

Talenom

Yhtiökommentti



Julkaisuajankohta
20.12.2021 8:38

Vahva kasvu painaa kannattavuutta

- Talenom päivitti näkymiä ja antoi ohjeistuksen vuodelle 2022.** Pääviesti on sama kuin aikaisemmin: kasvunäkymä on houkutteleva ja yhtiö painaa kaasua. Kasvu painottuu aikaisempaa arviotamme enemmän yritysostoihin, mikä painaa suhteellista kannattavuutta ja kasvattaa poistoja. Käyttökate ja sen myötä investointikyky on vahva, mutta tuloskasvua joudutaan odottamaan pidempään. Ennustemuutosten ja varovaisemman hyväksyttävän kertoimen myötä tavoitehintamme laskee 13,60 euroon (aik. 15,70 euroa). Osakkeen kurssi on laskenut syksyn huipputasoilta noin 30% ja suosituksemme on LISÄÄ.
- Näkymät:** Talenom odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 milj. euroa ja liikevoiton 15-18 milj. euroa. Vuoden 2022 ohjeistus sisältää marraskuussa tehdyt yritysostot sekä arvion vuoden 2022 aikana tehtävistä yritysostoista. Yritysostot ovat kiinteä osa yhtiön kasvustrategiaa, mistä johtuen tulevat yritysostot on otettu mukaan uutena elementtinä laseaan liikevaihto-ohjeistukseen. Vaikutus liiketulokseen on pienempi ostokohteiden matalammasta kannattavuudesta ja kohoavasta poistotasosta johtuen. Valtaosa vuoden 2022 liikevaihdon kokonaiskasvusta tulee yhtiön ohjeistuksen mukaan yritysostoista Suomessa ja Euroopassa.
- Ennustemuutokset:** Olemme lisänneet vuoden 2022 ennusteisiin marraskuussa tehdyt yrityskaupat ja lisänneet arvion 5 milj. euron liikevaihtovaikutuksesta vuoden 2022 aikana tehtävistä yrityskaupoista. Ennusteisiin liittyy aikaisempaa enemmän epävarmuutta, kun yrityskauppojen kokoa, ajoitusta ja hintaa on vaikea arvioida. Kasvustrategia nojaa aikaisempaa arviotamme enemmän yritysostoihin, mikä painaa suhteellista kannattavuutta ja lisää investointeja. Liiketulosennusteemme laskevat 12% vuodelle 2022 ja 7% vuodelle 2023.
- Tavoitehintaa:** Tulospainon siirtymisestä ja vertailuyhtiöiden kertoimien laskusta johtuen laskemme hyväksyttävää EV/EBITDA -kerrointa (nyt 16x aik. 18x) vuoden 2023 ennusteella laskettuna, mikä antaa tavoitehinnaksi 13,60 euroa (aik. 15,70 euroa). Kassavirtamallin antama arvo päivittyi 13,90 euroon/osake (aik. 15,7 euroa).

Suositus

LISÄÄ

Ennallaan

Tavoitehintaa (€)

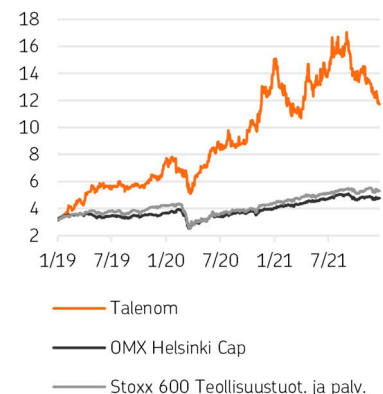
13,60

(aik. 15,70)

| | |
|-------------|-------|
| Hinta (€)* | 11,74 |
| Ylin (12kk) | 17,04 |
| Alin (12kk) | 10,60 |

| | |
|------------------------------|----------|
| Markkina-arvo (M€) | 514 |
| Indeksipaino | 0,2 % |
| Beta | 0,82 |
| Kaupankäyntitunnus | TNOM |
| Seuraava tulosjulkistuspäivä | 8.2.2022 |

| | | | |
|---------------|---------|---------|--------|
| Kurssikehitys | 1kk | 3kk | 12kk |
| Hinta (€) | 13,22 | 13,82 | 12,95 |
| Muutos | -11,2 % | -15,1 % | -9,3 % |



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 17.12.

| Talenom | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EURm | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
| Liikevaihto | 48,9 | 58,0 | 65,2 | 82,4 | 102,9 | 118,3 |
| Liikevaihdon kasvu (%) | 18,1 % | 18,6 % | 12,4 % | 26,5 % | 24,8 % | 15,0 % |
| Liikevoitto | 8,5 | 10,4 | 12,9 | 15,1 | 17,0 | 22,6 |
| Liikevoitto (%) | 17,5 % | 18,0 % | 19,8 % | 18,3 % | 16,5 % | 19,1 % |
| Tulos ennen veroja | 8,0 | 9,6 | 12,0 | 14,3 | 16,2 | 21,8 |
| Tulos/osake | 0,15 | 0,18 | 0,22 | 0,26 | 0,30 | 0,41 |
| Osinko/osake | 0,09 | 0,13 | 0,15 | 0,17 | 0,20 | 0,23 |
| Osinkotuotto (%) | 2,9 % | 1,7 % | 1,0 % | 1,4 % | 1,7 % | 2,0 % |
| EV/Sales | 3,0 | 5,9 | 10,4 | 6,8 | 5,4 | 4,7 |
| EV/EBITDA | 10,9 | 18,0 | 29,0 | 20,4 | 17,2 | 14,1 |
| P/E | 20,6 | 40,8 | 67,7 | 44,8 | 39,1 | 28,9 |
| P/B | 7,0 | 13,2 | 20,1 | 13,7 | 11,9 | 9,7 |
| ROE | 34 % | 32 % | 30 % | 30 % | 30 % | 33 % |
| ROCE | 19 % | 17 % | 17 % | 14 % | 15 % | 20 % |
| Omavaraisuusaste | 36 % | 33 % | 37 % | 33 % | 35 % | 39 % |
| Gearing | 96 % | 116 % | 87 % | 122 % | 102 % | 73 % |

Lähde: OP Markets



Senioristrategi

Kim Gorschnik

+358 10 252 4351

kim.gorschnik@op.fi

Investment case

- **Defensiivinen kasvumarkkina:** Suomen tilioimistomarkkinoiden koko vuonna 2019 oli noin 1,2 mrd. euroa. Ala on kasvanut vuosina 2001-2019 keskimäärin 5,4%/vuosi eli selvästi yleistä talouskasvua nopeammin. Hyvän kasvun lisäksi ala on myös hyvin defensiivinen – toimiala kasvoi jopa finanssikriisin aikana 2008-2009.
- **Kilpailuetu teknologiassa ja palvelussa:** Automatisointi- ja skaalaeduct ovat toimialalla mittavia, joten konsolidaation jatkuminen on vääjäämätöntä. Digitalisaatiomurros vauhdittaa konsolidaatiota, kun pienillä manuaalisesti toimivilla tilioimistoilla ei ole resursseja kehittää toimintojaan. Talenom in liiketoimintamalli perustuu oman ohjelmistokehityksen tuomaan tehokkuuteen, mikä vapauttaa asiantuntijat lisäarvopalveluihin. Tämä parantaa asiakastytyvyyttä mahdollistaen samalla lisämyyntiä nykyisille asiakkaille.
- **Kansainvälistymisestä sekä uusista palveluista ja asiakasryhmistä lisäkasvu:** Talenom laajensi toimintaansa Ruotsiin vuonna 2019 ja tutkii muita Euroopan maita potentiaalisina laajentumiskohteina. Kansainvälistyminen tarjoaa merkittävää kasvupotentiaali yhtiölle. Talenomilla on vahvaa osaamista mm. sopimusjuridiikan ja verotuksen saralta ja strategiana on palvella PK-yrittäjiä laajasti yritystoiminnan hallintaan liittyvissä asioissa. Yhtiö on lisäksi laajentanut toimintaansa pienempiin yrityksiin uudella digitaaliseen jakeluun pohjautuvalla liiketoiminnalla sekä laajentanut tuotetarjontansa mm. pankkipalveluihin.

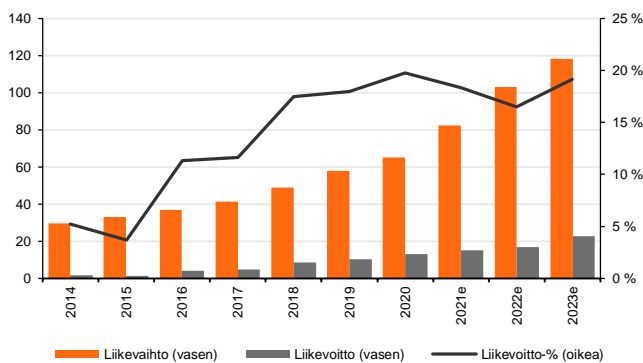
Ajurit

- **Kansainvälistyminen:** Talenom in kansainvälistyminen alkoi Ruotsista vuonna 2019 ja nyt kokoluokka on jo merkittävä. Uusia maita kartoitetaan aktiivisesti.
- **Lisäarvopalveluiden merkityksen kasvu:** Kirjanpidon automaatio on lisännyt asiantuntijoiden aikaa lisäarvopalveluihin nostoen asiakaskohtaista liikevaihtoa, parantaen asiakaskokemusta ja henkilökunnan työtyytyvyyttä.
- **Arvoa luovat yrityskaupat:** Talenom on viime vuosien aikana kiihdyttänyt yritysostoja sekä Suomessa että Ruotsissa. Talenom on onnistunut hyvin kohteiden integroinnissa ja kannattavuuden nostossa, mikä yhdessä edullisten osthintojen kanssa luovat omistaja-arvoa.

Riskit

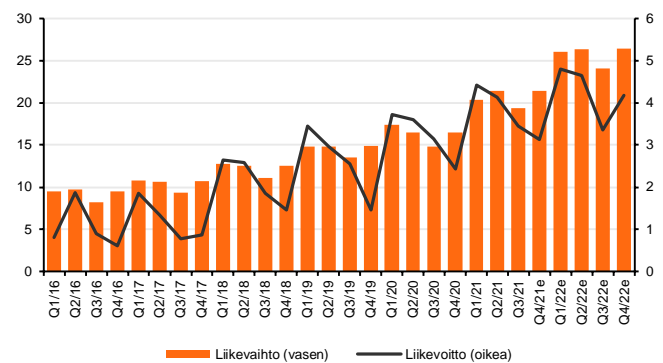
- **Kilpailun kiristyminen:** Automaation ja digitalisuuden eteneminen toimialalla johtanee hintakilpailun kiristymiseen jatkossa.
- **Kansainvälistymisen epäonnistuminen:** Ruotsin liike-toimintojen kannattavuuden nostosta ei ole vielä näyttöjä automaatiota nostavien ohjelmistojen lokalisoinnin kautta.
- **Taseen liikearvo ja aineettomat oikeudet:** Talenom in liikearvo ja aineettomien oikeuksien määrä taseessa on korkea. Mikäli kannattavuus laskisi voimakkaasti näihin eriin liittyisi epävarmuutta. Riski on mielestämme kuitenkin hyvin matala.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Ennustemuutokset

Emme ole tehneet muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiin. Vuoden 2022 ennusteisiin olemme lisänneet marraskuussa tehdyt kaksi yrityskauppaa Ruotsissa, jotka kasvattavat vuoden 2022 liikevaihtoa noin 3,3 milj. eurolla. Liiketulostasolla vaikutus on vähäinen.

Tämän lisäksi vuoden 2022 ennusteisiin olemme lisänneet arvion vuoden 2022 aikana toteutettavien yrityskauppojen osalta. Tältä osin pyrimme seuraamaan yhtiön muuttunutta ohjeistuskäytäntöä, vaikka yrityskauppojen kokoa ja ajoitusta ei ole mahdollista ennustaa. Olemme mallintaneet vuodelle 2022 yhteensä liikevaihdolla mitattuna 5,0 milj. euron edestä yrityskaupoista tulevaa liikevaihtoa ja oletaneet niiden tapahtuvan tasaisesti vuoden aikana. Nämä arvioidut vuoden 2022 aikana tehdyt yritysostot heijastuvat vuoden 2023 ennusteisiin ja olemme oletaneet yritysostoaktiiviteetin painottuvan Ruotsiin. On hyvä korostaa, että nämä ovat suuntaa antavia arvioita ja tarkentuvan yrityskauppojen realisoituessa.

Kasvun painottuminen aikaisempaa arviota enemmän yrityskauppapuolelle laskee marginaaliennusteita ja mm. kohoavien poistojen myötä vaikutus näkyy voimakkaammin liiketulos ja EPS-tasolla alla olevan taulukon mukaisesti.

| EURm | 2021 | | | 2022 | | | 2023 | | |
|---------------------------|-------------|-------------|------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | Uusi | Vanha | Ero | Uusi | Vanha | Ero | Uusi | Vanha | Ero |
| Liikevaihto | 82,4 | 82,4 | 0 % | 102,9 | 96,0 | 7 % | 118,3 | 110,4 | 7 % |
| Liikevaihdon kasvu | | | | 24,8 % | 16,5 % | | 15,0 % | 15,0 % | |
| Käyttökate | 27,4 | 27,4 | 0 % | 32,4 | 33,6 | -4 % | 39,1 | 39,8 | -2 % |
| Marginaali | 33,2 % | 33,2 % | | 31,5 % | 35,0 % | | 33,1 % | 36,0 % | |
| Liikevoitto | 15,1 | 15,1 | 0 % | 17,0 | 19,2 | -12 % | 22,6 | 24,3 | -7 % |
| Marginaali | 18,3 % | 18,3 % | | 16,5 % | 20,0 % | | 19,1 % | 22,0 % | |
| Tulos ennen veroja | 14,3 | 14,3 | 0 % | 16,2 | 18,4 | -12 % | 21,8 | 23,5 | -7 % |
| Tulos/osake | 0,26 | 0,26 | 0 % | 0,30 | 0,34 | -12 % | 0,41 | 0,44 | -7 % |

Lähde: OP Markets

Tulevat yritysostot mukaan ennusteisiin

| Talenom ennusteet | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Miljoonaa euroa | | | | |
| LIKEVAIHTO | | | | |
| Suomi | 61,2 | 71,7 | 79,9 | 97,0 |
| Kasvu | 9 % | 17 % | 11 % | 21 % |
| Ruotsi | 4,0 | 10,7 | 17,0 | 20,4 |
| Kasvu | 100 % | 168 % | 59 % | 20 % |
| Muut maat (Espanja) | | 0,4 | 1,0 | 1,0 |
| | | | 150 % | 0 % |
| Yrityskaupat vuonna 2022 | | | 5,0 | |
| YHTEENSÄ | 65,2 | 82,4 | 102,9 | 118,3 |
| Kasvu | 12 % | 26 % | 25 % | 15 % |
| Liiketoiminnan muut tuotot | 0,1 | 0,6 | 0,2 | 0,2 |
| KULUT | | | | |
| Materiaalit ja palvelut | 2,5 | 2,9 | 3,3 | 3,8 |
| Työsuhde-etuuksista aiheutuneet kulut | 33,9 | 44,8 | 57,6 | 65,1 |
| Poistot ja arvonalentumiset | 10,4 | 12,3 | 15,4 | 16,5 |
| Liiketoiminnan muut kulut | 5,6 | 7,9 | 9,8 | 10,5 |
| LIKETULOS, oikaistu | 12,9 | 15,1 | 17,0 | 22,6 |
| Marginaali | 19,8 % | 18,3 % | 16,5 % | 19,1 % |
| LIKETULOS, maittain | | | | |
| Suomi | | 14,9 | 16,3 | 20,8 |
| Marginaali | | 21 % | 20 % | 21 % |
| Ruotsi | | 0,2 | 0,6 | 1,6 |
| Marginaali | | 2 % | 4 % | 8 % |
| Muut maat | | 0,0 | 0,1 | 0,2 |

Lähde: OP Markets

Talenom on kiihdyttänyt yrityskauppojen määrää

Talenomin tekemät yrityskaupat 2019-2021

| Ostettu yhtiö | Paikkakunta | Henkilö- määrä | L-vaihto | Tulos | Kauppa- hinta | Lisäkauppa- hinta (max.) | EV/S (max.) |
|-------------------------------------|---------------------------|-------------------|----------|-------|------------------|-----------------------------|----------------|
| 2019 | | | | | | | |
| Wakers Consulting | Tukholma | 30 | 2,6 | 0,4 | 2,6 | | 1,0 |
| Wasa Tilit ja WT Företagstjänster | Vaasa | 30 | 2,2 | 0,2 | 1,6 | | 0,7 |
| 2020 | | | | | | | |
| Addvalue Advisors | Vantaa | 6 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | | 0,5 |
| Niva Ekonomi AB | Tukholma | 17 | 1,4 | 0,2 | 1,1 | 0,2 | 0,9 |
| Frivision | Göteborg ja Malmö | 20 | 1,4 | 0,0 | 1,4 | 0,6 | 1,4 |
| Larsen & Co Tilitoimisto | Helsinki | 17 | 1,4 | 0,2 | 1,0 | | 0,7 |
| Ekonomianaly ja Persson&Thorin | Järfalla, Växjö | 42 | 3,5 | 0,3 | 2,9 | 2,3 | 1,5 |
| 2021 | | | | | | | |
| Balance Systems ja Laskentalinja | Kemi ja Kuopio | | 0,9 | | 0,6 | 0,3 | 1,0 |
| Tilipalvelu Pirkko Kempainen | Ivalo, Rovaniemi | 5 | 0,4 | | 0,2 | 0,1 | 0,8 |
| Crescendo ja Progredo | Nacka, Östersund, Åre | 25 | 2,3 | 0,3 | 2,2 | 0,4 | 1,1 |
| AC-Tilit ja Tilitoimisto Reijo Mäki | Espoo ja H-linna | | 0,6 | | 0,3 | | 0,5 |
| Balance-Team | Helsinki | 20 | 2,7 | 1,0 | 5,3 | | 2,0 |
| Lapin Tulostieto | Tornio, Ylitornio, Kolari | 7 | 0,5 | | | | |
| Avail Services SL | Barcelona | 16 | 0,9 | 0,0 | 1,9 | 1,5 | 3,8 |
| YOUnited Professionals | Nyköping | 14 | 1,2 | 0,3 | 1,3 | 0,2 | 1,3 |
| Suomenselan Tilitoimisto Oy | Ahtari | 8 | 0,6 | | | | |
| Peräseinäjoen Tilipalvelu Oy | Peräseinäjoki | 4 | 0,2 | | | | |
| Kjell Wengbrand Redovisnings AB | Ulricehamn, Borås | 13 | 1,0 | | | | |
| MH Konsult Väst AB | Stenungsund, Kungälv | 22 | 2,3 | | | | |

Lähde: Talenom, Asiakastieto, OP Markets, harmaalla OP:n arvioita

Vertailuyhtiöiden arvostus

Listattujen vertailuyhtiöiden löytäminen Talenomille on hankalaa. Yhtiön toimintamalli poikkeaa toisaalta tilitoimistopalveluita tarjoavista yhtiöistä kuten Suomessa noteeratusta Aallon Groupista ja toisaalta ohjelmistoyhtiöistä kuten Admicom tai Fortnox.

Olemme alla olevaan taulukkoon koonneet neljän tyyppisiä vertailuyhtiöitä: (1) suomalaisia palveluyhtiöitä, joista Enento (ent. Asiakastieto) on mielestämme liiketoiminnan defensiivisyyden ja hyvän kilpailuasemansa perusteella lähimpänä, (2) pohjoismaiset asiantuntijatyötä myyvät IT-palveluyhtiöt, (3) pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt sekä (4) tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt.

Kuten taulukosta voimme havaita arvostuserot yhtiöiden välillä ovat suuria. Korkean kannattavuuden ja kasvun ohjelmistoyhtiöiden arvostukset ovat luonnollisesti selvästi korkeampia palveluyhtiöihin verrattuna, joissa liiketoiminnan skaalautuvuus on selvästi matalampaa.

Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden osalta Talenom asettuu ohjelmistoyhtiöiden ja palveluyhtiöiden väliin.

Vertailuyhtiöiden arvostus

| Yhtiö | MCAP | EV/Sales | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | | P/E | | |
|---|-------|----------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | EURm | 2021e | 2022e | 2023e | 2021e | 2022e | 2023e | 2021e | 2022e | 2023e | 2021e | 2022e | 2023e |
| Suomalaisia vertailuyhtiöitä | | | | | | | | | | | | | |
| Enento Group Oyj | 776 | 5,6x | 5,1x | 4,7x | 15,2x | 13,3x | 11,9x | 24,1x | 20,0x | 17,1x | 27,7x | 24,0x | 21,0x |
| Fondia Oyj | 27 | 1,1x | 1,0x | na. | 17,6x | 8,0x | na. | 25,4x | 10,7x | na. | 40,5x | 16,8x | 12,1x |
| Gofore Plc | 342 | 3,1x | 2,7x | 2,4x | 19,6x | 16,3x | 14,0x | 27,9x | 21,5x | 18,1x | 32,4x | 27,0x | 24,3x |
| Siili Solutions Oy | 94 | 1,1x | 0,9x | 0,8x | 8,8x | 6,9x | 5,8x | 14,3x | 10,5x | 8,6x | 13,5x | 10,7x | 9,5x |
| Pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä | | | | | | | | | | | | | |
| Admicom Oyj | 408 | 15,7x | 13,3x | 11,4x | 32,5x | 27,9x | 23,5x | 33,9x | 29,8x | 24,6x | 44,6x | 39,1x | 33,0x |
| Fortnox AB | 3 261 | 35,3x | 26,0x | 19,6x | 79,7x | 57,5x | 41,4x | 100,4x | 68,6x | 47,4x | 129,1x | 90,7x | 65,7x |
| Tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt | | | | | | | | | | | | | |
| Zalaris ASA | 112 | 1,7x | 1,4x | 1,2x | 12,4x | 8,8x | 7,2x | 22,7x | 13,8x | 10,5x | 36,3x | 20,2x | 16,0x |
| Aallon Group Oyj | 44 | 1,7x | 1,5x | na. | 14,6x | 11,0x | na. | 16,9x | 12,7x | na. | 21,9x | 17,1x | 16,3x |
| Talenom Oyj | 497 | 6,4x | 5,5x | 4,7x | 18,9x | 15,7x | 13,2x | 34,7x | 29,3x | 23,4x | 43,8x | 35,6x | 29,9x |
| Median -Suomalaiset yhtiöt | | | | | | | | | | | | | |
| | | 2,1x | 1,8x | 2,4x | 16,4x | 10,7x | 11,9x | 24,8x | 15,3x | 17,1x | 30,1x | 20,4x | 16,5x |
| Median - Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt | | | | | | | | | | | | | |
| | | 25,5x | 19,6x | 15,5x | 56,1x | 42,7x | 32,5x | 67,2x | 49,2x | 36,0x | 86,8x | 64,9x | 49,4x |
| Median - Tilitoimistopalveluita tarjoavat yhtiöt | | | | | | | | | | | | | |
| | | 1,7x | 1,5x | 3,0x | 14,6x | 11,0x | 10,2x | 22,7x | 13,8x | 16,9x | 36,3x | 20,2x | 16,3x |
| Talenom (OP) | | | | | | | | | | | | | |
| | | 6,5x | 5,2x | 4,5x | 19,7x | 16,6x | 13,6x | 35,6x | 31,7x | 23,5x | 43,1x | 37,6x | 27,8x |

Lähde: FactSet, OP (17.12.2021)

Taloudellinen kehitys ja ennusteet - vuosineljännes

Talenom - vuosineljännekset

| EURm | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21e |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 17,4 | 16,5 | 14,8 | 16,5 | 20,3 | 21,4 | 19,4 | 21,4 |
| Liikevaihdon kasvu (YoY) | 17 % | 12 % | 10 % | 10 % | 17 % | 30 % | 30 % | 30 % |
| Liikevoitto | 3,7 | 3,6 | 3,1 | 2,4 | 4,4 | 4,1 | 3,4 | 3,1 |
| Liikevoittomarginaali | 21,4 % | 21,8 % | 21,2 % | 14,7 % | 21,7 % | 19,4 % | 17,8 % | 14,6 % |
| Tulos ennen veroja | 3,5 | 3,4 | 2,9 | 2,2 | 4,2 | 3,8 | 3,3 | 2,9 |
| Tulos/osake | 0,07 | 0,06 | 0,05 | 0,04 | 0,08 | 0,07 | 0,06 | 0,05 |

Lähde: OP Markets

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

| EURm | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 41,4 | 48,9 | 58,0 | 65,2 | 82,4 | 102,9 | 118,3 |
| Käyttökate | 9,5 | 13,7 | 18,9 | 23,3 | 27,4 | 32,4 | 39,1 |
| Poistot | 4,7 | 5,1 | 8,5 | 10,4 | 12,3 | 15,4 | 16,5 |
| Liikevoitto | 4,8 | 8,5 | 10,4 | 12,9 | 15,1 | 17,0 | 22,6 |
| Rahoituserät | -0,5 | -0,6 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -0,8 | -0,8 |
| Tulos ennen veroja | 4,3 | 8,0 | 9,6 | 12,0 | 14,3 | 16,2 | 21,8 |
| Verot | 0,9 | 1,6 | 2,0 | 2,4 | 3,0 | 3,2 | 4,4 |
| Nettotulos | 3,4 | 6,4 | 7,6 | 9,6 | 11,3 | 12,9 | 17,5 |
| Tulos/osake - raportoitu | 0,08 | 0,15 | 0,18 | 0,22 | 0,26 | 0,30 | 0,41 |
| Osinko/osake | 0,05 | 0,09 | 0,13 | 0,15 | 0,17 | 0,20 | 0,23 |

Lähde: OP Markets

Tase

| EURm | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Vastaavaa: | | | | | | | |
| Liikearvo | 18 | 18 | 21 | 24 | 36 | 39 | 39 |
| Muut aineettomat | 14 | 19 | 25 | 34 | 46 | 48 | 54 |
| Aineelliset hyödykkeet | 3 | 2 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Sijoitukset | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vaihto-omaisuus | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Saamiset | 5 | 5 | 7 | 7 | 10 | 12 | 14 |
| Lyhytaikaiset sijoitukset | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| Raha- ja pankkisaamiset | 5 | 6 | 8 | 9 | 7 | 10 | 13 |
| Yhteensä | 46 | 51 | 72 | 87 | 111 | 121 | 133 |
| Vastattavaa: | | | | | | | |
| Osakepääoma | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Muu sidottu | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vapaa pääoma | 14 | 19 | 24 | 32 | 37 | 42 | 52 |
| Vähemmistöosuus | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Oma pääoma yhteensä | 14 | 19 | 24 | 32 | 37 | 42 | 52 |
| Varaukset | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pitk. korollinen vpo | 23 | 24 | 35 | 37 | 52 | 53 | 51 |
| Pitk. koroton vpo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Muu pitkäaikainen vpo | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| Lyh. korollinen vpo | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lyh. koroton vpo | 9 | 9 | 13 | 16 | 20 | 24 | 27 |
| Yhteensä | 46 | 51 | 72 | 87 | 111 | 121 | 133 |

Lähde: OP Markets

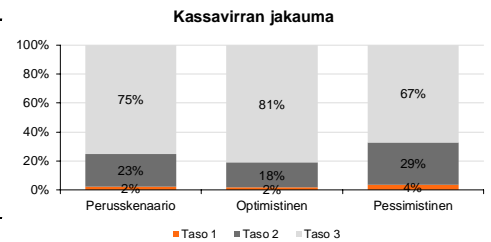
Kassavirtaennusteet

Talenom

KASSAVIRTAENNUSTEET

| Me | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 82 | 103 | 118 | 135 | 153 | 173 | 194 | 217 | 234 | 252 | 264 |
| Liikevaihdon kasvu | 26 % | 25 % | 15 % | 14 % | 14 % | 13 % | 12 % | 12 % | 8 % | 7 % | 5 % |
| Liikevoitto | 15 | 17 | 23 | 26 | 29 | 33 | 37 | 41 | 45 | 48 | 50 |
| Liikevoitto % | 18,3 % | 16,5 % | 19,1 % | 19,1 % | 19,1 % | 19,1 % | 19,1 % | 19,0 % | 19,0 % | 19,0 % | 19,0 % |
| Bruttoinvestoinnit | 27 | 25 | 22 | 22 | 23 | 24 | 27 | 29 | 32 | 34 | 34 |
| Bruttoinvestoinnit/poistot | 2,2 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Vapaa kassavirta | -2 | 5 | 14 | 17 | 21 | 25 | 28 | 32 | 34 | 37 | 40 |

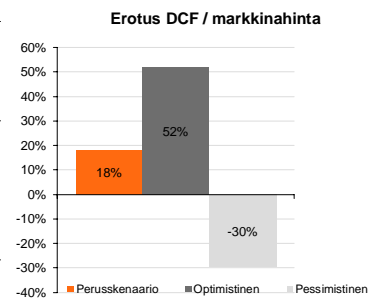
| FCF | Perusskenaario | | Optimistinen | | Pessimistinen | |
|---------------|----------------|-------|--------------|-------|---------------|-------|
| | kasvu | % na* | kasvu | % na | kasvu | % na |
| Taso 1 | | | | | | |
| 2021 | | | | | | |
| : | | | | | | |
| 2023 | 106 % | 2 % | 106 % | 2 % | 106 % | 4 % |
| Taso 2 | | | | | | |
| 2024 | | | | | | |
| : | | | | | | |
| 2031 | 14,4 % | 23 % | 16,9 % | 18 % | 11,9 % | 29 % |
| Taso 3 | | | | | | |
| 2032 | 3,0 % | 75 % | 3,5 % | 81 % | 1,0 % | 67 % |
| Nyk.arv.yht. | 639 | 100 % | 812 | 100 % | 393 | 100 % |



* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

| Talenom | Perusskenaario | Optimistinen | Pessimistinen |
|-------------------------------------|----------------|--------------|---------------|
| FCF nykyarvo | 639 | 812 | 393 |
| - velat (korollinen) | 41 | 41 | 41 |
| - vähemmistosuus | 0 | 0 | 0 |
| + myytävät sijoitukset | 0 | 0 | 0 |
| + rahavarat | 9 | 9 | 9 |
| OPO:n nykyarvo | 607 | 780 | 361 |
| Osakelkm (mkpl) | 43,7 | 43,7 | 43,7 |
| Kassavirta-perusteinen hinta | 13,9 | 17,8 | 8,3 |
| Markkinahinta | 11,7 | 11,7 | 11,7 |
| Erotus (EUR) | 2,2 | 6,1 | -3,5 |
| Erotus % | 18,4 % | 52,0 % | -29,7 % |



HERKKYYSANALYYSI

| Korkoherkkyys | | Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta | | |
|---------------|--------|--------------------------------------|--------------|---------------|
| | | Perusskenaario | Optimistinen | Pessimistinen |
| riskitön | 1,50 % | 16,1 | 21,1 | 9,2 |
| korko | 2,00 % | 13,9 | 17,8 | 8,3 |
| | 2,50 % | 12,2 | 15,3 | 7,5 |

WACC vs riskitön korko

| Riskitön k. | 1,50 % | 2,00 % | 2,50 % |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| CAPM | 6,18 % | 6,68 % | 7,18 % |
| WACC | 6,5 % | 7,0 % | 7,5 % |
| | WACC ₂ | WACC ₁ | WACC ₃ |

| Kasvuherkkyys | | Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta | | | | | WACC |
|----------------|--------------|--------------------------------------|-------|-------------|-------|-------|------|
| | | 6,0 % | 6,5 % | 7,0 % | 7,5 % | 8,0 % | |
| Perusskenaario | | | | | | | |
| | 2,0 % | 15,2 | 13,2 | 11,6 | 10,3 | 9,2 | |
| Jatkuvan | 2,5 % | 17,0 | 14,5 | 12,6 | 11,1 | 9,9 | |
| kassavirran | 3,0 % | 19,4 | 16,2 | 13,9 | 12,1 | 10,6 | |
| kasvu | 3,5 % | 22,7 | 18,5 | 15,5 | 13,3 | 11,5 | |
| | 4,0 % | 27,7 | 21,7 | 17,7 | 14,8 | 12,7 | |

WACC

Oman pääoman kustannus:

| | |
|---------------------------|--------|
| CAPM: | |
| Riskitön korko | 2,00 % |
| Markkinoiden riskipreemio | 5,50 % |
| Yrityksen beta | 0,85 |
| Oman pääoman kustannus | 6,7 % |

Vieraan pääoman kustannus:

| | |
|---------------------------|--------|
| Riskitön korko | 2,00 % |
| Riskipreemio | 1,50 % |
| Veroprosentti | 20,0 % |
| Korkojen verosuoja | 0,70 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 2,8 % |

WACC:

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Oman pääoman kustannus | 6,68 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 2,80 % |
| Vieraan po:n osuus (target) | 30,0 % |
| Oman po:n osuus (target) | 70,0 % |
| Likviditeettipreemio | 1,50 % |
| WACC | 7,0 % |

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseistä:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj. OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen analyysin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on 1.10.2020 lähtien luopunut PIDÄ-suosituksesta ja siirtynyt käyttämään uutta neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyysoanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnustettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän

eturistiriititilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

Analyysi-tiimin analytiikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analytiikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytiikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussäätelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Ahlstrom-Munksjö, CapMan, Citycon, Finnair, HKScan, Kreate, Lehto Group, Metso Outotec, Puuilo, Rettig, Sanoma, Stora Enso, TVO ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Exel Composites, Rapala, Scanfil ja Talenom

| Suositukset ja tavoitehinnat | | Talenom | | |
|------------------------------|------------------|------------|------------|-----------------------------------|
| Suositus | Tavoitehinta (€) | Kurssi (€) | Päivämäärä | |
| LISÄÄ | 13,6 | 11,4 | 20.12.2021 | Tavoitehinnan muutos |
| LISÄÄ | 15,7 | 14,5 | 2.11.2021 | Suositus- ja tavoitehinnan muutos |
| VÄHENNÄ | 16,0 | 16,7 | 3.8.2021 | Suositus- ja tavoitehinnan muutos |
| LISÄÄ | 14,5 | 13,6 | 9.6.2021 | |

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

| Osakesuosituksen jakauma (5.11.2021) | | | | |
|--------------------------------------|---------------|-----|-----------------------------|-----|
| Suositus | Kaikki yhtiöt | | Investointipankkisuhteissa* | |
| | Kpl | % | Kpl | % |
| OSTA | 19 | 26 | 3 | 27 |
| LISÄÄ | 39 | 53 | 6 | 55 |
| VÄHENNÄ | 12 | 16 | 1 | 9 |
| MYY | 3 | 4 | 1 | 9 |
| | 73 | 100 | 11 | 100 |

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot**Analyyti**

| | | |
|------------------|---|--------------|
| Antti Saari | Pääanalyytikko, strategia, finanssi | 010 252 4359 |
| Kim Gorschnik | Senioristrategi, small cap | 010 252 4351 |
| Ilkka Saksa | Senioristrategi, korko, valuutta | 010 252 4457 |
| Jari Hännikäinen | Seniorimarkkinaekonomisti | 010 252 2792 |
| Henri Parkkinen | Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia | 010 252 4409 |
| Kimmo Stenvall | Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media | 010 252 4561 |
| Carlo Gylling | Elintarvikkeet, terveydenhuolto | 010 252 4392 |
| Joonas Häyhä | Kauppa, kulutustavarat, liikenne | 010 252 4504 |
| Jussi Mikkonen | Investointitavarat, yrityslainat | 010 252 8780 |
| Markku Moilanen | Metalli, rakentaminen, kiinteistöt | 010 252 4408 |
| Hawa Grundman | Assistentti | 010 252 4311 |

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardinaukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Instituutiomyynti

Tero Rautasuo Johtaja 010 252 2552

Institutional Investment and Hedging Solutions

Tomi Kallio 010 252 2993
Tuomas Antila 010 252 4479
Henrik Helppi 010 252 3252
Patrik Jernmark 010 252 4289
Ari Triumf 010 252 4349

Cross Asset Investor Solutions

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Ahti Mikkonen 010 252 4677
Lauri Mäkelä 010 252 8072
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Joakim Paul 010 252 8336