

## Valmet salkkuun Volvon tilalle

- Rakenteellinen muutos ei heijastu osakkeessa
- Arvostus historiallisen haarukan alalaidassa
- Vahva tase ja 5 %:n osinko

Nostamme Valmetin (+4 %) salkkuun Volvon (-6 %) tilalle. Molemmat osakkeet ovat syklisiä, ja liikkuvat teollisuusluottamuksen mukana, mutta Volvo on ollut selvästi Valmetia ja laajempaa markkinaa vahvempi nostettuamme osakkeen salkkuun pari kuukautta sitten. Mielestämme Valmetin viime vuosien laadunkohennus ei tällä hetkellä saa sijoittajilta ansaitsemaansa arvoa, joten nostamme osakkeen uutena salkkuun mielestämme hieman Volvoa houkuttelevampana poimintana.

Viimeisen 10 vuoden aikana Valmet on ajanut ylös vakaiden liiketoimintojen osuutta ja muokannut laiteliiketoimintaansa joustavammaksi. Tämä on tehnyt liiketoiminnasta vähemmän suhdanneherkän, ja nostanut kannattavuutta määrätietoisesti. Neles-oston myötä vakaiden liiketoimintojen osuus kasvoi entisestään, ja tällä hetkellä vakaista toiminnoista tulee jo lähes 80 % tuloksesta. Tästä huolimatta osakkeen arvostus on matalampi kuin 10 vuotta sitten, ja oman arvostushistoriansa alalaidassa.

Osakkeen heikkous perustunee teollisuusluottamuksen laskuun, eli sijoittajat pelkäävät taantumaa, ja siten myös tulosromahdusta Valmetilla. Sisällytämme ennusteisiimme tilausten laskun ensi vuonna, mikä puolestaan johtaa tuloksen laskuun vuonna 2024, mutta myös tämä huomioiden arvostus on hyvin houkutteleva.

Olemme ennustaneet sellun hintojen laskua ensi vuodelle, mikä teollisuuden yleisen hidastumisen ohella painanee uusia tilauksia matalammaksi. On kuitenkin hyvä huomioida, että Kiinassa sellu- ja pakkaustilausten näkymät ovat valoisat suhdanteesta huolimatta, sillä Kiina havittelee ajan mittaan parempaa omavaraisuutta. Kiina on noin 20 % Valmetin liiketoiminnasta. Lisäksi yhtiön kannattavuus palveluliiketoiminnassa on joitain prosenttiyksiköitä lähimpiä verrokkeja matalampi, joten näemme kannattavuusparannusmahdollisuuksia myös palvelujen puolella.

Valmetin EV/EBIT-arvostus on noin 10, jolloin osake on normaalia suuremmassa alennuksessa suhteessa verrokkeihin. Kassavirtatuotto ylittää myös 10 %:n tason ja osinkotuotto on yli 5 % ja tase vahva.

## Volvo tekee tilaa Valmetille

Volvon osake ei ole nousustaan huolimatta vielä kallis, mutta nopean nousunsa myötä riskit ovat etenkin lyhyellä tähtäimellä kallellaan alaspäin. Uskomme pääsevämme osakkeeseen mukaan myöhemminkin paremmilla tasoilla.

## Valmet – SISÄÄN (+4 %)

### Valmet

Osakekurssi	EUR 25.17
Markkina-arvo (milj.)	4,645
Maa	Suomi
Sektorit	Teollisuus
ISIN	FI4000074984

AVAINLUVUT	2021	2022	2023
Liikevaihdon kasvu	5.2%	28.3%	7.2%
EPS kasvu	22.4%	-13.4%	23.5%
EBIT-marginaali	10.5%	8.6%	9.5%
P/E (adj.)	12.0	14.8	12.0
Osinkotuotto	4.0%	5.2%	5.6%

### Valmetin osakekurssi, 12kk, EUR



Lähde: Nordea, Factset

## Mowi – Kovia kokeneen sektorin suosikki

- Kovia kokeneella sektorilla arvostukset nyt kohdillaan
- Mowi on suosikkipoimintamme sektorilta
- Positiivista yllätysvaraa usealla rintamalla

Lohisektori on ollut viime aikoina tuntuvasa vastatuudessa, ja viimeisin romahdus sektorin osakkeissa perustui Norjan asettamiin veronkorotuksiin sektorin toimijoille. Norjalaisen lohentuotannon marginaaliveroastetta nostettiin 22 %:sta jopa 62 %:iin. Sijoittajat ovat kuitenkin nopeasti hinnoitelleet ikävän yllätyksen sektorin osakkeisiin, joten osakekurssit heijastavat jo täysimääräisesti korkeampaa veroastetta. Mielestämme riskit ovatkin jo kääntyneet positiivisen puolelle, emmekä yllättyisi jos veron yksityiskohtia hieman muokattaisiin lohihtiöille suotuisaan suuntaan.

Sektorin haasteena on myös ollut inflaatio, joka on nostanut rehun hintaa huomattavasti. Analytikoiden ennusteet ovat tosin jo nousseet kustannusten osalta tuntuvasi, ja kustannuspaineen helpottuminen olisi jo positiivinen ajuri tulosennusteille.

Mowi on suosikkimme sektorilta. Osakkeen arvostus on viiden vuoden pohjissaan P/E:n ollessa 13 ensi vuoden tulosennusteilla. Maailman suurimpana lohenkasvattajana (20 % maailmanlaajuisesta kapasiteetista) Mowi on houkutteleva tapa ottaa kiinni lohisektorin rakenteellisesta kasvusta (terveellisempi proteiininlähde), minkä lisäksi yhtiön laaja maantieteellinen hajautus tuo liiketoimintaan vakautta suhteessa moneen muuhun sektorin toimijaan.

Lohen kysynnän kasvu on rakenteellista, joskin kuluttajien ostovoiman heikkeneminen todennäköisesti tulee osaltaan rajaamaan kasvua lyhyellä tähtäimellä. Kysynnän ja tuotannon tasapaino tulee kuitenkin pysymään tiukkana, sillä Norjassa lohen kokonaistuotanto on laskemassa 2 % viimeisten ennusteiden mukaan ja Chilessä jopa 8 %. Perinteisesti lohen hinta on saanut hyvin tukea kun tuotanto kasvaa maailmanlaajuisesti alle 6 %:n vauhtia. Analytikot odottavat tällä hetkellä valmiiksi kustannusten nousevan ja lohen hintojen laskevan, mikä jättää molemmissa yllätysvaraa positiivisempaan suuntaan. Lisäksi pienetkin kompromissit uudessa verossa voivat nostaa tulosta 5-10 %.

## Uusille yhtiöille tilaa saavat tehdä Volvo ja Aker BP

Nostamme 3 yhtiötä uusina salkkuun yhteispainolla 10 %. Tilaa saavat tehdä Volvo (-6 %) ja Aker BP (-4 %).

## Mowi – SISÄÄN (+4 %)

Mowi on maailman suurin lohen kasvattaja. Yhtiön tuotannon päämarkkina on Norja, mutta toimintaa on myös mm. Chilessä ja Kanadassa. Myynnin osalta yhtiön markkina-alue on maailmanlaajuinen, mutta 75 % myynnistä suuntautuu Eurooppaan.

### Mowi

Osakekurssi	NOK 151.3
Markkina-arvo (milj.)	78,239
Maa	Suomi
Sektori	Päivittäistavarat
ISIN	NO0003054108

AVAINLUVUT	2021	2022	2023
Liikevaihdon kasvu	11.9%	22.9%	1.1%
EPS kasvu	65.1%	97.2%	-28.6%
EBIT-marginaali	16.8%	20.4%	18.8%
P/E (adj.)	18.3	10.5	14.6
Osinkotuotto	3.0%	5.0%	3.9%

### Mowin osakekurssi, 12kk, NOK



Lähde: Nordea, Factset

## Vår Energi – Akeriakin edullisempi energiayhtiö

- Yli 30 %:n kassavirtatuottoa lähivuodet
- Yli 10 %:n osinkotuotto
- Verrokkeja edullisempi paremmasta kasvusta huolimatta

Energiayhtiö Vår Energi on puhtaasti Norjan edustalla toimiva kaasu- ja öljy-yhtiö, joka listautui vajaa vuosi sitten. Vår Energi on yksi suurimpia kaasuntoimittajia Eurooppaan, ja kaasu on tällä hetkellä 35 % yhtiön tuotannosta. Öljy vastaa 65 % tuotannosta, mutta uusien kenttien päästessä tuotantovauhtiin öljyn osuus nousee kohti 80 % tuotantojakaumasta.

Vår Energin tuotannon odotetaan kasvavan nykyisestä vajaasta 250 tuhannesta tynnyristä päivässä reiluun 350 tuhanteen tynnyriin päivässä vuonna 2025. Kasvu perustuu 12 kentän tuotannon ylösajoon, jotka kaikki ovat jo saaneet hyväksynnän. Lisäkasvua on mahdollista saavuttaa uusilla löydöillä. Yhtiön tuotantokustannus on tällä hetkellä noin 12 dollaria tynnyriltä, eli lähimpiä norjalaisverrokkeja korkeampi, mutta keskikustannus laskee lähemmäs verrokkeja uusien tehokkaiden kenttien saavuttaessa tuotantovaiheen seuraavan parin vuoden aikana. Equinor toimii operaattorina 70 %:ssa Vår Energin kentistä.

Vår Energi erottuu lähimmästä verrokista Aker BP:stä matalammalla arvostuksella, nopeammalla kasvulla, suuremmalla kaasun osuudella (Akerissa öljy 85 %, kaasu 15 %), mutta myös hieman korkeammilla tuotantokustannustasoilla. Arvostus on Vår Energissa yli 15 % Akeria matalampi, ja kassavirtatuotto on Vår Energissa yli 30 %:n tasolla lähivuodet (Aker BP:llä noin 20 %). Taseen ollessa vahva yhtiö maksaa houkuttelevaa yli 10 %:n osinkoa.

Arvostusalen taustalla saattaa osaltaan olla odotus pääomistajien mahdollisista myynneistä (Eni omistaa 63 % ja Point 21 %), mutta tämä myös lisäisi likviditeettiä, jolloin vaikutus mahdollisista myynneistä saattaisi ajan myötä olla jopa positiivinen.

## Aker BP tekee tilaa Vår Energille

Nostimme Aker BP:n salkkuun alkuvuonna, ja osake onkin tukevasti plussalla kun samaan aikaan markkinat ovat laajemmin laskeneet. Emme kuitenkaan halua irtautua energiasektorista tällä hetkellä täysin arvostusten ollessa erittäin matalat. Nostamme kuitenkin Akerin tilalle Vår Energin, jonka arvostus on edullisempi (P/E 5,2 vastaan Akerin 6,1), kasvu on kovempaa, kassavirtatuotto on korkeampaa ja osinko houkuttelevampi (10 % ja kasvava vastaan Akerin 6 %).

## Vår Energi – SISÄÄN (+2 %)

Vår Energi on hiljattain listautunut Norjan edustalla toimiva öljy- ja kaasuyhtiö. Yhtiö on toiminut alueella yli 50 vuotta, ja nykykuotoon yhtiö muodostui kun Eni ja Point Resources yhdistivät Norjan toimintonsa vuonna 2018. Yhtiö operoi itse neljää kentää ja omistaa osuuden 32 kentässä. Equinor toimii operaattorina noin 70 %:ssa yhtiön kentistä.

### Vår Energrl

Osakekurssi	NOK 35.29
Markkina-arvo (milj.)	88,098
Maa	Suomi
Sektori	Energia
ISIN	NO0011202772

AVAINLUVUT	2021	2022	2023
Liikevaihdon kasvu	110.3%	65.2%	-6.8%
EPS kasvu	N/A	-21.1%	100.0%
EBIT-marginaali	#N/A N/A	66.8%	69.2%
P/E (adj.)	N/A	11.9	5.9
Osinkotuotto	N/A	8.7%	16.0%

### Vår Energin osakekurssi, 12kk, NOK



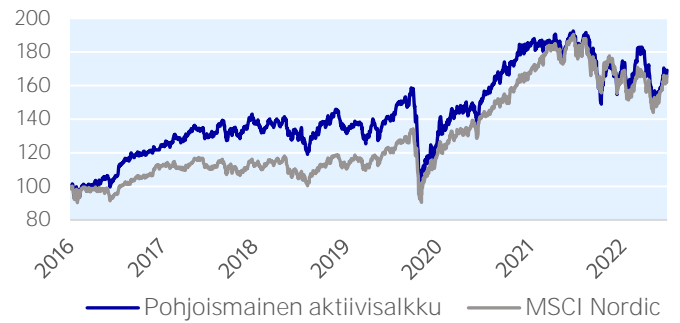
Lähde: Nordea, Factset

**TUOTTOKATSAUS**

23/11/2022 Tuotto (TR, EUR)

	Salkku	Indeksi	Alpha
MTD	6.3%	5.8%	0.4%
3M	-5.6%	0.4%	-6.0%
6M	0.6%	1.3%	-0.7%
YTD	-10.6%	-11.5%	0.9%
1Y	-9.8%	-9.6%	-0.2%
2Y	11.2%	16.6%	-5.3%
Alusta	69.0%	65.8%	3.3%

Lähde: Nordea, Factset

**SALKUN TUOTTO PERUSTAMISESTA**


Lähde: Nordea, Factset

**SALKKUYHTEENVETO**

Yhtiö/ Sektorit	Maa	Paino, %	Hinta	Tuotto, %			P/E (adj.)		DPS	Osinkotuotto	
				1 kk	YTD	12 kk	2021	2022		2021	2022
<b>Teollisuus</b>											
Atlas Copco	Ruotsi	4%	119 SEK	16.8	-1.0	9.2	30.9	24.5	N/A	N/A	N/A
DSV	Tanska	6%	1102 DKK	15.6	-27.6	-23.8	20.9	13.5	8.5	0.4%	0.8%
Intrum	Ruotsi	2%	159 SEK	12.6	-27.8	-30.7	6.1	5.3	13.5	8.2%	8.5%
Nibe	Ruotsi	2%	105 SEK	27.7	-22.8	-14.6	65.6	51.2	0.4	0.4%	0.4%
Valmet	Suomi	4%	25 EUR	6.3	-30.6	-28.0	12.0	14.8	1.3	4.0%	5.2%
<b>Päivittäistavarat</b>											
Essity	Ruotsi	6%	257 SEK	15.0	-10.1	-11.8	19.2	23.6	7.3	2.7%	2.8%
Mowi	Norja	4%	151 NOK	11.6	-24.8	-29.3	18.3	10.5	0.7	3.0%	5.0%
<b>Teleoperaattorit</b>											
Telia	Ruotsi	4%	29 SEK	8.0	-12.1	-13.6	18.3	18.3	2.0	6.8%	6.8%
Millicom	Luxemb	4%	143 SEK	17.7	-30.6	-42.2	N/A	4.3	0.0	0.0%	0.0%
<b>Perusteollisuus</b>											
Huhtamäki	Suomi	4%	36 EUR	1.7	-4.1	-1.9	17.3	14.5	1.1	2.6%	3.1%
Metsä Board	Suomi	2%	8 EUR	-2.5	-1.1	1.3	9.6	6.8	0.6	4.4%	7.1%
UPM	Suomi	6%	35 EUR	-0.7	8.3	11.7	15.8	11.2	1.4	3.7%	4.0%
<b>Energia</b>											
Neste	Suomi	4%	47 EUR	0.1	10.7	10.1	33.6	16.2	1.5	1.5%	3.1%
Vår Energi	Norja	2%	35 NOK	10.6	N/A	N/A	N/A	11.9	0.3	N/A	8.7%
<b>Terveydenhuolto</b>											
AstraZeneca	Yhdistyt	4%	1395 SEK	12.1	34.4	38.6	25.7	20.0	3.0	2.1%	2.2%
Bavarian Nordic	Tanska	4%	235 DKK	4.8	-12.5	-20.3	N/A	N/A	0.0	0.0%	0.0%
Novo Nordisk	Tanska	10%	843 DKK	6.0	16.4	18.9	40.1	34.2	12.3	1.2%	1.5%
<b>Kiinteistöt</b>											
Castellum	Ruotsi	2%	131 SEK	13.4	-44.1	-45.9	11.7	10.6	7.7	5.3%	5.8%
<b>Rahoitus</b>											
Sampo	Suomi	4%	48 EUR	4.1	20.4	22.9	9.3	18.6	1.7	3.8%	3.5%
SEB	Ruotsi	6%	119 SEK	0.9	0.4	-8.0	11.0	9.6	6.2	4.5%	5.2%
Swedbank	Ruotsi	2%	168 SEK	4.5	-0.4	-6.3	9.0	8.4	12.0	5.5%	7.1%
Tryg	Tanska	6%	165 DKK	6.2	5.9	7.7	23.6	31.1	6.3	2.6%	3.8%
<b>Yhdyskuntapalvelut</b>											
Scatec Solar	Norja	4%	83 NOK	21.0	-44.4	-45.4	34.6	N/A	5.6	2.1%	6.7%
<b>IT</b>											
Hexagon	Ruotsi	4%	122 SEK	12.4	-14.6	-7.7	28.0	28.0	0.1	0.9%	1.1%

### Vastuuvarauma ja juridisten tietojen antaminen

#### Julkaisun tai raportin alkuperä

Tämän julkaisun tai raportin ovat laatineet Nordea Bank Oyj ja sen sivuliikkeet Tanskassa, Ruotsissa ja Norjassa (Nordea Danmark, filial af Nordea Bank Abp, Finland, Nordea Bank Abp, filial i Sverige, Nordea Bank Abp, filial i Norge) (jäljempänä yhdessä "Nordea") Corporate & Institutional Wealth - yksikköjensä välityksellä.

Nordea Bank Oyj:tä valvovat Euroopan keskuspankki ja Suomen Finanssivalvonta ja sen sivuliikkeitä valvovat Euroopan keskuspankki ja Suomen Finanssivalvonta sekä asianomaisten maan Finanssivalvonta.

#### Julkaisun tai raportin sisältö

Tämän julkaisun tai raportin on laatinut Corporate & Institutional Wealth.

Corporate & Institutional Wealth antamat suositukset ja arviot voivat poiketa Nordean muiden yksiköiden antamista suosituksista ja arvioista. Tämä voi johtua esimerkiksi erilaisista tarkasteluajankajoista, menetelmistä, asiayhteydestä taikka muista tekijöistä.

Sijoituksia koskevat arviot ja tavoitehinnat perustuvat yhteen tai useampaan arvostusmenetelmään, kuten kassavirta-analyysiin, tunnuslukujen käyttöön tai markkinoiden tekniseen analyysiin markkinatilanne ja tarkasteluajankajo huomioon ottaen. Julkaisussa tai raportissa lainatut suositukset ja tavoitehinnat sekä ennusteiden taustalla olevat keskeiset oletukset perustuvat nimettyyn lähdemateriaaliin. Niiden julkaisuajankohdasta ilmenee lainatusta materiaalista. Ennusteita ja arvioita voidaan muuttaa, mikäli asianomaista yhtiötä/liikkeesenlaskijaa arvioidaan uudelleen julkaisun tai raportin myöhemmissä versioissa.

#### Julkaisun tai raportin oikeellisuus

Kaikki tässä julkaisussa tai raportissa esitetyt arviot ja ennusteet on lähteestä riippumatta annettu vilpittömässä mielessä. Ne saattavat pitää paikkansa vain julkaisussa tai raportissa mainittuna ajankohtana, ja niitä voidaan muuttaa ilman eri ilmoitusta.

#### Ei yksilöllistä sijoitus- tai veroneuvontaa

Julkaisun tai raportin tarkoitus on ainoastaan tarjota yleistä ja alustavaa tietoa sijoittajille. Corporate & Institutional Wealth on laatinut tämän julkaisun tai raportin yleisesti tiedoksi henkilökohtaiseen käyttöön niille sijoittajille, joille se on jaettu. Julkaisua tai raporttia ei ole tarkoitettu tiettyjä arvopapereita tai sijoitusstrategioita koskeviksi henkilökohtaisiksi sijoitusneuvoiksi, eikä se ota huomioon kenenkään yksittäisen sijoittajan henkilökohtaista taloudellista tilannetta, olemassa olevia omistuksia tai vastuita, sijoituskokemusta tai -tietämystä, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä. Sijoittajan tulee itse varmistua siitä, että sijoitus soveltuu hänen taloudelliseen tilanteeseensa, verotuskohteluunsa ja sijoitustavoitteisiinsa. Sijoittaja vastaa kaikista sijoituspäätöksistään liittyvistä tappioriskeistä.

On suositeltavaa, että sijoittaja ottaa yhteyttä taloudelliseen neuvonantajansa ennen kuin tekee sijoituspäätöksiä tässä julkaisussa tai raportissa esitettyjen tietojen perusteella.

Tämän julkaisun tai raportin tietoja ei tule pitää sijoituspäätöksen veroseuraamuksia koskevana neuvontana. Kunkin sijoittajan on itse arvioitava sijoituksensa veroseuraamukset ja muut taloudelliset hyödyt tai haitat.

#### Lähteet

Tämä julkaisu tai raportti voi perustua seuraavista lähteistä peräisin oleviin tietoihin, arvioihin, ennusteisiin, suosituksiin, tavoitehintoihin ja arvostuksiin tai sisältää niitä: Corporate & Institutional Wealth:n analyytikot tai edustajat, julkisesti saatavilla oleva tieto, muista Nordean yksiköistä peräisin oleva tieto tai muut nimetyt lähteet. Siltä osin kuin tämä julkaisu tai raportti perustuu muista lähteistä ("muut lähteet") kuin Corporate & Institutional Wealth:ista peräisin oleviin tietoihin tai sisältää tällaisia tietoja ("ulkopuoliset tiedot"), Corporate & Institutional Wealth on arvioinut muut lähteet luotettaviksi. Nordea, sen osakkuus- tai tytäryhtiöt taikka muut henkilöt eivät kuitenkaan takaa, että ulkopuoliset tiedot ovat paikkansapitäviä, riittäviä tai täydellisiä.

Arvioiden tai suositusten (esim. osta, myy tai muut vastaavat ilmaukset) merkitys saattaa vaihdella, joten ilmaukset on määritelty tutkimusmateriaalissa tai kunkin nimetyn lähteen verkkosivuilla.

#### Ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevat EU:n kriteerit

Tähän sijoitustuotteeseen sisältyvissä sijoituksissa ei oteta huomioon ympäristön kannalta kestäviä taloudellisia toimintoja koskevia EU:n kriteerejä.

#### Vastuuvarauma

Nordea tai sen osakkuus- tai tytäryhtiöt eivät vastaa sijoittajan tämän julkaisun tai raportin perusteella tekemistä arvopapereiden ostamiseen, myymiseen tai pitämiseen liittyvistä päätöksistä. Nordea tai sen osakkuus- tai tytäryhtiöt eivät missään olosuhteissa vastaa tässä julkaisussa tai raportissa esitetyistä tiedoista aiheutuvista välittömistä, välillisistä, satunnaisista tai erityisistä vahingoista.

#### Arvopapereihin liittyvät riskit

Tiettyihin, myös tässä asiakirjassa mainittuihin, arvopapereihin liittyy yleisesti ottaen korkea riski. Tämä johtuu siitä, että niiden markkina-arvoon vaikuttavat monet tekijät, kuten asianomaisten yhtiön operatiivinen ja taloudellinen tilanne, kasvunäkymät, korkotason muutokset, taloudellinen ja poliittinen toimintaympäristö, valuuttakurssit, muutokset sijoittajien odotuksissa jne. Mikäli arvopaperi noteerataan muussa kuin sijoittajan kotivaluutassa, valuuttakurssien muutokset voivat heikentää sijoituksen arvoa, hintaa tai sijoittajan saamaa tuottoa. Historialliset tuotot eivät ole tae tulevasta kehityksestä. Arviot tulevasta kehityksestä perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu. Yksittäisiin osakkeisiin sijoitetun pääoman voi menettää joko kokonaan tai osittain.

### Eturistiriidat

Nordea, sen osakkuusyhtiöt ja sen henkilöstö voivat tarjota palveluja julkaisussa tai raportissa mainituille yhtiöille, pyrkiä saamaan niiltä liiketoimintaa, omistaa pitkiä tai lyhyitä positiioita niissä tai olla muulla tavalla osallisena niiden sijoituksissa (johdannaiset mukaan lukien).

Mahdollisten eturistiriitojen ja sisäpiiritiedon väärinkäytön ehkäisemiseksi Corporate & Institutional Wealthn analytiikot ovat sitoutuneet noudattamaan pankin sisäisiä ohjeita eettisistä toimintatavoista, sisäpiiritiedon hallinnoinnista, julkaisemattoman tutkimusmateriaalin käsittelystä, yhteyksistä Nordean muihin yksiköihin sekä henkilöstön kaupankäynnistä omaan lukuun. Sisäiset ohjeet ovat voimassa olevan lainsäädännön ja alan markkinakäytäntöjen mukaiset. Sisäisten ohjeiden tarkoituksena on varmistaa esimerkiksi, että analytiikot eivät käytä väärin luottamuksellista tietoa tai myötäväikuta luottamuksellisen tiedon väärinkäyttöön. Corporate & Institutional Wealthn periaatteena on, että pääomamarkkinatoiminnan tuottojen ja yksittäisen analytiikon palkitsemisen välillä ei ole yhteyttä. Tutkimusanalytiikoiden palkitseminen perustuu osittain Nordea kokonaiskannattavuuteen, johon Corporate & Institutional Wealthn tuotot sisältyvät. He eivät kuitenkaan saa bonuksia tai muita palkkioita, jotka olisivat yhteydessä tiettyihin pääomamarkkinajärjestelyihin. Nordea ja sen sivuliikkeet ovat kansallisen arvopaperinvälittäjien yhdistyksen jäseniä kussakin maassa, jossa Nordealla on päätoimipaikka. Sisäiset ohjeet on laadittu arvopaperinvälittäjien yhdistysten suositusten mukaisesti. Tämä julkaisu tai raportti noudattaa Nordea-konsernin eturistiriitoja koskevia periaatteita, jotka ovat luettavissa osoitteessa [www.nordea.com/mifid](http://www.nordea.com/mifid).

Tärkeää tietoa materiaaliin liittyvistä kiinnostuksenkohteista sekä suositusmuutokset viimeisen 12 kuukauden aikana löytyvät osoitteesta:

<https://www.nordea.fi/Images/58-359196/>

<https://www.nordea.fi/Images/58-178987/>

### ESG

Although Nordea Bank Abp information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the “ESG Parties”), obtain information (the “Information”) from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

### Jakelua koskevat rajoitukset

Tässä julkaisussa tai raportissa mainituilla arvopapereilla ei välttämättä voi käydä kauppaa kaikilla lainkäyttöalueilla. Tätä tutkimusraporttia ei ole tarkoitettu eikä sitä saa jakaa Isossa-Britanniassa tai Yhdysvalloissa asuville yksityishenkilöille.

Isossa-Britanniassa julkaisua tai raporttia voi jakaa institutionaalisille sijoittajille Nordea Bank Abp London Branch, 6th Floor, 5 Aldermanbury Square, London, EC2V 7AZ, jota valvovat Euroopan keskuspankki ja Suomen Finanssivalvonta ja jota valvovat rajoitetusti Ison-Britannian Financial Conduct Authority ja Prudential Regulation Authority. Financial Conduct Authorityn ja Prudential Regulation Authorityn sääntelyn laajuutta koskevat yksityiskohdat ovat pyynnöstä saatavissa Nordeasta.

Tätä julkaisua tai raporttia tai sen osaa ei saa monistaa, kopioida tai muuten jäljentää siihen sovellettavien tekijänoikeuslakien mukaisesti.

Nordea Bank Oyj  
Satamaradankatu 5, Helsinki  
FI-00020 Nordea  
Finland  
Y-tunnus 2858394-9  
Helsinki

Nordea Danmark, filiaal af  
Nordea Bank Abp, Finland  
Grønlandsvej 10,  
2300 København S  
Denmark  
FO-nr. 2858394-9  
Copenhagen

Nordea Bank Abp,  
filiaal i Sverige  
Smålandsgatan 17  
SE-105 71 Stockholm  
Sweden  
Org.nr. 516411-1683  
Stockholm

Nordea Bank Abp, filiaal i Norge  
Essendrops gate 7  
PO box 1166 Sentrum  
0107 Oslo  
Reg.no.920058817 MVA

Nordea Bank S.A.  
562 Rue de Neudorf  
L-2220 Luxembourg  
Luxembourg  
Reg.No. B 14157  
Luxembourg

Nordea Bank S.A., Luxembourg,  
Zweigniederlassung Zürich  
Mainaustrasse 21–23  
CH-8034 Zürich  
Switzerland Reg.No. CH –  
0520.9.001.063-7  
Zürich

Nordea Bank S.A., Singapore  
Branch, 138 Market Street  
#09-03 CapitaGreen  
Singapore 048946  
Company Reg. No.  
T13FC0044L