

Käänteeseen haettiin vauhtia odotettua syvemmältä

Laskemme Nokian tavoitehintaa 5,5 euroon (aik. 5,8 EUR) ja suositustamme lisää-tasolle (aik. osta). Nokian odotuksia heikompi Q2 yhdessä kasvaneiden epävarmuustekijöiden kanssa luovat loppuvuodelle lievän tulosvaroitusriskin, mutta näkemyksemme verkkomarkkinan syklin taitteesta ja Nokian selkeästä tuloskäänteestä pysyi ennallaan. Hieman ironisesti osa yhtiön lyhyen tähtäimen haasteista liittyy 5G:n kiihdytettyihin aikatauluihin. Mielestämme lyhyen aikavälin epävarmuustekijät kompensoituvat osakkeen arvostuksessa, joka on edelleen selkeästi alle yhtiön käyvän arvon. Näemme siten yhä Nokian kiinnostavana sijoituksena arvostuksen ollessa matala samaan aikaan, kun verkkomarkkinan sykli on selkeästi kääntymässä.

Q2-raportti toisti samaa tarinaa kuin Q1: loppuvuonna paranee

Nokian verkkoyksikön Q2-tulos oli todella huono liikevoiton laskiessa 83 % ja jäädessä alle puoleen odotuksista, mutta koko vuoden näkymät pysyivät ennallaan, mikä ennakoii voimakasta tuloskäännettä loppuvuodelle. Nokia ei kuitenkaan mielestämme huokunut nyt yhtä kovaa optimismia loppuvuotta kohtaan kuin Q1-tuloksen yhteydessä, vaan taivaalla on nyt myös joitain tummia pilviä liittyen hintapaineisiin, projektien ajoituksiin ja komponenttien saatavuuteen. Epävarmuus loppuvuoden ennusteissa on kasvanut tuoden osakkeeseen myös lievän tulosvaroitusriskin, mikä voi lyhyellä aikavälillä rajoittaa osakkeen nousuväliä. Haasteet ovat arviomme mukaan hyvin lyhytaikaisia eikä Q2-raportti muuttanut isoa kuvaa, jossa verkkomarkkinan sykli on nyt taittumassa ja Nokia on kilpailussa hyvin asemoitunut.

5G tulee odotettua nopeammin

Nokia piti ennallaan näkemyksensä 5G:n käyttöönoton nopeutumisesta sekä verkkomarkkinan näkymien piristymisestä. Jokseenkin ristiriitaisesti lyhyen tähtäimen riskit liittyvät osin siihen, että 5G tulee odotettua nopeammin: vanhoilla budjeteilla operoivat asiakkaat vaativat enemmän ja nopeammin samalla rahalla, kehitystiimit ovat ylikuormitettuja eikä toimitusketju taivu riittävään nopeuteen. Osin tämä on positiivinen ongelma ja osin se heijastelee Nokian vaikeaa arvoketjuasemaa ja operaattoreiden neuvotteluvoimaa. Nokia voi joutua uhraamaan lyhyen tähtäimen marginaaleja saadakseen osuutta ensimmäisissä 5G-toimituksissa ja jalansijaa merkittävässä operaattoreissa, mikä kompensoituu kannattavuudessa pitkällä aikavälillä.

Rima onnistumiselle loppuvuonna nousi heikon Q2:n myötä

Verkkoyksikön liikevoitto-%:n on vuoden toisella puoliskolla noustava noin 10 %:iin edellisvuoden 9 %:sta, jotta tulosvaroitusta vältetään. Ohjeistus ei ole epärealistinen, mutta vaatii Nokialta kohtalaista onnistumista. Nokia vakuutti edelleen, että tulos paranee selkeästi vuosina 2019 ja 2020 markkinatilanteen piristessä. Pitkän aikavälin ennusteemme ovat pitkälti ennallaan ja lähivuosien tuloskasvunäkymä antaa osakkeelle tukea. Vähemmälle huomiolle jäänyt yli miljardin liikevoittoa tekevä Technologies -yksikkö tarjoaa tuloksellista vetoapua.

Edullinen arvostus kompensoi tulosvaroitusriskin

Nokian omistajat joutuvat kantamaan koholla olevaa riskitasoa lyhyellä tähtäimellä johtuen loppuvuoden kovista tulosodotuksista. Tämä mielestämme kompensoituu edelleen Nokian arvostuksessa, joka on merkittävästi verrokkeja edullisempi (2018-2019e oik. P/E 20x ja 13x, EV/EBIT 11x ja 8x) ja houkutteleva tuloskasvunäkymän valossa. Odotamme arvostuksen korjautuvan selvästi ylöspäin, kun yhtiö saa taakseen vahvoja neljänneksiä eikä sijoittajien tarvitse tukeutua enää pelkkiin yhtiön lupauksiin.

Analyytikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa **5,50 EUR**

Edellinen: 5,80



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös **4,82 EUR**

12 kk vaihteluväli **3,81-5,635 EUR**

Potentiaali **14,0 %**

Katso aamun ensikomentit tulokseen videolta



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	23 636	-1134	-4,8 %	-1402	-0,14	0,17	0,9	6,0	10,4	21,3	3,7 %
2017	23 148	15	0,1 %	-443	-0,26	0,19	0,8	5,3	6,8	11,9	4,9 %
2018e	22 184	314	1,4 %	-43	-0,03	0,21	1,1	9,7	10,8	19,8	4,4 %
2019e	23 032	2 397	10,4 %	2 102	0,28	0,24	1,0	6,4	7,7	13,2	5,0 %
2020e	24 535	3462	14,1 %	3167	0,41	0,27	0,9	5,3	6,1	11,7	5,6 %
Markkina-arvo, MEUR			27075	OPO / osake 2018e, EUR			2,69			CAGR EPS, 2017-2020, %	-216 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-3734	P/B 2018e			1,8			CAGR kasvu, 2017-2020, %	2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			23430	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-24,6 %			ROE 2018e, %	-0,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			39016	Omavaraisuusaste 2018e, %			38,9 %			ROCE 2018e, %	1,6 %

Verkkoyksiköllä surkea alkuvuosi

Nokian mukaan tulos oli odotettu, mutta markkinat eivät odottaneet sen olevan näin heikko

Nokian Q2-tulos jäi selkeästi odotuksia heikommaksi verkkoyksikön osalta, mikä oli jo toinen perättäinen tulospettymysneljännes. Yhtiö kuitenkin piti ennallaan näkymät loppuvuodelle, joten osakkeen kannalta pahin skenaario eli ohjeistuksen lasku vältettiin. Q2-raportti ei muuta isoa kuvaa ja pitkän aikavälin näkemystä Nokista, vaikka verkkomarkkinan syklin taitekohta kyykkäsi lopulta odotuksia syvemmältä. Arvioimme edelleen sekä Nokian että verkkomarkkinan olevan selkeässä taitekohdassa ja kaikki markkinakommentit edelleen viittaavat tähän. Myöskään Nokian kilpailukyvyssä tai markkina-asemassa emme näe tapahtuneen muutoksia ja yhtiö ainakin itse vakuuttaa voittavansa markkinaosuuksia.

Nokian Q2-liikevaihto oli 5,3 miljardia euroa, missä laskua 1 % ilman valuuttakurssien vaikutusta. Liikevaihto ylitti lievästi 5,1 miljardin tasolla olleet markkinaodotukset, ja liikevaihdon lasku on odotetusti tasaantumassa markkinatilanteen piristyessä. Nokia on arvioinut sen verkkoliiketoiminnan kohdemarkkinan laskevan 1-3 % ja Nokian liikevaihdon kehittyvän markkinaa paremmin. Yhtiö oli itse tyytyväinen liikevaihdon kehitykseen ja viesti tämän heijastelevan parantuvia markkinaolosuhteita.

Nokian ei-ifrs liikevoitto Q2:lta laski 334 MEUR:oon (Q2'17: 574 MEUR), kun konsensusodotus oli 373 MEUR ja ennustemme 433 MEUR. Tulospettymyksen taustalla oli verkkoyksikkö, mitä tasoittivat Technologiesin ja Muut toiminnot -yksikköjen odotuksia paremmat tulokset. Vaikka absoluuttisesti tulos ei jäänyt paljoa odotuksista, oli pettymys selkeä markkinoiden seurattessa nyt tarkasti verkkoyksikön kannattavuuden kehitystä.

Koko ensimmäisen puoliskon osalta Nokian verkkoyksikön liikevoitto oli 112 MEUR (-85 %) ja Technologiesin 565 MEUR (+63 %), mikä kuvastaa patenttisensoinnin tulovirran ja tulokasvun merkitystä Nokian tulokselle tällä hetkellä.

Verkkoyksikön kehitys laaja-alaisesti heikkoa

Nokia oli varoittanut verkkoyksikön negatiivisten kannattavuustrendien jatkuvan Q2:lla, mutta yksikön tulos oli silti selkeä pettymys. Verkkoyksikön ei-ifrs liikevoitto oli 69 MEUR, kun markkinaodotus oli 181 MEUR ja ennustemme 244 MEUR. Liikevoittomarginaali putosi 1,5 %:iin edellisvuoden 8,2 %:sta. Syitä kannattavuuspaineille oli muutamia. Yhtiö kärsi edelleen kannattavuudelle epäsuotuisasta tuotejakaumasta ja alueellisesta jakaumasta kuten Q1:llä. Lisäksi Nokia on kohdannut kasvavaa hinnoittelupainetta asiakkailtaan, jotka pyrkivät aikaistamaan 5G-hankkeitaan ilman riittävää budjettia. Myös toimialan komponenttipula oli johtanut ainakin yhden merkittävän toimituksen viivästymiseen. Nokian omien sanojen mukaan tulos oli odotetulla tasolla, vaikka yhtiö ei ole tyytyväinen kannattavuuteen.

Verkkoyksikön kannattavuudessa huolestuttavaa oli myös se, että marginaalit olivat koko alkuvuoden heikolla tasolla kaikissa yksiköissä. Näkymissään yhtiö liputti uutena kommenttina riskin lisääntyneestä hinnoittelupaineesta. Tämä ei Nokian mukaan liity kilpailuun, vaan suurten asiakkaiden pyrkimykseen rahoittaa niiden aikaistettuja 5G-hankkeita verkkotoimittajien lompakoista. Konferenssipuhelun mukaan muutamia suuria asiakkaita on siirtymässä 5G-teknologiaan etujassa, mutta ne joutuvat rahoittamaan sen vanhalla budjetilla, mikä luo hintapainetta. Nokian mukaan joissain tapauksissa hinnanalennuksia on hyväksytty, jotta 5G-jalansijaa asiakkaissa saadaan rakennettua, koska tämä tuottaa pidemmällä aikavälillä tuloksia. Kun jalansija operaattorissa saadaan, toimitukset ovat pitkällä aikavälillä hyvin kannattavia. Lisäksi kiihtyneet aikataulut ovat laittaneet tuotekehitystiimit tiukoille.

Kokonaisuutena yhtiön kommentointi verkkoyksikön osalta ei huokunut mielestämme enää vastaavan tason optimismia näkymiin ja tilausvirtaan kuin Q1-tuloksen yhteydessä. Tämä heijastelee uusien epävarmuustekijöiden ilmaantumista.

Nokia vakuutteli edelleen verkkoyksikön kilpailukykyä sekä hyvää tilauskantaa loppuvuoden ja 5G-toimitusten osalta. Konferenssipuhelussa annettujen kommenttien mukaan Nokia voittaa markkinaosuuksia ja yhtiö uskoo sen kilpailukyvyyn olevan vahva. Lisäksi Nokia kommentoi strategisten hankkeiden (asiakaspuhjan laajentaminen suuryrityksiin, kokonaisvaltaiset toimitukset) etenevän edelleen suunnitellusti.

Tulokseteko Technologiesin harteilla

Technologies-yksikkö teki vahvan 292 MEUR liikevoiton ylittäen 260 MEUR:n markkinaodotukset johtuen odotuksia alemmasta kulutasosta. Yksikön liikevaihto oli edellisvuoden tasolla 361 MEUR:ssa. Yksikön liikevaihto ei kasvanut, koska vertailukauteen osui merkittävä 70 miljoonan euron kertaluonteinen liikevaihto Apple-sopimuksesta. Q2'18:lle vastaavasti ei kohdistunut kertaluonteista liikevaihtoa. Lisensoinnin jatkuva tulovirta kasvoi 23 % edellisvuodesta.

Arvioimme Technologiesin parantavan edelleen tulostaan, kun oletettavasti selvästi tappiollisesta Withingistä on luovuttu ja yksikön kustannustaso laskee edelleen tulovirtojen noustessa. Technologiesin Lisensoinnin jatkuva tulovirta on vuositasolla 1,4 miljardia euroa. Tulovirtaa ovat kasvattaneet useat tärkeät voitot patenttiliiketoiminnassa viimeisen 2 vuoden aikana (Samsung, Apple, LG, Huawei, Xiaomi).

Nokia ennustaa edelleen Technologiesin jatkuvan liikevaihdon kasvavan 10 % vuodessa vuoteen 2020 asti ja yksikön liikevoitto-%:n nousevan 85 %:iin (H1:llä 78 %). Tämän vuoden osalta näkyvyys Technologiesin tulokseen on erinomainen johtuen liikevaihdon ja kulujen hyvästä ennustettavuudesta. Technologies tekee tänä vuonna noin puolet Nokian liikevoitosta ennustemme mukaan, joten sillä on merkittävä painoarvo Nokian tulokselle tällä hetkellä.

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto (ei-ifrs)	5629	5318	5181	5147	5003	- 5360	3 %
- Nokia Networks	4971	4693	4586	4515	4379	- 4730	2 %
- Technologies	369	361	355	361	304	- 406	2 %
- Muut	289	278	240	271	237	- 309	16 %
Liikevoitto (ei-ifrs)	574	334	433	373	223	- 517	-22,9 %
- Nokia Networks	406	69	244	181	42	- 363	-72 %
- Technologies	230	292	263	260	194	- 293	11 %
- Muut	-62	-27	-74	-70	-89	- 18	-64 %
Tulos ennen veroja (ei-ifrs)	514	246	350	298	196	- 283	-29,7 %
Tulos per osake	-0,08	-0,05	-0,02	-0,03	-0,07	- 0,00	150 %
Tulos per osake (ei-ifrs)	0,08	0,03	0,04	0,04	0,02	- 0,05	-25,0 %
Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-6 %	-8,0 %	-9 %	-11 %	- 5 %	2,4 %-yks.
Liikevoitto-% (ei-ifrs)	10,2 %	6,3 %	8,4 %	7,2 %	4,5 %	- 9,6 %	-2,1 %-yks.

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

Ennustemuutokset

Syklin pohjaneljännekset käsillä

Näkymien osalta Nokia vakuutteli edelleen pääsevänsä vahvan vuoden toisen puoliskon avulla koko vuoden tavoitteisiinsa ja kaikki ohjeistushaarukat sekä vuodelle 2018 että vuodelle 2030 pidettiin ennallaan. Sinänsä on erikoista, että edes haarukoiden ylärajoja ei laskettu, vaikka ne näyttäivät tässä vaiheessa hyvin epärealistisilta saavuttaa.

Yhtiön mukaan ”5G-supersykli” käynnistyy Q3:lla ja kiihtyy Q4:llä. Kausiluonteen ja 5G-toimitusten lisäksi uusien tuotteiden pitäisi tukea kannattavuutta toisesta puoliskosta alkaen. Marginaalien pitäisi parantua jonkin verran Q3:lla ja voimakkaasti Q4:llä. Sanamuodoista päätellen yhtiö kasaa tulosodotuksia nyt entistä vahvemmin siis vuoden viimeiselle neljännekselle. Hyvä puoli oli se, että markkinoiden vuoden 2018 tulosodotukset olivat jo valmiiksi ohjeistushaarukoiden alarajoilla. Siten ainakaan merkittävää laskupainetta markkinaennusteisiin ei pitäisi tulla. Tyypillisesti osakekurssiin tulisi painetta, jos ennusteet laskisivat.

Vuodelle 2018 Nokia tavoittelee edelleen 9-11 %:n ei-ifrs liikevoittoa (uusi ennusteemme 9,8 %), 0,23-0,27 euron ei-ifrs osakekohtaista tulosta (ennusteemme 0,24 euroa) sekä 6-9 %:n ei-ifrs liikevoittoa verkkoyksiköille (ennusteemme 6,6 %). Vuodelle 2020 yhtiö tavoittelee 12-16 % ei-ifrs liikevoittoa (ennusteemme 14,1 %), 0,37-0,42 euron osakekohtaista tulosta (ennusteemme 0,41 euroa) sekä verkkoyksiköille 9-12 %:n ei-ifrs liiketulosta (ennusteemme 10,1 %). Ennusteemme kuluvalle vuodelle laskivat oikaistun tuloksen osalta 8 % ja lähivuosien muutokset jäivät pieniksi.

Arvioimme vuosien 2018-2020 oikaistujen liikevoittojen olevan 2,2 mrd. EUR, 2,9 mrd. EUR ja 3,5 mrd. EUR. Yhtiön tulosparannusta ensi vuodesta eteenpäin ajavat molemmat yksiköt, mutta verkkoyksikkö ottaa ensi vuodesta eteenpäin tulosveturin roolin. Myös Nokian näkemys verkkoyksikön ”selvästä parannuksesta” vuonna 2019 ja vielä voimakkaammasta parannuksesta vuonna 2020 pysyi ”ehdottomasti ennallaan” konferenssipuhelun mukaan. Vaikka epävarmuustekijät ovat kasvaneet, pysyy Nokia hyvin luottavaisena näkymiinsä. Nokian lähivuosien vahva tuloskasvunäkymä on siis pitkälti ennallaan, mutta se perustuu vielä valitettavan paljon odotuksiin ja lupauksiin paremmasta.

Loppuvuodessa tulosvaroitusriski

Nokian verkkoliiketoiminnan ei-ifrs liikevoittoprosentti on ensimmäisen puoliskon jälkeen 1,2 % ja ohjeistus lupaa verkkoyksiköille koko vuodelta 6-9 %:n liikevoittoa. Siten yhtiön on pakko parantaa verkkoyksikön toisen vuosipuoliskon kannattavuutta noin 10 %:iin edellisvuoden 9 %:sta, jotta ohjeistukseen päästään. Tämä ei mielestämme ole missään nimessä epärealistinen odotus, mutta ohjeistus on herkkä riskien realisoidumiselle.

Verkkoyksikön näkymiin oli lisätty muutama uusi epävarmuustekijä, mikä edelleen kasvattaa ohjeistuksen saavuttamiseen liittyvää epävarmuutta. Nokia liputti uusina epävarmuustekijöinä tiettyjen projektien ajoittumista sekä elvytystoimenpiteitä liittyen lisääntyneeseen hinnoittelupaineeseen. Verkkoyksikön näkymien osalta ohjeistuksen sanamuotoja tarkennettiin lisäksi siten, että markkinaolosuhteiden parantuminen Pohjois-Amerikassa painottuisi nyt Q4:lle, kun aiemmin yhtiö puhui H2:sta kokonaisuutena. Sanamuodoissa on siten aistittavissa odotusten entistä suurempi kumuloituminen Q4:llä onnistumiseen, joka on kausiluonteisesti vuoden tärkein neljännes.

Ennusteemme verkkoyksikön vuoden 2018 liikevoittomarginaalille on 6,6 %, mikä on selvästi ohjeistushaarukan puolivälin alapuolella. Arvioimme mukaan sijoittajat joutuvat elämään tulosvaroitusriskin kanssa vuoden lopulle asti, koska Q4 on tuloksen kannalta ratkaiseva. Tämä voi osin rajoittaa osakkeen nousuvaraa lyhyellä aikavälillä. Arvioimme verkkoyksikön liikevoitto-%:n nousevan 8,9 %:iin ensi vuonna ja 10,1 %:iin vuonna 2020.

5G-näkymät ennallaan

Nokian mukaan sen näkemys 5G:n käyttöönoton nopeutumisesta ei ole muuttunut. Aiempaa optimistisempia arvioita 5G:n käyttöönoton nopeudesta kertoi viime viikolla myös Ericsson. Nokia ja Ericsson toimittavat parhaillaan laajalti uusia 5G-yhteensopivia radioverkkotuotteita (Nokia AirScale ja Ericsson ERS), jotka voidaan päivittää 5G-valmiuteen ohjelmistoilla teknologian tulossa saataville. Oletettavasti tässä päivitysvaiheessa myös marginaalit ovat korkeampia.

Laajamittaisia 5G-hankkeita on odotettavissa Yhdysvalloissa tämän vuoden lopulla, mitä seuraavat Kiina, Japani, Korea, Pohjoismaat sekä monet Lähi-idän markkinat vuonna 2019. Tämän jälkeen vuorossa ovat Eurooppa ja Intia (2020) ja tämän jälkeen muu maailma. Epävarmuutta liittyy kuitenkin hankkeiden ajoituksiin ja tiettyjen "standardikomponenttien" saatavuuteen.

Nokia korostaa sen laajan tuoteportfolion kilpailukyvyn tulevan entistä vahvemmin esiin 5G:hen siirryttäessä ja 5G-sopimuksista kilpailtaessa, sillä 5G on Nokialla yksi tuote muiden joukossa. Nokian mukaan se kykenee toimittamaan kokonaisratkaisuja, joiden ansiosta kokonaiskustannukset operaattorille ovat huomattavasti kilpailijoita alempia.

ZTE:n liiketoiminta jälleen käynnissä, Nokia ja Ericsson voittaneet sopimuksia

Vuoden toista neljännestä väritti kiinalaisen verkkolaittevalmistaja ZTE:n joutuminen kauppasodan pelinappulaksi. ZTE:n liiketoiminta oli useita viikkoja pysähdyksissä, koska yhtiö ei pystynyt ostamaan komponentteja yhdysvaltalaisilta yrityksiltä. ZTE rikkoi aiemmin kauppasopimuksia liittyen kauppoihin Iranin ja Pohjois-Korean kanssa, eikä yhtiö onnistunut noudattamaan aiemmassa rangaistuksessa asetettuja ehtoja. Uutena sanktiona asetettujen komponenttien hankintaan liittyvät pakotteet kuitenkin poistettiin heinäkuussa ja ZTE pääsi jälleen käynnistämään liiketoimintansa. Bloombergin tietojen mukaan ZTE:llä on vielä

merkittäviä haasteita saada liiketoiminta käyntiin johtuen muun muassa siitä, että henkilökuntaa on vaikea saada takaisin tehtaille.

ZTE on maailman neljänneksi suurin langattomien verkkojen verkkolaittevalmistaja Huawei, Ericssonin ja Nokian jälkeen. Yhtiön markkinaosuus langattomien verkkojen infrastruktuurin markkinalla on noin 13 % (IHS).

ZTE:lle ei käynyt pahinta, mutta uskomme tapauksen hyödyttävän Nokian ja Ericssonin. Italiassa ZTE hävisi Ericsonille jo 600 miljoonan verkkosopimuksen, minkä kerrottiin liittyvän ZTE:n ongelmiin. Ericsson itse ei ottanut ZTE:n tilanteeseen kantaa, mutta antoi ymmärtää, että asiakkaat kiinnittävät entistä enemmän huomiota verkkotoimittajien luotettavuuteen. Myös Nokia kommentoi konferenssipuhelussa voittaneensa joitain sopimuksia ZTE:hen viitaten. Operaattorit eivät todennäköisesti halua ottaa poliittisia riskejä verkkoinvestoinneissaan, sillä verkkotoimittajan toimituskyvykkyys ja luotettavuus ovat kriittisiä verkkotoimittajan valintakriteereitä. Myös Huawei on kohdannut muun muassa Australiassa ja Isossa Britanniassa poliittista vastarintaa liittyen vakoiluupäilyihin ja kytkökseen Kiinan hallitukseen.

Nokia voi arviomme mukaan hyötyä epäsuorasti kiinalaisiin verkkolaittevalmistajiin kohdistuvasta luottamuspulasta, joka meneillään olevista tapauksista kumpuaa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	22071	22184	1 %	22959	23032	0 %	24453	24535	0 %
Käyttökate	1883	1606	-15 %	3479	3393	-2 %	4417	4304	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2376	2174	-8 %	2969	2897	-2 %	3564	3462	-3 %
Liikevoitto	671	314	-53 %	2469	2397	-3 %	3564	3462	-3 %
Tulos ennen veroja	310	-43	-114 %	2174	2102	-3 %	3269	3167	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,27	0,24	-9 %	0,37	0,37	-3 %	0,42	0,41	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,21	0,21	0 %	0,24	0,24	0 %	0,27	0,27	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Arvostus on yhä edullinen, mutta tulosvaroitusriski varjostaa

Nokian osake on edelleen hinnoiteltu lähes kaikilla mittareilla edullisesti, vaikka yhtiön tulokunto on tällä hetkellä arviomme mukaan kaukana sen potentiaalista. Osake saa tukea niin tulospohjaisista arvostuskertoimista kuin osinkotuotosta (noin 4,4 %). Nokian osaketta hinnoitellaan tulospohjaisilla arvostuskertoimilla jopa 50 % alle Ericssonin arvostustason, mikä on yhtiöiden laadut huomioiden erikoista.

Ennusteillamme Nokian tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 20x ja 13x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 10,8x ja 7,7x. Keskimäärin keskeiset arvostuskertoimet ovat keskimäärin noin 13 % alle vertailuryhmän. Kuluvan vuoden kertoimia nostaa tuloksen heikkous ja ensi vuoteen katsottaessa aliarvostus on huomattava.

Tulospohjainen arvostus on edelleen edullinen, vaikka Nokian kannattavuus ei vastoin yhtiön omia odotuksia merkittävästi elpynyt lähivuosina. Tämä indikoi edelleen nousuvaraa

osakkeeseen, mikäli yhtiön tulokasvu realisoituu Nokian oman ohjeistuksen mukaisesti 2019-2020 ja osakkeen arvostuskertoimet normalisoituvat. Vuodelle 2020 on mielestämme täysin realistista, että yhtiö saavuttaa ohjeistuksen mukaisen noin 0,4 euron osakekohtaisen tuloksen ja P/E-kerroin normalisoituu vähintään 15x tasolle, mikä vastaisi yli 6 euron osakekurssia.

Pitkäjänteiselle omistajalle Nokia näyttää mielestämme siten olevan edelleen hyvä kohde. Lyhyttä tähtäintä tarkasteltaessa sijoittajan on huomioitava loppuvuotta koskeva kasvanut epävarmuus. Markkina tulee valitettavasti todennäköisesti keskittymään Nokiassa ylikorostuneesti tämän vuoden jälkipuoliskoon kovista tavoitteista selviytymiseen, mikä voi rajoittaa nousuvaraa. Helpotusrallia on luvassa vasta, kun yhtiö suoriutuu tavoitteiden mukaisesti Q3:sta ja Q4:stä ja vuoden 2019 näkymät vahvistavat selvän tulokasvun käynnistävän ensi vuodesta alkaen.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Qualcomm	61,88	75117	61068	12,9	11,4	10,3	9,2	3,2	3,2	16,9	14,8	2,4	2,6	4,0
Ciena	26,15	3135	3153	12,6	9,5	9,6	7,6	1,2	1,2	21,0	14,9			2,1
Cisco	43,69	173070	150595	11,6	11,2	10,3	10,0	3,6	3,5	16,7	14,9	1,2	1,4	4,9
Juniper Networks	28,42	8395	7718	10,6	9,5	8,6	8,0	1,9	1,8	15,4	13,4	0,7	0,7	2,2
Motorola Solutions	124,88	17149	21426	14,6	13,3	12,4	11,6	3,5	3,3	18,2	16,7	2,1	2,4	
ZTE Corp.	13,62	7763	7210	33,5	8,0	6,9	5,4	0,6	0,5		10,7	0,3	0,4	1,3
Ericsson	71,84	23486	22603	32,2	17,4	16,0	11,8	1,2	1,2	45,5	24,9	1,1	1,3	2,5
Amdocs	68,62	8392	7963	13,6	12,8	11,3	10,5	2,3	2,2	16,8	15,6	1,0	1,0	2,7
Arris International	25,79	4072	5481	8,2	7,7	7,3	7,0	0,9	0,9	8,3	7,8			1,5
Nokia (Inderes)	4,82	27075	23430	10,8	7,7	9,7	6,4	1,1	1,0	19,8	13,2	4,4	5,0	1,8
Keskiarvo				16,6	11,2	10,3	9,0	2,0	2,0	19,9	14,9	1,3	1,4	2,6
Mediaani				12,9	11,2	10,3	9,2	1,9	1,8	16,9	14,9	1,1	1,3	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				-17 %	-31 %	-6 %	-30 %	-44 %	-47 %	18 %	-11 %	311 %	299 %	-25 %

Lähde: Reuters / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

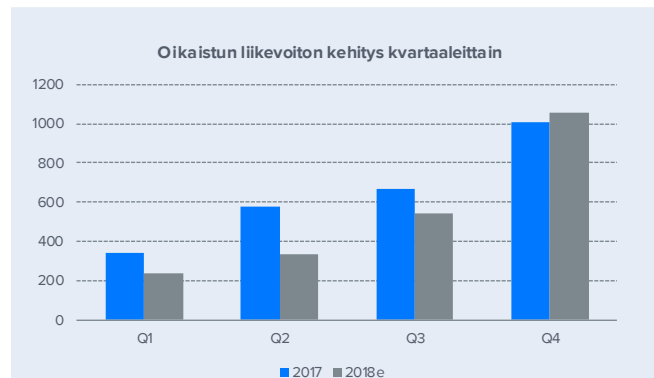
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	23636	5378	5619	5500	6651	23148	4924	5318	5443	6499	22184	23032	24535
Global Services	6036	1361	1448	1359	1642	5810	1239	1326	1332	1626	5522	5605	5773
Technologies	1054	247	369	483	554	1653	365	361	362	370	1458	1582	1724
Ultra Broadband Networks	9758	2236	2165	2099	2471	8971	1857	2055	2130	2533	8575	8961	9768
IP Networks and Applications	6029	1304	1358	1365	1714	5741	1228	1313	1379	1731	5651	5933	6289
Muut	1134	241	307	251	302	1101	252	278	260	260	1050	980	980
Kertaerät/ei-ifs oikaisut	-375	-11	-28	-57	-32	-128	-17	-15	-20	-20	-72	-30	0
Käyttökate	460	275	362	311	799	1747	36	138	453	979	1606	3393	4304
Poistot ja arvonalennukset	-1594	-404	-407	-541	-380	-1732	-372	-360	-280	-280	-1292	-996	-842
Liikevoitto ilman kertaeriä	2138	339	574	668	1004	2585	239	334	543	1059	2174	2897	3462
Liikevoitto	-1134	-129	-45	-230	419	15	-336	-222	173	699	314	2397	3462
Global Services	406	54	123	110	121	408	-6	11	68	167	240	392	445
Technologies (ei-ifs)	578	116	230	390	389	1125	274	292	281	283	1130	1281	1438
Ultra Broadband Networks (ei-ifs)	922	245	191	78	267	781	85	49	155	382	671	771	996
IP Networks and Applications (ei-ifs)	572	23	91	146	259	519	-36	10	112	301	387	653	774
Muut(ei-ifs)	-340	-99	-61	-56	-31	-247	-78	-28	-74	-74	-254	-200	-190
Kertaerät/ei-ifs oikaisut	-3272	-468	-619	-898	-585	-2570	-575	-556	-370	-360	-1861	-500	0
Nettorahoituskulut	-287	-146	-218	-63	-42	-469	-112	-56	-95	-90	-353	-300	-300
Tulos ennen veroja	-1402	-284	-261	-292	394	-443	-448	-282	78	609	-43	2102	3167
Verot	457	-154	-172	102	-772	-996	94	10	-23	-183	-102	-545	-841
Vähemmistöosuudet	161	-37	10	-2	-8	-37	3	5	-5	-5	-2	0	0
Nettotulos	-785	-475	-423	-192	-386	-1476	-351	-267	49	421	-147	1557	2326
EPS (oikaistu)	0,21	0,03	0,08	0,09	0,12	0,33	0,02	0,03	0,07	0,13	0,24	0,37	0,41
EPS (raportoitu)	-0,20	-0,12	-0,11	-0,05	-0,10	-0,26	-0,06	-0,05	0,01	0,07	-0,03	0,28	0,41

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	89,1 %	-2,4 %	0,8 %	-6,7 %	0,0 %	-2,1 %	-8,4 %	-5,4 %	-1,0 %	-2,3 %	-4,2 %	3,8 %	6,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	10,2 %	-0,6 %	78,8 %	22,1 %	8,2 %	20,9 %	-29,5 %	-41,9 %	-18,8 %	5,5 %	-15,9 %	33,2 %	19,5 %
Käyttökate-%	1,9 %	5,1 %	6,4 %	5,7 %	12,0 %	7,5 %	0,7 %	2,6 %	8,3 %	15,1 %	7,2 %	14,7 %	17,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,0 %	6,3 %	10,2 %	12,1 %	15,1 %	11,2 %	4,9 %	6,3 %	10,0 %	16,3 %	9,8 %	12,6 %	14,1 %
Nettotulos-%	-3,3 %	-8,8 %	-7,5 %	-3,5 %	-5,8 %	-6,4 %	-7,1 %	-5,0 %	0,9 %	6,5 %	-0,7 %	6,8 %	9,5 %

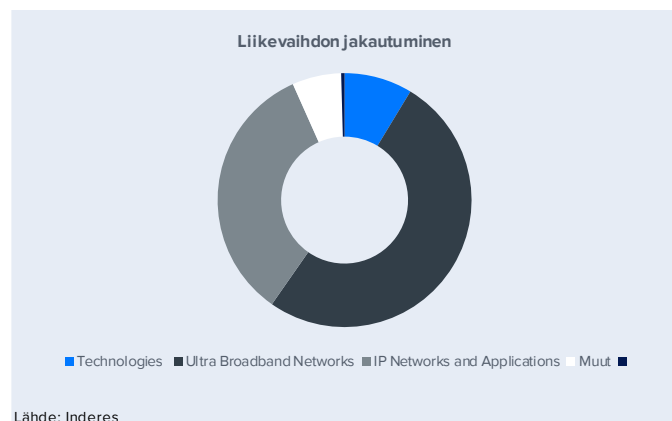
Lähde: Inderes



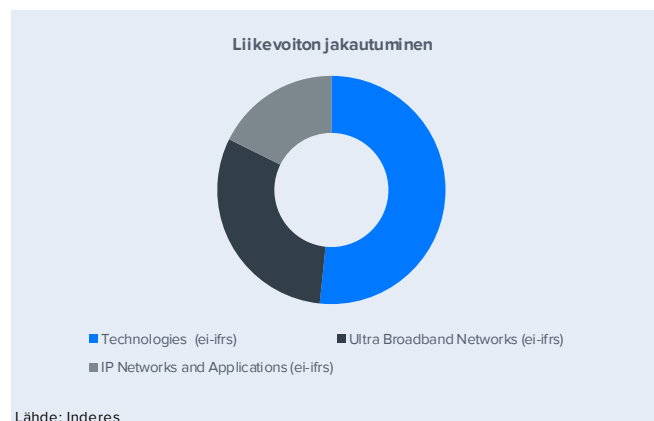
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

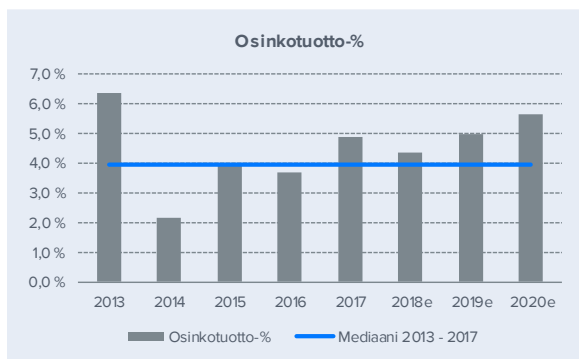
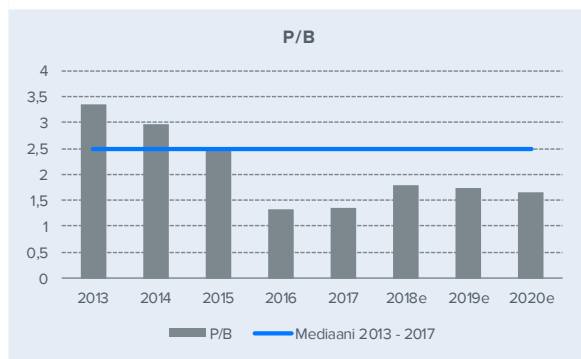
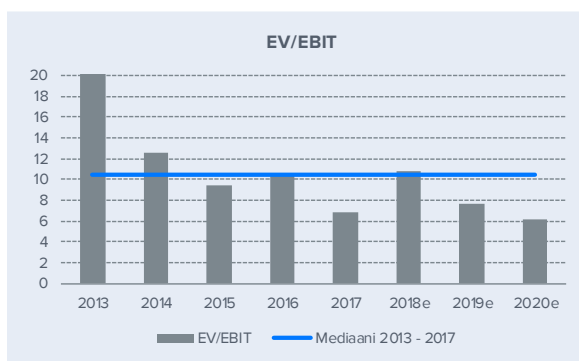
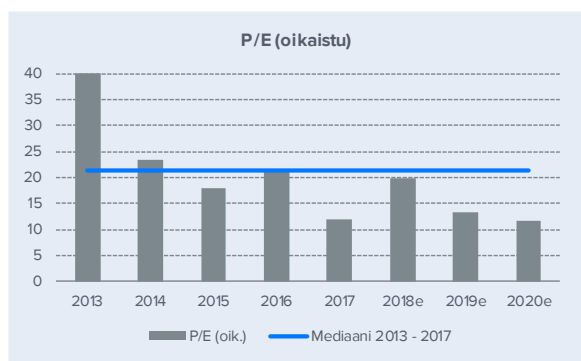


Lähde: Inderes

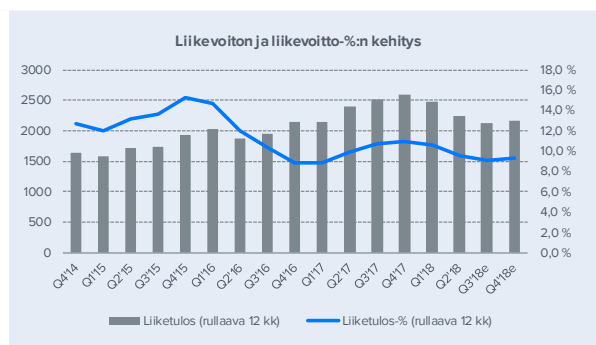
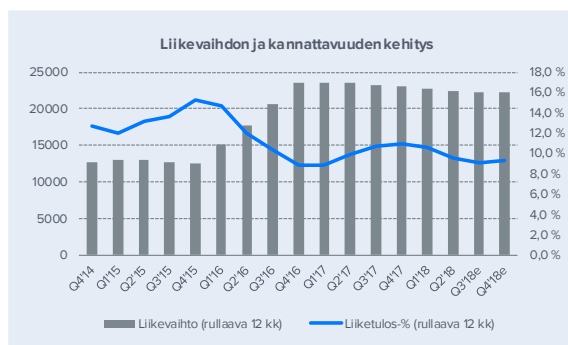
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,82	6,56	6,60	4,59	3,89	4,82	4,82	4,82
Markkina-arvo	21606	25584	26046	26509	21778	27075	27075	27075
Yritysarvo (EV)	20229	20577	18240	22234	17568	23430	22378	21093
P/E (oik.)	273,5	23,4	18,0	21,3	11,9	19,8	13,2	11,7
P/E	neg.	22,0	21,9	neg.	neg.	neg.	17,5	11,7
P/Kassavirta	-248,3	4,8	7,5	-15,9	8,6	33,4	11,1	9,5
P/B	3,3	3,0	2,5	1,3	1,3	1,8	1,8	1,6
P/S	0,9	2,0	2,1	1,1	0,9	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	0,9	1,6	1,5	0,9	0,8	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	14,7	6,6	8,1	6,0	5,3	9,7	6,4	5,3
EV/EBIT	32,6	12,6	9,4	10,4	6,8	10,8	7,7	6,1
Osinko/tulos (%)	-223,3 %	46,9 %	86,1 %	-125,2 %	-72,0 %	-800,8 %	86,8 %	65,7 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	2,1 %	3,9 %	3,7 %	4,9 %	4,4 %	5,0 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

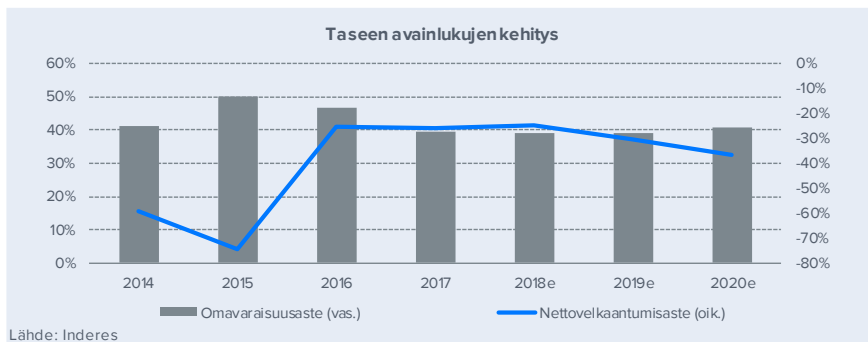


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	5217	24460	21635	21255	20754
Liikearvo	237	5724	5248	5248	5248
Aineettomat oikeudet	323	5236	3971	3460	3142
Käyttöomaisuus	695	1981	1853	1772	1684
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	84	116	128	120	120
Muut sijoitukset	948	1040	816	700	700
Muut pitkäaikaiset varat	125	4383	4562	4600	4600
Laskennalliset verosaamiset	2805	5980	5057	5355	5260
Vaihtuvat vastaavat	15653	20441	19389	17761	18886
Varastot	1014	2506	2646	2440	2073
Muut lyhytaikaiset varat	0	44	22	0	0
Myyntisaamiset	4683	8269	8441	7986	8291
Likvidit varat	9956	9622	8280	7334	8522
Taseen loppusumma	20870	44901	41024	39016	39640

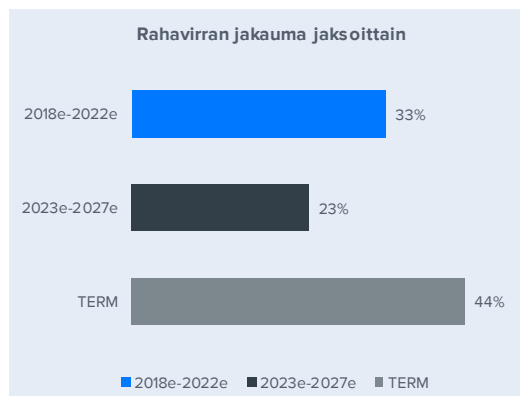
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	10446	20093	16138	15092	15470
Osakepääoma	246	246	246	246	246
Kertyneet voittovarot	6279	3588	1147	101	479
Omat osakkeet	-718	-881	-1480	-1480	-1480
Uudelleenarvostusrahasto	148	488	1094	1094	1094
Muu oma pääoma	4491	16652	15131	15131	15131
Vähemmistöosuus	21	881	80	80	80
Pitkäaikaiset velat	4488	13127	13502	12395	12775
Laskennalliset verovelat	62	1037	796	796	796
Varaukset	726	1980	1888	1888	1888
Lainat rahoituslaitoksilta	2023	3657	3457	2800	3480
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1677	6453	7361	6911	6611
Lyhytaikaiset velat	5915	10800	11304	11448	11315
Lainat rahoituslaitoksilta	164	607	577	800	260
Lyhytaikaiset korottomat velat	5751	10193	10727	10648	11055
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	20870	44901	41024	39016	39640



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	15	314	2397	3462	3944	3977	4041	3445	3367	3285	2715	
+ Kokonaispoistot	1732	1292	996	842	799	753	712	675	685	686	687	
- Maksetut verot	-314	-400	-450	-450	-450	-450	-450	-845	-826	-805	-663	
- verot rahoituskuluista	-124	-94	-78	-80	-50	-26	-20	-20	-20	-20	-20	
+ verot rahoitustuotoista	2	2	0	0	0	3	3	3	3	4	4	
- Käyttöomaisuuden muutos	244	604	469	-200	-100	-120	-131	-139	0	0	0	
Operatiivinen kassavirta	1556	1718	3334	3574	4143	4138	4155	3119	3211	3150	2723	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	816	-450	-300	-150	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	182	-622	-590	-580	-520	-500	-490	-711	-704	-704	-726	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2554	646	2444	2844	3623	3638	3665	2408	2507	2446	1997	
+/- Muut	-18	164	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	2536	810	2444	2844	3623	3638	3665	2408	2507	2446	1997	29251
Diskontattu vapaa kassavirta		948	2192	2364	2791	2597	2425	1477	1425	1289	975	14283
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		32603	31819	29627	27263	24472	21875	19449	17972	16547	15258	14283
Velaton arvo DCF		32603										
- Korolliset velat		-4034										
+ Rahavarat		8280										
- Vähemmistöosuus		-144										
- Osinko/pääomapalautus		-1063										
Oman pääoman arvo DCF		35698										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,36										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	26,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
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)	7,9 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	12499,0	23636,0	23148,0	22184,3	23031,6
EBITDA	1999,0	459,7	1747,4	1605,9	3392,6
EBITDA-marginaali (%)	16,0	1,9	7,5	7,2	14,7
EBIT	1688,0	-1134,3	15,4	313,9	2396,9
Voitto ennen veroja	1540,0	-1402,4	-442,6	-43,1	2101,9
Nettovoitto	2466,0	-799,8	-1493,6	16,8	1556,7
Kertaluontoiset erät	-252,0	-3272,0	-2570,0	-1860,5	-500,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	20870,0	44901,0	41024,0	39015,7	39639,9
Oma pääoma	10467,0	20974,0	16218,0	15172,2	15550,3
Liikearvo	237,0	5724,0	5248,0	5248,0	5248,0
Korolliset velat	2187,0	4264,0	4034,0	3600,0	3739,5

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	1999,0	459,7	1747,4	1605,9	3392,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-631,0	-680,0	244,0	603,8	469,1
Operatiivinen kassavirta	926,7	-2055,5	1555,6	1717,9	3333,8
Vapaa kassavirta	3463,7	-1670,5	2535,6	809,9	2443,8

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	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,30	-0,14	-0,26	-0,03	0,28
EPS oikaistu	0,37	0,21	0,33	0,24	0,37
Operat. kassavirta per osake	0,23	-0,36	0,28	0,31	0,59
Tasearvo per osake	2,65	3,48	2,86	2,69	2,75
Osinko per osake	0,26	0,17	0,19	0,21	0,24
Voitonjako, %	86	-125	-72	-801	87
Osinkotuotto, %	3,9	3,7	4,9	4,4	5,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	21,9	neg.	neg.	neg.	17,4
P/B	2,5	1,3	1,3	1,8	1,8
P/Liikevaihto	2,1	1,1	0,9	1,2	1,2
P/CF	28,1	neg.	14,0	15,8	8,2
EV/Liikevaihto	1,5	0,9	0,8	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,1	48,4	10,1	14,6	6,6
EV/EBIT	10,8	neg.	1140,8	74,6	9,3

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.1.2014	Osta	6,00 €	5,72 €
29.4.2014	Osta	6,40 €	5,14 €
25.7.2014	Osta	7,00 €	6,14 €
24.10.2014	Lisää	7,50 €	6,74 €
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 €
9.1.2017	Lisää	4,80 €	4,58 €
2.2.2017	Lisää	5,00 €	4,45 €
16.3.2017	Lisää	5,40 €	5,00 €
28.4.2017	Lisää	5,80 €	5,19 €
24.5.2017	Lisää	6,20 €	5,88 €
28.7.2017	Lisää	6,20 €	5,49 €
27.10.2017	Osta	5,60 €	4,21 €
24.1.2017	Osta	5,60 €	4,01 €
1.2.2018	Osta	5,80 €	4,33 €
26.4.2018	Osta	5,80 €	4,90 €
27.7.2018	Lisää	5,50 €	4,82 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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