommentoimme Q1-tulosta tarkemmin [täällä](#).

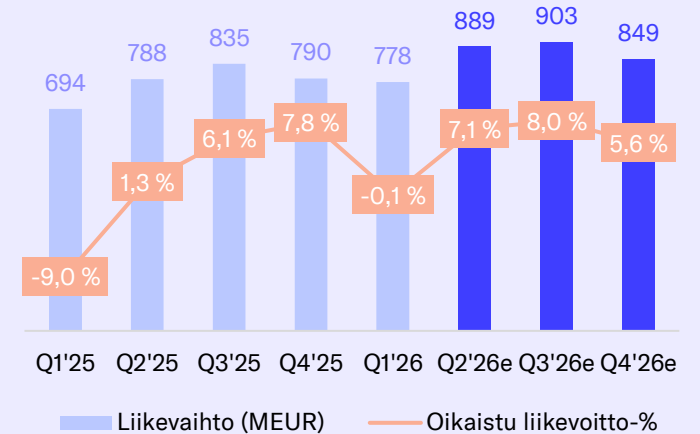
Finnair toisti Q1-raportissaan ohjeistuksensa ja ennakoi vuoden 2026 liikevaihdon asettuvan 3,3–3,4 mrd. euroon ja oikaistun liikevoiton 120–190 MEUR:oon. Yhtiö kuitenkin täsmensi ohjeistuksen sisältävän oletuksen, ettei polttoaineen saatavuudessa ilmene merkittäviä häiriöitä. Polttoaineen saatavuus Helsinki-Vantaalla on tosin yhtiön mukaan vakaa, eikä siellä odoteta perusskenaariossa häiriöitä. Samalla Finnair myös tarkensi kuluvan vuoden kapasiteettiohjeistustaan ja arvioi nyt kapasiteettinsa kasvavan noin 3 % aiemman noin 5 %:n sijaan.

Markkinatilanteen osalta myynti näyttää vetäneen toistaiseksi hyvin, ja alkuvuoden vahvat liikennetiedot tukevat kuluvan vuoden näkymää. Ennusteemme perustuu skenaarioon, jossa talouskasvu Suomessa ja Finnairin keskeisillä markkinoilla pysyy positiivisena, mutta potentiaalisia tasoja hitaampana. Samalla näkymään liittyy edelleen epävarmuutta etenkin geopolitiittisen tilanteen kautta. Finnair kohtaa myös kulupainetta biopolttoaineiden, kiristyvän EU:n ympäristösääntelyn sekä edelleen koholla olevan lentopolttoaineen hinnan kautta. Lentoyhtiöt pyrkivät tyypillisesti siirtämään kohonneita kustannuksia lippuhintoihin, mutta kuluttajien ostovoiman ollessa koetuksella osa paineesta voi näkyä myös kysynnässä.

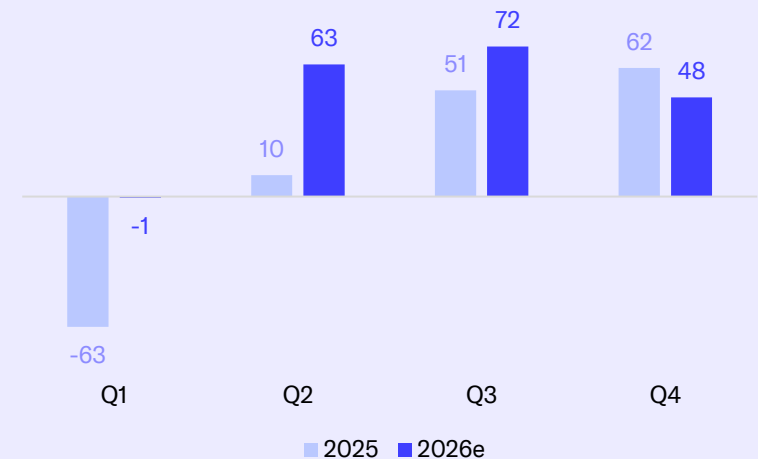
Odotamme selvää tulosparannusta vuonna 2026

Ennustamme Finnairin liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna noin 10 % 3419 MEUR:oon. Kasvua tukee etenkin Matkustajaliikenne, jossa sekä myydyn volyymin että hinnoittelun odotamme kehittyvän viime vuotta vahvemmin. Volyymikasvua tukevat arviomme mukaan kapasiteetin maltillinen kasvu ja matkustajakäyttöasteiden paraneminen, kun taas hinnoittelua ovat alkuvuonna tukeneet etenkin

Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto-% kvartaaleittain



Oikaistu liikevoitto kvartaaleittain (MEUR)



Ennusteet 2/4

vahva kysyntä ja suotuisa kysyntä-tarjontatilanne Aasian ja Euroopan liikenteessä. Matkapalveluiden osalta dynamiikka seuraa nähdäksemme pitkälti Matkustajaliikennettä, kun taas Rahdin liikevaihdon osalta odotamme volyyminvetoista maltillista kasvua. Sen sijaan Lisäpalveluiden myynnin ennustamme jatkavan vahvaa kehitystään ja kasvavan selvästi muita liikevaihtorivejä nopeammin matkustajamäärän kasvun, lisämyynnin tehostumisen ja parantuneen hinnoittelun tukemana. Liikevaihto-ennusteemme asettuu nyt hieman ohjeistushaarukan ylälaidan yläpuolelle, minkä myötä pidämme liikevaihto-ohjeistuksen nostoa mahdollisena kuluvan vuoden aikana.

Odotamme Finnairin oikaistun liikevoiton nousevan tänä vuonna selvästi ja asettuvan 183 MEUR:oon, mikä vastaa noin 5,3 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia.

Tulosparannusta tukevat etenkin liikevaihdon kasvu, keskituottojen nousu ja vuoden 2025 työtaistelutoimien tulosrasitusten (~70 MEUR) poistuminen. Ennusteemme asettuu siten yhtiön ohjeistushaarukan ylälaidalle, mutta tulosparannuksen kulmakerrointa rajaavat edelleen etenkin polttoainekulut, biopolttoaineregulaatio ja liikennöimismaksut. Nostimme Finnairin kuluvan vuoden liikevaihtoennustettamme vahvaa liikennedatata ja odotuksiamme parempaa hinnoittelukehitystä heijastellen. Ennustemuutokset painottuivat etenkin Matkustajaliikenteen yksikkötuottoihin ja Lisäpalveluihin, mutta nostimme samalla myös kuluennusteitamme etenkin polttoainekulujen osalta. Kokonaisuutena vuoden 2026 oikaistun liikevoiton ennusteemme nousi noin 30 %.

Tuloslaskelman alemmille riveille emme odota merkittäviä oikaisueriä, vaikka lentoyhtiöille tyypillisesti pienet kertaluonteiset erät ovat mahdollisia myös kuluvana

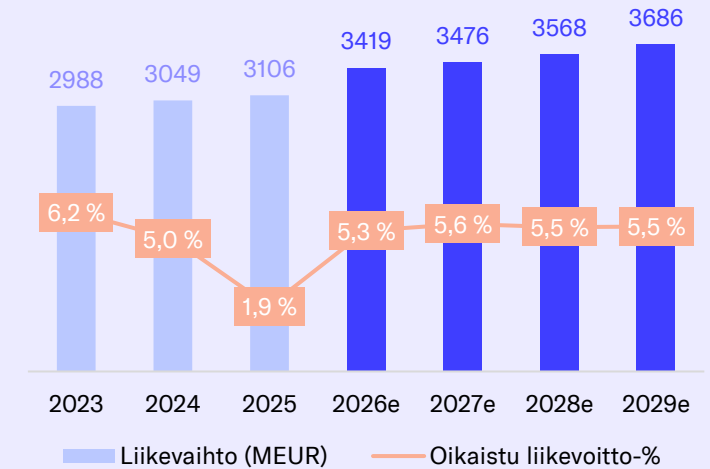
vuonna. Finnairin nettorahoituskulujen odotamme olevan noin 65 MEUR. Ennusteemme eivät odota merkittäviä muutoksia yhtiön konevuokrien maturiteettiin, minkä muutokset voisivat heiluttaa tuloslaskelmaan kirjattavaa rahoituskulujen osuutta. Lisäksi rahoituskuluja voivat heiluttaa EUR/USD-kurssin muutokset, mutta näitäkään emme ole ennusteisiimme toistaiseksi kirjanneet.

Normaalin tuloslaskelman noin 20 %:n veroasteen jälkeen arvioimme Finnairin vuoden 2026 osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,46 euroon. Osinkoa odotamme yhtiön maksavan 0,11 euroa osakkeelta (2025: 0,09 euroa) tulosparannusta heijastellen. Kassavirrallisesti vuosi jää tulosta vaimeammaksi, sillä kapearunkolaivaston uudistukseen liittyvät investoinnit alkavat painaa vapaata kassavirtaa. Finnairin omavaraisuusasteen ennustamme nousevan noin 19 %:iin ja nettovelkaantumisaste on arviomme mukaan vuoden lopussa noin 102 %:n tasolla. Tase on siten kohtuullisessa kunnossa, mutta laivastoinvestointien kiihtyessä ja toimialan riskiprofiili huomioiden taloudellisen liikkumavaran säilyminen on yhtiölle edelleen tärkeää.

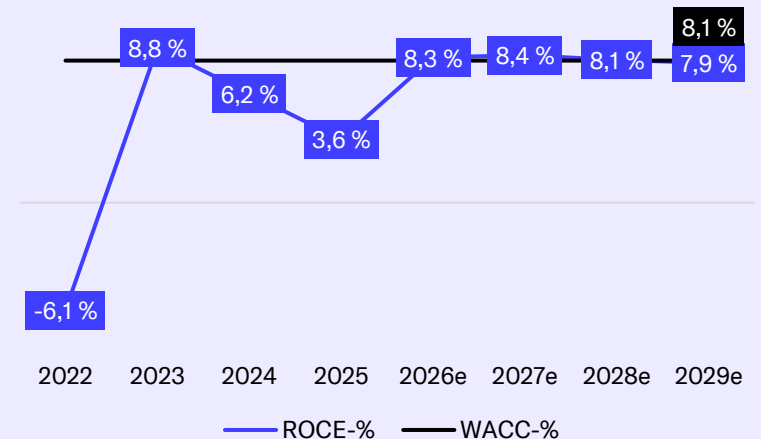
Vuonna 2027 hyvät edellytykset tulosparannuksen jatkumiseen

Ennustamme Finnairin kapasiteetin kasvavan vuonna 2027 noin 4 %. Kasvu on arviomme mukaan maltillista ja nojaa etenkin nykyisen verkoston tehokkaampaan hyödyntämiseen, Lähi-idän liikenteen asteittaiseen normalisoitumiseen vuoden 2026 poikkeuksellisen tilanteen jälkeen sekä Q4'26:lla toimitettavan viimeisen A350-koneen tuomaan lisäkapasiteettiin. Kapasiteetin kasvu jakautuu ennusteissamme melko tasaisesti eri

Liikevaihto ja kannattavuus



ROCE-%:n kehitys



Ennusteet 3/4

liikennealueille, eikä nojaa yksittäisen alueen voimakkaaseen lisäykseen. Kapasiteetin kasvuun liittyvän riskin pitäisi olla myös kohtuullinen, sillä Finnairilla on edelleen mahdollisuus sopeuttaa tarjontaa, mikäli hinnoittelu tai käyttöasteet uhkaisivat joustaa esimerkiksi markkinapohjaisista syistä.

Venäjän ilmatila pysyy ennusteissamme suljettuna, mikä rajaa edelleen Aasian liikenteen kasvupotentiaalia ja pitää Finnairin liiketoimintarakenteen aiempaa Asia-strategiaa tasapainoisempana. Vuoden 2027 ennusteemme perustuvat maltillisen positiivisena jatkuvaan talouskasvuun Suomen talouden ja globaalin talouden osalta. Lisäksi oletamme matkustuskysynnän säilyvän kohtuullisena, mitä tukee kuluttajien ostovoiman asteittainen elpyminen, vaikka poliittinen epävarmuus pitää edelleen riskejä koholla.

Finnairin liikevaihdon ennustamme kasvavan vuonna 2027 noin 2 % 3476 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua tukee ennusteissamme kapasiteetin kasvun ajamana kasvava matkustajamäärä sekä myyty matkustajavolyymi.

Matkustajaliikenteen yksikkötuottojen odotamme kuitenkin laskevan ensi vuonna lievästi käytännössä 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 vuonna 2027 noin 196 MEUR:oon, mikä vastaa noin 5,6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulosparannusta ajaa

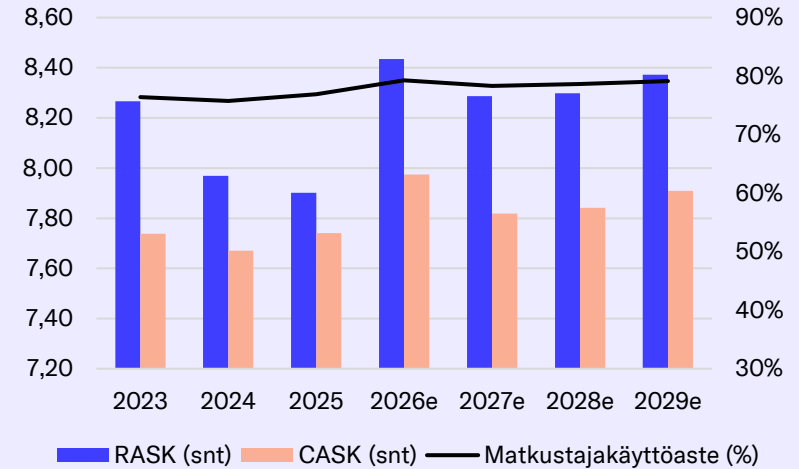
ennusteissamme etenkin liikevaihdon kasvu, polttoainekulujen selvä lasku sekä Lisäpalveluiden vahva kehitys. Toisaalta vuoden 2026 tulosta tukeneiden ulosvuokraustuottojen normalisoituminen sekä kireä kilpailutilanne rajaavat arviomme mukaan tulosparannuksen kulumakerrointa.

Emme odota Finnairin kirjaavan oikaisueriä vuonna 2027, ja rahoituskulujen arvioimme nousevan nettovelan lievän kasvun takia maltillisesti. Sen sijaan veroasteen arvioimme olevan 18 %, mikä heijastelee kotimaassa tapahtuvaa yhteisöveron laskua. Näin ollen Finnairin osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,47 euroon. Osinkoa arvioimme Finnairin maksavan vuoden 2027 tuloksesta 0,14 euroa osakkeelta. Myös vuoden 2027 kannattavuusennusteemme on noussut hieman polttoaineen hinnan ja EUR/USD-kurssin suotuisampien oletusten myötä. Arvioimme kuitenkin osan hyödyistä valuvan asiakkaille halvempien hintojen mukana kokonaisuutena kireässä kilpailutilanteessa.

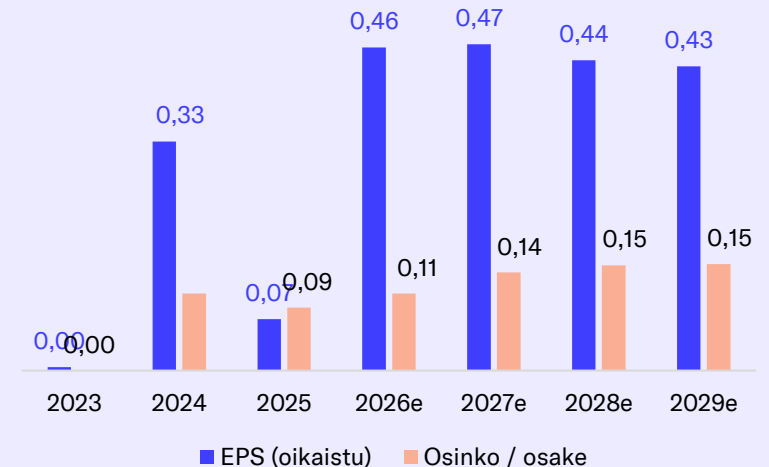
Odotamme kasvun jatkuvan myös vuosikymmenen loppupuolella

Arvioimme Finnairin kapasiteetin kasvavan vuosina 2028–2029 noin 3 %:n vuosivauhtia ja yksikkötuottojen jatkuvan maltillista nousuaan. 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 2028–2029 noin 3 %:n vuosivauhtia. Kapasiteetin kasvu saa asteittain tukea

RASK¹, CASK² ja matkustajakäyttöaste



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

¹Liikevaihto / tarjottu henkilökilometri, ²Kustannus / tarjottu henkilökilometri

Ennusteet 4/4

kapearunkolaivaston uudistuksesta, mutta kokonaiskasvua rajoittavat edelleen Venäjän ilmatilan sulun pidentämät Aasian lentomatkat sekä laivastouudistuksen vaiheittainen eteneminen. Myös lähivuosien ennusteemme perustuvat maltillisen positiivisena pysyvään makrotalouden kasvuun Finnairin ydinalueilla.

Samalla aikavälillä odotamme Finnairin kannattavuustason pysyvän melko vakaana ja näin ollen yhtiö saavuttaa ennusteissamme 204 MEUR:n oikaistun liikevoiton vuonna 2029 (oik. EBIT-%: 5,5 %). Finnairin tulosta tukevat lähivuosina kasvava volyyymi ja Lisäpalveluiden vahva kehitys, kun taas kustannusympäristön odotamme pysyvän lievästi inflatorisena. Tällä marginaalitasolla ja ennusteidemme mukaisella volyyymilla Finnair saavuttaisi noin 7,9 %:n ROCE-%:n, mikä alittaisi yhtiölle arvioimamme 8,2 %:n pääoman kustannuksen maltillisesti.

Emme odota Finnairin kirjaavan oikaisueriä, emmekä tehneet ennustemuutosten yhteydessä muutoksia rahoituskuluennusteisiimme ja tuloslaskelman veroasteen odotamme pysyvän vakiona 18 %:ssa. Vuosien 2028–2029 EPS-ennusteemme ovat 0,43–0,44 euroa, ja odotamme yhtiön maksavan osinkoa 0,15 euroa osakkeelta molemmilta vuosilta. Myös lähivuosien kannattavuusennusteemme ovat nousseet polttoaineen hinnan ja EUR/USD-kurssin suotuisampien oletusten myötä. Arviomme mukaan osa hyödystä siirtyy kuitenkin asiakashintoihin kilpailutilanteen takia, mikä rajaa tulosparannuksen kulmakerrointa.

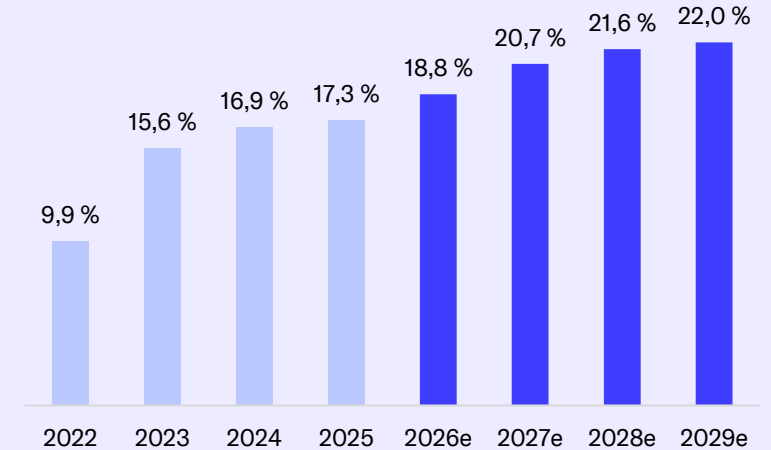
Sektorin iso kuva pitkän ajan odotusten pohjalla

Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Finnairin liikevaihdon kasvavan vuosina 2030–2034 noin 2,5 %

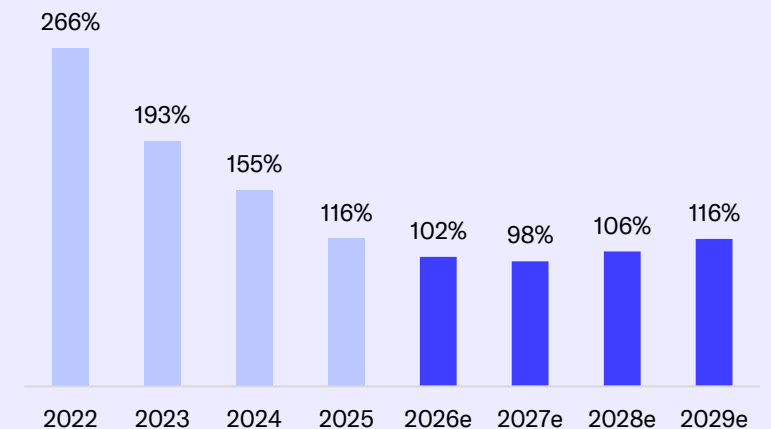
vuodessa lentoliikennettä tukevien kasvuajurien ansiosta, kun taas terminaalikasvuodotuksemme on 2,0 %. Oikaistun liikevoittomarginaalin ennustamme olevan toimialan rakenteellisesti haastavana pysyvä viitekehys huomioiden noin 5 %:n tasolla. Taso ei ole absoluuttisesti erityisen korkea pääomavaltaiseen liiketoimintaan, mutta Finnairin ja toimialan pidemmän aikavälin historiaan sekä kroonisesti korkeisiin ennusteriskeihin suhteutettuna pidämme sitä toistaiseksi perusteltuna.

Ennusteissamme yhtiön investointitaso pysyy lähivuosina koholla, mikä peilaa käynnissä olevaa kapearunkolaivaston uudistusta 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

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	3049	694	788	835	789	3106	778	889	903	849	3419	3476	3568	3686
Lipputuotot	2419	538	627	666	615	2446	614	713	722	662	2710	2734	2794	2877
Lisäpalvelut	182	45	50	53	53	200	54	61	62	62	239	261	281	303
Matkapalvelut	242	61	60	67	66	255	59	62	69	68	257	264	270	277
Rahti	206	50	51	49	55	205	52	53	50	57	213	217	222	229
Käyttökate	445	32	106	139	130	408	90	149	158	134	531	560	560	574
Poistot ja arvonalennukset	-330	-86	-87	-87	-84	-344	-86	-86	-86	-86	-344	-364	-364	-370
Liikevoitto ilman kertaeriä	151	-63	10	51	62	60	-1	63	72	48	183	196	196	204
Liikevoitto	114	-53	19	52	46	64	4	63	72	48	187	196	196	204
Nettorahoituskulut	-68	-11	-5	-13	-13	-41	-15	-17	-17	-17	-65	-80	-86	-95
Tulos ennen veroja	46	-64	14	40	33	23	-11	47	56	31	122	116	111	108
Verot	-9	13	-2	-9	-7	-5	2	-9	-11	-6	-25	-21	-20	-20
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	37	-51	13	31	26	18	-9	38	44	25	98	95	91	89
EPS (oikaistu)	0,33	-0,28	0,03	0,14	0,19	0,07	-0,06	0,18	0,22	0,12	0,46	0,47	0,44	0,43
EPS (raportoitu)	0,18	-0,25	0,06	0,15	0,13	0,09	-0,04	0,18	0,22	0,12	0,48	0,47	0,44	0,43

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	3339	3419	2 %	3426	3476	1 %	3556	3568	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	139	183	31 %	191	196	3 %	194	196	1 %
Liikevoitto	143	187	30 %	191	196	3 %	194	196	1 %
Tulos ennen veroja	79	122	55 %	110	116	6 %	109	111	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,46	58 %	0,44	0,47	6 %	0,44	0,44	2 %
Osakekohtainen osinko	0,11	0,11	0 %	0,14	0,14	0 %	0,15	0,15	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	2519	2347	2431	2522	2713
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	2142	1976	2082	2192	2404
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	59,8	62,6	62,6	62,6	62,6
Muut pitkäaikaiset varat	95,0	94,4	94,4	94,4	94,4
Laskennalliset verosaamiset	222	213	192	172	153
Vaihtuvat vastaavat	1202	1340	1372	1294	1231
Vaihto-omaisuus	86,8	89,1	109	115	128
Muut lyhytaikaiset varat	66,5	32,2	32,2	32,2	32,2
Myyntisaamiset	165	156	171	174	178
Likvidit varat	884	1063	1060	973	892
Taseen loppusumma	3721	3687	3804	3816	3945

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	627	637	716	789	851
Osakepääoma	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Kertyneet voittovarot	-1358	-1003	-924	-851	-789
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	1909	1565	1565	1565	1565
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1698	1688	1518	1486	1522
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	122	86,3	86,3	86,3	86,3
Korolliset velat	1575	1601	1431	1400	1436
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	1396	1363	1570	1541	1571
Korolliset velat	290	182	358	350	359
Lyhytaikaiset korottomat velat	722	789	821	799	821
Muut lyhytaikaiset velat	385	391	391	391	391
Taseen loppusumma	3721	3687	3804	3816	3945

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Finnairin arvottaminen tulokertoimilla vaatii tarkkaa harkintaa

Finnairin asteittain paranevan tuloskehityksen vuoksi painotamme arvonmäärityksessä tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Tase pohjaisen P/B-kertoimen ja oman pääoman tuoton yhdistelmä on historiallisessa vertailussa mielestämme heikosti vertailukelpoinen yhtiön oman pääoman rakenteen muutosten takia. Eteenpäin katsovassa arvonmäärityksessä P/B-kerroin on kuitenkin mielestämme käyttökelpoinen, minkä lisäksi hyödynnämme EV/IC-kerrointa, jota vertaamme Finnairille arvioimaamme sijoitetun pääoman tuoton potentiaaliin. Rajallisen näkyvyyden vuoksi painotamme näkemyksessämme rullaavan 12 kuukauden ja seuraavan vuoden kertoimia. Suhteutamme arvostusta myös lentosektorin verrokkeihin, sillä listattujen lentoyhtiöiden joukosta löytyy Finnairille poikkeuksellisen hyvä verrokkiryhmä, jonka yhtiöt ovat rakenteeltaan ja kilpailudynamiikaltaan lähellä Finnairia. Lisäksi hyödynnämme arvonmäärityksessä rahavirtamallia, mutta sen painoarvo on mielestämme rajallinen, sillä epävarmoihin pitkän aikavälin ennusteisiin perustuva malli on erittäin herkkä parametrien muutoksille.

Finnairin arvostusta on jokseenkin hankala peilata historiaan, sillä vuosina 2020–2022 tulos oli pandemian seurauksena tappiollinen. Finnairin arvonmäärityksessä etenkin P/E-kerroin on käyttökelpoinen, sillä se huomioi toimialalle tyypilliset alempien rivien merkittävät tulosrasitukset ja sen vertailtavuus yhtiöiden välillä on yleisesti melko hyvä. Finnairin P/E-luku voi kuitenkin olla IFRS 16 -standardin aikana hieman epästabili, sillä tuloslaskelman rahoituskuluihin vaikuttavat muun muassa valuuttakurssivaihtelut. Lisäksi 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. Finnairilla tämä on näkynyt viime vuosina huomattavina IFRS 16 -velkoihin liittyvinä rahoituskuluina, jotka ovat rasittaneet nettotulosta ja siten P/E-lukua. P/E-lukua rasittavat myös tuloslaskelmaan kirjatut verot, vaikka kassavirrasta Finnair ei nähdäksemme maksa veroja vielä aikoihin tuplakriisin aikana vahvistettujen tappioiden takia.

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 ja pääomalainan, sillä osakkeenomistajan näkökulmasta ne olivat korkoa kantavaa velkaa, vaikka ne IFRS-kirjanpidossa kirjattiin omaan pääomaan. Vaikka nykytilanteessa oikaisutarvetta ei enää ole, suhteellisessa arvonmäärityksessä on edelleen syytä huomioida yhtiökohtaiset erot pääomarakenteissa, sillä monilla lentoyhtiöillä on ollut hybridirahoitusta. Lisäksi, kuten todettua, vuokrasopimuskannan rakenne vaikuttaa IFRS 16 -standardin kautta korollisen velan määrään ja siten yritysarvoon, mikä heikentää EV-kertoimien vertailtavuutta. Kaiken kaikkiaan Finnairin arvottaminen tulokertoimilla on jopa harvinaisen monimutkaista ja johtopäätökset vaativat tarkkaa harkintaa.

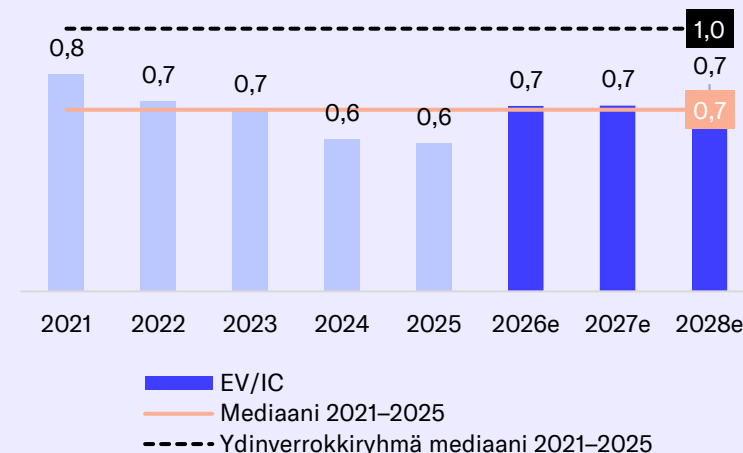
Hyväksyttävät arvostuskertoimet

Lentoyhtiöiden riskiprofiili on rakenteellisesti korkea, ja eurooppalaiset verkostolentoyhtiöt on tyypillisesti hinnoiteltu alle 10x eteenpäin katsovilla P/E-kertoimilla.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,79	4,79	4,79
Osakemäärä, milj. kpl	205	205	205
Markkina-arvo	981	981	981
Yritysarvo (EV)	1710	1757	1875
P/E (oik.)	10,4	10,3	10,8
P/E	10,0	10,3	10,8
P/B	1,4	1,2	1,2
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,2	3,1	3,3
EV/EBIT (oik.)	9,4	9,0	9,6
Osinko/tulos (%)	23,0 %	30,1 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,9 %	3,1 %

Lähde: Inderes

EV/IC-kerroin (oik.)



Arvonmääritys ja suositus 2/4

Arviomme mukaan tämä johtui alan pääomavaltaisuudesta, ankarasta kilpailudynamiikasta, rajallisesta track-recordista taloudellisen lisäarvon tuottamisessa sekä tulosten korkeahkosta volatilititeetista. Toimialan shokkiherkkyyttä ovat myös viime vuosina korostaneet koronapandemia, Finnairin tapauksessa Venäjän ylilentokiellon jättämät arvot sekä geopolittiset jännitteet. Tämä viitekehys huomioiden olemme haarukoineet Finnairin hyväksytyä 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.

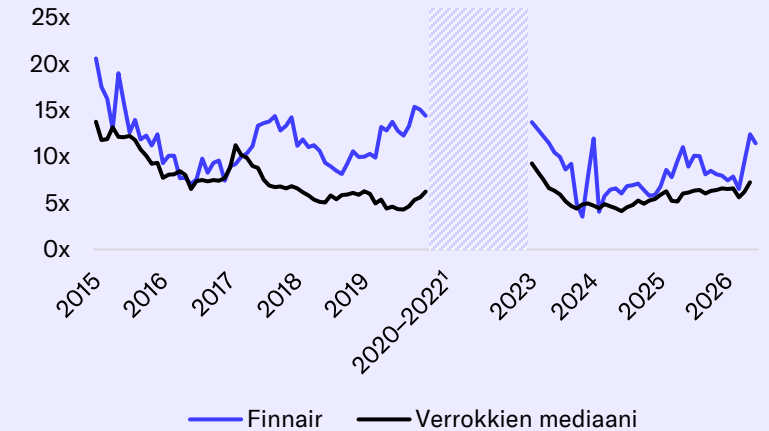
Tasepohjaisesti Finnair tulisi mielestämme hinnoitella karkeasti noin 0,7x–1,0x EV/IC-kertoimella (ydinverrokkiryhmän 5v mediaani EV/IC: 0,98x), kun huomioidaan yhtiön noin sijoitetun pääoman kustannuksen tasolla oleva sijoitetun pääoman tuottopotentiali ja track-record keskimäärin pääoman kustannusta alemmasta pääoman tuotosta. Haarukan ylälaita vaatisi mielestämme yhtiöltä ennusteidemme ylittämistä ja noin pääoman kustannuksen tasolla olevaa pääoman tuottoa. Alalaita puolestaan peilaa lähempänä historiallista tasoa ollutta arvostusta ja pääoman tuottoa. Hyväksyttävä tasepohjainen arvostus on kuitenkin voimakkaasti riippuvainen yhtiön kestävästä pääoman tuottotasosta ja erityisesti tuloksentekevyydestä, sillä taseen merkittävä keventäminen on toimialan pääomavaltaisen luonteen ja edessä olevan investointivaiheen vuoksi vaikeaa.

Absoluuttisesti osaketta hinnoitellaan jo tukevasti

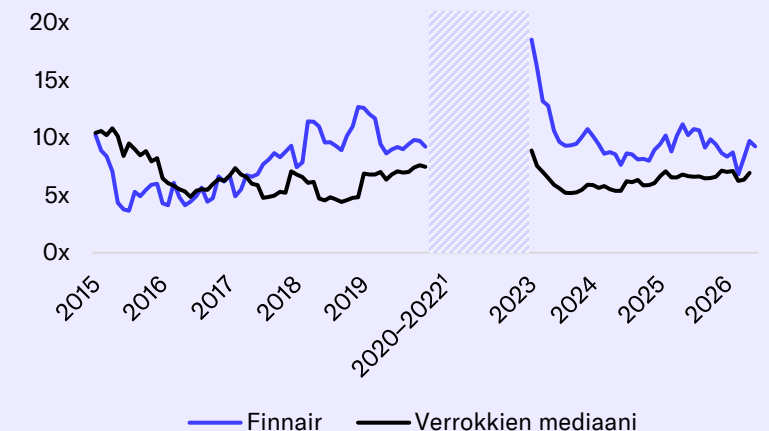
Finnairin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat noin 10x, kun taas vastaavat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat noin 9x. Siten osaketta hinnoitellaan Finnairille hyväksymiemme haarukoiden yläpuolelle pääpainon saavilla kuluvaan vuoden kertoimilla. Myös lähivuosien ennusteillamme osaketta hinnoitellaan haarukoiden yläpuolelle tai ylälaidalle. Näin ollen osakkeen arvostus on mielestämme absoluuttisesti jo melko kireä, eikä kertoimista ole arviomme mukaan saatavissa olennaista tukea osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotukselle. Finnairin osakkeen nousuvara edellyttäisikin mielestämme ennen kaikkea ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä.

Finnairin taserakenteen huomioiva EV/IC-kerroin on vuoden 2026 ennusteillamme noin 0,7x, mikä on linjassa keskipitkän ajan keskiarvon kanssa. Tämän perusteella tasepohjainen arvostus ei vaikuta erityisen kireältä suhteessa yhtiöön sitoutuneeseen pääomaan, vaikka sijoitetun pääoman tuotto jäisikin ennusteissamme lievästi tuottovaatimuksen alapuolelle. Oman pääoman näkökulmasta tasepohjainen arvostuskuva on kuitenkin vaativampi, sillä vuoden 2026 ennusteillamme Finnairin P/B-kerroin on noin 1,4x, mikä ylittää selvästi yhtiön keskipitkän aikavälin mediaanitason. Selvästi yli tasearvon nouseva P/B-kerroin edellyttäisi mielestämme pidemmällä aikavälillä selvästi nykyistä vahvempaa oman pääoman tuottoa, mistä Finnairilla on toistaiseksi vasta rajallisesti näyttöjä. Siten tasepohjainen arvostus ei näkemyksemme mukaan tarjoa tällä hetkellä tukea osakkeelle.

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



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



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Mikäli Finnair pysyy lähivuosina ennusteidemme mukaisesti nettovoitolla, osingonjako jää maltilliselle noin 2–3 %: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.

Suhteellisesti arvostuskuva on preemiolla ydinverrokkeihin nähden

Lentosektorilla on globaalisti paljon listattuja yhtiöitä. Varsinaisen ydinverrokkiryhmän olemme rajanneet Finnairin kanssa kilpaileviin eurooppalaisiin yhtiöihin, mutta toissijaisesti suhteutamme Finnairin arvostusta myös laajempaan verrokkiryhmään. 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 tuloskertoimilla selvällä noin 25–50 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, sillä ydinverrokkiryhmän P/E-luvun mediaanit tälle ja ensi vuodelle ovat vain 8x ja 7x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 7x ja 6x. Laajennetun verrokkiryhmän

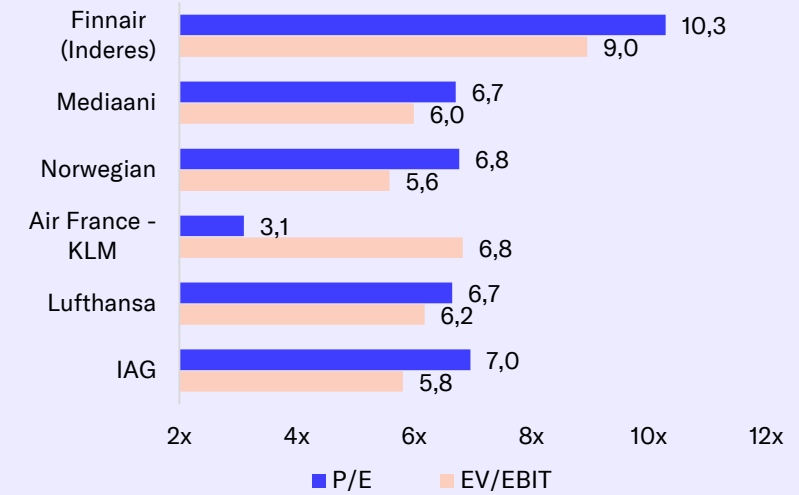
kertoimet asettuvat karkeasti samoille tasoille. Mielestämme pulleaa preemiota ei voida nykytilanteessa perustella Finnairin track-recordilla, tulevaisuuden kasvu- tai kannattavuusnäkömillä tai verrokkeja matalammalla riskiprofiililla. Preemio korostuu erityisesti P/E-luvussa, joka on osakkeenomistajien kannalta keskeinen viitepiste, mutta ei tosin huomioi eroja kassavirroissa eikä IFRS 16 -standardin kautta tuloslaskelmaan kirjattavien rahoituskulujen ja verojen vaikutuksia.

Siten suhteellinen arvostus näyttää mielestämme osakkeelle punaista valoa ja neutraalin arvostuksen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä kestävästä nousua historiallisen kovalle tulosasolle (vrt. vuoden 2018 ennätyksellisellä liikevoitolla ja vuoden 2028 EV:llä oikaistu EV/EBIT olisi noin 9x). Sektorin korkean riskiprofiilin vuoksi valtaosa eurooppalaisista sekä yhdysvaltalaisista verkostolentoyhtiöistä on kuitenkin hinnoiteltu matalalle jo pitkään, emmekä ole valmiita nojaamaan toimialan arvostusten nousun varaan kroonistuneen alhaisen arvostuksen takia.

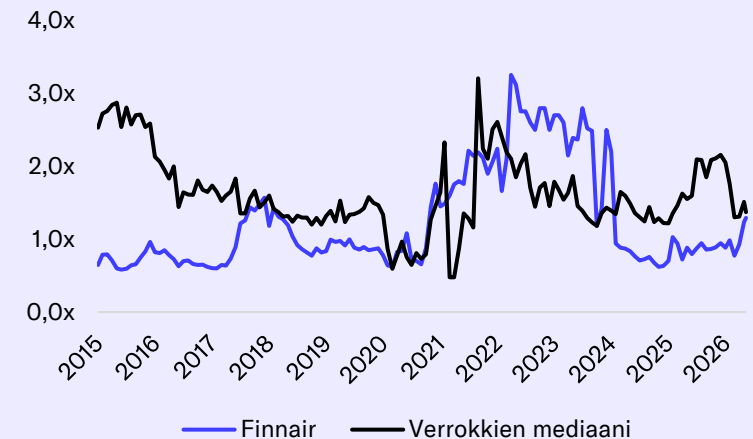
Myöskään DCF-mallin arvo ei tue nykyistä arvostustasoa

Rahavirtamallin (DCF) mukainen Finnairin osakkeen arvo on noin 3,8 euroa, joka on selvästi nykykurssia alemmalla tasolla. Ennustemallissa terminaalin painoarvo on jokseenkin korkea vajaan 70 %, kertoen siitä, että suuri osa yhtiön arvosta on painottunut pitkälle tulevaisuuteen ja korostaa mallin herkkyyttä pitkän aikavälin oletuksille. Olemme laskeneet DCF-mallissa tuottovaatimuksen (WACC) 8,1 %:iin (aik. 8,2 %), mikä peilaa yhtiön riskiprofiilin maltillista laskua tuloskäänteen etenemisen ja kuluvan vuoden näkömisen varmentumisen myötä.

Suhteellinen arvostus (2027)



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



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Pääoman kustannusta painaa mallissa korkeahko noin 60 %:n velkaosuus, joka muodostuu yhtiön korollisen velan arvioimastamme pitkän aikavälin kustannuksesta (sis. korot varsinaisista veloista ja maksut koneiden vuokrasopimuksista). Finnairin oman pääoman kustannus on 13,4 %, mikä heijastelee näkemyksemme mukaan toimialan korkeaa pääomariskiä, tulosten vaihtelua sekä leasing-pohjaisen mallin luonteeseen liittyvää tuottovaatimusta.

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. Siten 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 konkretia sisältäviin arvostuskertoimiin Finnairin kohdalla.

Kokonaiskuva kääntyy vaatimattomaksi eikä osakkeen tuotto-odotus houkuttele hyppäämään kyytiin

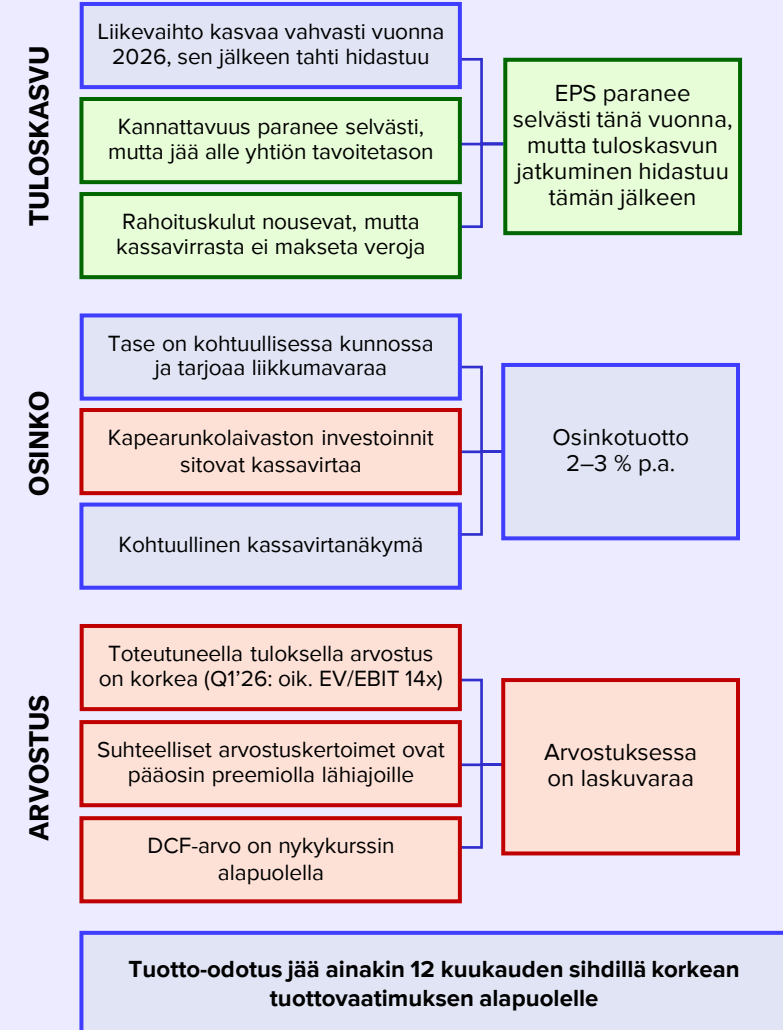
Arvostusmetodien antama kokonaiskuva ei tällä hetkellä ole mielestämme houkutteleva vuoden päähän tarkasteltuna, sillä vuoden alusta yli 50 % nousut osakekurssi on ladannut osakkeeseen varsin kovat odotukset suhteessa meidän ja konsensuksen

ennustemuutoksiin. Siten näemme tulospuskusta, noin 2 %:n osinkotuotosta sekä kertoimien selvästä laskuvarasta (Q1'26 LTM oik. EV/EBIT: 14x) muodostuvan Finnairin osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotuksen jäävän kroonisesti korkeaa tuottovaatimusta alemmas. Osakkeen tuotto-odotus voisi kohota tuottovaatimusta korkeammaksi, jos yhtiö kykenisi ennusteitamme vahvempaan tuloskehitykseen ja pystyisi luomaan taloudellista lisäarvoa (ROCE-% > WACC-%) melko tasaisesti. Tämä voisi nostaa myös osakkeen hyväksyttävää arvostusta hieman matalista nykytasosta.

Jatkamme siten varovaisella näkemyksellä osakkeen suhteen toistaiseksi. Laskemme Finnairin suosituksemme myy-tasolle (aik. vähennä), mutta korotamme tavoitehintamme 3,80 euroon (aik. 3,00 €) ennustenostojen ja yhtiön riskiprofiilin laskua heijastelevan tuottovaatimuksen laskun mukana. Näkemyksemme mukaan Finnairin osakkeen käypä arvo on tällä hetkellä noin 3,30–4,30 euroa osakkeelta perustuen lähiaikojen melko neutraaliin noin 0,45 euron EPS-potentiaaliin, hyväksymäämme 6x–9x P/E-kertoimien haarukkaan sekä DCF-malliin etenkin tuottovaatimukseen ja terminaalikannattavuuteen liittyvät herkkyyksianalyysit huomioiden.

Osaketuoton ajurit 2025–2028e

■ 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 Tase on vakautunut, mutta investointitarpeet kasvavat laivastouudistuksen myötä
- 5 Kiristynvä regulaatio luo uhkia ja mahdollisuuksia

Potentiaali

- Finnairin maine laadukkaana lentoyhtiönä on vankka
- Markkina-asema Suomessa on vahva
- Kriisivuosien jälkeen yhtiö on vahvistanut tuloskuntoaan ja tasettaan
- Lentoliikenteen kysynnän kasvuajurit ovat tukevat ja matkustaminen on säilyttänyt suosionsa viime vuosina kuluttajien ostovoimapaineista huolimatta
- Venäjän ilmatilan mahdollinen avautuminen pitkällä aikavälillä

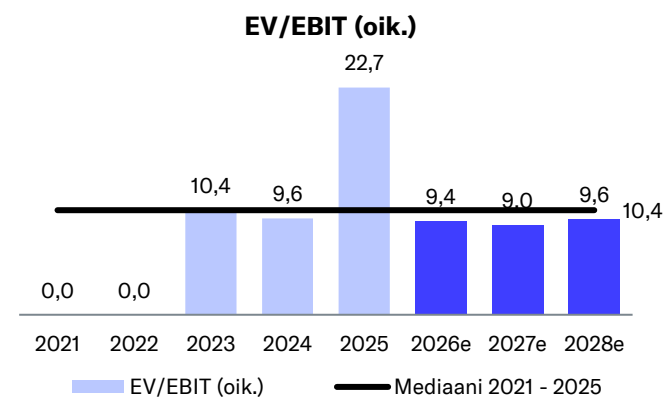
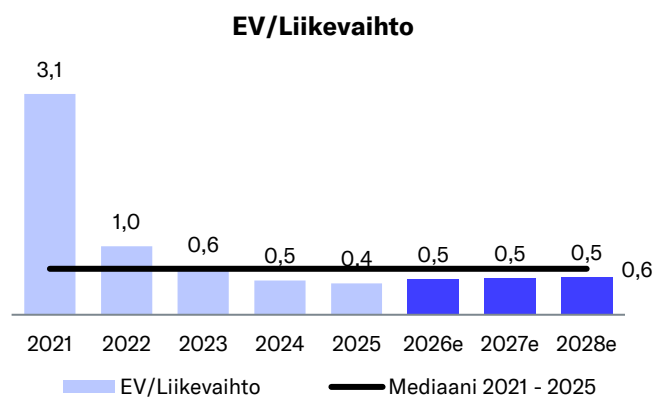
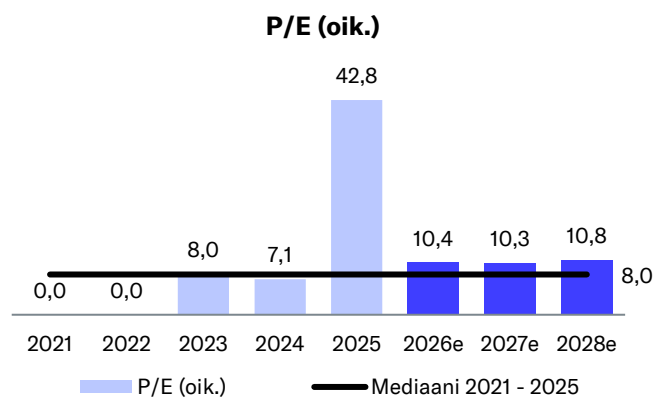
Riskit

- Toimiala on edelleen erittäin kilpailtu
- Venäjän ylilentokielto vei yhtiön kilpailuedun Aasiaan ja vastaavien kilpailuetujen löytäminen on vaikeaa
- Polttoaineen hinta ja valuuttakurssit heiluttavat kannattavuutta
- Kapearunkolaivaston investoinnit sitovat kassavirtaa
- Rakenteelliset muutokset toimialalla
- Kiristynvä ympäristöregulaatio nostaa kuluja sekä vaatii investointeja lentoyhtiöiltä

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	0,60	0,39	0,04	2,32	3,14	4,79	4,79	4,79	4,79
Osakemäärä, milj. kpl	1407,4	1407,4	20421,1	204,2	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8
Markkina-arvo	844	549	817	474	643	981	981	981	981
Yritysarvo (EV)	2588	2254	1920	1455	1362	1710	1757	1875	2001
P/E (oik.)	neg.	neg.	8,0	7,1	42,8	10,4	10,3	10,8	11,0
P/E	neg.	neg.	3,4	12,8	35,1	10,0	10,3	10,8	11,0
P/B	3,1	neg.	1,4	0,8	1,0	1,4	1,2	1,2	1,1
P/S	1,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	3,1	1,0	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	neg.	15,1	3,6	3,3	3,3	3,2	3,1	3,3	3,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	10,4	9,6	22,7	9,4	9,0	9,6	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	60,6 %	100,7 %	23,0 %	30,1 %	33,9 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,7 %	2,9 %	2,3 %	2,9 %	3,1 %	3,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus ¹ Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
IAG	23329	29209	6,6	5,8	4,0	3,7	0,9	0,8	8,3	7,0	2,0	2,3	2,5
Lufthansa	10699	14374	7,9	6,2	3,4	2,9	0,3	0,3	8,9	6,7	3,4	4,3	0,9
Air France - KLM	3232	14251	9,1	6,8	3,0	2,6	0,4	0,4	4,6	3,1			2,0
Norwegian	1487	1883	6,5	5,6	2,5	2,3	0,5	0,5	8,3	6,8	4,6	5,3	1,5
Turkish Airlines	8384	17861	13,7	8,7	5,4	4,0	0,8	0,7	7,9	4,8	1,4	1,3	0,4
Japan Airlines	7789	7146	6,5	6,3	3,7	4,2	0,7	0,6	9,9	14,1	3,4	3,1	1,2
China Air	15219	41753	8285,4	34	11,1	8	1,7	1,6		23,5			2,5
Delta Airlines	47058	54784	12,0	8,6	7,9	6,2	1,0	0,9	15,2	10,4	0,9	1,0	2,3
United	33138	41776	11,2	7,6	6,6	4,9	0,7	0,7	12,8	8,2			2,1
American Airlines	8951	26239	26,4	9,4	9,2	5,5	0,5	0,5		6,9		0,1	
Alaska Airlines	4714	7751	186,4	8,0	8,8	4,3	0,6	0,5		7,8			1,3
Cathay Pacific	8072	13221	10,6	9,7	5,1	4,9	1,0	0,9	9,6	8,4	5,1	6,1	1,3
Qantas	9189	13028	9,0	7,9	4,6	4,1	0,8	0,8	10,3	9,3	4,2	4,3	10,9
Singapore Airlines	15296	16443	13,0	13,7	5,6	5,7	1,2	1,1	21,7	24,9	3,3	3,7	1,4
Air New Zealand	11122	11652	9,4	8,5	8,3	7,9	1,0	0,9	12,5	11,6	1,3	1,4	2,0
Air Canada	3957	7414	11,8	9,6	4,0	3,2	0,5	0,5	24,3	10,2			2,4
China Southern	11222	42407	165,3	31,6	9,6	7,5	1,7	1,6		13,6			1,7
Korean Air	6162	16350	31,8	14,5	7,4	5,7	1,1	1,1	27,6	8,9	2,6	2,7	1,0
LATAM Airlines	13673	18823	9,0	8,4	5,0	4,7	1,3	1,3	27,6	27,6			
Finnair (Inderes)	981	1710	9,4	9,0	3,2	3,1	0,5	0,5	10,4	10,3	2,3	2,9	1,4
Keskiarvo			464,8	11,1	6,1	4,9	0,9	0,8	14,0	11,2	2,9	3,0	2,2
Mediaani			11,2	8,5	5,4	4,7	0,8	0,8	10,3	8,9	3,3	2,9	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-16 %	5 %	-40 %	-33 %	-40 %	-36 %		16 %	-30 %	0 %	-19 %
Keskiarvo ydinverrokit			7,5	6,1	3,2	2,9	0,5	0,5	7,5	5,9	3,3	4,0	1,7
Mediaani ydinverrokit (taulukossa lihavoidut)			7,3	6,0	3,2	2,8	0,5	0,4	8,3	6,7	3,4	4,3	1,7
Erotus-% vrt. Mediaani ydinverrokit			29 %	49 %	2 %	13 %	10 %	15 %	25 %	53 %	-32 %	-32 %	-20 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

¹Tummennetut yhtiöt kuuluvat Finnairin ydinverrokkiryhmäämme ja koko joukko laajennettuun verrokkiryhmään

DCF-laskelma

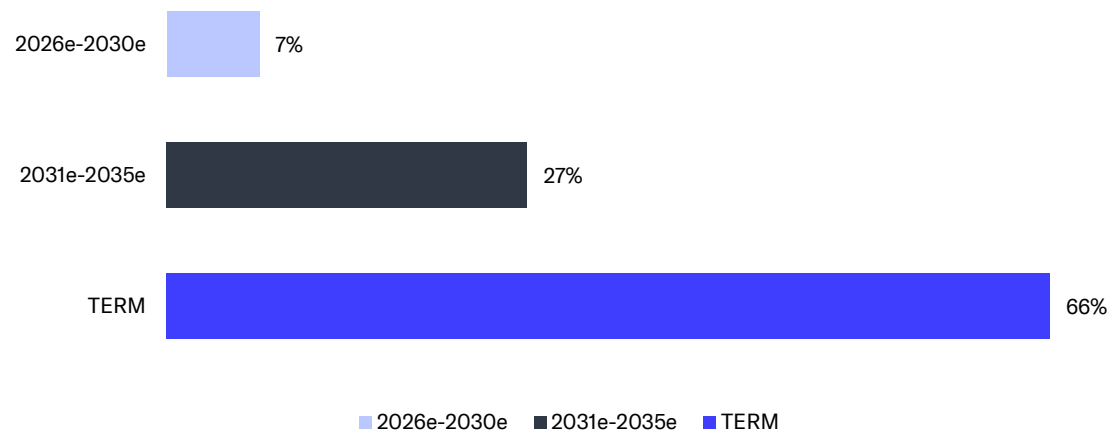
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,9 %	10,1 %	1,7 %	2,6 %	3,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	2,1 %	5,5 %	5,6 %	5,5 %	5,5 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	64	187	196	196	204	196	194	198	203	209	213	
+ Kokonaispoistot	344	344	364	373	395	416	410	409	401	408	384	
- Maksetut verot	3	-4	-1	0	-2	0	0	0	0	0	-9	
- verot rahoituskuluista	-12	-16	-17	-18	-19	-20	-20	-20	-20	-20	-20	
+ verot rahoitustuotoista	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3	3	
- Käyttöpääoman muutos	116	-4	-29	3	2	13	13	14	14	14	12	
Operatiivinen kassavirta	518	510	516	556	582	608	599	603	600	613	581	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-36	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-180	-450	-475	-575	-600	-550	-500	-450	-450	-400	-456	
Vapaa operatiivinen kassavirta	302	60	41	-19	-18	58	99	153	150	213	125	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	302	60	41	-19	-18	58	99	153	150	213	125	2106
Diskontattu vapaa kassavirta		58	36	-16	-13	41	64	92	84	110	60	1004
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1519	1462	1426	1441	1455	1414	1350	1257	1173	1064	1004
Velaton arvo DCF		1519										
- Korolliset velat		-1783										
+ Rahavarat		1063										
+ Osakkuusyhtiöt		0,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-18,4										
Oman pääoman arvo DCF		782										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,82										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	2,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

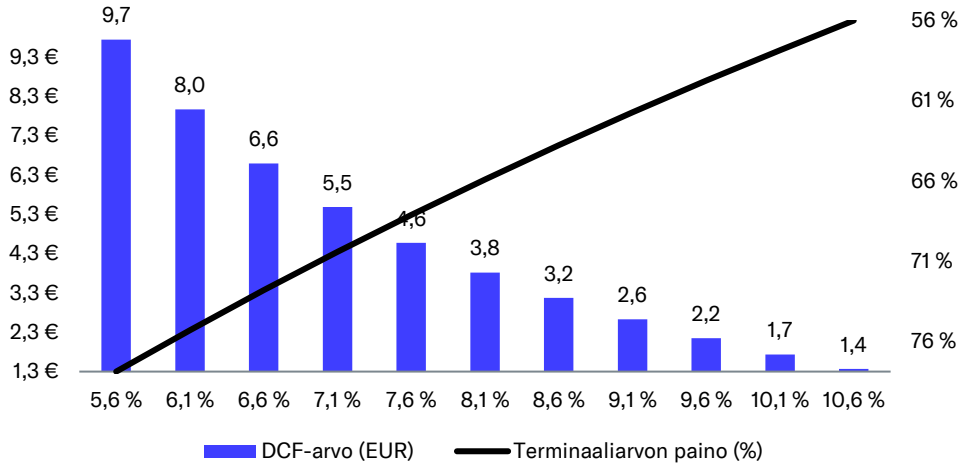
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

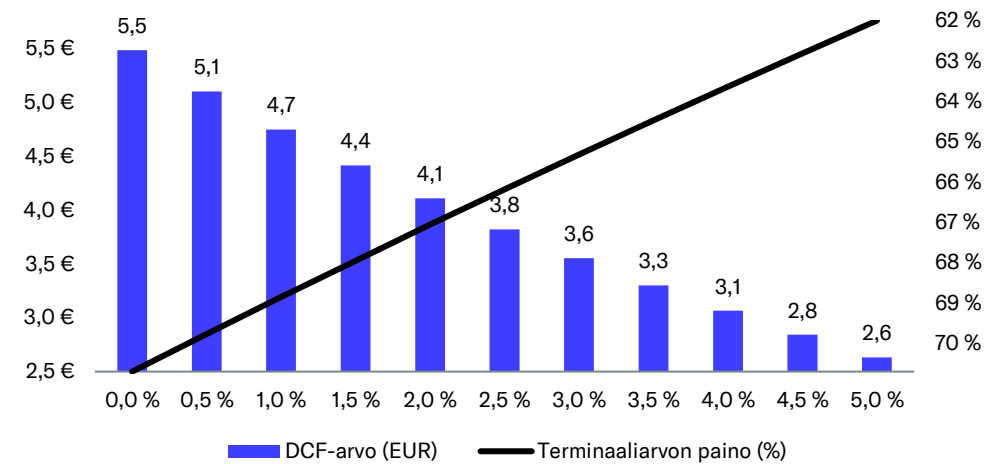


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

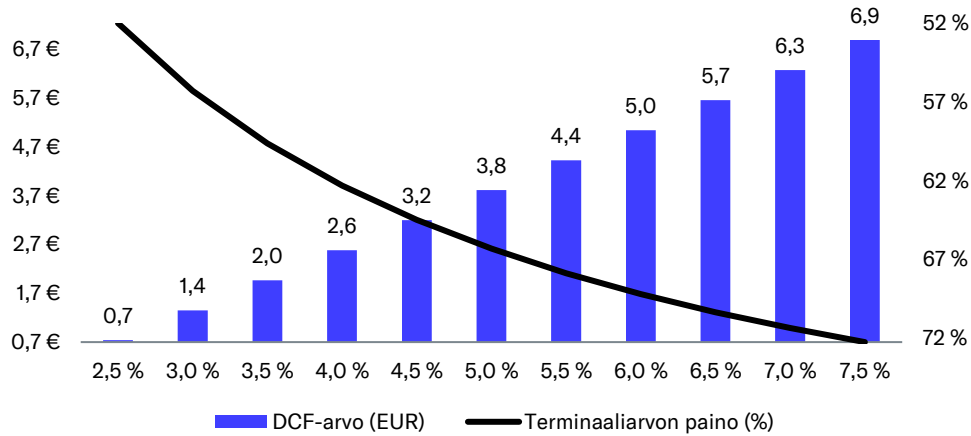
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



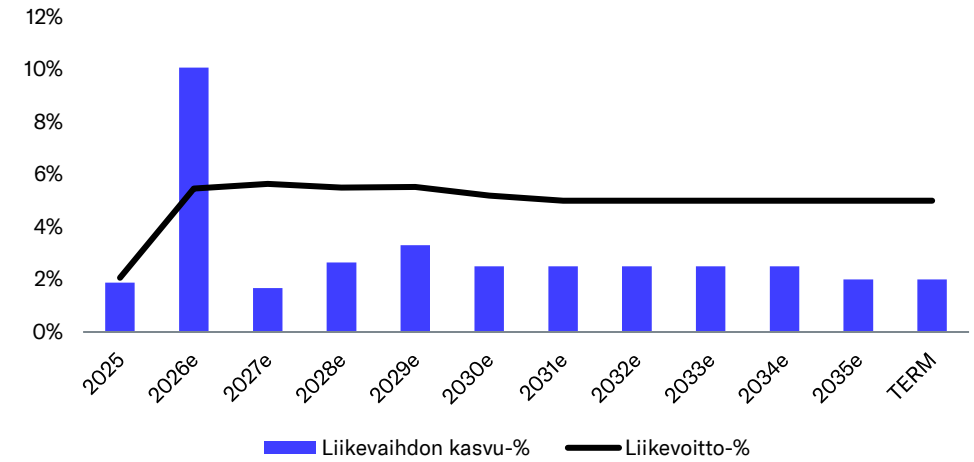
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	2989	3049	3106	3419	3476
Käyttökate	538	445	408	531	560
Liikevoitto	191	114	64	187	196
Voitto ennen veroja	119	46	23	122	116
Nettovoitto	241	37	18	98	95
Kertaluontoiset erät	7	-37	4	4	0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	3698	3721	3687	3804	3816
Oma pääoma	577	627	637	716	789
Liikearvo	0	0	0	0	0
Nettovelat	1104	981	719	729	776

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	538	445	408	531	560
Nettokäyttöpääoman muutos	42	120	116	-4	-29
Operatiivinen kassavirta	549	554	518	510	516
Investoinnit	-340	-386	-180	-450	-475
Vapaa kassavirta	135	164	302	60	41

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,6	3,3	3,3	3,2	3,1
EV/EBIT (oik.)	10,4	9,6	22,7	9,4	9,0
P/E (oik.)	8,0	7,1	42,8	10,4	10,3
P/B	1,4	0,8	1,0	1,4	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,7 %	2,9 %	2,3 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,01	0,18	0,09	0,48	0,47
EPS (oikaistu)	0,00	0,33	0,07	0,46	0,47
Operat. Kassavirta / osake	0,03	2,71	2,53	2,49	2,52
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,01	0,80	1,48	0,29	0,20
Omapääoma / osake	0,03	3,07	3,11	3,50	3,85
Osinko / osake	0,00	0,11	0,09	0,11	0,14

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	27 %	2 %	2 %	10 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	260 %	-17 %	-8 %	30 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	212 %	-18 %	-60 %	204 %	7 %
EPS oik. kasvu-%	102 %	6463 %	-78 %	529 %	1 %
Käyttökate-%	18,0 %	14,6 %	13,1 %	15,5 %	16,1 %
Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	5,0 %	1,9 %	5,3 %	5,6 %
Liikevoitto-%	6,4 %	3,7 %	2,1 %	5,5 %	5,6 %
ROE-%	48,8 %	6,2 %	2,9 %	14,5 %	12,7 %
ROI-%	6,8 %	4,5 %	3,2 %	8,3 %	8,4 %
Omavaraisuusaste	15,6 %	16,9 %	17,3 %	18,8 %	20,7 %
Nettovelkaantumisaste	191 %	156 %	113 %	102 %	98 %
Nettovelka/käyttökate	2,1	2,2	1,8	1,4	1,4
EBITDA/nettorahoituskulut	7,4	6,5	10,0	8,2	7,0

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 esittäjensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvonmäärittämissä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon 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 sijoitavassa 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.

Suositushistoria (>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	0,85 €	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
16/07/2025	Vähennä	€2,70	€2,83
30/10/2025	Vähennä	€2,70	€2,69
04/12/2025	Vähennä	€2,70	€2,87
12/02/2026	Myy	€3,00	€3,59
11/03/2026	Vähennä	€3,00	€3,05
16/04/2026	Vähennä	€3,00	€2,91
23/04/2026	Vähennä	€3,00	€3,00
17/06/2026	Myy	€3,80	€4,79



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**