

Nordea

# Tillväxt kontra värde

Priset har betydelse...



## Inledning

Att investera i värdebolag eller tillväxtbolag är två olika investeringsfilosofier som utnyttjar det faktum att marknaderna inte alltid är effektiva, då de inte alltid återspeglar all tillgänglig information. Att använda en värde- eller tillväxtstrategi i portföljen kan potentiellt öka avkastningen, och vilken strategi som egentligen är mest framgångsrik har debatterats flitigt under åren.

Att investera i värdeaktier innebär att investera i företag som handlas till ett pris som anses ligga under dess fundamentala värde. Tillväxtaktier å andra sidan handlas till högre priser jämfört med nuvarande förutsättningar, men detta kan motiveras med att bolaget ifråga har tillväxtpotential och de stora vinsterna i framtiden. I en berömd studie fann Eugene Fama och Kenneth French att investerare som systematiskt exponerar sig mot värdeaktier kan uppnå en bättre avkastning jämfört med marknaden. Studien tyder på att marknaden tenderar att överskatta värdet på företag med högre förväntad framtida tillväxttakt – tillväxtbolag – och underskatta värdet på företag som handlas till ett lågt pris i förhållande till sina fundamentala faktorer – värdebolag.

Verkligheten är dock mycket mer komplex och det är inte helt enkelt att identifiera vilka företag som handlas under sitt fundamentala värde, eller vilka tillväxttakter som kommer infria förväntningarna om en ljusnande framtid. Även om värdeaktier tenderar att överträffa tillväxtaktier över tid, kan tillväxtaktier faktiskt gå bättre under långa perioder. Detta medför att en renodlad värde – eller tillväxtstrategi blir något riskfylld och det är avgörande att ta hänsyn till vid vilken tidpunkt den ena kommer att överträffa den andra. I den här publikationen vill vi ge dig som investerare fakta om dessa strategier ur olika perspektiv. Det blir en djupdykning i vad tillväxt- och värdeaktier egentligen är, vilken effekt räntenivån har, vilka fallgropar som finns, samt de nuvarande värderingarna i ett historiskt sammanhang.

### En titt i backspegeln...

Faktorinvesteringar har sina rötter i boken "The Intelligent Investor" (1949) av Benjamin Graham och trefaktormodellen som utvecklades av Eugene Fama och Kenneth French (1992). Trefaktormodellen var en förbättring av CAPM-modellen (Capital Asset Pricing Model), vilket är en enfaktormodell som försöker förklara aktieavkastningen genom dess samvariation med marknaden, mätt som "beta" eller marknadsrisk.

En aktie med högt beta är mycket känslig för allmänna marknadsrörelser, medan en aktie med lågt beta är mindre känslig. Eftersom aktiemarknaden förväntas stiga över tid, förväntas aktier med högt beta ha högre avkastning (och risk), medan aktier med lågt beta förväntas ha lägre avkastning (och risk). CAPM tyder på att de delar av aktieavkastningen som inte kan förklaras av beta är slumpmässiga. Dessutom kan CAPM inte fullt ut ta hänsyn till det faktum att vissa företag har högre avkastning än andra företag. Det var just denna del som Fama och French undersökte och i sin första modell hävdade de att avkastningen för en aktie faktiskt kan förklaras av dess exponering mot tre faktorer: marknadsfaktorn, storleksfaktorn och värderingsfaktorn. Den här publikationen handlar uteslutande om värderingsfaktorn.

## Definition av tillväxtaktier och värdeaktier

Ett vanligt sätt att definiera tillväxt- respektive värdeaktier är att se till sektorsammansättningen. Tillväxtaktier förknippas ofta med tekniksektorn, eftersom det är där vi vanligtvis hittar de snabbast växande företagen. Värdeaktier förknippas i stället med sektorer som allmännyttiga företag eller banker. Dessa företag har mer stabila och mogna verksamheter med en måttlig förväntad tillväxttakt. Detta är emellertid en förenklad bild och man behöver gå djupare för att fullt ut förstå vad som skiljer bolagen åt. I grund och botten handlar det om värderingen av företagen ifråga. Även om teknikaktier generellt tenderar att vara dyrare än finansaktier, ser vi ofta stora skillnader i priset på aktier inom samma bransch, och därmed kan värde- och tillväxtföretag hittas inom alla sektorer.

Värdering handlar om hur mycket en investerare måste betala för att bli aktieägare i ett företag för att på så vis få ta del av företagets vinst. Den naturliga frågan här är varför investerare ibland är villiga att betala ett högt pris för ett företag med låg vinst. För att svara på detta måste man komma ihåg att ett företags inneboende värde är det diskonterade värdet av alla framtida vinster. Tillväxtföretag är med andra ord företag som antas kunna öka sina vinster i en takt som är betydligt högre än marknadens. Därför *framstår* tillväxtbolag som dyra mätt med traditionella nyckeltal, men de kan ändå vara billiga om bolaget lyckas leva upp till de högt ställda förväntningarna. Tillväxtaktier återfinns ofta i branscher som är på stark frammarsch och har innovativ teknik. Värdebolag, å andra sidan, är bolag där investerarna bara är villiga att betala ett relativt lågt pris för bolaget i förhållande till dess vinst, eftersom investerarna inte förväntar sig någon betydande tillväxt i framtiden. Ofta kan detta förklaras med att företagen är relativt mogna eller ingår i en bransch där tillväxtmöjligheterna är begränsade. Med andra ord baseras investeringen i ett värdebolag till stor del på bolagets nuvarande situation – "what you see is what you get". Det är viktigt att förstå att både värde- och tillväxtinvesteringar utnyttjar potentiella felprissättningar på aktiemarknaden. Värdeinvesteraren anser att värdebolaget är värt mer än vad priset återspeglar, medan tillväxtinvesteraren anser att priset inte fullt ut återspeglar (tillväxt)bolagets potential.

### EPS = Resultat per aktie

Vinst per aktie (EPS) beräknas som ett företags vinst dividerat med antalet utestående stamaktier. Detta nyckeltal fungerar som en indikator på ett företags lönsamhet.

### P/E = Pris i förhållande till vinst

P/E-talet (Price-to-Earnings ratio) är ett nyckeltal för värdering av ett företag som mäter den aktuella aktiekursen i förhållande till vinsten per aktie (EPS). Kvoten mellan pris och vinst kallas ibland också för prismultiplikel eller vinstmultiplikel.

### P/B = Pris i förhållande till bokfört värde

P/B-talet avspeglar det värde som marknaden tillmäter ett företags eget kapital i förhållande till det bokförda värdet på det egna kapitalet.

### P/S = Pris i förhållande till försäljning

Pris/försäljning (P/S) mäter förhållandet mellan ett företags marknadsvärde och dess intäkter. En investerare bör vara medveten om att vinstmarginalerna kan variera mycket mellan olika branscher och därmed göra P/S-talet otillräckligt när man jämför företag från olika branscher. Likväl är P/S-talet lämpligt när man vill jämföra liknande företag som ännu inte genererar vinst.

## Fallgropar: tillväxtbubblor och värdefällor

För att framgångsrikt kunna välja mellan värde- och tillväxtaktier behöver man som investerare noggrant analysera företagets resultat, tillväxttakt och värdering. Detta är inte gjort i en handvändning – både värde- och tillväxtinvesteringar har sina fallgropar. För tillväxt är den centrala fallgropen när hypen kring en viss aktie når nivåer som vida överstiger vad företaget kan leva upp till. Det mest välkända exemplet på detta är IT-bubblan som sprack år 2000. Alla aktier som på något sätt var relaterade till internet pressades upp till obegripliga prisnivåer, vilket ledde till att majoriteten av de företag som var prissatta för att ta över världen oundvikligen gick under, ofta utan att någonsin ha gått med vinst. Värderingen av tillväxtaktier beror till stor del på synen på den framtida tillväxttakten. Framtiden är emellertid oviss och även små felprissättningar kan påverka värderingen kraftigt. Det kan göra tillväxtbolag till offer för spekulation och prismomentum, vilket ofta förvärras i tider av låga räntor och överskottslikviditet. Att missbedöma framtida tillväxttakt för aktier med hög tillväxt kan vara smärtsamt eftersom sentimentet kan vända snabbt, vilket vi såg både i kölvattnet av IT-bubblan och coronapandemin.

Att identifiera företag som handlas nära eller under det inneboende värdet är inte heller trivialt och det är avgörande att man inte misstar ett verkligt värdefullt företag för en så kallad "värdefälla". En värdefälla är en investering som verkar vara undervärderad, men som i själva verket bara är en dålig investering - med andra ord: aktien är billig av en anledning. Värdefällor kan uppstå när ett företags finansiella resultat sjunker och sannolikt inte kommer att återhämta sig, eller när ett företag har allvarliga underliggande problem som höga skuldnivåer, konkurrenstryck eller minskad marknadsandel. Ofta dras man till värdefällor eftersom de verkar vara ett bra köptillfälle till ett lågt pris. Men om de underliggande problemen inte kan åtgärdas kan företagets finansiella resultat fortsätta att försämrats, och aktiekursen kan förbli låg eller till och med falla ytterligare. För att undvika värdefällor är det viktigt att man noggrant undersöker och analyserar ett företags finansiella resultat och framtidsutsikter. Exempel på faktorer att ta hänsyn till inkluderar företagets resultat- och intäktsrender, konkurrenssituation, skuldnivåer och ledningens kompetens.

### Beteendekonomi

Beteendekonomi är ett forskningsområde som kombinerar insikter från psykologi och ekonomi för att förstå hur människor fattar finansiella beslut. Området försöker förklara varför människor ofta beter sig irrationellt när det gäller att hantera pengar och hur dessa beteenden kan påverka finansmarknaderna. Förklaringen är att människor påverkas av fördomar, känslor och andra psykologiska faktorer som har betydelse för beslutsfattandet. Några av de viktigaste begreppen inom beteendekonomi är:

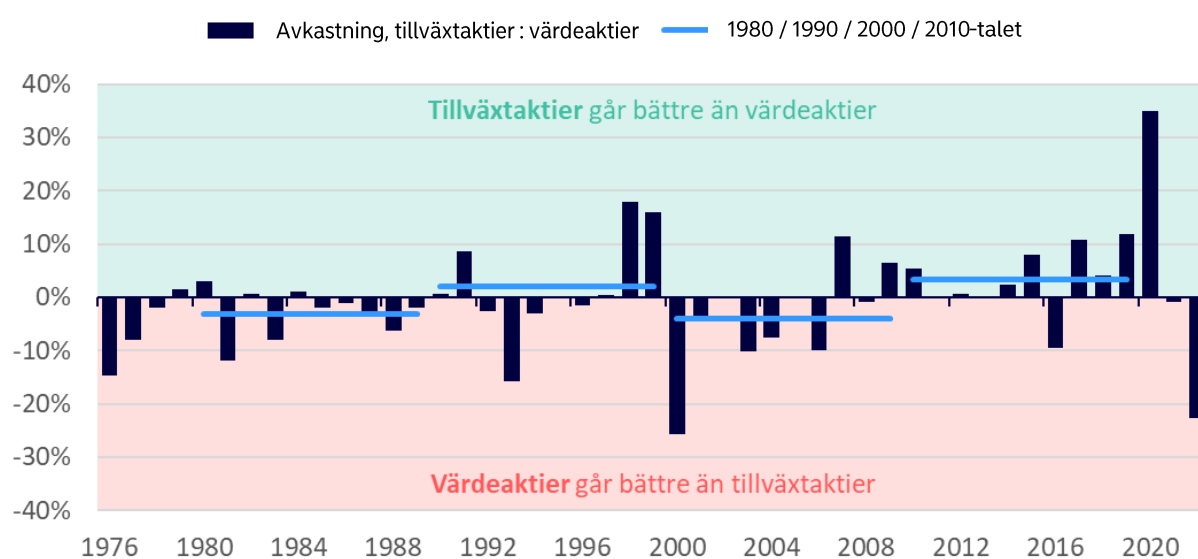
- **Flockmentalitet:** att människor kan påverkas av vad andra människor gör
- **Bekräftelsefördomar:** människors tendens att ta till sig information som bekräftar de befintliga åsikterna
- **Ägandeeffekt:** att människor sätter ett högre värde på något som de redan äger jämfört med något som de inte äger
- **Förankringseffekt:** att förlita sig för mycket på den första informationen man får om ett ämne

När det gäller tillväxtaktier kontra värdeaktier finns det flera teorier om hur man ska tolka resultaten från Fama och French. "Fear of Missing out" (FOMO) är ett exempel på flockmentalitet och kan vara en av förklaringarna till varför investerare är villiga att betala för mycket för vissa (tillväxt)aktier, medan de mer "tråkiga" (värde)aktierna tenderar att förbises av investerare, och därför handlas till ett lägre pris än vad fundamentala faktorer motiverar.

## Historisk utveckling

Sedan mitten av 1970-talet, då många av de vanligaste aktieindexen startade, har värdeaktier utvecklats något bättre än tillväxtaktier. Som vi kan se har den relativa utvecklingen varierat mellan olika årtionden, men det gångna decenniet har onekligen varit särskilt gynnsamt för tillväxtaktier. Vilket aktieslag som har presterat bäst beror helt klart på vilken tidsperiod man tittar på. Sedan mitten av 1970-talet har dock värdeaktier haft en genomsnittlig årlig avkastning på 10,4%, medan motsvarande för tillväxtaktier bara nått upp till 9,4%. Att värdeaktier presterar bättre är i linje med resultaten i Famas och French studie och förklarar varför vissa investerare sedan dess har föredragit viss exponering mot värdeaktier.

Graf 1: Historisk avkastning för tillväxtaktier relativt värdeaktier



Även om värdeinvesteringar på lång sikt har överträffat tillväxtinvesteringar är det anmärkningsvärt hur den senare har dominerat marknaderna under perioden 2007-2021. Bilden förändrades drastiskt under 2022, och man kan naturligtvis fråga sig om det var början på en mer långvarig period av överavkastning för värdeaktier. Det är förmodligen för tidigt att dra den slutsatsen, även om den relativa prissättningen mellan tillväxt och värde, som vi beskriver i detalj längre ned, kan tyda på att tillväxtutvecklingen inte kommer att vara lika dominerande framöver.

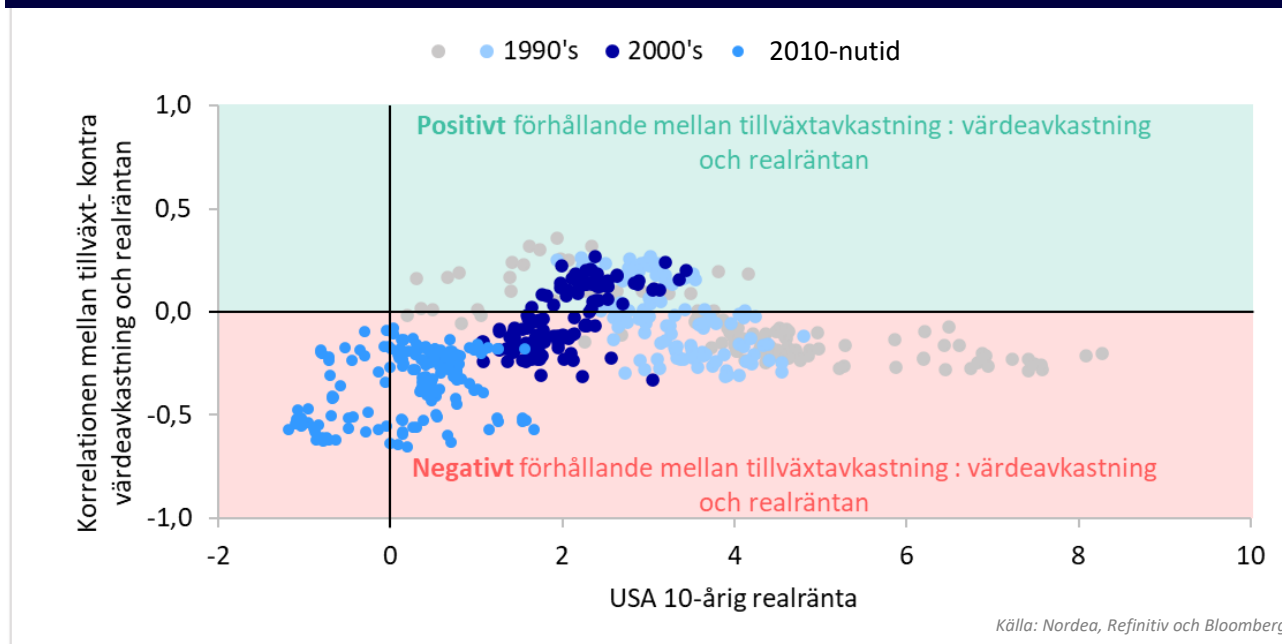
Därutöver behöver man beakta frågan om timing. Även om investerarna skulle kunna förutspå vilket aktieslag som kommer att överträffa det andra under det kommande decenniet, är den exakta tidpunkten för rotationen lika viktig. Som alltid när det gäller investeringar är det svårt att tajma marknaden och detta faktum bör inte underskattas.

## Räntans effekt

En av de vanligaste underliggande drivkrafterna bakom tillväxt- och värdeutveckling är (real)räntor och förändringar i dessa. Räntenivån påverkar framför allt på två sätt. Det första är diskonteringsränteeffekten: när räntorna sjunker gynnas aktier i allmänhet eftersom deras kassaflöden diskonteras med lägre räntesatser, vilket ger ett högre nettonuvärde. Tillväxtföretag torde dock vara mer känsliga för förändringar i diskonteringsräntorna eftersom en större del av deras vinster förväntas i framtiden. Det är åtminstone teorin. Det andra sättet som räntorna påverkar är effekten på bolagens framtida vinster. För vissa företag leder högre räntor till högre vinster, medan det har motsatt effekt hos andra företag. De här två sätten som räntan påverkar behöver inte nödvändigtvis verka i samma riktning, och det är inte säkert att de påverkar värde- och tillväxtbolag på samma sätt. Detta är viktigt att ha i åtanke när man analyserar ränteeffekterna på värde- och tillväxtbolag.

En enkel korrelation, som visar hur (real)räntorna och respektive aktieslags kursutveckling rör sig i förhållande till varandra, stöder att tillväxt- kontra värdeavkastning ibland är negativt korrelerad med en förändring av (real)räntorna. Negativ korrelation innebär i det här fallet att tillväxtaktier presterar bättre än värdeaktier när räntorna faller. Sambandet är dock inte konstant över tid. Under längre perioder är korrelationen tvärtemot vad man borde förvänta sig; det vill säga att värdeaktier har utvecklats bättre när räntorna har sjunkit och vice versa.

Graf 2: Avkastning för tillväxtaktier relativt värdeaktier och dess korrelation till realräntan



Korrelationen har varit särskilt stark under det senaste årtiondet, men sett till hela tidsperioden i vårt urval är den tvärtemot svag. Det tyder på att andra faktorer än räntor också har spelat in under det senaste decenniet. Exempelvis är förändringar i räntor ofta förknippade med förändringar i tillväxt- och inflationsförväntningar, vilket kan påverka framtida kassaflöden. Efter den stora finanskrisen har den globala BNP-tillväxten i genomsnitt varit 3,1%. Under decenniet dessförinnan var den globala tillväxten i genomsnitt 4,2%. De något svagare tillväxtutsikterna och den låga inflationen kan ha ökat aptiten för tillväxtaktier och därmed överdrivit effekten av räntorna i en enkel korrelationsanalys. Dessutom finns tillväxtaktier ofta inom innovativa branscher, varför tillväxtutvecklingen under det senaste decenniet kan handla mer om en växande teknik- och IT-sektor än om lägre räntor.

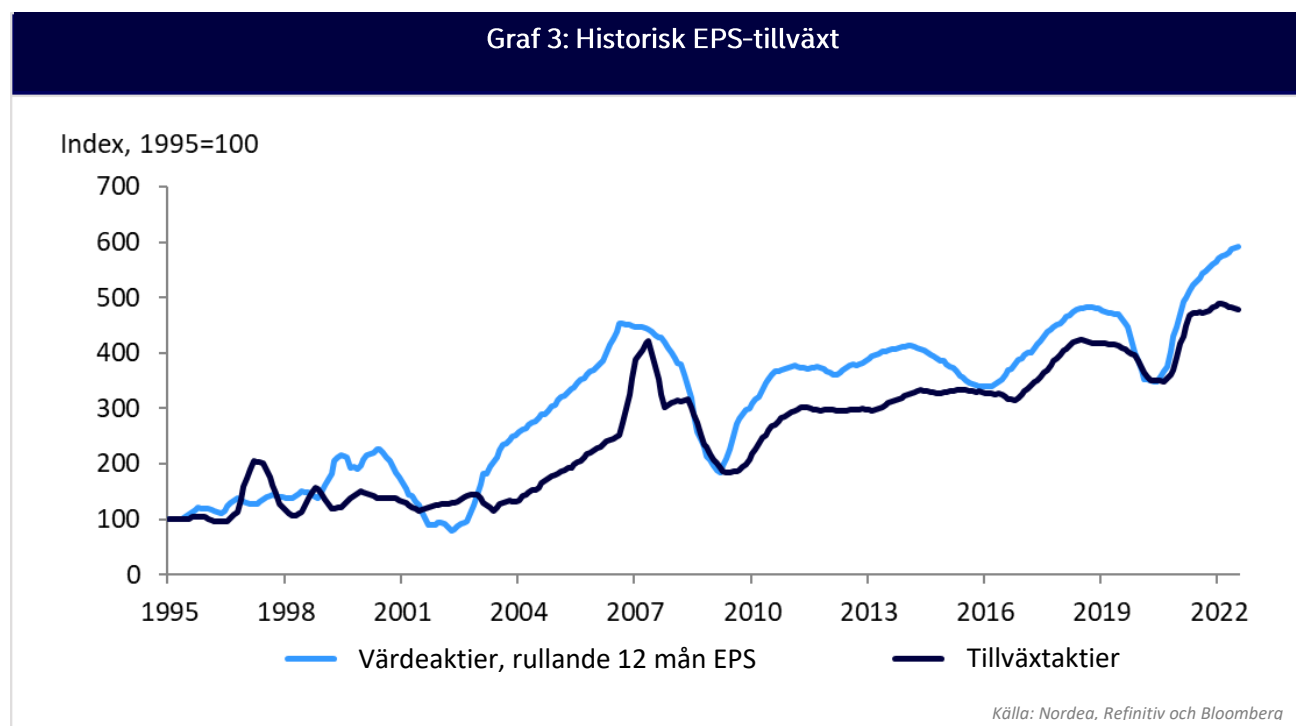
Det faktum att tillväxtinvesteringar har överavkastat i takt med lägre räntor har ändå fått många att tro att räntorna är en viktig drivkraft för att tillväxtaktier ska prestera bättre än värdeaktier. Argumenten för detta är svaga, men samtidigt måste vi tillstå att detta i viss mån har blivit en självuppfyllande profetia.

## Hur mycket tillväxt finns egentligen i tillväxtbolagen?

Allt annat lika bör investerare vara villiga att betala mer för en aktie som ökar sin vinst i snabb takt. Det är också därför tillväxtaktier vanligtvis handlas till ett högre P/E-tal än värdeaktier. Men hur mycket snabbare växer egentligen tillväxtbolagens vinster?

En tillbakablick på utvecklingen sedan 1995 ger tyvärr inget entydigt svar. Sedan 2005 är den årliga EPS-tillväxten 3,5% för värdeaktier och 5,6% för tillväxtaktier. Enbart 2,1 procentenheters skillnad kanske inte låter så mycket, men det är en betydande ökning och den ackumulerade effekten ökar över tid.

Graf 3: Historisk EPS-tillväxt



Om vi backar och ser till hela perioden sedan 1995 har värdeaktierna faktiskt ökat sina vinster per aktie mer än tillväxtaktierna. En förklaring är att vissa aktier i samband med millennieskiftet stämplades som tillväxtaktier på grund av sitt höga pris, och inte på grund av sin höga vinsttillväxt. Dessutom var smärtan från IT-bubblan som sprack år 2000 kännbar i tillväxtsektorn under en längre tid. Det dröjde till 2005 innan vinsterna återhämtade sig ordentligt och började stiga på ett rimligt sätt. Som tidigare nämnts har det enorm betydelse under vilken period som betraktas och om den innehåller händelser som väsentligt påverkar EPS-tillväxten för värde- och tillväxtbolag.

Det är därför också viktigt att vara medveten om hur de olika indexleverantörerna definierar värde och tillväxt. Det är tyvärr ganska vanligt att en aktie återfinns i både värde- och tillväxtindex (dock med olika vikter), eftersom vissa billiga bolag också har hög vinsttillväxt, och vissa dyra bolag har låg vinsttillväxt. Därför måste man som investerare vara försiktig vid ett investeringsbeslut. Man får inte alltid exakt det man tror.

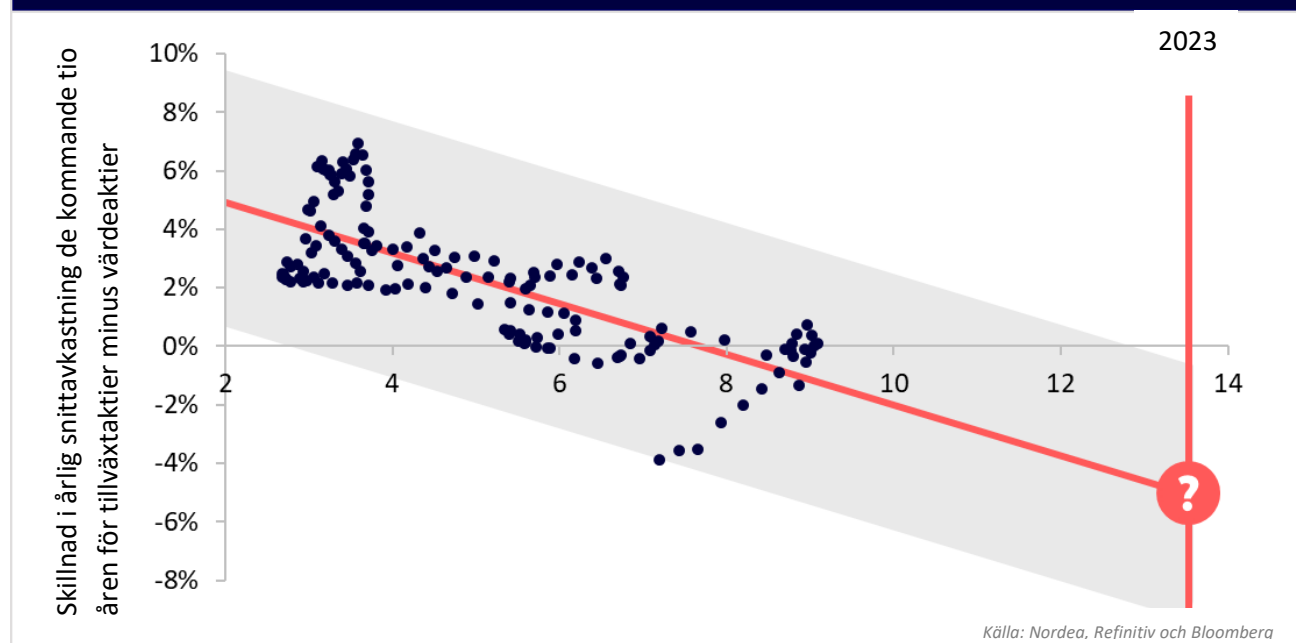
## Hur dyra är tillväxtaktier 2023?

Tillväxtaktier har lyckats öka sina vinster i snabbare takt än värdeaktier under de två senaste decennierna. Merparten av tillväxtaktiernas överavkastning beror dock på att investerarna har varit beredda att betala ett allt högre pris för tillväxtaktierna, dvs P (priset) har ökat mer än E (vinsten), och med högre P/E-multiplar som följd. Detta illustreras i diagrammet nedan. Kvoten mellan tillväxtaktiers P/E-tal och värdeaktiers ligger på mycket höga nivåer, vilket indikerar att tillväxtaktier är prissatta till en hög premie jämfört med värdeaktier.

Den höga premien för tillväxtaktier under de senaste åren är till stor del ett resultat av den höga värderingen av teknikföretag och tron på att dessa stora företag kommer att dominera framtiden. Huruvida värderingarna kan motiveras eller inte återstår att se. Med detta sagt fann Famas och French studie stöd för olika värderingsnivåer företag emellan, vilket kan förklara varför vissa företag har högre genomsnittlig avkastning. Man kan också se på detta ur motsatt synvinkel genom att studera om nuvarande värdering hänger samman med avkastningen under det kommande decenniet. Intressant nog visar det sig att P/E innehåller en förutsägbarhet för framtida avkastning.

För närvarande ser vi extrema värderingar i olika sektorer och branscher, och i ett historiskt sammanhang skulle den nuvarande premien för tillväxtaktier peka på en lägre avkastning den kommande tioårsperioden. Detta framgår tydligt av graf 4. Den horisontella axeln visar skillnaden i värdering mellan tillväxtaktier och värdeaktier. Den vertikala axeln visar den efterföljande genomsnittliga årsavkastningen sett över tio år. En hög tillväxtpremie leder alltså i genomsnitt till en svag utveckling för tillväxt- kontra värdeaktier under det kommande decenniet. Med andra ord - priset du betalar har betydelse. Diagrammet baseras på tioåriga avkastningsdata från juni 2000 till februari 2013. Prognosen för 2023 är baserad på historiska samband, så vi får vänta tio år för att se om historien upprepar sig.

Graf 4: Relativ värdering av tillväxtaktier kontra värdeaktier, och skillnad i genomsnittlig årlig avkastning de efterföljande tio åren



Man bör naturligtvis vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser. Tillväxtaktierna var redan högt värderade 2017 ur en historisk kontext, men överpresterade likväl gentemot värdeaktier under de kommande fyra åren. Samtidigt befinner sig marknaderna i ständig förändring. Detta understryker (återigen) vikten av att vara försiktig när man som investerare ska försöka tjäna aktieköpen. Kanske kommer



nuvarande värderingar av vissa tillväxtbolag att se låga ut i framtiden när vi har implementerat morgondagens teknik.

## Slutsats

Under de senaste årtiondena har tillväxtaktier och värdeaktier om vartannat genererat överavkastning i förhållande till varandra. Detta kommer sannolikt att vara fallet även framöver. Vi vet inte vad framtiden för med sig, men det vi vet är:

- Den relativa utvecklingen mellan värdeaktier och tillväxtaktier har historiskt sett skiftat i cykler på 10-15 år
- De senaste 15 åren har dominerats av tillväxtaktier
- Värdeaktier har överavkastat under perioder med högre räntor, men man bör vara försiktig med att göra en direkt koppling till räntenivån eftersom det finns så många andra parametrar som påverkar aktiekursen
- År 2023 är tillväxtaktier historiskt dyra i förhållande till värdeaktier

Vi anser att det senare är ett starkt argument för en kommande period i värdeaktiernas favör, medan den tekniska revolutionen är det främsta argumentet för fortsatt dominans av tillväxtaktier. Viktigast är emellertid att vara uppmärksam och komma ihåg vikten av diversifiering. Vi har ännu inte sett varken den sista tillväxtbubblan eller värdefällan.

### Hur man investerar

För att få exponering mot värde- eller tillväxtfaktorn krävs ett stort antal motsvarande aktier för att undvika eller minska de företagsspecifika riskerna. Därför tar många investerare exponering genom en fond, där en portföljförvaltare väljer ut de mest attraktiva aktierna inom ramen för uttalad strategi.

Värdeorienterade fonder har ofta namn som "Value", "Stability" eller "Dividend", medan tillväxtorienterade fonder snarare har namn som "Growth", "Opportunity" eller "Disruption".

Fondnamn är dock inte alltid så tydliga, så vi uppmantrar alltid investerare att söka professionell rådgivning, inte minst för att säkerställa att allokeringen är rätt i ett portföljsammanhang. Ett investeringsråd som ges av en professionell rådgivare innebär dessutom en lämplighetsbedömning av investerarens finansiella mål och situation, och säkerställer att den rekommenderade produkten är lämplig.

För investerare med egen förvaltning finns en indikator på fondens värde/tillväxtinriktning i Morningstars så kallade "style box".

## ANSVARFRISKRIVNING

### Ursprunget till denna publikation eller rapport

#### Om Investments

Investments ger råd till privatkunder samt små och medelstora företag i Nordea avseende investeringsstrategier och allmänna investeringsråd. Rådgivningen omfattar tillgångsallokering. Koncernens bolag övervakas av finanstillsynsmyndigheterna i sina respektive hemländer.

#### Innehållet i denna publikation eller rapport

Denna publikation eller rapport har enbart utarbetats av Investments. Åsikter eller förslag från Investments kan avvika från rekommendationer eller yttranden som lagt fram av Nordea Markets (en enhet inom koncernen) eller andra avdelningar eller bolag inom Nordeakoncernen. Detta kan exempelvis bero på olikheter i tidsperspektiv, metod, sammanhang eller andra faktorer. De huvudantaganden som ligger till grund för prognoser, riktkurser och uppskattningar i analyser som citerats eller återgivits återfinns i analysmaterialet från de namngivna källorna. Publiceringsdatum framgår av det analysmaterial som citerats eller återgivits. Omdömen och prognoser kan justeras i senare versioner av publikation eller rapporten, förutsatt att det aktuella bolaget eller emittenten behandlas på nytt i sådana senare versioner av publikationen eller rapporten. Denna publikation eller rapport har inte granskats av någon emittent som nämns i publikationen eller rapporten innan den publicerades.

#### Giltigheten av denna publikation eller rapport

Samtliga omdömen och uppskattningar i denna publikation eller rapport har, oavsett källa, angivits i god tro och är eventuellt endast giltiga vid den tidpunkt då publikationen eller rapporten offentliggörs och kan ändras utan förvarning.

#### Inte individuell placerings- eller skatterådgivning

Denna publikation eller rapport är endast avsedd att ge allmän och inledande information till investerare och skall inte tolkas som grund för eventuella investeringsbeslut. Denna publikation eller rapport har utarbetats av Investments som allmän information för privat bruk för investerare till vilka denna publikation eller rapport har delats ut, men är inte tänkt som en personlig rekommendation om finansiella instrument eller strategier och innehåller alltså inte individuellt anpassade råd. Inte heller tar den hänsyn till mottagarens ekonomi, befintliga tillgångar eller skulder, kunskaper om och erfarenhet av placeringar, placeringarnas syfte och tidshorisont eller riskprofil och preferenser. Investeraren måste särskilt se till lämpligheten av sin investering när det gäller hans eller hennes ekonomiska och skattemässiga situation och investeringar. Investeraren bär alla risker för förluster i samband med en investering. Innan mottagaren fattar beslut baserat på information i denna publikation eller rapport rekommenderas att han eller hon konsulterar sin finansiella rådgivare. Informationen i denna publikation eller rapport skall inte betraktas som råd om de skattemässiga konsekvenserna av att göra något särskilt investeringsbeslut. Varje investerare skall göra sin egen bedömning av skatte- och andra ekonomiska konsekvenser av sin investering.

## DISCLAIMER

Nordea gives advice to private customers and small and medium-sized companies in Nordea regarding investment strategy and concrete generic investment proposals. The advice includes allocation of the customers' assets as well as concrete investments in national, Nordic and international equities and bonds and in similar securities. To provide the best possible advice we have gathered all our competences within analysis and strategy in one unit - Nordea Investment Center (hereafter "IC").

This publication or report originates from: Nordea Bank Abp, Nordea Bank Abp, filial i Sverige, Nordea Bank Abp, filial i Norge and Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank Abp, Finland (together the "Group Companies"), acting through their unit Nordea IC. Nordea units are supervised by the Finnish Financial Supervisory Authority (Finanssivalvonta) and each Nordea unit's national financial supervisory authority.

This publication or report is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as the sole basis for an investment decision. This publication or report has been prepared by IC as general information for private use of investors to whom the publication or report has been distributed, but it is not intended as a personal recommendation of particular financial instruments or strategies and thus it does not provide individually tailored investment advice, and does not take into account your particular financial situation, existing holdings or liabilities, investment knowledge and experience, investment objective and horizon or risk profile and preferences. The information in this publication or report does not imply that certain investments are suitable for a particular investor as regards his/her financial and fiscal situation and investment objectives. The investor bears all the risks of potential losses in connection with an investment.

Before acting on any information in this publication or report, it is recommended that the investor consults his/her financial advisor. The information contained in this report does not constitute advice on the tax consequences of making any particular investment decision. Each investor shall make his/her own appraisal of the tax and other financial advantages and disadvantages of his/her investment.