

## Kurssipohjien pitäisi olla käsillä

Nostamme Nokian suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 4,3 euron tavoitehinnan osakkeelle. Yhtiön pääomamarkkinapäivän (CMD) viesti oli odotustemme mukainen, mutta markkinaodotuksiin nähden varovaiset näkymät painoivat kurssin jälleen laskuun. Tämä painoi osakkeen arvostuksen houkuttelevalla tasolle, kuten olimme odottaneet. Nokia on nyt tehnyt sijoittajille selväksi, että myös ensi vuosi tulee olemaan markkinatilanteen takia vaikea. Negatiivisia yllätyksiä ei siten pitäisi olla enää odotettavissa, suurimmat riskit on jo hinnoiteltu osakkeeseen ja markkinat voivat siirtää katseensa nykyisen heikon syklin ylitse.

### Näkymät pettymys markkinoille

Nokian verkkoyksikön näkymät ensi vuodelle olivat markkinaodotuksiin nähden pettymys, mutta omiin ennusteisiimme nähden jopa lievästi rohkaisevat. Sijoittajille pitäisi olla nyt selvää, että ensi vuodesta tulee vielä vaikea. Katset tullaan siten kääntämään jo vuoteen 2018, jolloin markkinan pitäisi lähteä piristymään.

### Yhtiö on hyvässä kunnossa

Mielestämme Nokia on hyvin johdettu ja sen haasteet johtuvat pääasiassa heikosta markkinasta. Nokia on laittanut itsensä vahvaan iskukuntoon heikkenevää kysyntää vastaan ja yhtiö on laajalla tuoteportfoliolla strategiansa Ericssonia askeleen edellä. Keskeisen uhkatekijän muodostaa aggressiivisesti kasvava Huawei, jolla on myös vahva ja laaja tuoteportfolio. Pitkän aikavälin epävarmuustekijän muodostaa tietoliikenneverkkojen virtualisoinnista syntyvä liiketoimintamallin murros ohjelmistojen roolin kasvaessa ja laitteiden painoarvon laskiessa. Liiketoimintamallin murros voi johtaa Nokialle heikompaan kasvuun, mutta strategian onnistuessa korkeampaan kannattavuuteen.

### Technologiesissa mahdollisesti piilevää arvoa

Uskomme nyt aiempaa vahvemmin Nokian Technologies-yksikön tuloskasvuun. Yhtiö vaikutti CMD:ssä esitettyjen kommenttien perusteella hyvin luottavaiselta sen suhteen, että vuoden 2016 lopussa erääntyvästä Applen lisenssisopimuksesta saadaan neuvoteltua parempi. Lisäksi yhtiö kertoi, etteivät kiinalaiset älypuhelinvalmistajat (Huawei mukaan lukien) ole lisensoitujen älypuhelinvalmistajien joukossa, mutta Kiinan suhteen yhtiö on saanut alustavia positiivisia merkkejä. Maailman älypuhelinmarkkinasta 70 % on vielä Nokialla lisensoimatta, joten kasvupotentiaalia riittää. Kasvua tukee myös uusien tuotealueiden lisensointi. Nokia oli kuitenkin vanhaan tapaan vaitonainen yksikön tarkempien tulosodotusten suhteen. Technologies pysyy Nokian osakkeessa yllätyselementtiä, mutta todennäköisimmin positiivisena sellaisena.

### Arvostus hyvin maltillinen, jos 2016-2017 jää syklin pohjaksi

Varovaisilla ja yhtiön tavoitteiden alapuolella olevilla ennusteillamme Nokian osakkeen arvostus alkaa näyttää houkuttelevalta. Tämän ja ensi vuoden oikaistut EV/EBIT -kertoimet ovat noin 8x tasolla. Arvostus on noin 20 % alle vertailuryhmän. Jos oletamme vuosien 2016-2017 jäävän Nokialle syklin pohjavuosiksi, on arvostus nyt hyvin houkuttelevalla tasolla. Osaketta tukee myös selvästi yli 4 %:n tasolle nouseva osinkotuotto.

## Analyttikko

Mikael Rautanen  
+358 50 346 0321  
mikael.rautanen@inderes.fi



## Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

**Tavoitehinta 4,30 EUR**

Edellinen: 4,30



Lähde: Bloomberg

**Ei-lisen päätös 3,81 EUR**

**12 kk vaihteluväli 3,658-6,9604 EUR**

**Potentiaali 12,9 %**

## Ohjeistus

”Nokia arvioi yhtiön verkkoliiketoiminnan liikevoittoprosenttien vaihteluvälin koko vuonna 2017 olevan 8-10 sekä liikevaihdon laskun vastaavan sen ensisijaisen kohdemarkkinan laskua koko vuonna 2017.”

### Avainluvut

|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/    | EV/                      | P/E  | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------|--------------------------|------|---------|
|                         | MEUR        | (EBIT)      | marginaali   | veroja (PTP)                 | osake  | osake   | Liikevaihto | EBITDA | EBIT                     | (x)  | tuotto  |
|                         | MEUR        | MEUR        | %            | MEUR                         | EUR    | EUR     | (x)         | (x)    | (x)                      | (x)  | %       |
| 2014                    | 12 729      | 170         | 1,3 %        | -238                         | 0,30   | 0,14    | 1,6         | 6,6    | 12,6                     | 23,4 | 2,1 %   |
| 2015                    | 12 499      | 1 688       | 13,5 %       | 1 540                        | 0,30   | 0,26    | 1,5         | 8,1    | 9,4                      | 18,0 | 3,9 %   |
| 2016e                   | 23 717      | -785        | -3,3 %       | -1 069                       | -0,17  | 0,17    | 0,7         | 4,8    | 8,3                      | 20,5 | 4,5 %   |
| 2017e                   | 22 781      | 1 290       | 5,7 %        | 1 014                        | 0,12   | 0,18    | 0,8         | 5,8    | 8,5                      | 15,9 | 4,6 %   |
| 2018e                   | 23 142      | 2 329       | 10,1 %       | 2 114                        | 0,26   | 0,20    | 0,8         | 5,0    | 6,8                      | 12,3 | 5,1 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             | 22212       |              | OPO / osake 2016e, EUR       |        |         | 3,40        |        | CAGR EPS, 2015-2018, %   |      | -5 %    |
| Nettovelka 2016e, MEUR  |             | -5188       |              | P/B 2016e                    |        |         | 1,1         |        | CAGR kasvu, 2015-2018, % |      | 23 %    |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             | 17065       |              | Nettovelkaisuusaste 2016e, % |        |         | -26,0 %     |        | ROE 2016e, %             |      | -6,5 %  |
| Taseen koko 2016e, MEUR |             | 42402       |              | Omavaraisuusaste 2016e, %    |        |         | 47,0 %      |        | ROCE 2016e, %            |      | -4,0 %  |

## Ennustemuutokset

### Ohjeistus ensi vuodelle odotustemme mukainen

Nokian eilen julkaisema 2017 ohjeistus sekä noin 0,5 miljardilla kasvanut arvio säästöohjelman kuluista olivat pettymys sijoittajille, mutta omiin odotuksiimme ei tullut olennaisia muutoksia ja Networksin osalta ennusteemme nousivat hieman. Nokia arvioi verkkoyksikön 2017 liikevaihdon laskun vastaavan markkinan kasvulukua, mikä oli linjassa ennusteeseemme (-5 %). Markkina laskee muutaman prosentin luokkaa ensi vuonna yhtiön nykyisen arvion mukaan. Arviomme mukaan Nokian liikevaihto kuitenkin tulee heikkenemään keskimääräistä markkinaa voimakkaammin, mikäli Huaweiin ylläpitämä hintapaine jatkuu. Näin on käynyt edellisvuosina, sillä Nokia ei ole osallistunut markkinan rajuimpaan hintakilpailuun. Toisaalta langattomien verkkojen markkinasta nyt jo noin 90 % on Huaweiin, Nokian ja Ericssonin hallussa. Markkina alkaa olla niin keskittynyt, että rajun hintakilpailun ylläpitämisen ei pitäisi olla enää kenenkään toimijan intresseissä. Tämän pitäisi helpottaa hintapaineita Nokialle.

Verkkoyksikön 2017 liikevoitto-%:n Nokia arvioi olevan 8-10 %, mikä oli aiempiin odotuksiimme (8,4 %) nähden positiivinen arvio, mutta konsensusodotuksiin (10,4 %) nähden selvä pettymys. Nostimme hieman ennusteitamme verkkoyksikön osalta ensi vuodelle.

### Markkinat ja Nokian tulos kasvuun 2018 alkaen

Nokia ennakoii sen markkinoiden kääntyvän lievään kasvuun 2018. Verkkoyksikölle julkaistu pitkän aikavälin tavoite on saavuttaa 10-15 %:n liikevoitto, mitä pidämme rohkaisevana, sillä 2018-2019 odotuksemme ovat haarukan alarajalla. Nokian verkkoyksikön markkinoiden arvioidaan kasvavan 1 %:n vuosivauhtia seuraavan 5 vuoden ajan. Vaikka maailman tarve datakapasiteetille kasvaa nopeasti, ovat markkinat Nokialle hyvin hitaasti kasvavia. Tämän takia yhtiö tavoittelee pääasiassa operaattoreiden ulkopuolelta ”rinnakkaisia” kohdemarkkinoita, joiden vuosikasvu on 13 %:n tasolla. Kasvavista rinnakkaismarkkinoista huolimatta Nokian verkkoyksikön tulee olemaan vaikea saavuttaa lähivuosina edes muutaman prosentin kasvua, koska operaattoreita palveleva ydinliiketoiminta (arviolta noin 95 % liikevaihdosta) ei kasva merkittävästi.

Arvioimme Nokian oikaistun liikevoiton olevan noin 2,1 miljardia euroa tänä ja ensi vuonna. Arvioimme tuloksen kääntyvän kasvuun kulusäästöjen ja markkinan piristymisen myötä vuonna 2018 ja liikevoiton nousevan 2,6 miljardiin euroon. Kasvaneista uudelleenjärjestelykulujen arviosta johtuen raportoidun tuloksen osalta ennusteemme ovat laskeneet hieman.

| Ennustemuutokset<br>MEUR / EUR | 2016e |       |          | 2017e |       |          | 2018e |       |          |
|--------------------------------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|
|                                | Vanha | Uusi  | Muutos % | Vanha | Uusi  | Muutos % | Vanha | Uusi  | Muutos % |
| Liikevaihto                    | 23717 | 23717 | 0 %      | 22731 | 22781 | 0 %      | 23063 | 23142 | 0 %      |
| Käyttökate                     | 727   | 727   | 0 %      | 2503  | 2282  | -9 %     | 3238  | 3288  | 2 %      |
| Liikevoitto ilman kertaaeriä   | 2065  | 2065  | 0 %      | 2111  | 2140  | 1 %      | 2589  | 2629  | 2 %      |
| Liikevoitto                    | -785  | -785  | 0 %      | 1511  | 1290  | -15 %    | 2289  | 2329  | 2 %      |
| Tulos ennen veroja             | -1069 | -1069 | 0 %      | 1389  | 1014  | -27 %    | 2181  | 2114  | -3 %     |
| EPS (ilman kertaeriä)          | 0,19  | 0,19  | 0 %      | 0,24  | 0,24  | 1 %      | 0,30  | 0,31  | 4 %      |
| Osakekohtainen osinko          | 0,16  | 0,17  | 6 %      | 0,17  | 0,18  | 6 %      | 0,20  | 0,20  | 0 %      |

Lähde: Inderes

## Arvostus painunut matalaksi

### Nokia on selvästi verrokkejaan edullisempi

Nokian arvostus on painunut kurssilaskun myötä houkuttelevaksi jopa pessimistisillä ennusteillamme tarkasteltuna. Tämän ja ensi vuoden EV/EBIT -kertoimet 8x ovat hyvin maltillisella tasolla. Yhtiötä selvästi heikommassa kunnossa oleva Ericsson hinnoitellaan noin 20 % korkeammalle. Melko suuresta nettokassasta johtuen P/E-luvut viittaavat hieman korkeampaan hinnoitteluun (2017e 16x), mutta ovat silti maltillisella tasolla. Jos oletamme 2016-2017 -tulosten jäävän syklin pohjavuosi, on arvostus nyt hyvin maltillinen. Vuoden 2018 ennustetulla tulosparannuksella osakkeen EV/EBIT painuu 7x tasolle ja P/E 12x tasolle. Myös kohtalaisen hyvä yli 4 %:n osinkotuotto antaa arvostukselle tukea.

Näkemyksemme mukaan negatiivinen uutisvirta on nyt hinnoiteltu Nokian osakkeeseen, mikä on avannut osakkeeseen pitkään odottamamme ostopaikan. Vaikka arvostus alkaa näyttää hyvin houkuttelevalta, lievää varovaisuuttamme puoltaa edelleen toimialan haastava markkinatilanne, raju kilpailupaine sekä liiketoimintamallin murroksesta johtuva pitkän aikavälin epävarmuus.

| Yhtiö                         | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo   | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|-------------------------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
|                               |             | MEUR          | MEUR         | 2016e        | 2017e        | 2016e        | 2017e        | 2016e          | 2017e        | 2016e       | 2017e       | 2016e          | 2017e       | 2016e        |
| Qualcomm                      | 65,93       | 90637         | 72294        | 12,2         | 10,6         | 10,3         | 9,1          | 3,3            | 3,2          | 15,3        | 14,0        | 3,1            | 3,3         | 3,2          |
| Ciena                         | 22,50       | 2918          | 3215         | 9,9          | 7,3          | 8,7          | 6,2          | 1,3            | 1,2          | 15,7        | 13,0        |                |             | 3,7          |
| Cisco                         | 31,37       | 146770        | 113504       | 8,6          | 7,7          | 7,6          | 6,7          | 2,5            | 2,4          | 13,5        | 12,9        | 3,0            | 3,4         | 2,5          |
| Juniper Networks              | 25,96       | 9190          | 9022         | 8,4          | 7,6          | 7,1          | 6,4          | 2,0            | 1,9          | 12,8        | 11,9        | 1,6            | 1,6         | 2,1          |
| Motorola Solutions            | 80,60       | 12452         | 15456        | 12,6         | 12,3         | 10,4         | 10,2         | 2,8            | 2,7          | 17,0        | 15,7        | 2,1            | 2,3         |              |
| ZTE Corp.                     | 11,86       | 8808          | 10147        | 11,5         | 10,5         | 10,0         | 9,1          | 0,7            | 0,7          | 11,7        | 10,5        | 2,0            | 2,1         | 1,1          |
| Brocade Communications        | 12,35       | 4625          | 5022         | 10,4         | 9,4          | 8,6          | 7,6          | 2,3            | 2,1          | 13,2        | 12,4        | 1,6            | 1,8         | 2,1          |
| Ericsson                      | 45,83       | 15618         | 14015        | 11,4         | 9,9          | 7,2          | 6,5          | 0,6            | 0,7          | 18,8        | 16,0        | 5,3            | 5,1         | 1,1          |
| Arris International           | 28,87       | 5097          | 6188         |              |              |              |              | 1,0            | 1,0          | 10,4        | 9,2         |                |             | 1,8          |
| <b>Nokia (Inderes)</b>        | <b>3,81</b> | <b>22212</b>  | <b>17065</b> | <b>8,3</b>   | <b>8,5</b>   | <b>4,8</b>   | <b>5,8</b>   | <b>0,7</b>     | <b>0,8</b>   | <b>20,5</b> | <b>15,9</b> | <b>4,5</b>     | <b>4,6</b>  | <b>1,1</b>   |
| <b>Keskisarvo</b>             |             |               |              | <b>10,6</b>  | <b>9,4</b>   | <b>8,7</b>   | <b>7,7</b>   | <b>1,8</b>     | <b>1,8</b>   | <b>14,3</b> | <b>12,8</b> | <b>2,7</b>     | <b>2,8</b>  | <b>2,2</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |              | <b>10,9</b>  | <b>9,6</b>   | <b>8,7</b>   | <b>7,2</b>   | <b>2,0</b>     | <b>1,9</b>   | <b>13,5</b> | <b>12,9</b> | <b>2,1</b>     | <b>2,3</b>  | <b>2,1</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |              | <b>-24 %</b> | <b>-12 %</b> | <b>-45 %</b> | <b>-19 %</b> | <b>-63 %</b>   | <b>-57 %</b> | <b>53 %</b> | <b>24 %</b> | <b>116 %</b>   | <b>98 %</b> | <b>-46 %</b> |

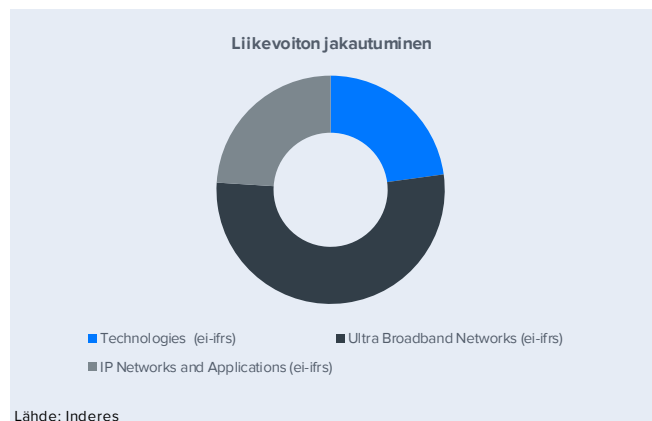
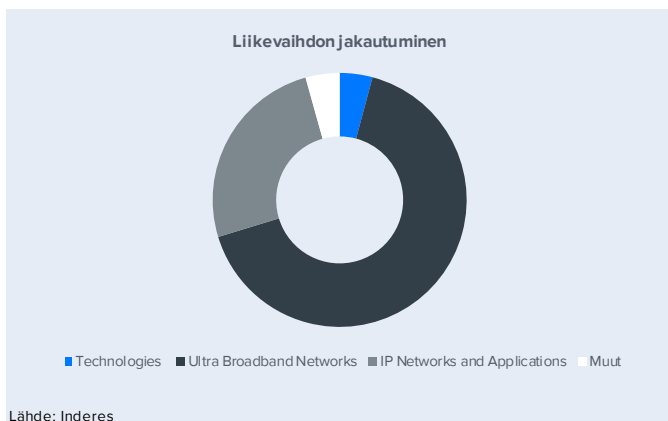
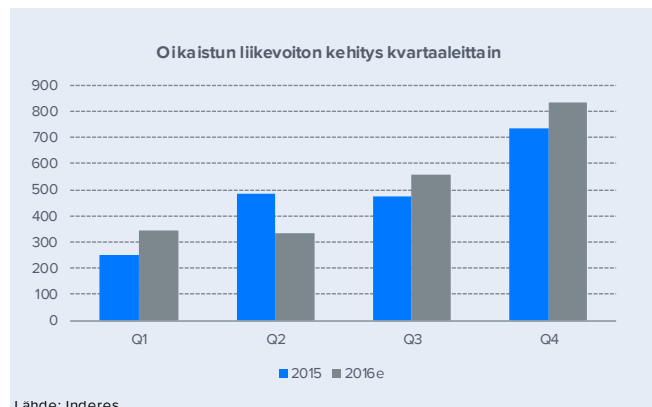
Lähde: Bloomberg / Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla         | 2014         | Q1'15       | Q2'15       | Q3'15       | Q4'15       | 2015         | Q1'16        | Q2'16        | Q3'16        | Q4'16e      | 2016e        | 2017e        | 2018e        |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                    | <b>12729</b> | <b>2935</b> | <b>2919</b> | <b>3036</b> | <b>3609</b> | <b>12499</b> | <b>5499</b>  | <b>5583</b>  | <b>5890</b>  | <b>6745</b> | <b>23717</b> | <b>22781</b> | <b>23142</b> |
| Nokia Networks (old)                  | 11199        | 2673        | 2730        | 2877        | 3210        | 11490        | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| Technologies                          | 579          | 266         | 193         | 162         | 403         | 1024         | 198          | 194          | 353          | 260         | 1005         | 1120         | 1299         |
| Ultra Broadband Networks              | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 3729         | 3807         | 3903         | 4471        | 15910        | 14797        | 14797        |
| IP Networks and Applications          | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 1452         | 1421         | 1419         | 1814        | 6106         | 6045         | 6226         |
| Muut                                  | -20          | -4          | -4          | -3          | -4          | -15          | 224          | 271          | 298          | 250         | 1043         | 820          | 820          |
| <b>Käyttökate</b>                     | <b>1660</b>  | <b>309</b>  | <b>572</b>  | <b>402</b>  | <b>716</b>  | <b>1999</b>  | <b>-306</b>  | <b>-349</b>  | <b>430</b>   | <b>952</b>  | <b>727</b>   | <b>2282</b>  | <b>3288</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset            | -1490        | -81         | -83         | -72         | -75         | -311         | -406         | -411         | -375         | -320        | -1512        | -992         | -959         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>    | <b>1631</b>  | <b>248</b>  | <b>483</b>  | <b>475</b>  | <b>734</b>  | <b>1940</b>  | <b>345</b>   | <b>332</b>   | <b>556</b>   | <b>832</b>  | <b>2065</b>  | <b>2140</b>  | <b>2629</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                    | <b>170</b>   | <b>228</b>  | <b>489</b>  | <b>330</b>  | <b>641</b>  | <b>1688</b>  | <b>-712</b>  | <b>-760</b>  | <b>55</b>    | <b>632</b>  | <b>-785</b>  | <b>1290</b>  | <b>2329</b>  |
| Nokia Networks (old)                  | 1364         | 85          | 313         | 391         | 468         | 1257         | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| Technologies (ei-ifs)                 | 357          | 193         | 112         | 94          | 322         | 721          | 106          | 89           | 225          | 130         | 550          | 642          | 803          |
| Ultra Broadband Networks (ei-ifs)     | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 234          | 228          | 326          | 492         | 1280         | 1184         | 1391         |
| IP Networks and Applications (ei-ifs) | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 102          | 84           | 106          | 286         | 578          | 604          | 685          |
| Muut(ei-ifs)                          | -1581        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | -97          | -69          | -101         | -75         | -342         | -290         | -250         |
| Kertaluonteiset kulut (IFRS)          | 0            | -50         | 64          | -155        | -149        | -290         | -1057        | -1092        | -501         | -200        | -2850        | -850         | -300         |
| Nettorahoituskulut                    | -403         | -22         | -30         | -81         | -43         | -176         | -103         | -32          | -80          | -80         | -295         | -281         | -220         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>             | <b>-238</b>  | <b>224</b>  | <b>454</b>  | <b>247</b>  | <b>615</b>  | <b>1540</b>  | <b>-813</b>  | <b>-790</b>  | <b>-22</b>   | <b>556</b>  | <b>-1069</b> | <b>1014</b>  | <b>2114</b>  |
| Verot                                 | 1408         | -54         | -118        | -59         | -116        | -346         | 200          | 65           | -111         | -228        | -74          | -343         | -633         |
| Vähemmistöosuudet                     | -6           | -1          | -1          | 1           | -1          | -2           | 85           | 58           | 14           | -1          | 156          | 0            | 0            |
| <b>Nettotulos</b>                     | <b>1164</b>  | <b>169</b>  | <b>336</b>  | <b>189</b>  | <b>498</b>  | <b>1192</b>  | <b>-528</b>  | <b>-667</b>  | <b>-119</b>  | <b>327</b>  | <b>-987</b>  | <b>671</b>   | <b>1481</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                 | <b>0,28</b>  | <b>0,05</b> | <b>0,08</b> | <b>0,08</b> | <b>0,15</b> | <b>0,37</b>  | <b>0,03</b>  | <b>0,03</b>  | <b>0,04</b>  | <b>0,08</b> | <b>0,19</b>  | <b>0,24</b>  | <b>0,31</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>               | <b>0,31</b>  | <b>0,04</b> | <b>0,09</b> | <b>0,05</b> | <b>0,13</b> | <b>0,30</b>  | <b>-0,09</b> | <b>-0,12</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,06</b> | <b>-0,17</b> | <b>0,12</b>  | <b>0,26</b>  |

| Tunnusluvut                   | 2014    | Q1'15   | Q2'15  | Q3'15  | Q4'15  | 2015   | Q1'16  | Q2'16   | Q3'16  | Q4'16e | 2016e  | 2017e  | 2018e  |
|-------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | -45,4 % | 10,2 %  | -0,8 % | -8,6 % | -5,1 % | -1,8 % | 87,4 % | 91,3 %  | 94,0 % | 86,9 % | 89,8 % | -3,9 % | 1,6 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 163,1 % | -18,4 % | 39,2 % | 4,2 %  | 40,1 % | 18,9 % | 39,1 % | -31,3 % | 17,1 % | 13,4 % | 6,5 %  | 3,6 %  | 22,8 % |
| Käyttökate-%                  | 13,0 %  | 10,5 %  | 19,6 % | 13,2 % | 19,8 % | 16,0 % | -5,6 % | -6,3 %  | 7,3 %  | 14,1 % | 3,1 %  | 10,0 % | 14,2 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 12,8 %  | 8,4 %   | 16,5 % | 15,6 % | 20,3 % | 15,5 % | 6,3 %  | 5,9 %   | 9,4 %  | 12,3 % | 8,7 %  | 9,4 %  | 11,4 % |
| Nettotulos-%                  | 9,1 %   | 5,8 %   | 11,5 % | 6,2 %  | 13,8 % | 9,5 %  | -9,6 % | -11,9 % | -2,0 % | 4,9 %  | -4,2 % | 2,9 %  | 6,4 %  |

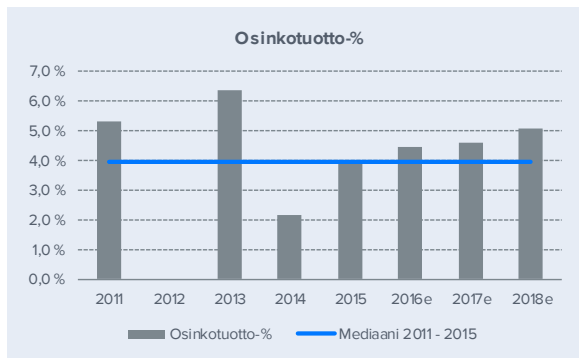
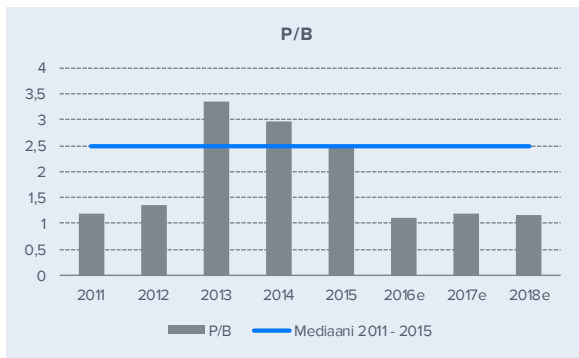
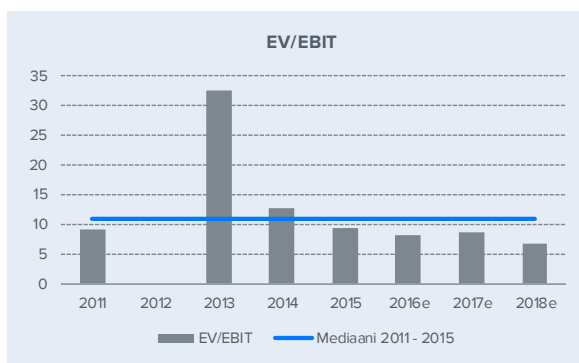
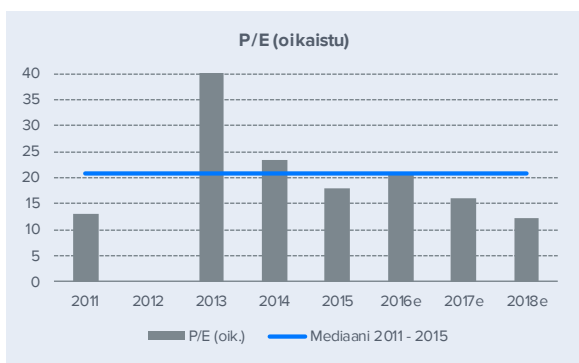
Lähde: Inderes



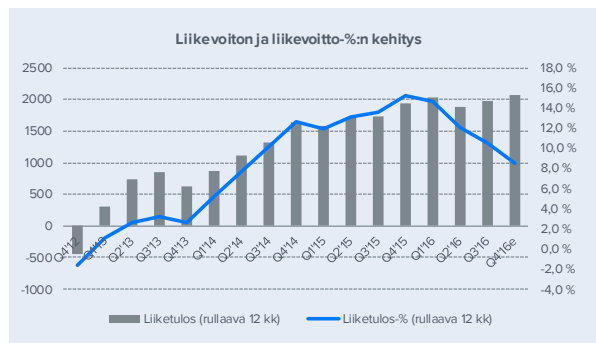
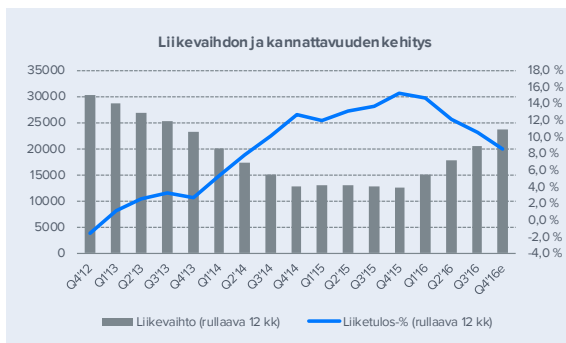
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2011    | 2012  | 2013     | 2014   | 2015   | 2016e    | 2017e   | 2018e  |
|------------------|---------|-------|----------|--------|--------|----------|---------|--------|
| Osakekurssi      | 3,77    | 2,93  | 5,82     | 6,56   | 6,60   | 3,81     | 3,81    | 3,81   |
| Markkina-arvo    | 13987   | 10871 | 21606    | 25584  | 26046  | 22212    | 22212   | 22212  |
| Yritysarvo (EV)  | 10755   | 8391  | 20229    | 20577  | 18240  | 17065    | 18263   | 17795  |
| P/E (oik.)       | 13,0    | neg.  | 273,5    | 23,4   | 18,0   | 20,5     | 15,9    | 12,3   |
| P/E              | neg.    | neg.  | neg.     | 22,0   | 21,9   | neg.     | 32,1    | 14,5   |
| P/Kassavirta     | -25,0   | -28,2 | -248,3   | 4,8    | 7,5    | -25,6    | 35,3    | 13,6   |
| P/B              | 1,2     | 1,3   | 3,3      | 3,0    | 2,5    | 1,1      | 1,2     | 1,2    |
| P/S              | 0,4     | 0,4   | 0,9      | 2,0    | 2,1    | 0,9      | 1,0     | 1,0    |
| EV/Liikevaihto   | 0,3     | 0,3   | 0,9      | 1,6    | 1,5    | 0,7      | 0,8     | 0,8    |
| EV/EBITDA        | 2,8     | 9,5   | 14,7     | 6,6    | 8,1    | 4,8      | 5,8     | 5,0    |
| EV/EBIT          | 9,2     | neg.  | 32,6     | 12,6   | 9,4    | 8,3      | 8,5     | 6,8    |
| Osinko/tulos (%) | -63,7 % | 0,0 % | -223,3 % | 46,9 % | 86,1 % | -100,4 % | 151,7 % | 76,4 % |
| Osinkotuotto-%   | 5,3 %   | 0,0 % | 6,4 %    | 2,1 %  | 3,9 %  | 4,5 %    | 4,6 %   | 5,1 %  |

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

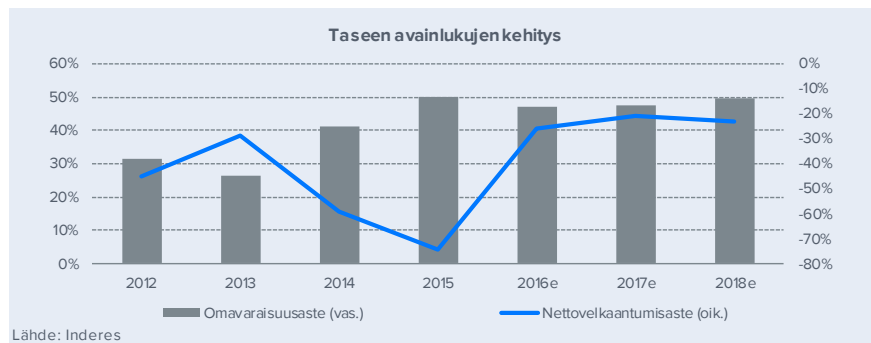


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2013         | 2014         | 2015         | 2016e        | 2017e        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>6048</b>  | <b>7340</b>  | <b>5217</b>  | <b>21886</b> | <b>21313</b> |
| Liikearvo                      | 3295         | 2563         | 237          | 5137         | 5137         |
| Aineettomat oikeudet           | 296          | 350          | 323          | 5099         | 4788         |
| Käyttöomaisuus                 | 566          | 716          | 695          | 1959         | 1748         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 65           | 51           | 84           | 101          | 50           |
| Muut sijoitukset               | 741          | 828          | 948          | 1090         | 1090         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 195          | 112          | 125          | 3400         | 3400         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 890          | 2720         | 2805         | 5100         | 5100         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>19143</b> | <b>13723</b> | <b>15653</b> | <b>20515</b> | <b>18339</b> |
| Varastot                       | 804          | 1275         | 1014         | 2253         | 1936         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 5347         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Myyntisaamiset                 | 3736         | 4466         | 4683         | 8775         | 8429         |
| Likvidit varat                 | 9256         | 7982         | 9956         | 9487         | 7974         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>25191</b> | <b>21063</b> | <b>20870</b> | <b>42402</b> | <b>39652</b> |

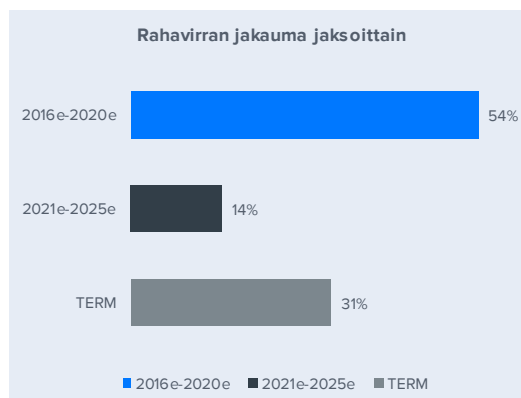
| Vastattavaa (MEUR)             | 2013         | 2014         | 2015         | 2016e        | 2017e        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>6467</b>  | <b>8611</b>  | <b>10446</b> | <b>19832</b> | <b>18812</b> |
| Osakepääoma                    | 246          | 246          | 246          | 246          | 246          |
| Kertyneet voittovarot          | 2581         | 4710         | 6279         | 4265         | 3945         |
| Omat osakkeet                  | -603         | -988         | -718         | -718         | -1418        |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 80           | 22           | 148          | 148          | 148          |
| Muu oma pääoma                 | 4163         | 4621         | 4491         | 15891        | 15891        |
| Vähemmistöosuus                | 193          | 58           | 21           | 100          | 100          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>4353</b>  | <b>5678</b>  | <b>4488</b>  | <b>9587</b>  | <b>8883</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 195          | 32           | 62           | 500          | 500          |
| Varaukset                      | 242          | 873          | 726          | 1600         | 1600         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 3916         | 2576         | 2023         | 3987         | 3283         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0            | 2197         | 1677         | 3500         | 3500         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>14178</b> | <b>6716</b>  | <b>5915</b>  | <b>12882</b> | <b>11857</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 3411         | 290          | 164          | 312          | 694          |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 6039         | 6426         | 5751         | 12570        | 11163        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 4728         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>25191</b> | <b>21063</b> | <b>20870</b> | <b>42402</b> | <b>39652</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2015         | 2016e         | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e       | TERM  |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>1688</b>  | <b>-785</b>   | <b>1290</b>  | <b>2329</b>  | <b>2958</b>  | <b>2411</b>  | <b>2460</b>  | <b>2007</b>  | <b>1791</b>  | <b>1827</b>  | <b>1845</b> |       |
| + Kokonaispoistot                              | 311          | 1512          | 992          | 959          | 892          | 819          | 763          | 722          | 689          | 678          | 676         |       |
| - Maksutut verot                               | -401         | -1931         | -343         | -383         | -602         | -452         | -467         | -542         | -448         | -457         | -462        |       |
| - verot rahoituskuluista                       | -51          | 23            | -98          | -69          | -37          | -23          | -23          | -22          | -20          | -20          | -20         |       |
| + verot rahoitustuotoista                      | 10           | -3            | 3            | 2            | 2            | 2            | 2            | 2            | 2            | 2            | 2           |       |
| - Käyttöpääoman muutos                         | -631         | 1488          | -744         | -797         | -473         | -492         | -265         | -526         | -35          | -36          | -18         |       |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>927</b>   | <b>304</b>    | <b>1099</b>  | <b>2042</b>  | <b>2739</b>  | <b>2266</b>  | <b>2469</b>  | <b>1640</b>  | <b>1980</b>  | <b>1994</b>  | <b>2023</b> |       |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | -667         | 2697          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |       |
| - Bruttoinvestoinnit                           | 1930         | -15869        | -470         | -410         | -420         | -440         | -470         | -472         | -574         | -637         | -720        |       |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>2190</b>  | <b>-12868</b> | <b>629</b>   | <b>1632</b>  | <b>2319</b>  | <b>1826</b>  | <b>1999</b>  | <b>1168</b>  | <b>1406</b>  | <b>1357</b>  | <b>1303</b> |       |
| +/- Muut                                       | 1274         | 12000         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |       |
| Vapaa kassavirta                               | 3464         | -868          | 629          | 1632         | 2319         | 1826         | 1999         | 1168         | 1406         | 1357         | 1303        | 18880 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |              | 11140         | 577          | 1387         | 1825         | 1331         | 1350         | 731          | 814          | 728          | 647         | 9380  |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>17910</b> | <b>18770</b>  | <b>18193</b> | <b>16806</b> | <b>14980</b> | <b>13650</b> | <b>12300</b> | <b>11569</b> | <b>10755</b> | <b>10027</b> | <b>9380</b> |       |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>17910</b> |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |
| - Korolliset velat                             |              |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |
| + Rahavarat                                    |              |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |
| - Vähemmistöosuus                              |              |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |
| - Osinko/pääomapalautus                        |              |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   | <b>24611</b> |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         | <b>4,22</b>  |               |              |              |              |              |              |              |              |              |             |       |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 26,0 % |
| Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E) | 20,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 6,5 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,20   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,80 % |
| Likviditeettipremio                 | 0,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 8,8 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 8,0 %  |



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2013    | 2014    | 2015    | 2016e   | 2017e   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Liikevaihto           | 23296,5 | 12729,0 | 12499,0 | 23717,2 | 22781,5 |
| EBITDA                | 684,0   | 1660,0  | 1999,0  | 727,4   | 2282,1  |
| EBITDA-marginaali (%) | 2,9     | 13,0    | 16,0    | 3,1     | 10,0    |
| EBIT                  | -74,0   | 170,0   | 1688,0  | -784,6  | 1290,2  |
| Voitto ennen veroja   | -346,0  | -238,0  | 1540,0  | -1068,6 | 1014,3  |
| Nettovoitto           | -615,0  | 3810,0  | 2466,0  | -986,7  | 671,1   |
| Kertaluontoiset erät  | -694,0  | -1461,0 | -252,0  | -2850,0 | -850,0  |

| Tase              | 2013    | 2014    | 2015    | 2016e   | 2017e   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Taseen loppusumma | 25191,0 | 21063,0 | 20870,0 | 42401,6 | 39652,4 |
| Oma pääoma        | 6660,0  | 8669,0  | 10467,0 | 19932,5 | 18912,5 |
| Liikearvo         | 3295,0  | 2563,0  | 237,0   | 5137,0  | 5137,0  |
| Korolliset velat  | 7327,0  | 2866,0  | 2187,0  | 4299,0  | 3977,0  |

| Kassavirta                | 2013  | 2014   | 2015   | 2016e  | 2017e  |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA                    | 684,0 | 1660,0 | 1999,0 | 727,4  | 2282,1 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 374,0 | -195,0 | -631,0 | 1487,6 | -744,3 |
| Operatiivinen kassavirta  | 452,0 | 775,2  | 926,7  | 304,1  | 1099,2 |
| Vapaa kassavirta          | -87,0 | 5283,2 | 3463,7 | -868,1 | 629,2  |

| Yhtiökuvaus   |
|---|
| Nokia on globaali johtaja teknologioissa, joiden avulla sekä ihmiset että esineet ovat yhteydessä toisiinsa. Nokian liiketoimintaryhmät ovat Mobile Networks, Fixed Networks, Applications & Analytics, IP/Optical Networks ja Nokia Technologies. Nokia yhdistää mobiili- ja kiinteiden verkkojen osaamisen niitä tukeviin ohjelmistoihin, palveluihin ja edistyskellisiin teknologioihin. |

| Osakekohtaiset luvut         | 2013  | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e |
|------------------------------|-------|------|------|-------|-------|
| EPS                          | -0,17 | 0,30 | 0,30 | -0,17 | 0,12  |
| EPS oikaistu                 | 0,02  | 0,28 | 0,37 | 0,19  | 0,24  |
| Operat. kassavirta per osake | 0,12  | 0,20 | 0,23 | 0,05  | 0,19  |
| Tasearvo per osake           | 1,74  | 2,21 | 2,65 | 3,40  | 3,33  |
| Osinko per osake             | 0,37  | 0,14 | 0,26 | 0,17  | 0,18  |
| Voitonjako, %                | -223  | 47   | 86   | -100  | 152   |
| Osinkotuotto, %              | 6,4   | 2,1  | 3,9  | 4,5   | 4,7   |

| Tunnusluvut    | 2013 | 2014  | 2015 | 2016e | 2017e |
|----------------|------|-------|------|-------|-------|
| P/E            | neg. | 22,0  | 21,9 | neg.  | 33,1  |
| P/B            | 3,3  | 3,0   | 2,5  | 1,1   | 1,2   |
| P/Liikevaihto  | 0,9  | 2,0   | 2,1  | 0,9   | 0,9   |
| P/CF           | 47,8 | 33,0  | 28,1 | 73,0  | 19,6  |
| EV/Liikevaihto | 0,9  | 1,6   | 1,5  | 0,7   | 0,8   |
| EV/EBITDA      | 29,6 | 12,4  | 9,1  | 23,5  | 8,0   |
| EV/EBIT        | neg. | 121,0 | 10,8 | neg.  | 14,2  |

| Suurimmat omistajat         | %-osakkeista |
|-----------------------------|--------------|
| Varma                       | 2,2 %        |
| Nokia Oyj                   | 1,5 %        |
| Ilmarinen                   | 0,8 %        |
| Valtion Eläkerahasto        | 0,7 %        |
| Schweizerische Nationalbank | 0,6 %        |

## Suositushistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 23.12.2014 | Osta     | 7,50 €  | 6,51 €      |
| 29.1.2015  | Lisää    | 7,50 €  | 7,15 €      |
| 13.4.2015  | Lisää    | 8,00 €  | 7,58 €      |
| 16.4.2015  | Vähennä  | 7,30 €  | 7,38 €      |
| 4.5.2015   | Vähennä  | 6,00 €  | 6,05 €      |
| 31.7.2015  | Vähennä  | 6,20 €  | 6,43 €      |
| 30.10.2015 | Vähennä  | 6,40 €  | 6,70 €      |
| 10.2.2016  | Lisää    | 5,80 €  | 5,19 €      |
| 11.5.2016  | Vähennä  | 4,60 €  | 4,65 €      |
| 5.8.2016   | Vähennä  | 4,60 €  | 4,90 €      |
| 27.10.2016 | Vähennä  | 4,30 €  | 4,32 €      |
| 16.11.2016 | Lisää    | 4,30 €  | 3,81 €      |

## Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>