

## Positiiviset ajurit vahvistuivat

Nostamme Nokian tavoitehintaa 5,8 euroon (aik. 5,4 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen. Odotamme osakkeen positiivisen vedon jatkuvan, kun markkinanäkymät alkavat vähitellen piristyä, Nokian asema kilpailussa vahvistuu ja yhtiön vahva kannattavuuskehitys jatkuu. Mikäli markkinaolosuhteissa ei tapahdu olennaisia muutoksia, tulee yhtiö arviomme mukaan lisäksi nostamaan verkkoyksikön ohjeistusta loppuvuonna. Nokian arvostus on kivunnut korkeahkoksi nykyisellä tuloksella (2017e EV/EBIT 13x), mutta näemme siinä nousuvaraa ensi vuoden tuloskasvun valossa.

### Q1:ssä vahvuuksia ja heikkouksia, mutta kokonaisuus positiivinen

Nokian Q1-raportissa oli vahvuuksia ja heikkouksia, mutta kokonaisuus oli positiivinen. Tulos oli odotettu, markkinan lasku tasaantuu, hintakilpailu hellittää ja Nokia hyötyy Alcatel-Lucentin tuomasta kilpailukykyisestä kokonaistarjoomasta sekä ristiinmyynnistä. Erityisen vahvaa oli mobiiliverkkojen kehitys, missä liikevaihdon lasku oli vain 1 %. Myynnin jakauma oli Nokialle maantieteellisesti ja tuotealueittain suotuista, mikä nosti verkkoliiketoiminnan bruttomarginaalin Q1-ennätystasolle. Raportin heikkous oli IP Networks & Applications -liiketoiminta (liikevoitto -79 %). Nokia on kohdannut IP-reititinten ja optisten verkkojen tuotealueilla huolestuttavia haasteita johtuen markkinatilanteesta sekä osin tuotemalliston uudistumisesta. Tuotemalliston uudistuminen sekä laajentuminen uusiin asiakassegmentteihin (kuten internet-yhtiöihin) alkavat tukea yksikköä arviomme mukaan vasta ensi vuoden puolella.

### Tulos menossa ohjeistuksen ylärajaan, ohjeistuksen nosto mahdollinen

Pidämme todennäköisenä, että Nokia tulee nostamaan ohjeistustaan loppuvuonna. Yhtiö ohjeistaa verkkoyksikön ei-ifs -liikevoiton olevan 8-10 %, kun ennusteemme on 9,7 % (aik. 9,6 %). Mikäli Q1:llä nähty positiivinen kehitys bruttomarginaaleissa jatkuu, tulee yhtiö ylittämään ohjeistushaarukan. Arviomme mukaan tähän on edellytykset, sillä hintakilpailu markkinoilla on hellittämässä Huaweiin ja Ericssonin siirtäessä fokustaan tehokkuuteen ja kannattavuuteen. Technologies-yksikössä Nokian painavat Apple-sopimuksen riitautuminen sekä alalla kasvaneet paineet lisenssimaksujen kohtuullistamiseen. Nokia on kuitenkin kommentoinut näkevänsä positiivisia signaaleja kiinalaisten puhelinvalmistajien lisensoinnin suhteen. Withingsin digitaalisen terveyden tuotteet sekä HMD Global -yhteistyö tukevat myös Technologiesin kasvunäkymää. Tuloksellisesti 2017 jää Nokialle vielä kuitenkin nykyisen syklin pohjavuodeksi.

### Rakennuspalikat omistaja-arvon luontiin kasassa

Nokia on todistanut Alcatel-Lucent -yrityskaupan olleen onnistunut sekä strategisesti järkevä, ja se on vahvistanut yhtiön asemaa kilpailussa selvästi. Yhtiöllä on nyt kasassa hyvät rakennuspalikat pitkän aikavälin kasvuun ja omistaja-arvon luontiin useilla eri tuotealueilla. Nokian pitkän aikavälin uhkakuvina ovat kuitenkin tietoliikenneverkkojen virtualisoituminen (hintaeroosio laitteissa), yhtiön asiakkaiden eli operaattoreiden liiketoimintamallien murros sekä niiden heikko kasvu ja investointiaktiiviteetti.

### Arvostus ensi vuoteen katsottaessa maltillinen

Nokiaa hinnoitellaan vertailuryhmän tasolle (2018e EV/EBIT 10x) ja Ericssonia edullisemmin. Nokian arvostuskertoimia nostaa Apple-lisenssitulojen jääminen tauolle. Arvostus on siis selvästi houkuttelevampi, jos huomioi Apple-tulojen olevan nyt vain väliaikaisella tauolla.

## Analyytikko

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



## Suositus

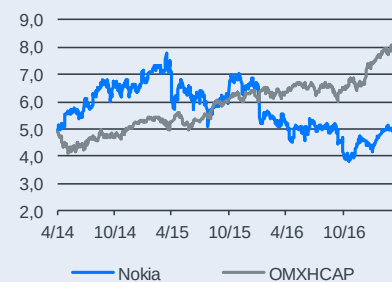
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa **5,80 EUR**

Edellinen: 5,40



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös **5,19 EUR**

12 kk vaihteluväli **3,658-5,38 EUR**

Potentiaali **11,8 %**

## Katso analyytikon kommentit tulokseen



## 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)  | %       |
| 2015                    | 12 499      | 1688        | 13,5 %       | 1540                         | 0,30   | 0,26    | 1,5         | 8,1                      | 9,4  | 18,0 | 3,9 %   |
| 2016                    | 23 613      | -1100       | -4,7 %       | -1368                        | -0,13  | 0,17    | 0,9         | 5,9                      | 10,2 | 20,8 | 3,7 %   |
| 2017e                   | 23 274      | 1058        | 4,5 %        | 711                          | -0,01  | 0,18    | 1,2         | 8,1                      | 12,7 | 20,5 | 3,5 %   |
| 2018e                   | 23 740      | 2 234       | 9,4 %        | 2 022                        | 0,25   | 0,20    | 1,2         | 7,6                      | 10,3 | 15,8 | 3,9 %   |
| 2019e                   | 24 691      | 3110        | 12,6 %       | 2985                         | 0,37   | 0,22    | 1,1         | 6,6                      | 8,5  | 14,1 | 4,2 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 29516        | OPO / osake 2017e, EUR       |        |         | 3,25        | CAGR EPS, 2016-2019, %   |      |      | -241 %  |
| Nettovelka 2017e, MEUR  |             |             | -2485        | P/B 2017e                    |        |         | 1,6         | CAGR kasvu, 2016-2019, % |      |      | 1 %     |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 28376        | Nettovelkaisuusaste 2017e, % |        |         | -12,8 %     | ROE 2017e, %             |      |      | -0,2 %  |
| Taseen koko 2017e, MEUR |             |             | 42305        | Omavaraisuusaste 2017e, %    |        |         | 45,8 %      | ROCE 2017e, %            |      |      | 4,3 %   |

## Q1 tulos odotuksiin

### Kaksijakoista kehitystä yksiköissä

Nokian Q1-raportissa oli nähtävissä pieniä positiivisia signaaleja markkinatilanteesta erityisesti mobiiliverkoissa. Tätä osin peitti alleen yllättävän heikko liikevaihdon ja tuloksen kehitys muilla tuotealueilla. Liikevaihdon pahin lasku näyttäisi olevan tasaantumassa, mikä vahvistaa arviota siitä, että verkkomarkkinoilla pahin on takana.

Nokian Q1-liikevaihto oli 5,4 miljardia euroa ja laski 4 % (ei-ifrs) ylittäen konsensuksen 5,3 miljardin ennusteen. Jos mobiiliverkot olivat viime vuonna Nokian heikkous ja muut liiketoiminta-alueet vahvuus, niin tällä kertaa asiat olivat toisin päin. Mobiiliverkoissa liikevaihto laski vain 1 %, mikä on hyvä merkki viime vuonna nähtyjen rajujen pudotusten jälkeen. Kasvua oli erityisesti Pohjois-Amerikassa (+16 %), mikä selittää myös korkeita marginaaleja. Vastaavasti IP-reititys (-13 %), optiset verkot (-14 %) ja kiinteät verkot (-19 %) olivat selkeä pettymys, mitä selitti lähinnä poikkeuksellisen vahva vertailukausi, operaattoreiden nihkeä investointiaktiiviteetti sekä osin tietyt tuotemalliston siirtymät.

Ei-ifrs liikevoitto oli 341 MEUR (Q1'16: 345 MEUR) osuen lähelle konsensusodotusta (334 MEUR) ja ei-ifrs eps oli 0,03 euroa osuen ennusteisiin. Eri segmenttien tulokset tasasivat toisiaan. Mobiiliverkkojen vahvuus siivitti Ultra Broadband Networks -segmentin selvästi odotuksia parempaan liikevoittoon (301 MEUR vs. Q1'16: 230 MEUR), mutta IP Networks & Applications -segmentin rajusti heikentynyt liikevoitto (23 MEUR vs. Q1'16: 107 MEUR) hautasi tämän alleen. Ilman IP Networks & Applications -segmentin heikkoutta Nokian tulos olisi ollut erinomainen. Technologies -yksikön tulos oli hieman odotuksia parempi. Kasvua (25 %) selittivät muun muassa Withings-yrityskauppa, kertaluonteiset tuotot, Samsungin sopimuksen laajentuminen, HMD:ltä saadut lisenssimaksut. Kasvua rasitti Apple-sopimuksen riitautuminen.

### Nokian asema kilpailussa vahvistuu

Ericssonin verkkoyksikön oikaistu liikevaihto laski Q1:llä 9 %, mihin nähden Nokian suoritus oli vahvaa. Nokia kehui raportin yhteydessä vuolaasti Alcatel-Lucentin tuoman "end-to-end" -tuoteportfolion tuomaa kilpailukykyä ja ristiinmyyntiä, mikä alkaa nyt näkyä kasvussa. Alcatel-Lucent ei siis tuo vain kustannussynergioita, vaan se oli myös strategisesti järkevä yrityskauppa. Mobiiliverkkojen vahvuutta yhtiöllä osin selittävät uudet tuotteet, jotka ovat 4G-teknologian evoluutiota (4.5G). Operaattoreiden rahankäyttö investointeihin mobiilipuolella on yhä niukassa, mutta kasvava dataliikenne sekä toisaalta valmistautuminen 5G-teknologiaan pakottavat operaattoreita investoimaan. Tämä on näkynyt Nokialla muun muassa tietyillä (tyypillisesti korkeamman marginaalitason) kärkimarkkinoilla kuten Yhdysvalloissa, Koreassa ja Japanissa.

Langattomissa verkoissa markkina on nyt keskittynyt vahvasti Nokian, Huaweiin ja Ericssonin käsiin. On luonnollista, että markkinan keskittyessä harvemmillä toimijoille alkaa hintakilpailu hellittämään, etenkin kun tähän yhdistetään se, että Huawei siirtää nyt fokustaan kasvusta tehokkuuteen. Huawei on tuotetarjoon, toimituskyvykkyyden ja teknologian puolesta vahva kilpailija. Ericsson vastaavasti kärsii selkeistä haasteista ja sen aiemmat strategiset valinnat ovat osoittautuneet epäonnistuneiksi (OSS/BSS-yrityssostot, laajentuminen TV/Media-segmenttiin).

| Ennustetaulukko                  | Q1'16       | Q1'17       | Q1'17e      | Q1'17e      | Konsensus          | Erotus (%)       |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|------------------|
| MEUR / EUR                       | Vertailu    | Toteutunut  | Inderes     | Konsensus   | Alin Ylin          | Tot. vs. Inderes |
| <b>Liikevaihto (ei-ifrs)</b>     | <b>5603</b> | <b>5378</b> | <b>5212</b> | <b>5313</b> | <b>5154 - 5614</b> | 3 %              |
| -Nokia Networks                  | 5181        | 4902        | 4787        | 4840        | 4611 - 5098        | 2 %              |
| -Technologies                    | 198         | 247         | 225         | 221         | 181 - 309          | 10 %             |
| - Muut                           | 225         | 254         | 250         | 252         | 220 - 350          | 2 %              |
| <b>Liikevoitto (ei-ifrs)</b>     | <b>345</b>  | <b>341</b>  | <b>330</b>  | <b>334</b>  | <b>257 - 485</b>   | 3,3 %            |
| -Nokia Networks                  | 337         | 324         | 302         | 331         | 263 - 454          | 7 %              |
| -Technologies                    | 106         | 116         | 103         | 99          | 41 - 110           | 13 %             |
| - Muut                           | -99         | -99         | -75         | -81         | -103 - -51         | 32 %             |
| Tulos ennen veroja               | -813        | -282        | .86         | -211        | -494 - 31          |                  |
| Tulos per osake                  | -0,09       | -0,08       | -0,02       | -0,03       | -0,07 - 0,00       | 300 %            |
| <b>Tulos per osake (ei-ifrs)</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> | <b>0,03</b> | <b>0,01 - 0,05</b> | 0,0 %            |
| <b>Osinko per osake</b>          |             |             |             |             |                    |                  |
| Liikevaihdon kasvu-%             | -13 %       | -4 %        | -7 %        | -5 %        | -8 % - 0 %         | 3 %-yks.         |
| Liikevoitto-% (ei-ifrs)          | 6,2 %       | 6,3 %       | 6,3 %       | 6,3 %       | 5,0 % - 8,6 %      | 0 %-yks.         |

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

## Ennustemuutokset

### Hyvät edellytykset tulokasvuun ensi vuonna

Nokia piti odotetusti näkymänsä ennallaan ja arvioi verkkoyksikön liikevaihdon laskevan kohdemarkkinan vauhtia ja oikaistun liikevoitto-%:n olevan 8-10 % vuonna 2017. Yhtiö lähtee loppuvuoteen hyvässä iskukunnossa, vaikka liiketoimintayksiköiden tasolla Q1:n perusteella kannattavuudessa löytyy yllättävää hajontaa. Markkinatilanne jatkuu vaikeana tämän vuoden, mutta pahimman pitäisi olla takana. Nokiaa tukee myös markkinan hintakilpailun hellittäminen, kustannussäästöt sekä Alcatel-Lucentin ristiinmyyntipotentiaalin realisoituminen.

Pidämme todennäköisenä, että Nokia tulee nostamaan ohjeistustaan loppuvuonna, kuitenkin aikaisintaan Q3-raportin aikoihin, sillä tulos painottuu vahvasti Q4:lle. Nokia ohjeistaa verkkoyksikön ei-ifrs -liikevoiton olevan 8-10 %, kun ennusteemme on 9,7 % (aik. 9,6 %). Mikäli Q1:llä nähty

positiivinen kehitys bruttomarginaaleissa jatkuu, tulee yhtiö ylittämään ohjeistushaarukan.

Tuloksellisesti 2017 jää Nokialle vielä nykyisen syklin pohjavuodeksi (ei-ifrs EBIT 2016: 2,2 mrd. EUR, 2017e: 2,2 mrd. EUR), mutta ensi vuodesta yhtiön pitäisi yltää jo selvään tulokasvuun (ei-ifrs EBIT 2018e: 2,7 mrd. EUR, 2019e: 3,1 mrd. EUR). Tulosparannusta ajavat ensi vuodesta alkaen lähinnä markkinan elpyminen ja yhtiön kilpailukyvyyn vahvistuminen verkkopuolella. Ennusteemme eivät pidä sisällään Apple-tuottoja, mutta arvioimme Technologiesin kasvattavan tuottojaan muilla alueilla (HMD, LG-sopimus, kiinalaiset valmistajat, Withings), mikä myös tukee tulosta.

| Ennustemuutokset            | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 22714 | 23274 | 2 %    | 23247 | 23740 | 2 %    | 24098 | 24691 | 2 %    |
| Käyttökate                  | 2248  | 2332  | 4 %    | 3241  | 3223  | -1 %   | 3907  | 4013  | 3 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 2188  | 2236  | 2 %    | 2714  | 2724  | 0 %    | 3011  | 3110  | 3 %    |
| Liikevoitto                 | 1088  | 1058  | -3 %   | 2234  | 2234  | 0 %    | 3011  | 3110  | 3 %    |
| Tulos ennen veroja          | 818   | 711   | -13 %  | 2043  | 2022  | -1 %   | 2893  | 2985  | 3 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,25  | 0,25  | 1 %    | 0,33  | 0,33  | 0 %    | 0,36  | 0,37  | 3 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,18  | 0,18  | 0 %    | 0,20  | 0,20  | 0 %    | 0,22  | 0,22  | 0 %    |

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet

### ”Apple-oikaisu” valottaa arvostusta toisesta näkökulmasta

Ennusteillamme Nokian tämän ja ensi vuoden EV/EBIT -kertoimet ovat 13x ja 10x ja vastaavat P/E-kertoimet 20x ja 16x. Arvostus on linjassa vertailuryhmään nähden ja Ericssonia alempi. Vahva osinkotuotto ja nouseva osinkovirta antavat pentä tukea arvostukselle.

Nokian arvostusta tarkasteltaessa on tärkeä huomata, että Apple-sopimuksen riitautuminen heikentää Nokian liikevoittoa vuositasona jopa 250 MEUR:lla johtuen lisenssitulojen päättymisestä sekä noin 100 MUSD:n vuotuisista oikeudenkäyntikuluista. Odotamme yhtiön kuitenkin saavan Applelta huomattavia lisenssituloja takautuen myöhemmin, aikaisintaan vuonna 2019. Olettaen aiemman lisenssisopimuksen jatkuminen Applen kanssa, olisi Nokian ensi

vuoden P/E 14x ja EV/EBIT 9x. Arvostus on siis selvästi houkuttelevampi, jos huomioi Apple-tulojen olevan nyt vain väliaikaisella tauolla. Mielestämme tämä oletus on oikeutettua tehdä, sillä Applen lisenssimaksut tulevat todennäköisesti nousemaan aiempaan 2016 päättyneeseen sopimukseen verrattuna, emmekä näe realistisena skenaariota, jossa tulot päättyisivät kokonaan. Tulovirrat ovat nyt tauolla, mutta ne saadaan myöhemmin takautuvina tuottoina.

| Yhtiö                         | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo   | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |            | EV/Liikevaihto |              | P/E         |             | Osinkotuotto-% |              | P/B          |
|-------------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------------|--------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|
|                               |             | MEUR          | MEUR         | 2017e       | 2018e       | 2017e       | 2018e      | 2017e          | 2018e        | 2017e       | 2018e       | 2017e          | 2018e        | 2017e        |
| Qualcomm                      | 53,26       | 71873         | 73657        | 10,3        | 9,9         | 9,2         | 8,4        | 3,4            | 3,3          | 11,3        | 11,3        | 2,2            | 2,3          | 2,5          |
| Ciena                         | 23,44       | 2999          | 3321         | 11,0        | 9,5         | 8,8         | 7,3        | 1,3            | 1,2          | 13,7        | 11,6        |                |              | 3,0          |
| Cisco                         | 33,69       | 153410        | 119551       | 8,7         | 8,4         | 7,8         | 7,6        | 2,7            | 2,6          | 14,0        | 13,4        | 1,1            | 1,2          | 2,5          |
| Juniper Networks              | 29,76       | 10334         | 9555         | 8,4         | 8,0         | 7,2         | 6,8        | 2,0            | 1,9          | 13,2        | 12,5        | 0,4            | 0,4          | 2,2          |
| Motorola Solutions            | 86,13       | 12834         | 15890        | 11,8        | 11,4        | 9,9         | 9,9        | 2,8            | 2,8          | 16,5        | 15,3        | 1,8            | 2,0          |              |
| ZTE Corp.                     | 14,96       | 9488          | 8970         | 15,5        | 14,2        | 8,8         | 8,2        | 0,6            | 0,6          | 13,8        | 12,5        | 0,3            | 0,3          | 1,5          |
| Brocade Communications        | 12,55       | 4684          | 4992         | 12,2        | 10,6        | 8,9         | 7,6        | 2,2            | 2,1          | 14,8        | 13,2        | 0,2            | 0,2          | 1,9          |
| Ericsson                      | 56,80       | 19530         | 18670        | 25,9        | 10,7        | 8,8         | 7,0        | 0,9            | 0,9          | 23,3        | 17,0        | 1,4            | 1,8          | 1,4          |
| Amdocs                        | 61,63       | 8276          | 7413         | 12,1        | 11,7        | 10,3        | 10,1       | 2,1            | 2,0          | 16,3        | 15,2        | 0,9            | 0,9          | 2,5          |
| Arris International           | 25,99       | 4540          | 5645         | 8,6         | 7,5         | 7,7         | 6,9        | 0,9            | 0,9          | 10,3        | 8,9         |                |              | 1,5          |
| <b>Nokia (Inderes)</b>        | <b>5,19</b> | <b>29516</b>  | <b>28376</b> | <b>12,7</b> | <b>10,3</b> | <b>8,1</b>  | <b>7,6</b> | <b>1,2</b>     | <b>1,2</b>   | <b>20,5</b> | <b>15,8</b> | <b>3,5</b>     | <b>3,9</b>   | <b>1,6</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |              | <b>12,4</b> | <b>10,2</b> | <b>8,8</b>  | <b>8,0</b> | <b>1,9</b>     | <b>1,8</b>   | <b>14,7</b> | <b>13,1</b> | <b>1,0</b>     | <b>1,1</b>   | <b>2,1</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |              | <b>11,4</b> | <b>10,2</b> | <b>8,8</b>  | <b>7,6</b> | <b>2,0</b>     | <b>2,0</b>   | <b>13,9</b> | <b>12,9</b> | <b>1,0</b>     | <b>1,1</b>   | <b>2,2</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |              | <b>11 %</b> | <b>1 %</b>  | <b>-8 %</b> | <b>0 %</b> | <b>-40 %</b>   | <b>-40 %</b> | <b>47 %</b> | <b>23 %</b> | <b>258 %</b>   | <b>265 %</b> | <b>-26 %</b> |

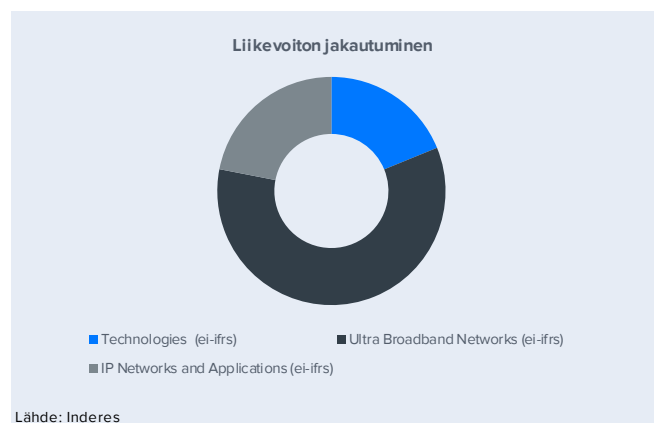
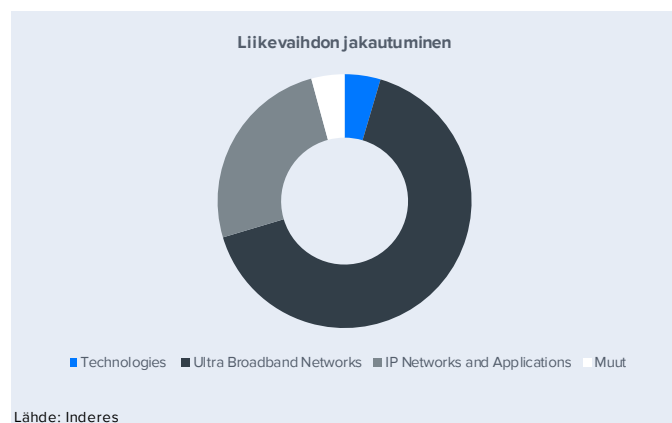
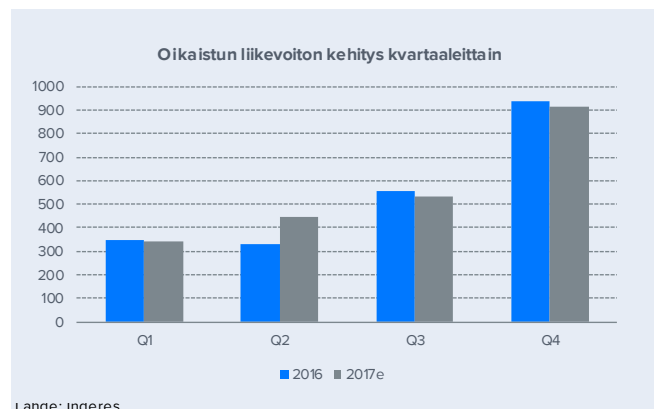
Lähde: Reuters / Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla          | 2015         | Q1'16        | Q2'16        | Q3'16        | Q4'16       | 2016         | Q1'17        | Q2'17e      | Q3'17e      | Q4'17e      | 2017e        | 2018e        | 2019e        |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                     | <b>12499</b> | <b>5499</b>  | <b>5583</b>  | <b>5890</b>  | <b>6641</b> | <b>23613</b> | <b>5378</b>  | <b>5597</b> | <b>5737</b> | <b>6562</b> | <b>23274</b> | <b>23740</b> | <b>24691</b> |
| Nokia Networks (old)                   | 11490        | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| Technologies                           | 1024         | 198          | 194          | 353          | 309         | 1054         | 247          | 250         | 265         | 310         | 1072         | 1265         | 1518         |
| Ultra Broadband Networks               | 0            | 3729         | 3807         | 3903         | 4332        | 15771        | 3597         | 3712        | 3825        | 4289        | 15422        | 15577        | 15888        |
| IP Networks and Applications           | 0            | 1452         | 1421         | 1419         | 1737        | 6029         | 1304         | 1435        | 1447        | 1763        | 5950         | 6128         | 6465         |
| Muut                                   | -15          | 224          | 271          | 298          | 341         | 1134         | 241          | 250         | 250         | 250         | 991          | 820          | 820          |
| <b>Käyttökate</b>                      | <b>1999</b>  | <b>-306</b>  | <b>-349</b>  | <b>430</b>   | <b>719</b>  | <b>494</b>   | <b>277</b>   | <b>436</b>  | <b>593</b>  | <b>1026</b> | <b>2332</b>  | <b>3223</b>  | <b>4013</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset             | -311         | -406         | -411         | -375         | -402        | -1594        | -404         | -290        | -290        | -290        | -1274        | -989         | -903         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>     | <b>1940</b>  | <b>345</b>   | <b>332</b>   | <b>556</b>   | <b>939</b>  | <b>2172</b>  | <b>341</b>   | <b>446</b>  | <b>533</b>  | <b>916</b>  | <b>2236</b>  | <b>2724</b>  | <b>3110</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                     | <b>1688</b>  | <b>-712</b>  | <b>-760</b>  | <b>55</b>    | <b>317</b>  | <b>-1100</b> | <b>-127</b>  | <b>146</b>  | <b>303</b>  | <b>736</b>  | <b>1058</b>  | <b>2234</b>  | <b>3110</b>  |
| Nokia Networks (old)                   | 1257         | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| Technologies (ei-ifrs)                 | 721          | 106          | 89           | 225          | 158         | 578          | 116          | 111         | 120         | 135         | 482          | 646          | 861          |
| Ultra Broadband Networks (ei-ifrs)     | 0            | 234          | 228          | 326          | 574         | 1362         | 301          | 286         | 350         | 580         | 1517         | 1558         | 1621         |
| IP Networks and Applications (ei-ifrs) | 0            | 102          | 84           | 106          | 280         | 572          | 23           | 123         | 139         | 277         | 562          | 760          | 808          |
| Muut(ei-ifrs)                          | 0            | -97          | -69          | -101         | -73         | -340         | -99          | -75         | -75         | -75         | -324         | -240         | -180         |
| Kertaerät/ei-ifrs oikaistus            | -290         | -1057        | -1092        | -501         | -622        | -3272        | -468         | -300        | -230        | -180        | -1178        | -490         | 0            |
| Nettorahoituskulut                     | -176         | -103         | -32          | -80          | -72         | -287         | -146         | -68         | -68         | -68         | -350         | -216         | -130         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>              | <b>1540</b>  | <b>-813</b>  | <b>-790</b>  | <b>-22</b>   | <b>257</b>  | <b>-1368</b> | <b>-282</b>  | <b>82</b>   | <b>239</b>  | <b>672</b>  | <b>711</b>   | <b>2022</b>  | <b>2985</b>  |
| Verot                                  | -346         | 102          | 65           | -111         | 401         | 457          | -154         | -99         | -154        | -305        | -712         | -605         | -894         |
| Vähemmistöosuudet                      | -2           | 89           | 58           | 14           | 0           | 161          | -37          | 0           | 0           | 0           | -37          | 0            | 0            |
| <b>Nettotulos</b>                      | <b>1192</b>  | <b>-622</b>  | <b>-667</b>  | <b>-119</b>  | <b>658</b>  | <b>-751</b>  | <b>-473</b>  | <b>-18</b>  | <b>85</b>   | <b>367</b>  | <b>-38</b>   | <b>1417</b>  | <b>2091</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                  | <b>0,37</b>  | <b>0,03</b>  | <b>0,03</b>  | <b>0,04</b>  | <b>0,12</b> | <b>0,22</b>  | <b>0,03</b>  | <b>0,05</b> | <b>0,06</b> | <b>0,11</b> | <b>0,25</b>  | <b>0,33</b>  | <b>0,37</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>                | <b>0,31</b>  | <b>-0,16</b> | <b>-0,17</b> | <b>-0,03</b> | <b>0,17</b> | <b>-0,13</b> | <b>-0,08</b> | <b>0,00</b> | <b>0,01</b> | <b>0,06</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,25</b>  | <b>0,37</b>  |

| Tunnusluvut                   | 2015   | Q1'16   | Q2'16   | Q3'16  | Q4'16  | 2016   | Q1'17  | Q2'17e | Q3'17e | Q4'17e | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|-------------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | -1,8 % | 87,4 %  | 91,3 %  | 94,0 % | 84,0 % | 88,9 % | -2,2 % | 0,3 %  | -2,6 % | -1,2 % | -1,4 % | 2,0 %  | 4,0 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 18,9 % | 39,1 %  | -31,3 % | 17,1 % | 27,9 % | 11,9 % | -1,2 % | 34,3 % | -4,1 % | -2,4 % | 3,0 %  | 21,8 % | 14,2 % |
| Käyttökate-%                  | 16,0 % | -5,6 %  | -6,3 %  | 7,3 %  | 10,8 % | 2,1 %  | 5,2 %  | 7,8 %  | 10,3 % | 15,6 % | 10,0 % | 13,6 % | 16,3 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 15,5 % | 6,3 %   | 5,9 %   | 9,4 %  | 14,1 % | 9,2 %  | 6,3 %  | 8,0 %  | 9,3 %  | 14,0 % | 9,6 %  | 11,5 % | 12,6 % |
| Nettotulos-%                  | 9,5 %  | -11,3 % | -11,9 % | -2,0 % | 9,9 %  | -3,2 % | -8,8 % | -0,3 % | 1,5 %  | 5,6 %  | -0,2 % | 6,0 %  | 8,5 %  |

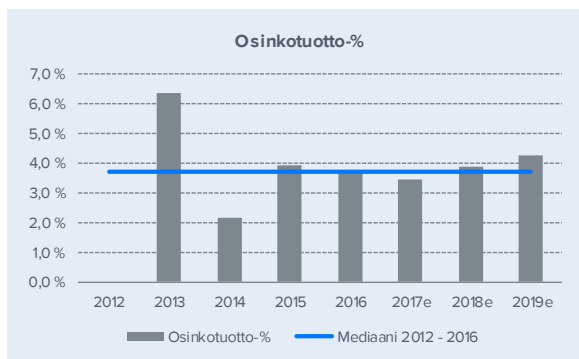
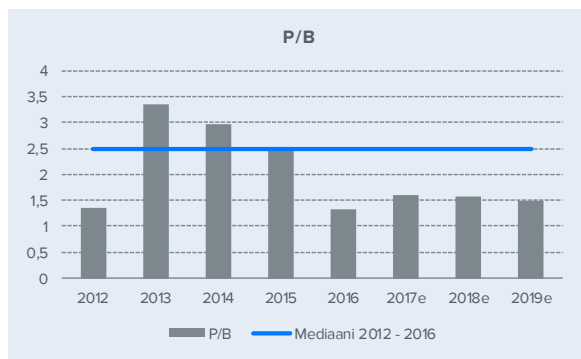
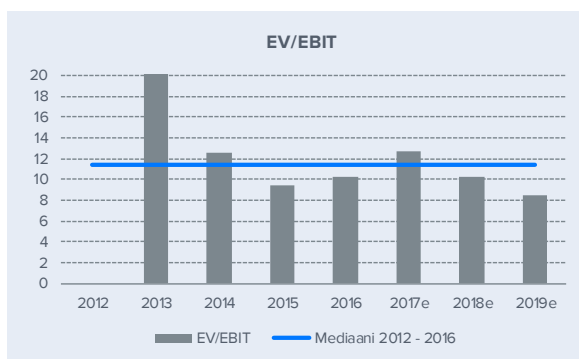
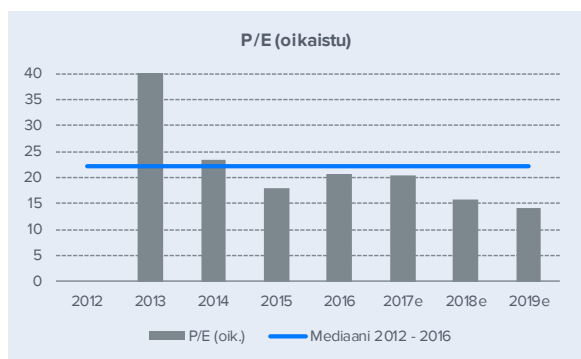
Lähde: Inderes



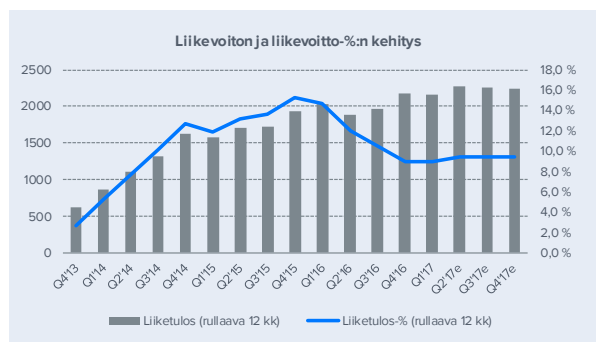
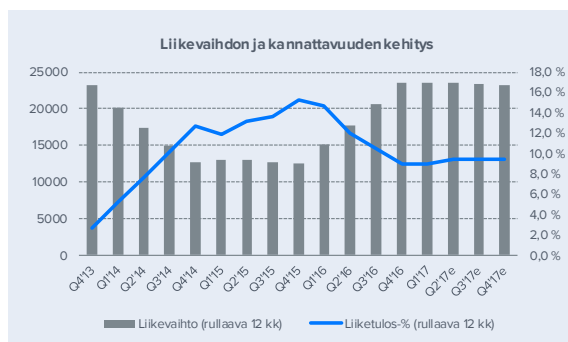
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2012  | 2013     | 2014   | 2015   | 2016     | 2017e     | 2018e  | 2019e  |
|------------------|-------|----------|--------|--------|----------|-----------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 2,93  | 5,82     | 6,56   | 6,60   | 4,59     | 5,19      | 5,19   | 5,19   |
| Markkina-arvo    | 10871 | 21606    | 25584  | 26046  | 26509    | 29516     | 29516  | 29516  |
| Yritysarvo (EV)  | 8391  | 20229    | 20577  | 18240  | 22234    | 28376     | 28083  | 26567  |
| P/E (oik.)       | neg.  | 273,5    | 23,4   | 18,0   | 20,8     | 20,5      | 15,8   | 14,1   |
| P/E              | neg.  | neg.     | 22,0   | 21,9   | neg.     | neg.      | 20,8   | 14,1   |
| P/Kassavirta     | -28,2 | -248,3   | 4,8    | 7,5    | -16,2    | -26,5     | 20,6   | 11,0   |
| P/B              | 1,3   | 3,3      | 3,0    | 2,5    | 1,3      | 1,6       | 1,6    | 1,5    |
| P/S              | 0,4   | 0,9      | 2,0    | 2,1    | 1,1      | 1,3       | 1,2    | 1,2    |
| EV/Liikevaihto   | 0,3   | 0,9      | 1,6    | 1,5    | 0,9      | 1,2       | 1,2    | 1,1    |
| EV/EBITDA        | 9,5   | 14,7     | 6,6    | 8,1    | 5,9      | 8,1       | 7,6    | 6,6    |
| EV/EBIT          | neg.  | 32,6     | 12,6   | 9,4    | 10,2     | 12,7      | 10,3   | 8,5    |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | -223,3 % | 46,9 % | 86,1 % | -130,8 % | -2684,5 % | 80,3 % | 59,8 % |
| Osinkotuotto-%   | 0,0 % | 6,4 %    | 2,1 %  | 3,9 %  | 3,7 %    | 3,5 %     | 3,9 %  | 4,2 %  |

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

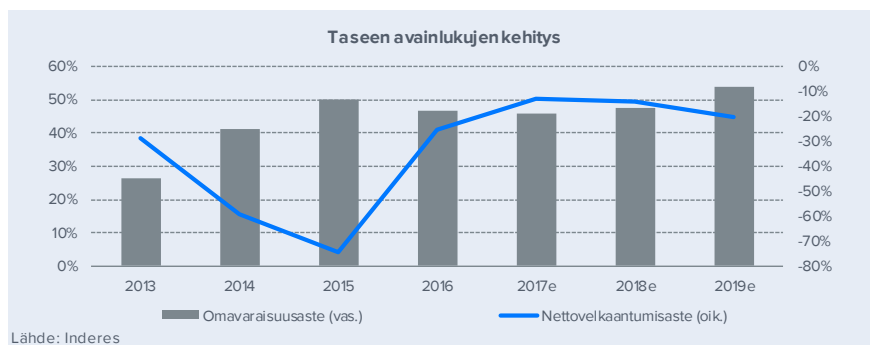


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2014         | 2015         | 2016         | 2017e        | 2018e        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>7340</b>  | <b>5217</b>  | <b>24460</b> | <b>23337</b> | <b>22588</b> |
| Liikearvo                      | 2563         | 237          | 5724         | 5724         | 5724         |
| Aineettomat oikeudet           | 350          | 323          | 5236         | 4692         | 4306         |
| Käyttöomaisuus                 | 716          | 695          | 1981         | 1751         | 1588         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 51           | 84           | 116          | 50           | 50           |
| Muut sijoitukset               | 828          | 948          | 1040         | 1040         | 1040         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 112          | 125          | 4383         | 4200         | 4200         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 2720         | 2805         | 5980         | 5880         | 5680         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>13723</b> | <b>15653</b> | <b>20441</b> | <b>18968</b> | <b>18992</b> |
| Varastot                       | 1275         | 1014         | 2506         | 2211         | 1899         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0            | 0            | 44           | 0            | 0            |
| Myyntisaamiset                 | 4466         | 4683         | 8269         | 8611         | 8784         |
| Likvidit varat                 | 7982         | 9956         | 9622         | 8146         | 8309         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>21063</b> | <b>20870</b> | <b>44901</b> | <b>42305</b> | <b>41580</b> |

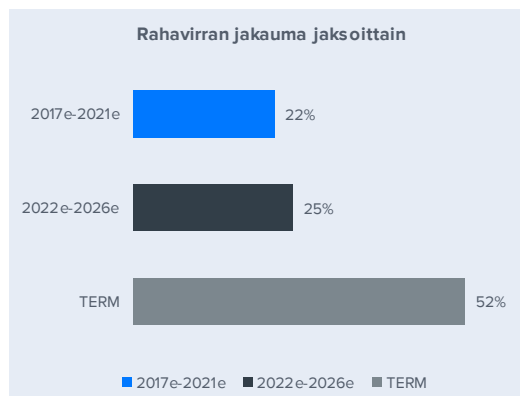
| Vastattavaa (MEUR)             | 2014         | 2015         | 2016         | 2017e        | 2018e        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>8611</b>  | <b>10446</b> | <b>20093</b> | <b>18508</b> | <b>18901</b> |
| Osakepääoma                    | 246          | 246          | 246          | 246          | 246          |
| Kertyneet voittovarot          | 4710         | 6279         | 3588         | 2553         | 2946         |
| Omat osakkeet                  | -988         | -718         | -881         | -1431        | -1431        |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 22           | 148          | 488          | 488          | 488          |
| Muu oma pääoma                 | 4621         | 4491         | 16652        | 16652        | 16652        |
| Vähemmistöosuus                | 58           | 21           | 881          | 881          | 881          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>5678</b>  | <b>4488</b>  | <b>13127</b> | <b>10863</b> | <b>9712</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 32           | 62           | 1037         | 1037         | 1037         |
| Varaukset                      | 873          | 726          | 1980         | 1980         | 1980         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 2576         | 2023         | 3657         | 4546         | 4395         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 2197         | 1677         | 6453         | 3300         | 2300         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>6716</b>  | <b>5915</b>  | <b>10800</b> | <b>12054</b> | <b>12085</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 290          | 164          | 607          | 1115         | 1165         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 6426         | 5751         | 10193        | 10939        | 10920        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>21063</b> | <b>20870</b> | <b>44901</b> | <b>42305</b> | <b>41580</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016          | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | TERM         |
|------------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>-1100</b>  | <b>1058</b>  | <b>2234</b>  | <b>3110</b>  | <b>3483</b>  | <b>3635</b>  | <b>3780</b>  | <b>3749</b>  | <b>3530</b>  | <b>3001</b>  | <b>3031</b>  |              |
| + Kokonaispoistot                              | 1594          | 1274         | 989          | 903          | 828          | 769          | 725          | 723          | 708          | 692          | 690          |              |
| - Maksetut verot                               | -1743         | -612         | -405         | -644         | -777         | -819         | -1039        | -957         | -900         | -763         | -771         |              |
| - verot rahoituskuluista                       | -111          | -93          | -67          | -41          | -20          | -23          | -22          | -20          | -20          | -20          | -20          |              |
| + verot rahoitustuotoista                      | 16            | 2            | 2            | 2            | 2            | 2            | 2            | 3            | 3            | 3            | 3            |              |
| - Käyttöomaisuuden muutos                      | -680          | 742          | 121          | -237         | -259         | -280         | -22          | -17          | -12          | -12          | -6           |              |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>-2024</b>  | <b>2371</b>  | <b>2874</b>  | <b>3093</b>  | <b>3257</b>  | <b>3283</b>  | <b>3425</b>  | <b>3481</b>  | <b>3309</b>  | <b>2901</b>  | <b>2927</b>  |              |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 6030          | -3153        | -1000        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |              |
| - Bruttoinvestoinnit                           | -17630        | -317         | -440         | -420         | -440         | -470         | -612         | -564         | -561         | -649         | -733         |              |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>-13624</b> | <b>-1099</b> | <b>1434</b>  | <b>2673</b>  | <b>2817</b>  | <b>2813</b>  | <b>2813</b>  | <b>2917</b>  | <b>2748</b>  | <b>2252</b>  | <b>2194</b>  |              |
| +/- Muut                                       | 11985         | -15          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |              |
| Vapaa kassavirta                               | -1639         | -1114        | 1434         | 2673         | 2817         | 2813         | 2813         | 2917         | 2748         | 2252         | 2194         | 31794        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |               | -1072        | 1261         | 2177         | 2125         | 1965         | 1820         | 1748         | 1525         | 1158         | 1045         | 15136        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>28901</b>  | <b>29958</b> | <b>28697</b> | <b>26521</b> | <b>24396</b> | <b>22431</b> | <b>20611</b> | <b>18863</b> | <b>17338</b> | <b>16180</b> | <b>15136</b> |              |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>28901</b>  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Korolliset velat                             |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | -4264        |
| + Rahavarat                                    |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 9622         |
| - Vähemmistöosuus                              |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | -1405        |
| - Osinko/pääomapalautus                        |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 0            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>32914</b> |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>5,79</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         | 2014    | 2015    | 2016    | 2017e   | 2018e   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Liikevaihto           | 12729,0 | 12499,0 | 23613,0 | 23274,1 | 23739,8 |
| EBITDA                | 1660,0  | 1999,0  | 493,7   | 2332,4  | 3222,8  |
| EBITDA-marginaali (%) | 13,0    | 16,0    | 2,1     | 10,0    | 13,6    |
| EBIT                  | 170,0   | 1688,0  | -1100,3 | 1058,4  | 2233,6  |
| Voitto ennen veroja   | -238,0  | 1540,0  | -1368,4 | 711,4   | 2022,4  |
| Nettovoitto           | 3810,0  | 2466,0  | -765,8  | -53,1   | 1417,2  |
| Kertaluontoiset erät  | -1461,0 | -252,0  | -3272,0 | -1178,0 | -490,0  |

| Tase              | 2014    | 2015    | 2016    | 2017e   | 2018e   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Taseen loppusumma | 21063,0 | 20870,0 | 44901,0 | 42305,4 | 41579,6 |
| Oma pääoma        | 8669,0  | 10467,0 | 20974,0 | 19388,6 | 19782,1 |
| Liikearvo         | 2563,0  | 237,0   | 5724,0  | 5724,0  | 5724,0  |
| Korolliset velat  | 2866,0  | 2187,0  | 4264,0  | 5661,0  | 5560,2  |

| Kassavirta                | 2014   | 2015   | 2016    | 2017e   | 2018e  |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| EBITDA                    | 1660,0 | 1999,0 | 493,7   | 2332,4  | 3222,8 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -195,0 | -631,0 | -680,0  | 742,4   | 121,0  |
| Operatiivinen kassavirta  | 775,2  | 926,7  | -2023,7 | 2371,2  | 2873,8 |
| Vapaa kassavirta          | 5283,2 | 3463,7 | -1638,7 | -1113,8 | 1433,8 |

| Yhtiökuvas                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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        | 2014 | 2015 | 2016  | 2017e | 2018e |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS                         | 0,30 | 0,30 | -0,13 | -0,01 | 0,25  |
| EPS oikaistu                | 0,28 | 0,37 | 0,22  | 0,25  | 0,33  |
| Operat. kassavirta per osak | 0,20 | 0,23 | -0,35 | 0,42  | 0,51  |
| Tasearvo per osake          | 2,21 | 2,65 | 3,48  | 3,25  | 3,32  |
| Osinko per osake            | 0,14 | 0,26 | 0,17  | 0,18  | 0,20  |
| Voitonjako, %               | 47   | 86   | -131  | -2685 | 80    |
| Osinkotuotto, %             | 2,1  | 3,9  | 3,7   | 3,5   | 3,9   |

| Tunnusluvut    | 2014  | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|----------------|-------|------|------|-------|-------|
| P/E            | 22,0  | 21,9 | neg. | neg.  | 20,8  |
| P/B            | 3,0   | 2,5  | 1,3  | 1,6   | 1,6   |
| P/Liikevaihto  | 2,0   | 2,1  | 1,1  | 1,3   | 1,2   |
| P/CF           | 33,0  | 28,1 | neg. | 12,4  | 10,3  |
| EV/Liikevaihto | 1,6   | 1,5  | 0,9  | 1,2   | 1,2   |
| EV/EBITDA      | 12,4  | 9,1  | 45,0 | 12,2  | 8,7   |
| EV/EBIT        | 121,0 | 10,8 | neg. | 26,8  | 12,6  |

| 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 €      |



## 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 sijoitusuusituksia 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 omistuosuuksia 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/>