

Ostopaikkojen odotus vaatii malttia

Toistamme vähennä-suosituksen Nokialle ja laskemme tavoitehintaamme 4,3 euroon (aik. 4,6 euroa) laskeneiden ennusteidemme myötä. Yhtiön Q3-raportti oli hyvä ja vahva osoitus Nokian kilpailukyvyistä vaikeassa markkinatilanteessa, mutta kommentit markkinanäkymistä olivat pettymys markkinoille. Edellisen neljänneksen alussa sanoimme osakkeessa olevan laskupaineita markkinoiden ylioptimististen tulosodotusten sulassa pois. Näin myös tapahtui ja odotamme saman kehityksen jatkuvan, sillä tulosodotukset ovat edelleen liian korkeita. Suosittelemme edelleen sijoittajia odottamaan maltillisesti parempia ostopaikkoja. Nokia näyttää olevan vahvassa iskukunnossa heikossa markkinassa, mutta yhtiötä varjostavat edelleen useat lyhyen aikavälin (markkinatilanne, Alcatel-Lucent -fuusio) sekä pitkän aikavälin (liiketoimintamallin murros) epävarmuustekijät.

Q3-tulos oli vahva, mutta taustalla olivat kertaluonteiset tekijät

Ericssonin raportissa ilmi käynyt verkkomarkkinan heikkous näkyi myös Nokian verkkoyksikössä (liikevaihto -12 %), mutta marginaalit kestivät jälleen hyvin myynnin pudotusta (EBIT-% 8,1 % vs. Q3'15: 11,3 %). Nokia on laittanut itsensä hyvään iskukuntoon heikentyvässä kysynnässä samalla, kun yhtiön toinen pääkilpailija rämpiä. Nokian panostukset tehokkuuteen purevat hyvin ja lisää säästöjä on odotettavissa, kun Alcatel-Lucent -synergiat alkavat realisoitua vahvemmin. Technologies-yksikkö jauhaa tasaista tulovirtaa ja Q3:lla tulosta nosti kertatuotot (100 MEUR). Arvioimme Nokian pystyvän ylläpitämään vakaata kannattavuutta yhä heikkenevässä markkinatilanteessa.

Vaikeudet eivät koske vain langattomia verkkoja

Nokia saa kilpailuetua laajasta tuoteportfoliostaan Alcatel-Lucent -kaupan jälkeen. Uusien tuotealueiden pitäisi kompensoida langattomien verkkojen kysynnän pudotusta ja Nokia pystyy nyt laajentumaan uusiin asiakassegmentteihin operaattoreiden ulkopuolelle. Pieniä huolia Nokian Q2:ssa ja Q3:ssa on kuitenkin herättänyt se, että verkkoyksikön selkein pettymys on ollut Alcatel-Lucentissa tulleet liiketoiminnot. IP Networks & Applications -segmentissä (merkittävältä osin Alcatel-Lucentia) Q3-liikevaihto laski 9 % ja liikevoitto-% heikkeni 7,5 %:iin (Q3'15: 12,9 %). Myös Q2:lla segmentin kannattavuus heikkeni selvästi. Huolestumme on, ettei Alcatel-Lucentin ennen yrityskauppaa hyväksi viritetty kannattavuus ollut kestävällä tasolla.

Varovaiset näkymät aiheuttivat markkinoille pettymyksen

Nokia arvioi markkinoiden laskevan muutaman prosentin vauhtia ensi vuonna ja Q4:n olevan "liikevaihdollisesti heikohko". Markkinoilla odotettiin ensi vuodelle vakaata liikevaihtoa ja yli 30 %:n tulosparannusta. Nyt lienee selvää, ettei tämä tule toteutumaan. Laskimme lähivuosien tulosennusteita noin 10 %:lla. Arvioimme koko Nokian vuoden 2017 ei-ifs liikevoiton pysyvän tämän vuoden tasolla 2,1 miljardissa eurossa (aik. 2,3 miljardia), kun konsensusodotus ennen Q3-raporttia oli 2,7 miljardia.

Suhteellinen arvostus ei ole laskenut, koska tulosennusteet laskevat

Hyvässä iskukunnossa olevasta Nokiasta olisi nyt helppo olla positiivinen, jos markkinanäkymät olisivat positiiviset. Näkyvyyttä markkinan piristymiseen ei kuitenkaan nyt ole ja arvostus ei ole vielä kukaan erityisen halpa ennusteemme valossa. Nokian oikaistut EV/EBIT-kertoimet tälle ja ensi vuodelle ovat 10x ja 9x. Kertoimet ovat hieman verrokkeja korkeammat ja Ericssonin tasolla.

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	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	0,16	0,8	5,6	9,7	23,3	3,7 %
2017e	22 731	1 511	6,6 %	1 389	0,16	0,17	0,9	6,6	9,7	18,3	4,0 %
2018e	23 063	2 289	9,9 %	2 181	0,26	0,20	0,9	5,7	7,7	14,5	4,7 %
Markkina-arvo, MEUR			25186	OPO / osake 2016e, EUR			3,40	CAGR EPS, 2015-2018, %			-4 %
Nettovelka 2016e, MEUR			-5188	P/B 2016e			1,3	CAGR kasvu, 2015-2018, %			23 %
Yritysarvo (EV), MEUR			20054	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			-26,0 %	ROE 2016e, %			-6,5 %
Taseen koko 2016e, MEUR			42402	Omavaraisuusaste 2016e, %			47,0 %	ROCE 2016e, %			-3,9 %

Analytikko

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



Suositus

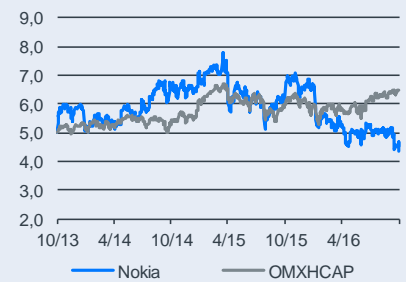
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta 4,30 EUR

Edellinen: 4,60



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 4,32 EUR

12 kk vaihteluväli 4,254-6,9604 EUR

Potentiaali -0,5 %

Katso analytikkomme ensikomentit tulosaaumulta:



Q3 oli olosuhteisiin nähden hyvä

Networks onnistui puolustamaan marginaaleja

Nokian Q3-raporttia voi tuloksen osalta luonnehtia torjuntavoitoksi Ericssonin aiheuttaman säikähdysten jälkeen, vaikka eilisen kurssireaktio osoittautui jopa yllättävän negatiiviseksi (-7,6 %). Verkkoliiketoiminnan myynti oli odotuksia rajummassa laskussa, mutta Nokia onnistui jälleen hyvällä tehokkuudellaan tekemään erinomaista kannattavuutta olosuhteet huomioiden. Verkkoyksikön tulos oli siten niukasti odotuksia parempi. Suuremman osan hyvästä tuloksesta selitti Technologies-yksikön vahva tulos, joka perustui kertaluontoisiin tuottoihin.

Nokian Q3:n liikevaihto laski 7 % 5,95 miljardiin euroon, kun odotukset olivat 5,86 miljardissa eurossa. Ei-ifrs liikevoitto oli 556 MEUR ja se ylitti reilulla sadalla miljoonalla markkinaodotukset käytännössä Technologies-yksikön noin 100 MEUR:n kertatuoton ansiosta. Ei-ifrs osakekohtainen tulos 0,04 euroa osui odotuksiin.

Verkkoliiketoiminnassa myynnin lasku (-12 %) oli hieman odotettua rajumpi ja myynti heikkeni kaikilla päämarkkina-alueilla. Langattomien verkkojen myynti putosi 15 %. Myös muut tuotealueet olivat selvässä laskussa lukuun ottamatta kiinteitä verkkoja (kasvua 3 %) ja optisia verkkoja (kasvu 2 %). Verkkoyksikön ei-ifrs -liikevoitto oli 432 MEUR, kun ennustemme oli 377 MEUR ja konsensusodotus 411 MEUR. Kannattavuus (EBIT-% 8,1 %) oli erittäin hyvää olosuhteet huomioiden. Nokia on onnistunut selvästi Ericssonia paremmin sopeuttamaan toimintaansa heikentyvään markkinaan, mikä kantaa nyt hedelmää.

Technologies -yksikön liikevaihto kasvoi Q3:lla yli 100 % 353 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 227 MEUR:ssa olleet odotukset. Kasvusta merkittävä osa perustui Samsungin kanssa tehtyyn

sopimukseen liittyvään kertatuottoon. Ilman kertatuottoa liikevaihto olisi kasvanut 50 %. Technologiesin liikevoitto oli kertatuoton ansiosta 225 MEUR (Q3'15: 84 MEUR) ja ylitti noin sadalla miljoonalla markkinaodotukset. Samsung-sopimus nostaa Technologies-yksikön vuotuista lisenssitulovirtaa 950 MEUR:oon.

Odotimme Alcatel-Lucentin tuotealueilta enemmän

Nokia saa kilpailuetua laajasta tuoteportfoliostaan Alcatel-Lucent -kaupan jälkeen. Uusien tuotealueiden pitäisi kompensoida langattomien verkkojen kysynnän pudotusta ja Nokia pystyy nyt myös laajentumaan uusiin asiakassegmentteihin investointejaan jarruttelevien operaattoreiden ulkopuolelle. Tämä antaa Nokialle tärkeää kilpailuetua Ericssoniin nähden ja vakauttaa kasvunäkymää.

Pieniä lisähuolia Nokian kahdessa viimeisimmässä neljänneksessä on kuitenkin herättänyt se, että verkkoyksikön selkein pettymys on ollut itse asiassa Alcatel-Lucentissa tulleet liiketoiminnot. IP Networks & Applications -segmentissä (merkittävältä osin Alcatel-Lucentia) Q3-liikevaihto laski 9 % ja liikevoitto-% heikkeni 7,5 %:iin (Q3'15: 12,9 %). Ultra Broadband Networks -segmentissä (pääosin vanhaa Nokiana) sen sijaan liikevaihto laski odotetusti jopa 13 %, mutta liikevoitto-% oli yllättävän vahva 8,4 % (Q3'15: 10,7 %). Vastaava kehityssuunta oli nähtävissä jo Q2-raportissa (EBIT-% 5,9 vs. 12,7 %), eli IP Networks & Applicationsin kannattavuus on heikentynyt selvästi. Huolestuttava on, ettei Alcatel-Lucentin ennen yrityskauppaa hyväksi viritetty kannattavuus ollut kestävällä tasolla.

Ennustetaulukko	Q3'15	Q3'16	Q3'16e	Q3'16e	Konsensus	Erotus (%)	2016e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	6395	5950	5841	5860	5360 - 6125	2 %	28717
-Nokia Networks	6021	5322	5416	5410	5253 - 5780	-2 %	22016
-Technologies	169	353	245	227	194 - 320	44 %	1005
- Muut	205	298	250	233	135 - 285	19 %	1043
Liikevoitto (ei-ifrs)	682	556	437	450	349 - 695	27,2 %	2065
-Nokia Networks	678	432	377	411	341 - 520	15 %	1857
-Technologies	84	225	140	118	85 - 230	61 %	550
- Muut	-80	-101	-80	-79	-116 - -46	26 %	578
Tulos ennen veroja	-	-22	181	-43	-452 - 266	-112,2 %	-1069
Tulos per osake	-	-0,02	0,02	-0,01	-0,06 - 0,05	-200 %	-0,17
Tulos per osake (ei-ifrs)	-	0,04	0,04	0,04	0,02 - 0,08	0,0 %	0,19
Liikevaihdon kasvu-%	-	-7 %	-9 %	-8 %	-16 % - -4 %	1,7 %-yks.	7 %
Liikevoitto-% (ei-ifrs)	10,7 %	9,3 %	7,5 %	7,7 %	6,5 % - 11,3 %	1,9 %-yks.	7,2 %

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

Markkinaodotuksissa laskupaineita

Kommentit loppuvuodesta varovaisia

Nokia kommentoi näkymiään hieman aiempaa varovaisempaan sävyyn johtuen markkinatilanteesta. Q4:stä on tulossa yhtiön mukaan liikevaihdollisesti ”heikohko”, mutta vahva kulukuri ja tehokkuus pitävät marginaalit hyvällä tasolla. Yhtiö toisti Networks:n 7-9 %:n liikevoittomarginaalin ohjeistuksen, eli Q4:stä on tulossa normaalin kausiluonteen mukaisesti selvästi Q3:a parempi neljännes. Yhtiö sanoi edelleen konferenssipuhelussa, että Networks:n tulos voi hyvin asettua haarukan puolivälin yläpuolelle jos ”execution” onnistuu hyvin. Nykyinen ennustemme on 8,4 %:ssa. Yhtiön kommentit olivat kuitenkin selvästi aiempaa varovaisempia ja Nokia myönsi markkinatilanteen vaikeutuneen.

Ensi vuosi mennään laskevassa kysynnässä

Varovaiset näkymät tulivat sijoittajille ilmeisenä yllätyksenä Ericssonin aiheuttamasta säikähdyksestä huolimatta. Nokia arvioi markkinoiden laskevan muutaman prosentin vauhtia ensi vuonna. Markkinoilla odotettiin ensi vuodelle vakaata liikevaihtoa ja yli 30 %:n tulosparannusta. Nyt lienee selvää, ettei tämä tule toteutumaan. Laskimme itse lähivuosien tulosennusteita noin 10 %:lla, vaikka olimme jo ennestään reilusti konsensuksen alapuolella. Arvioimme koko Nokian vuoden 2017 ei-ifs liikevoiton pysyvän tämän vuoden tasolla 2,1 miljardissa eurossa (aik. 2,3 miljardia), kun konsensusodotus ennen Q3-raporttia oli 2,7 miljardia. Ennustemme mukaisen vakaan tuloksen säilyttäminen muutaman prosentin heikentyvässä markkinassa on mahdollista kulusäästöjen ansiosta, mutta konsensuksen odottama noin 0,6 miljardin tulosparannus ei ole realistinen. On myös hyvä huomata, että heikko markkina tulee kirstimään hintakilpailua, joten osa kulusäästöistä valuu väistämättä hintaeroosion hampaisiin.

Tulosparannus tehostamisen ja Technologiesin varassa

Arvioimme Nokian pystyvän parantamaan tulostaan vuodesta 2018 alkaen, jolloin arvioimme ei-ifs -liikevoiton nousevan 2,6 miljardiin euroon. Vielä ei ole nähtävissä, lähteekö markkina tuolloin piristymään. Verkkoyksikön synergiahyötyjen pitäisi kuitenkin alkaa tukea tulosta.

Odotamme Technologies-yksikön pystyvän kohtalaiseen tuloskasvuun lähivuosina. Lisäksi yksikön vakaat tulovirrat tukevat Nokian muuten epävarmaa näkymää. Vuoden 2016 lopussa Technologies-yksiköllä on päättymässä noin 150 MEUR:n arvosta lisensointisopimuksia ja jos näitä sopimuksia ei uusita, putoaa liikevaihto 800 MEUR:oon. Odotamme Nokian pystyvän uusimaan sopimukset sekä solmimaan uusia lisensointisopimuksia, mutta sopimusten neuvottelut ovat tyypillisesti pitkäkestoisia prosesseja, mikä voi aiheuttaa epäjatkuvuutta Technologiesin tuloihin.

Pitkää aikaväliä varjostaa liiketoimintamallin murros

Nokian liiketoimintamalli on murroksessa, mikä aiheuttaa epävarmuutta pitkän aikavälin näkymiin. Pitkässä juoksussa yhtiön liiketoimintamalli tulee arviomme mukaan olemaan kokonaisuudessaan ohjelmistoja ja palveluita, kun nykyään liiketoiminnasta merkittävä osa on vielä laitteita. Tämä tulee muuttamaan Nokian kilpailukenttää ja liiketoimintamallia, mikä tarjoaa mielestämme Nokialle enemmän uhkia kuin mahdollisuuksia. Tietoliikenneverkkojen virtualisoituminen (laitteiston ja ohjelmiston eriyttäminen toisistaan) tulee olemaan merkittävä murros markkinalle. Operaattorit tutkivat parhaillaan virtualisoinnin tuomia mahdollisuuksia aktiivisesti, vaikka laajamittainen kaupallinen markkina ja standardoituminen on vielä muutaman vuoden päässä. Käytännössä virtualisoinnilla operaattorit hakevat merkittäviä säästöjä verkkolaitteiden investoinneista, mikä on pois Nokian kaltaisilta infratoimittajilta. Säästö perustuu siihen, että tulevaisuudessa vaativia telecom-toiminnallisuuksia pystytään ajamaan ohjelmistojen avulla edullisilla standardilaitteilla, kun nykypäivänä telecom-toiminnallisuuksia edellyttävä vielä tähän tarkoitukseen räätälöityjä laitteistoja, joissa on ohjelmistot sisällä.

Yhdysvalloissa AT&T on virtualisoinnin edelläkävijä. AT&T:n tavoitteena on virtualisoida verkostaan 75 % vuoteen 2020 mennessä, ja yhtiö on jo nyt kommentoinut verkkoinvestointien tulevan olemaan ”laskutrendissä” osin johtuen virtualisoinnin tuomista tehokkuussäästöistä.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2016e			2017e			2018e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	24417	23717	-3 %	24123	22731	-6 %	24296	23063	-5 %
Käyttökate	951	727	-24 %	2965	2503	-16 %	3676	3238	-12 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2063	2065	0 %	2324	2111	-9 %	2827	2589	-8 %
Liikevoitto	-366	-785	114 %	2024	1511	-25 %	2727	2289	-16 %
Tulos ennen veroja	-649	-1069	65 %	1954	1389	-29 %	2711	2181	-20 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,19	0,19	-4 %	0,28	0,24	-15 %	0,34	0,30	-13 %
Osakekohtainen osinko	0,16	0,16	0 %	0,20	0,17	-15 %	0,21	0,20	-5 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Osake laskenut samaa vauhtia tulosennusteiden kanssa

Hyvässä iskukunnossa olevasta Nokiesta olisi nyt helppo olla positiivinen, jos markkinanäkymät olisivat positiiviset. Näkyvyyttä markkinan piristymiseen ei kuitenkaan nyt ole ja arvostus ei ole vieläkään erityisen halpa ennustemme valossa. Arviomme mukaan lähivuosien markkinaennusteissa (konsensus) on vielä noin 15-20 %:n laskupaine tuloksen osalta. Se on käytännössä saman verran, kuin Nokian osake on laskenut Ericssonin tulosvaroituksen jälkeen. Suhteellinen arvostustaso ei siis ole juurikaan laskenut, vaan osake on heijastellut heikentyneitä tulosnäkyviä.

Arvostus verrokkiryhmää hieman korkeampi

Nokian oikaistut EV/EBIT-kertoimet tälle ja ensi vuodelle ovat 10x ja 9x. Kertoimet ovat hieman verrokkeja korkeammat ja Ericssonin tasolla. Noin 20x tasolle olevat P/E-luvut ovat selvästi vertailuryhmää korkeammat. Noin 4 %:n tasolle nouseva osinkotuotto antaa hieman arvostukselle tukea. Oikaistujen arvostuskertoimien hyötyä sumentaa myös se, että huomattavia kuluja aiheuttavat tehostamistoimet ovat Nokialle enemmän jatkuvia kuin kertaluonteisia kuluja.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Likevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	
Qualcomm	68,20	92036	74780	13,0	12,0	11,4	10,7	3,5	3,4	15,9	14,4	3,0	3,2	3,3
Ciena	20,39	2602	2898	9,3	6,8	8,2	5,7	1,2	1,1	14,2	11,8			3,4
Cisco	30,55	140616	107351	8,2	7,4	7,1	6,5	2,4	2,3	13,1	12,6	3,1	3,5	2,4
Juniper Networks	26,15	9171	9003	8,3	7,6	6,9	6,3	2,0	1,9	12,9	11,9	1,6	1,6	2,1
Motorola Solutions	73,58	11234	14376	11,6	11,4	9,7	9,5	2,6	2,6	16,0	14,6	2,2	2,5	
ZTE Corp.	10,96	8041	8736	10,5	9,6	9,8	8,9	0,6	0,6	10,7	9,7	2,0	2,2	1,0
Brocade Communications	8,80	3230	3627	7,6	6,7	6,3	5,6	1,7	1,5	9,4	8,8	2,2	2,5	1,5
Ericsson	43,96	15023	13421	10,5	8,9	6,7	6,0	0,6	0,6	17,8	14,9	5,8	5,8	1,0
Arris International	29,53	5156	6246					1,0	1,0	10,6	9,4			1,8
Nokia (Inderes)	4,32	25186	20054	9,7	9,7	5,6	6,6	0,8	0,9	23,3	18,3	3,7	4,0	1,3
Keskiarvo				9,9	8,8	8,3	7,4	1,7	1,7	13,4	12,0	2,8	3,0	2,1
Mediaani				9,9	8,2	7,7	6,4	1,7	1,5	13,1	11,9	2,2	2,5	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				-2 %	18 %	-27 %	4 %	-50 %	-41 %	78 %	53 %	65 %	61 %	-35 %

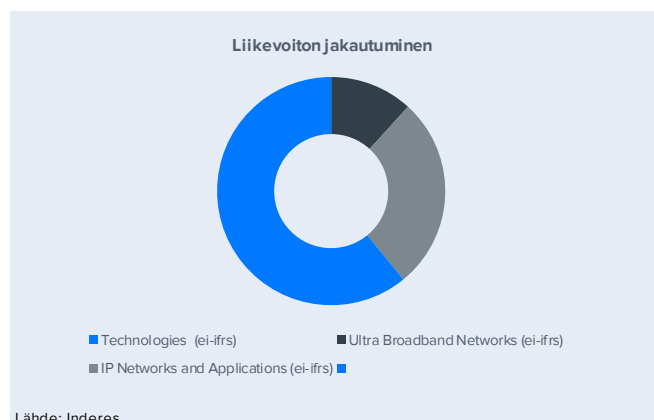
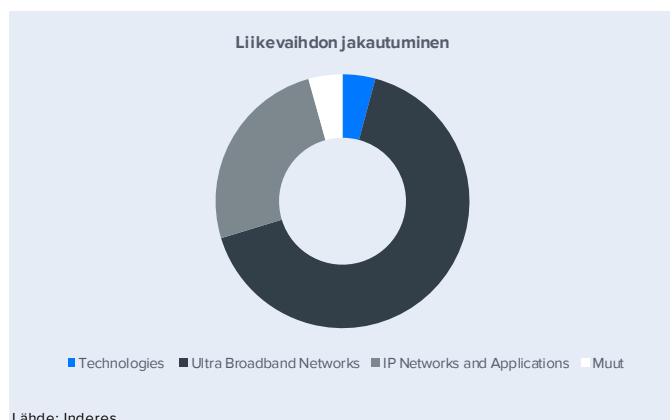
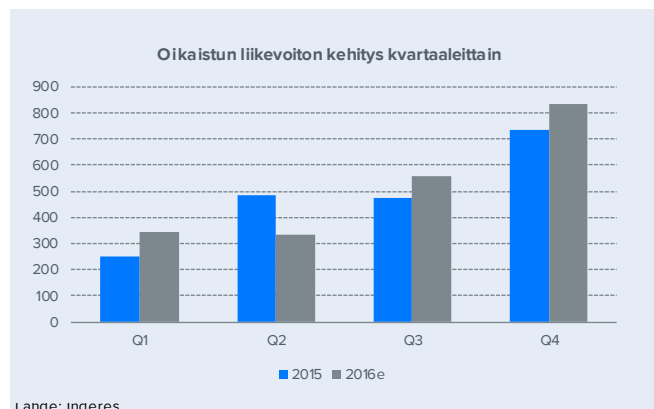
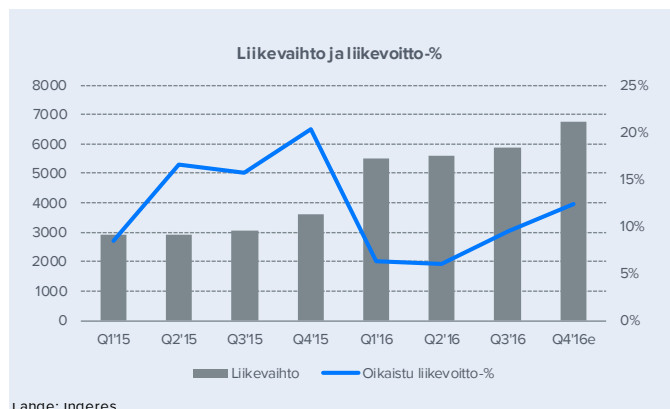
Lähde: Bloomberg / Inderes

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
Liikevaihto	12729	2935	2919	3036	3609	12499	5499	5583	5890	6745	23717	22731	23063
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	1070	1220
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
Käyttökate	1660	309	572	402	716	1999	-306	-349	430	952	727	2503	3238
Poistot ja arvonalennukset	-1490	-81	-83	-72	-75	-311	-406	-411	-375	-320	-1512	-992	-949
Liikevoitto ilman kertaeriä	1631	248	483	475	734	1940	345	332	556	832	2065	2111	2589
Liikevoitto	170	228	489	330	641	1688	-712	-760	55	632	-785	1511	2289
Nokia Networks (old)	1364	85	313	391	468	1257	0	0	0	0	0	0	0
Technologies (ei-ifrs)	357	193	112	94	322	721	106	89	225	130	550	642	793
Ultra Broadband Networks (ei-ifrs)	0	0	0	0	0	0	234	228	326	492	1280	1154	1361
IP Networks and Applications (ei-ifrs)	0	0	0	0	0	0	102	84	106	286	578	604	685
Muut(ei-ifrs)	-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	-600	-300
Nettorahoituskulut	-403	-22	-30	-81	-43	-176	-103	-32	-80	-80	-295	-127	-113
Tulos ennen veroja	-238	224	454	247	615	1540	-813	-790	-22	556	-1069	1389	2181
Verot	1408	-54	-118	-59	-116	-346	200	65	-111	-228	-74	-429	-609
Vähemmistöosuudet	-6	-1	-1	1	-1	-2	85	58	14	-1	156	0	0
Nettotulos	1164	169	336	189	498	1192	-528	-667	-119	327	-987	960	1572
EPS (oikaistu)	0,28	0,05	0,08	0,08	0,15	0,37	0,03	0,03	0,04	0,08	0,19	0,24	0,30
EPS (raportoitu)	0,31	0,04	0,09	0,05	0,13	0,30	-0,09	-0,12	-0,02	0,06	-0,17	0,16	0,26

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 %	-4,2 %	1,5 %
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 %	2,2 %	22,7 %
Käyttökate-%	13,0 %	10,5 %	19,6 %	13,2 %	19,8 %	16,0 %	-5,6 %	-6,3 %	7,3 %	14,1 %	3,1 %	11,0 %	14,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,8 %	8,4 %	16,5 %	15,6 %	20,3 %	15,5 %	6,3 %	5,9 %	9,4 %	12,3 %	8,7 %	9,3 %	11,2 %
Nettotulos-%	9,1 %	5,8 %	11,5 %	6,2 %	13,8 %	9,5 %	-9,6 %	-11,9 %	-2,0 %	4,9 %	-4,2 %	4,2 %	6,8 %

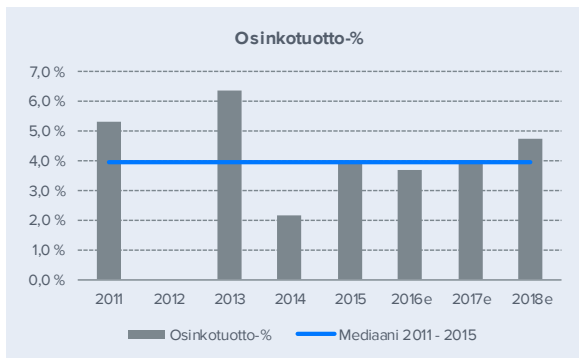
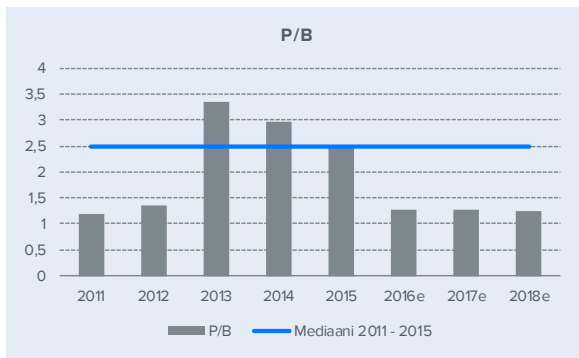
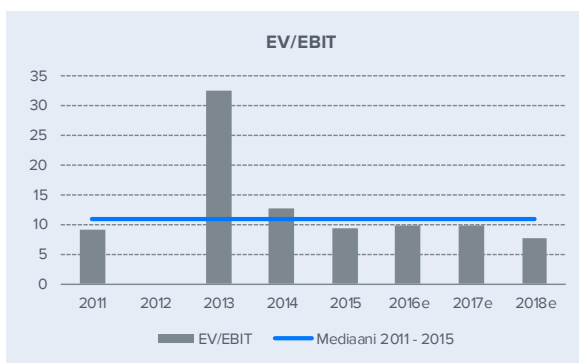
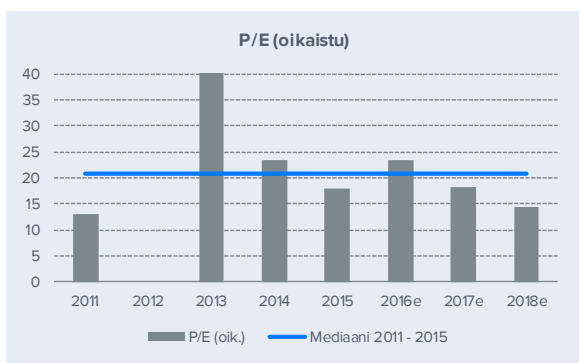
Lähde: Inderes



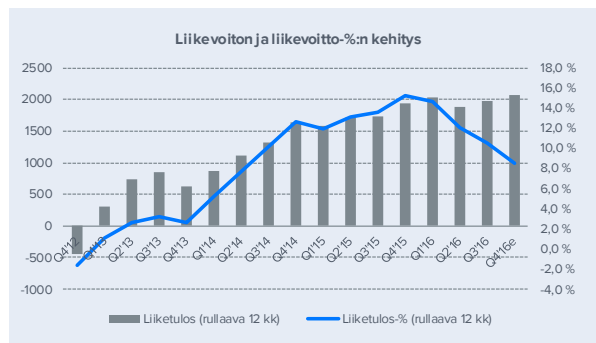
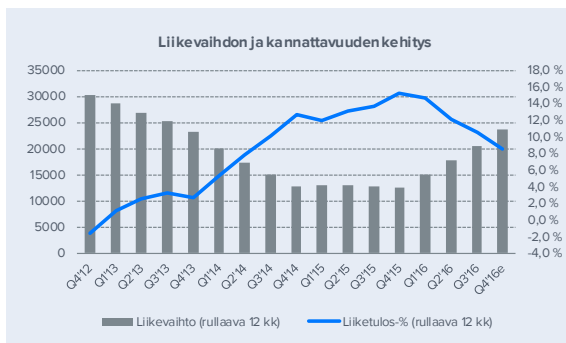
Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	3,77	2,93	5,82	6,56	6,60	4,32	4,32	4,32
Markkina-arvo	13987	10871	21606	25584	26046	25186	25186	25186
Yritysarvo (EV)	10755	8391	20229	20577	18240	20054	20562	20008
P/E (oik.)	13,0	neg.	273,5	23,4	18,0	23,3	18,3	14,5
P/E	neg.	neg.	neg.	22,0	21,9	neg.	26,9	16,4
P/Kassavirta	-25,1	-28,4	-256,5	4,8	7,5	190,9	55,2	15,3
P/B	1,2	1,3	3,3	3,0	2,5	1,3	1,3	1,2
P/S	0,4	0,4	0,9	2,0	2,1	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,9	1,6	1,5	0,8	0,9	0,9
EV/EBITDA	2,8	9,5	14,7	6,6	8,1	5,6	6,6	5,7
EV/EBIT	9,2	neg.	32,6	12,6	9,4	9,7	9,7	7,7
Osinko/tulos (%)	-63,7 %	0,0 %	-223,3 %	46,9 %	86,1 %	-94,5 %	105,7 %	76,0 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	0,0 %	6,4 %	2,1 %	3,9 %	3,7 %	4,0 %	4,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

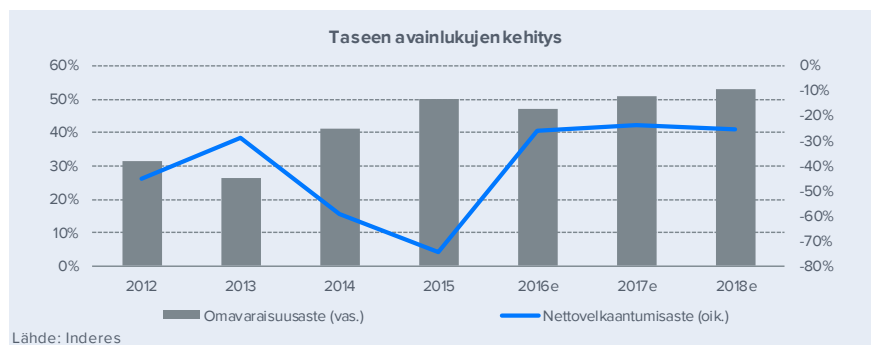


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	6048	7340	5217	21886	20993
Liikearvo	3295	2563	237	5137	5137
Aineettomat oikeudet	296	350	323	5099	4738
Käyttöomaisuus	566	716	695	1959	1728
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	4850
Vaihtuvat vastaavat	19143	13723	15653	20515	18299
Varastot	804	1275	1014	2253	1932
Muut lyhytaikaiset varat	5347	0	0	0	0
Myyntisaamiset	3736	4466	4683	8775	8411
Likvidit varat	9256	7982	9956	9487	7956
Taseen loppusumma	25191	21063	20870	42402	39292

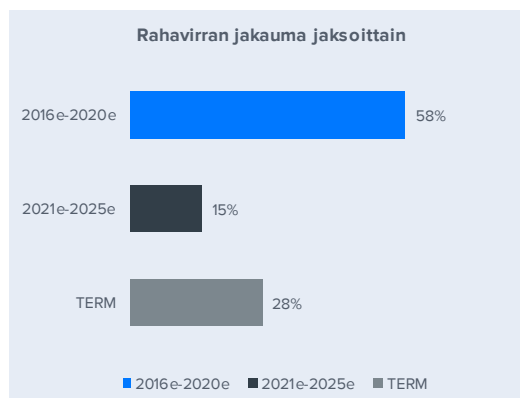
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	6467	8611	10446	19832	19859
Osakepääoma	246	246	246	246	246
Kertyneet voittovarot	2581	4710	6279	4265	4292
Omat osakkeet	-603	-988	-718	-718	-718
Uudelleenarvostusrahasto	80	22	148	148	148
Muu oma pääoma	4163	4621	4491	15891	15891
Vähemmistöosuus	193	58	21	100	100
Pitkäaikaiset velat	4353	5678	4488	9587	8357
Laskennalliset verovelat	195	32	62	500	500
Varaukset	242	873	726	1600	1600
Lainat rahoituslaitoksilta	3916	2576	2023	3987	2757
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	2197	1677	3500	3500
Lyhytaikaiset velat	14178	6716	5915	12882	10976
Lainat rahoituslaitoksilta	3411	290	164	312	519
Lyhytaikaiset korottomat velat	6039	6426	5751	12570	10456
Muut lyhytaikaiset velat	4728	0	0	0	0
Taseen loppusumma	25191	21063	20870	42402	39292



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	1688	-785	1511	2289	2817	2397	2445	1995	1780	1686	1703	
+ Kokonaispoistot	311	1512	992	949	881	811	756	715	684	674	672	
- Maksutut verot	-401	-1931	-179	-359	-466	-339	-353	-491	-438	-415	-420	
- verot rahoituskuluista	-51	24	-53	-43	-27	-20	-20	-20	-20	-20	-20	
+ verot rahoitustuotoista	10	-3	14	11	10	10	11	12	12	13	13	
- Käyttöpääoman muutos	-631	1488	-1428	-806	-483	-503	-34	-34	-35	-36	-18	
Operatiivinen kassavirta	927	304	856	2041	2733	2356	2806	2177	1984	1903	1931	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-667	2697	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	1930	-15869	-400	-400	-420	-440	-470	-470	-581	-633	-716	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2190	-12868	456	1641	2313	1916	2336	1708	1403	1270	1215	
+/- Muut	1274	13000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	3464	132	456	1641	2313	1916	2336	1708	1403	1270	1215	17574
Diskontattu vapaa kassavirta		13130	417	1389	1812	1390	1569	1062	809	678	600	8685
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	18541	18410	17994	16605	14793	13403	11834	10771	9963	9285	8685	
Velaton arvo DCF	18541											
- Korolliset velat												
+ Rahavarat												
-Vähemmistöosuus												
-Osinko/pääomapalautus												
Oman pääoman arvo DCF	25227											
Oman pääoman arvo DCF per osake	4,33											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu 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	22731,5
EBITDA	684,0	1660,0	1999,0	727,4	2502,5
EBITDA-marginaali (%)	2,9	13,0	16,0	3,1	11,0
EBIT	-74,0	170,0	1688,0	-784,6	1510,6
Voitto ennen veroja	-346,0	-238,0	1540,0	-1068,6	1388,8
Nettovoitto	-615,0	3810,0	2466,0	-986,7	959,8
Kertaluontoiset erät	-694,0	-1461,0	-252,0	-2850,0	-600,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	25191,0	21063,0	20870,0	42401,6	39292,1
Oma pääoma	6660,0	8669,0	10467,0	19932,5	19959,5
Liikearvo	3295,0	2563,0	237,0	5137,0	5137,0
Korolliset velat	7327,0	2866,0	2187,0	4299,0	3276,2

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	684,0	1660,0	1999,0	727,4	2502,5
Nettokäyttöpääoman muutos	374,0	-195,0	-631,0	1487,6	-1428,0
Operatiivinen kassavirta	454,8	779,3	926,7	304,1	856,3
Vapaa kassavirta	-84,3	5287,3	3463,7	131,9	456,3

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	0,16
EPS oikaistu	0,02	0,28	0,37	0,19	0,24
Operat. kassavirta per osake	0,12	0,20	0,23	0,05	0,14
Tasearvo per osake	1,74	2,21	2,65	3,40	3,33
Osinko per osake	0,37	0,14	0,26	0,16	0,17
Voitonjako, %	-223	47	86	-95	106
Osinkotuotto, %	6,4	2,1	3,9	3,7	3,9

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	neg.	22,0	21,9	neg.	26,2
P/B	3,3	3,0	2,5	1,3	1,3
P/Liikevaihto	0,9	2,0	2,1	1,1	1,1
P/CF	47,5	32,8	28,1	82,8	30,1
EV/Liikevaihto	0,9	1,6	1,5	0,8	0,9
EV/EBITDA	29,6	12,4	9,1	27,6	8,2
EV/EBIT	neg.	121,0	10,8	neg.	13,6

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
23.12.2014	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 €

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 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 sijoittajaviestinnän ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>