

EAB Group

Yhtiöpäivitys

16/2/2020

- H2-tulos jäi tappiolliseksi ja selvästi ennusteistamme
- Tarkistimme vuoden 2020 ennusteitamme selvästi alaspäin odotuksista jääneen H2'19-tuloksen jälkeen
- Näemme nykyisten ennusteidemme valossa osakkeessa edelleen selkeää laskuvaraa ja yhtiön tulisi ylittää ennusteemme merkittävästi, jotta nykyistä kurssitasoa voitaisi pitää perusteltuna
- Toistamme myy-suosituksemme ja 2,1 euron tavoitehintamme

Pettymysten vuosi

Toistamme EAB:n myy-suosituksen ja 2,1 euron tavoitehintamme. EAB:n H2-tulos jäi säästötoimenpiteiden etenemisestä huolimatta tappiolliseksi ja selvästi ennusteistamme, kun liikevaihto jäi vahva markkinatilanne huomioiden yllättävän vaisuksi. Tulostähtäykseen liittyvä epävarmuus säilyy korkealla ja näemme osakkeessa nykyisten ennusteidemme valossa edelleen selkeää laskuvaraa.

Loppuvuosi meni odotuksiamme heikommin

EAB:n liikevaihto laski H2:lla odotuksiamme voimakkaammin 9,0 MEUR:oon (H2'19e: 9,7 MEUR). Liikevaihtoalituksen taustalla oli odotuksistamme jääneet UCITS-rahastojen palkkiotuotot. EAB eteni H2:lla säästötoimenpiteissään ja toimintojen uudelleenorganisoinnissaan kiitettävää vauhtia, mutta toteutetut kulusopeutukset eivät kuitenkaan näkyneet täysimääräisesti vielä H2-tuloksessa. Liikevaihtoalituksesta ja odotuksiamme korkeammasta kulutasosta johtuen H2:n liiketulos oli -0,5 MEUR tappiollinen ja jäi selvästi +0,6 MEUR:n ennusteestamme. Tämän myötä myös osakekohtainen tulos (H2'19: -0,04 euroa) jäi kauas 0,02 euron ennusteestamme. Yhtiön voitonjakoehdotus (0,05 euroa/osake) oli täysin linjassa ennusteidemme kanssa.

Varovaiset näkymät vuodelle 2020

Ohjeistuksen mukaan yhtiö odottaa jatkuvan liikevaihdon (ilman tuottosidonnaisia palkkioita) kasvavan hieman vuoden 2019 tasosta ja tuloksen olevan positiivinen. Varovainen ohjeistus on täysin ymmärrettävä 2019 heikon tuloskehityksen jälkeen ja yhtiön pääomamarkkinavetoisuus huomioiden. Näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisiä fokusalueita tulisi olla kuluvana vuonna KY-liiketoiminnan ylösajo sekä tiukka kulufokus. Yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada nykyisessä suotuisassa markkinaympäristössä liikevaihto takaisin kasvuun ja kulu- tehokkuus sille tasolle, että yhtiön jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoiminta olisi kestävästi kannattavalla pohjalla.

Kuluvan vuoden ennusteemme laskivat selvästi

Tarkistimme vuoden 2020 ennusteitamme selvästi alaspäin odotuksista jääneen H2'19-tuloksen jälkeen. Keskeisimmät ennustemuutokset koskevat UCITS-rahastojen laskeneita liikevaihtoennusteita. Tarkistimme KY-rahastojen kasvuennusteitä selvästi ylöspäin, mutta ennustetarkistukset eivät kompensoi täysimääräisesti UCITS-rahastojen laskeneita liikevaihtoennusteita. Tarkistimme myös kuluennusteitamme alaspäin pääasiassa laskeneiden henkilöstö- ja palkkiokuluennusteiden myötä, mutta ne hautautuvat laskeneen liikevaihtoennusteen alle. Kokonaisuutena vuoden 2020 tulosennusteemme laskivat selvästi, mutta vuoden 2021 tulosennusteissamme ei tapahtunut suuria muutoksia. Tarkistimme vuosien 2020-2021 osinkoennusteita selvästi alaspäin heikkoa tuloskehitystä ja kireää vakavaraisuusasetmaa heijastellen.

Näemme osakkeessa edelleen selkeää laskuvaraa

EAB:n arvostukselle on nykytilanteessa erittäin vaikea löytää tukitasoja. Tulos pohjaisesti osake on 2020-ennusteilla (2020e: P/E 38x, EV/EBIT 30x) absoluuttisesti sekä suhteellisesti erittäin kallis ja edes 2021 merkittävä tulosparannus ei tarjoa kertoimiin oleellista nousuvaraa (2021e P/E 17x). Yhtiön arvostus ei saa myöskään tukea epävarmasta ja verrokkiryhmän heikoimmasta 1,6 %:n osinkotuotosta. Näemme nykyisten ennusteidemme valossa osakkeessa edelleen selkeää laskuvaraa ja yhtiön tulisi ylittää ennusteemme merkittävästi, jotta nykyistä kurssitasoa voitaisi pitää perusteltuna.

Analytytikot



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Myy

(aik. Myy)



2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi: 3,20 EUR

Potentiaali: -34,4 %

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

Jatkuvan liikevaihdon (ilman tuottosidonnaisia eriä) ja saavutettujen kulusäästöjen perusteella, vuoden 2020 tuloksen arvioidaan olevan positiivinen ja jatkuvan liikevaihdon kasvavan hieman vuoden 2019 tasosta.

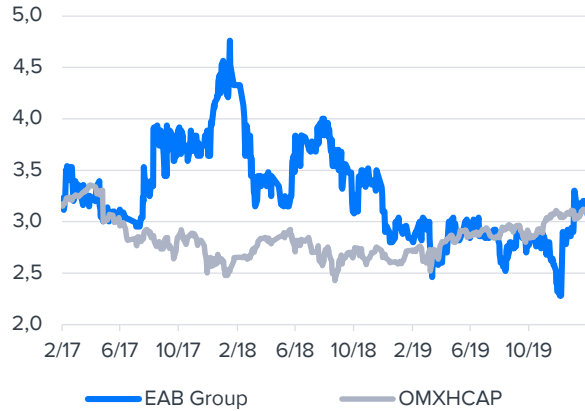
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	18,4	19,6	22,5	23,8
kasvu-%	-6 %	6 %	15 %	6 %
EBIT oik.	-1,3	1,6	3,3	3,8
EBIT-% oik.	-7,1 %	8,3 %	14,6 %	15,8 %
Nettotulos	-1,4	1,2	2,6	3,0
EPS (oik.)	-0,10	0,08	0,19	0,22

P/E (oik.)	neg.	37,8	17,1	14,8
P/B	1,9	2,3	2,1	1,9
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,6 %	3,1 %	3,8 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	29,5	13,4	11,6
EV/EBITDA	33,3	11,9	8,0	7,8
EV/Liikevaihto	2,4	2,5	2,0	1,8

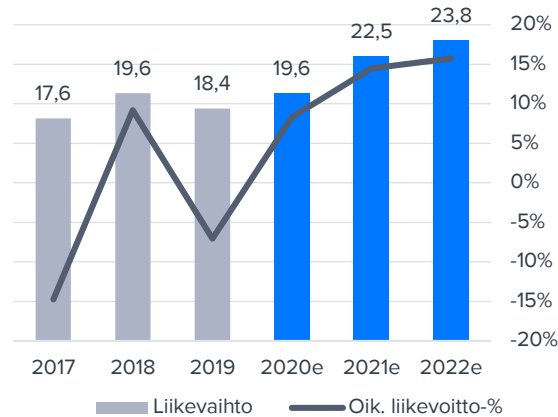
Lähde: Inderes

Osakekurssi



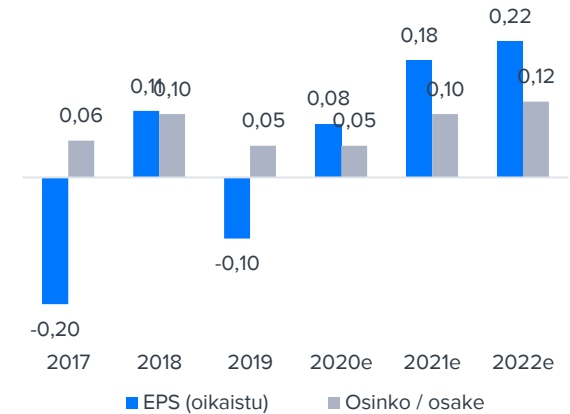
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Jatkuvien tuottojen kasvu
- Tuotekohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Kulusäästöt
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotason eroosio
- Ongelmat kuluhallinnan kanssa
- Maineriskit
- Heikko track-record

Arvostus

- Toteutuneella tuloksella osake on kallis suhteellisesti sekä absoluuttisesti
- Tulostason pitää parantua selvästi jotta osakkeessa olisi nousuvaraa
- Osakkeelle vaikea löytää tukitasoja heikon osingon ja vaisun track-recordin myötä

MCAP
44
MEUR

EV
48
MEUR

EV/EBIT
29,5
2020e

P/E (oik.)
37,8
2020e

Loppuvuosi meni odotuksiamme heikommin

Liikevaihto laski odotuksiamme voimakkaammin

EAB:n liikevaihto laski H2:lla odotuksiamme voimakkaammin 9,0 MEUR:oon (H2'19e: 9,7 MEUR). Liikevaihtoalitituksen taustalla oli vertailukautta selvästi matalammat ja odotuksistamme jääneet 3,2 MEUR:n UCITS-rahastojen palkkiotuotot (H2'19e: 4,2 MEUR). UCITS-rahastojen palkkiotuottojen laskun taustalla oli käsityksemme mukaan H2:lla voimakkaana jatkunut hintapaine.

KY-rahastojen palkkiot kehittyivät vuoden jälkipuoliskolla sen sijaan odotuksiamme (H2'19e: 1,4 MEUR) paremmin ja kasvoivat 1,9 MEUR:oon Kiinteistökehitys II- ja Vuokratuottorahaston tukemana. Muiden sijoituspalveluiden ja välityksen palkkiotuotot (H2'19: 1,4 MEUR) ylittivät myös odotuksemme KY-rahastojen merkintäpalkkioiden myötä. Tuottosidonnaiset palkkiot olivat H2:lla odotuksiamme mukaisesti 0,3 MEUR:n tasolla.

Kulusäästöt eivät näkyneet täysimääräisesti H2:lla

EAB eteni H2:lla säästötoimenpiteissä ja toimintojen uudelleenorganisoinnissa kiitettävää vauhtia. Erityisen positiivista oli yhtiön henkilöstömäärän selkeä lasku, joka tapahtui lähes täysin konsernin tukifunktioissa. Toteutetut kulusopeutukset eivät kuitenkaan näkyneet täysimääräisesti vielä H2-tuloksessa ja yhtiön kulutaso oli vuoden jälkipuoliskolla hieman odottamaamme korkeampi (H2'19: 8,1 MEUR vs. H2'19e: 7,9 MEUR).

Liikevaihtoalituksesta ja odotuksiamme korkeammasta kulutasosta johtuen EAB:n H2:n liiketulos oli -0,5 MEUR tappiollinen ja jäi selvästi +0,6 MEUR:n enusteestamme. Tämän myötä myös osakekohtainen tulos (H2'19: -0,04 euroa) jäi kauas 0,02 euron enusteestamme.

EAB:n hallituksen ehdottama 0,05 euron pääomanpalautus oli täysin enusteemme mukainen.

Pääomanpalautus edellyttää kuitenkin Finanssivalvonnan lupaa, sillä pääomanpalautusta ei makseta kertyneistä voittovaroista vaan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta. Lupa on käytännössä muodollisuus ja odotamme yhtiön jakavan pääoman palautuksen keväällä.

Vuosi 2019 jäi isoksi pettymykseksi

EAB:n vuosi 2019 jäi elokuussa annetun tulosvaroituksen ja tappiollisen tilikauden myötä kokonaisuudessaan isoksi pettymykseksi. Heikon tuloskehityksen taustalla oli UCITS-rahastojen palkkiotuottojen suhteellisen voimakas lasku ja raskas kulurakenne. EAB:n tuloskehitystä rasitti vuonna 2019 myös päälistalle siirtymiseen, henkilöstön uudelleenjärjestelyihin sekä asiakassaatavan alaskirjaukseen liittyneet kertaerät. Yhtiö sai muihin sektorin yhtiöihin nähden myös yllättävän vähän tukea vuoden 2019 vahvasta pääomamarkkinakehityksestä.

Ennustetaulukko	H2'18	H2'19	H2'19e	H2'19e	Konsensus	2019	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	9,8	9,0	9,7				18,4
Liikevoitto	0,3	-0,5	0,6				-1,3
EPS (raportoitu)	0,01	-0,04	0,02				-0,10
Osinko/ osake	0,10	0,05	0,05				0,05
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	-8,5 %	-1,4 %				-6,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	3,0 %	0,0 %	5,7 %				-7,1 %

Lähde: Inderes

Vuonna 2020 fokus KY-liiketoiminnan ylösajossa ja kulutehokkuudessa

Odotetun varovainen ohjeistus

EAB antoi H2-tuloksen yhteydessä odotetusti varsin varovaisen ohjeistuksen vuodelle 2020. Ohjeistuksen mukaan jatkuvan liikevaihdon (ilman tuottosidonnaisia eriä) ja saavutettujen kulusäästöjen perusteella, vuoden 2020 tuloksen arvioidaan olevan positiivinen ja jatkuvan liikevaihdon arvioidaan kasvavan hieman vuoden 2019 tasosta. Varovainen ohjeistus on varsin ymmärrettävä vuoden 2019 heikko tuloskehitys ja yhtiön pääomamarkkinavetoisuus (perinteisen varainhoidon merkittävä rooli) huomioiden.

Vuonna 2020 fokus KY-liiketoiminnan ylösajossa ja kulutehokkuudessa

Näkemyksemme mukaan EAB:n keskeisiä fokusalueita ovat kuluvana vuonna KY-liiketoiminnan (pääomarahastot) ylösajo ja kannattavuutta korjaavat korjaavat toimenpiteet. Yhtiön omien UCITS-rahastojen kohtaama hintapaine on käsityksemme mukaan ollut varsin ankaraa ja arviomme mukaan se tulee painamaan yhtiön tuottokehitystä myös jatkossa. Liikevaihdon kääntäminen kestäväälle kasvu-uralle vaatiikin yhtiöltä KY-liiketoiminnan ylösajossa onnistumista. Yhtiöllä on KY-puolella useita rahastoja ylösajovaiheessa ja suurin huolestus liittyy tällä hetkellä tuotekokoihin ja tämän myötä tuotekohtaisiin kannattavuuksiin.

EAB:n kulutehokkuuden pitäisi parantua vuonna 2020 selvästi viime vuoden jälkipuoliskolla tehtyjen kustannusäästöjen tukemana. Yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada nykyisessä suotuisassa markkinaympäristössä kulutehokkuutensa sille tasolle, että yhtiön jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoiminta on kestävästi kannattavalla pohjalla.

Mielestämme on selvää, että yhtiön kulutason tulisi laskea 2020 aikana ja näkisimme mielellämme yhtiöltä myös uusia kustannusäästötoimia 2020 aikana.

Tase rajoittaa yhtiön liikkumatilaa

EAB:n konsernin konsolidointiryhmän vakavaraisuus (CET1) oli vuoden 2019 lopussa 12,8 % eli 4,8 %-yksikköä yli regulaattorin vaatiman minimivaatimuksen. Omien varojen ylijäämä on käsityksemme mukaan 2-2,5 MEUR:n välillä. Välitöntä vaaraa yhtiöllä ei ole, mutta yhtiön tappionsietokyky on kuitenkin varsin rajallinen. EAB:lla ei ole näkemyksemme mukaan osingonmaksukykyä 2021 keväällä, ilman vuonna 2020 tapahtuvaa selvää tulosparannusta.

Ennusteita tarkistettu alaspäin

Tarkistimme vuoden 2020 ennusteitamme selvästi alaspäin odotuksista jääneen H2'19-tuloksen jälkeen. Keskeisimmät ennustemuutokset koskevat UCITS-rahastojen laskeneita liikevaihtoennusteita. Tarkistimme H2-tuloksen myötä KY-rahastojen (Kiinteistökehitys II, Intian Aurinko) kasvuennusteita selvästi ylöspäin, mutta ennustetarkistukset eivät kompensoi täysimääräisesti UCITS-rahastojen laskeneita liikevaihtoennusteita.

Tarkistimme H2-tuloksen jälkeen myös kuluennusteitamme alaspäin pääasiassa laskeneiden henkilöstö- ja palkkiokuluennusteiden myötä. Odotamme EAB:n kulutason laskevan kuluvana vuonna 15,7 MEUR:oon (aik. 16,1 MEUR) vuoden 2019 16,9 MEUR:n tasosta. Säästöjen tuoma vipuvaikutus hautautuu ennusteissamme kuitenkin laskeneen liikevaihtoennusteen alle.

Kokonaisuutena vuoden 2020 tulosennusteemme

laskivat selvästi ja suhteelliset prosenttimuutokset ovat merkittäviä johtuen varsin pienistä absoluuttisista numeroista. Vuoden 2021 tulosennusteissa ei tapahtunut sen sijaan suuria muutoksia. Tarkistimme kuitenkin vuosien 2020-2021 osinkoennusteita selvästi alaspäin heikkoa tulostasoa ja kireää vakavaraisuusasetmaa heijastellen.

Yhtiöllä potentiaalia selvästi nykyistä parempaan

Laskeneista ennusteitamme huolimatta odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta vuonna 2020. Ennusteidemme keskiössä on liikevaihdon kääntäminen takaisin kasvuun uusien tuotteiden vetämänä sekä kulusäästöjen luoma tulosvipu. Kuluvan vuoden osalta ennustamme liikevaihdon kasvavan 6 %:lla 19,6 MEUR:oon ja liikevoiton 1,6 MEUR:oon (2019: -1,3 MEUR).

Ennusteemme vaativat markkinatilanteen säilymisen vähintään nykytasolla ja mikäli markkina heikentyisi nykyisestä, olisi EAB:n ennusteissamme muun finanssisektorin tapaan selkeitä laskupaineita. Johtuen jatkuvista pettymyksistä ja heikosta näkyvyydestä suosittelemme sijoittajia keskittymään yhtiön lyhyen aikavälin kehitykseen ja emme anna painoa pidemmän aikavälin ennusteillemme.

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2019	2019	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteuma	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	19,0	18,4		21,0	19,6	-7 %	22,7	22,5	-1 %
Käyttökate	2,4	1,3		5,0	4,0	-19 %	5,5	5,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,2	-1,3		2,7	1,6	-40 %	3,3	3,3	-2 %
Liikevoitto	-0,2	-1,3		2,7	1,6	-40 %	3,3	3,3	-2 %
Tulos ennen veroja	-0,5	-1,6		2,6	1,5	-43 %	3,2	3,2	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,03	-0,10		0,15	0,08	-43 %	0,19	0,18	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05		0,10	0,05	-50 %	0,12	0,10	-17 %

Lähde: Inderes

Keskeiset ennustemuutokset:

- UCITS-rahastojen liikevaihtoennusteita tarkistettu alaspäin
- KY-rahastojen kasvuennusteita nostettu
- Palvelutoiminnan liikevaihtoennusteita tarkistettu alaspäin
- Henkilöstökulu- ja palkkiokuluennusteita laskettu
- Hallintokuluennusteita tarkistettu ylöspäin
- Osinkoennusteita tarkistettu alaspäin

Keskeiset tulosajurit 2020-2021e

- KY-rahastojen vetämä liikevaihdon kasvu
- Säästöjen luoma tulosvipu
- Markkinatilanteen kestävyys
- Jatkuvien pettymyksien myötä luottamus tulosparannukseen aiempaa heikompi

Arvostus on hyvin haastava

Vuoden 2019 piti olla vuosi, kun EAB keskittyi kannattavuuteensa ja todistaa markkinoille, että sen viime vuosien kova kasvu on ollut kannattavaa. Tuloskasvu siirtyi vuonna 2019 kuitenkin jälleen eteenpäin ja samalla epävarmuus yhtiön todellisen tulospotentiaalin suhteen kasvaa entisestään. Sijoittajan onkin yhä vaikeampi luottaa eteenpäin katsoviin kertoihin tai lupauksiin parantuvasta tuloksesta ja jatkossa EAB:n pitää edetä yhä enemmän näyttöjen kautta.

Keskitymmekin EAB:n arvostuksessa kuluvaan vuoden tulosennusteisiimme perustuviin kertoihin, sillä näkemyksemme mukaan vuoden 2021 arvostuskertoimille ei voida antaa painoarvoa yhtiön heikosta track-recordista ja rajallisesta näkyvyydestä johtuen.

Arvostus on irronnut fundamenteista

EAB:n arvostus on irronnut näkemyksemme mukaan fundamenteista ja osakkeen tulospohjainen arvostus (2020e: P/E 38x, EV/EBIT 30x) on sekä absoluuttisesti että suhteellisesti erittäin korkea. EAB:ta hinnoitellaan merkittäväällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään ja kaikki relevantit tulospohjaiset arvostuskertoimet indikoivat osakkeen olevan selvästi yliarvostettu. Arvostus ei saa myöskään tukea epävarmasta (kts. sivu 5) ja verrokkiryhmän heikoimmasta 1,6 %:n osinkotuotosta.

Näkemyksemme mukaan EAB:ta tulisi hinnoitella selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin yhtiön korkeasta riskiprofiilista ja epävarmuudesta johtuen. EAB:n pitäisikin kyetä ylittämään ennusteemme reippaasti, jotta nykyistä arvostusta voitaisi pitää perusteltuna.

Riski-/tuottosuhde on heikko

Heikko taseasema, tappiollinen vuoden 2019 tulos yhdessä epävarman markkinatilanteen kanssa nostavat EAB:n riskiprofiilia selvästi. Kun samalla osakkeen tuottopotentiaali siirtyy yhä kauemmas horisonttiin ja siihen liittyvä epävarmuus kasvaa, on osakkeen riski-/tuottosuhde väistämättä heikko. Näemme nykyisten ennusteidemme valossa osakkeessa edelleen selkeää laskuvaraa ja yhtiön tulisi ylittää ennusteemme merkittävästi, jotta nykyistä kurssitasoa voitaisi pitää perusteltuna.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,20	3,20	3,20
Osakemäärä, milj. kpl	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	44	44	44
Yritysarvo (EV)	48	44	44
P/E (oik.)	37,8	17,3	14,9
P/E	37,8	17,3	14,9
P/B	2,3	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	2,5	2,0	1,8
EV/EBITDA (oik.)	12,0	8,1	7,9
EV/EBIT (oik.)	29,7	13,6	11,7
Osinko/tulos (%)	59,1 %	54,1 %	55,8 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	3,1 %	3,8 %

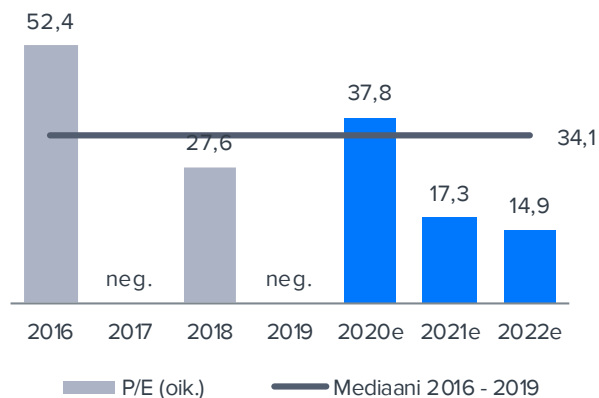
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

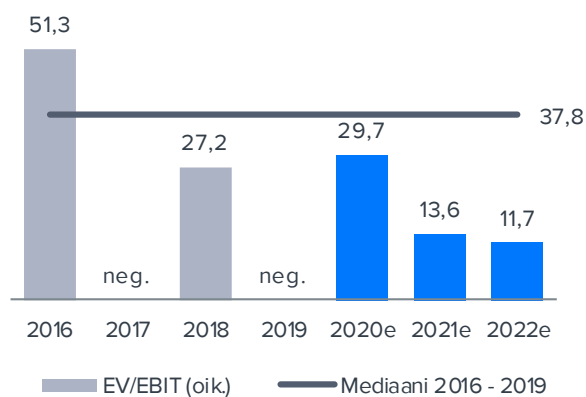
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,87	3,35	4,23	2,90	2,62	3,20	3,20	3,20	3,20
Osakemäärä, milj. kpl	8,59	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	47	34	54	40	36	44	44	44	44
Yritysarvo (EV)	44	35	58	49	43	48	44	44	43
P/E (oik.)	34,1	52,4	neg.	27,6	neg.	37,8	17,3	14,9	14,9
P/E	34,1	54,9	neg.	27,6	neg.	37,8	17,3	14,9	14,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	10,5	11,5	9,6	20,2	19,1
P/B	4,1	2,7	3,1	1,8	1,9	2,3	2,1	1,9	1,8
P/S	3,2	2,0	3,1	2,0	2,0	2,3	2,0	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	3,0	2,1	3,3	2,5	2,4	2,5	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	27,2	27,6	neg.	12,0	33,3	12,0	8,1	7,9	7,6
EV/EBIT (oik.)	37,8	51,3	neg.	27,2	neg.	29,7	13,6	11,7	11,5
Osinko/tulos (%)	60,8 %	127,2 %	neg.	95,2 %	neg.	59,1 %	54,1 %	55,8 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,2 %	1,4 %	3,4 %	1,9 %	1,6 %	3,1 %	3,8 %	4,7 %

Lähde: Inderes

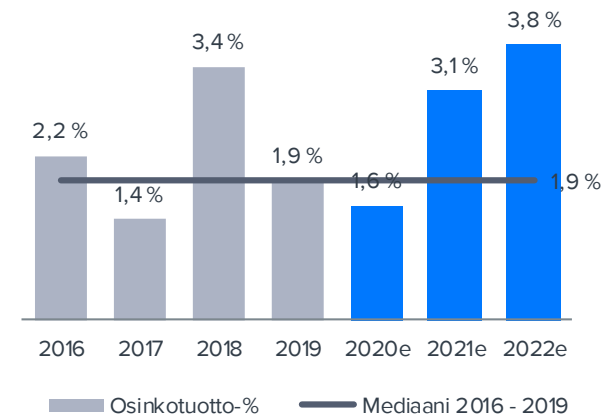
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Taaleri	9,40	263	323	11,9	12,1	10,9	10,9	4,0	3,9	12,5	12,7	3,9	4,1	1,8
eQ	14,70	565	556	15,8	15,8	15,1	14,9	8,5	8,3	20,3	20,4	5,1	5,1	8,2
United Bankers	9,40	96	101	12,6	10,1	10,1	9,2	2,9	2,6	15,6	13,0	6,0	6,5	2,9
CapMan	2,75	423	430	13,1	11,3	12,5	10,9	7,5	6,8	16,2	14,4	5,2	5,6	3,2
Titanium	10,95	111	102	11,3	10,2	9,2	8,5	5,1	4,4	12,3	11,1	7,4	7,8	5,2
Eveli	11,75	281	281	9,5	8,6	8,5	7,7	3,3	3,0	13,0	11,4	6,8	7,7	3,4
Aktia	11,38	756								13,9	12,5	5,8	6,1	1,2
AGF Management	7,11	390	482	11,5	11,5	6,4	6,2	1,7	1,6	12,6	11,9	4,5	4,7	0,6
GAM Holding	2,96	445	296	17,2	8,0	8,6	5,4	1,0	1,0	29,1	15,2	3,4	3,4	0,5
Wisdom Tree Investments	5,15	737	953	15,6	14,6	15,6	13,6	3,6	3,5	20,3	18,6	2,5	2,5	2,0
River and Mercantile Group	285,00	291	264	11,9	9,7	11,6	9,6	2,9	2,6	16,0	12,9	5,1	6,4	4,0
EAB Group (Inderes)	3,20	44	48	29,5	13,4	11,9	8,0	2,5	2,0	37,8	17,1	1,6	3,1	2,3
Keskiarvo				13,0	11,2	10,9	9,7	4,0	3,8	16,5	14,0	5,1	5,5	3,0
Mediaani				12,3	10,7	10,5	9,4	3,5	3,3	15,6	12,9	5,1	5,6	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				140 %	26 %	14 %	-14 %	-29 %	-40 %	143 %	32 %	-70 %	-45 %	-24 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	9,3	10,2	19,6	22,5	23,8	25,0
Konserni	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	9,3	10,2	19,6	22,5	23,8	25,0
Käyttökate	2,6	1,5	4,1	0,5	0,8	1,3	1,9	2,2	4,0	5,5	5,5	5,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,2	-2,3	-1,3	-1,3	-2,6	-1,2	-1,2	-2,4	-2,2	-1,8	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	0,7	1,0	1,6	3,3	3,7	3,7
Liikevoitto	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	0,7	1,0	1,6	3,3	3,7	3,7
Konserni	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	0,7	1,0	1,6	3,3	3,7	3,7
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,4	0,2	1,6	-1,0	-0,6	-1,6	0,6	0,9	1,5	3,2	3,7	3,7
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,14	0,10	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,3	0,2	1,5	-0,8	-0,5	-1,3	0,5	0,7	1,2	2,6	3,0	3,0
EPS (oikaistu)	0,09	0,01	0,11	-0,06	-0,04	-0,10	0,03	0,05	0,08	0,18	0,22	0,22
EPS (raportoitu)	0,09	0,01	0,11	-0,06	-0,04	-0,10	0,03	0,05	0,08	0,18	0,22	0,22

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	4,9 %	18,6 %	11,4 %	-4,3 %	-8,1 %	-6,2 %	0,1 %	13,0 %	6,4 %	14,9 %	5,7 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	400,0 %	-110,3 %	-169,2 %	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-180,5 %	-307,3 %	-225,4 %	99,9 %	14,7 %	-0,2 %
Käyttökate-%	26,6 %	15,2 %	20,9 %	4,9 %	9,3 %	7,1 %	20,1 %	21,1 %	20,6 %	24,4 %	23,4 %	22,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,4 %	3,0 %	9,2 %	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	7,2 %	9,3 %	8,3 %	14,5 %	15,7 %	14,9 %
Nettotulos-%	13,3 %	1,6 %	7,4 %	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	5,1 %	6,8 %	6,0 %	11,4 %	12,5 %	11,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	22,1	22,2	21,6	20,8	21,3
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,5	4,5	4,6	5,0
Käyttöomaisuus	3,2	3,0	2,7	2,5	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Muut sijoitukset	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	2,8	2,9	2,6	1,9	1,9
Vaihtuvat vastaavat	14,3	12,8	10,8	10,1	10,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,2	12,3	9,8	9,0	9,5
Likvidit varat	1,1	0,5	1,0	1,1	1,2
Taseen loppusumma	36,4	35,0	32,3	31,0	32,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	22,1	19,3	19,8	21,7	23,3
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-1,0	-2,4	-1,9	0,0	1,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	11,2	12,3	9,4	5,7	5,0
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,8	7,4	4,5	0,8	0,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,1	4,7	4,7	4,7	4,7
Lyhytaikaiset velat	3,1	3,7	3,1	3,6	3,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,7	3,1	3,6	3,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,4	35,3	32,3	31,0	32,0

DCF-laskelma

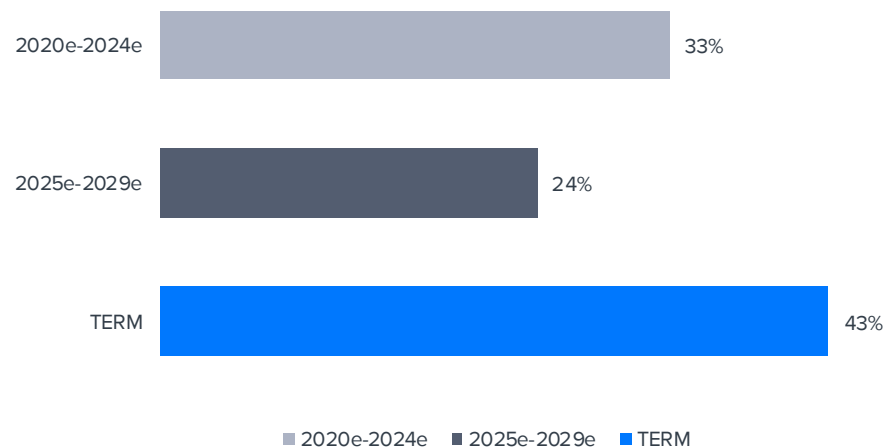
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-1,3	1,6	3,3	3,8	3,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,1	5,2	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,4	2,2	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,5	1,9	1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	3,3	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,8	5,9	6,7	4,5	4,6	5,3	5,6	5,8	9,5	6,3	6,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,7	-2,1	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,7	3,8	4,6	2,2	2,3	2,9	3,1	3,3	7,0	3,8	4,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,7	3,8	4,6	2,2	2,3	2,9	3,1	3,3	7,0	3,8	4,1	46,5
Diskontattu vapaa kassavirta		3,5	3,8	1,6	1,5	1,7	1,6	1,6	3,0	1,4	1,4	15,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		36,9	33,4	29,6	28,0	26,5	24,8	23,2	21,7	18,7	17,3	15,9
Velaton arvo DCF		36,9										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		-0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		29,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,15										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,6	19,6	18,4	19,6	22,5	EPS (raportoitu)	-0,20	0,11	-0,10	0,08	0,19
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	4,0	5,5	EPS (oikaistu)	-0,20	0,11	-0,10	0,08	0,19
Liikevoitto	-2,6	1,8	-1,3	1,6	3,3	Operat. kassavirta / osake	-0,18	0,00	0,20	0,43	0,49
Voitto ennen veroja	-2,7	1,6	-1,6	1,5	3,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,92	-0,54	0,26	0,28	0,33
Nettovoitto	-2,3	1,5	-1,4	1,2	2,6	Omapääoma / osake	1,52	1,59	1,39	1,42	1,56
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,06	0,10	0,05	0,05	0,10
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	31,5	36,4	35,0	32,3	31,0	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	11 %	-6 %	6 %	15 %
Oma pääoma	17,8	22,1	19,3	19,8	21,7	Käyttökateen kasvu-%	-155 %	-686 %	-68 %	210 %	36 %
Liikearvo	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-477 %	-169 %	-172 %	-225 %	102 %
Nettovelat	3,8	8,7	6,9	3,6	-0,3	EPS oik. kasvu-%	-413 %	-153 %	-194 %	-185 %	121 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	-4,0 %	20,9 %	7,1 %	20,6 %	24,4 %
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	4,0	5,5	Oik. Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	8,3 %	14,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-4,0	1,5	1,9	1,3	Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	8,3 %	14,6 %
Operatiivinen kassavirta	-2,1	0,1	2,8	5,9	6,7	ROE-%	-15,5 %	7,3 %	-6,6 %	6,0 %	12,5 %
Investoinnit	-7,7	-4,6	-2,7	-2,1	-2,1	ROI-%	-13,7 %	6,5 %	-4,4 %	6,4 %	14,0 %
Vapaa kassavirta	-10,7	-7,4	3,7	3,8	4,6	Omavaraisuusaste	56,4 %	60,8 %	55,1 %	61,1 %	70,0 %
						Nettovelkaantumisaste	21,4 %	39,3 %	35,8 %	18,1 %	-1,5 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
BNP Paribas			17,6 %			EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,4	2,5	2,0
Kari Juurakko			15,8 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	12,0	33,3	11,9	8,0
UMO Invest Oy			10,0 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	27,2	neg.	29,5	13,4
Janne Nieminen			8,0 %			P/E (oik.)	neg.	27,6	neg.	37,8	17,1
Jouni Kaaria			7,7 %			P/B	3,1	1,8	1,9	2,3	2,1
Daniel Pasternack			7,2 %			Osinkotuotto-%	1,4 %	3,4 %	1,9 %	1,6 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen 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 arvon 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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.10.2017	Lisää	4,00 €	3,70 €
20.2.2018	Vähennä	4,20 €	4,40 €
1.3.2018	Vähennä	4,00 €	4,08 €
28.3.2018	Lisää	4,00 €	3,20 €
27.8.2018	Vähennä	3,80 €	3,90 €
19.12.2018	Vähennä	3,00 €	2,90 €
1.3.2019	Myy	2,70 €	2,90 €
8.4.2019	Vähennä	2,50 €	2,58 €
14.8.2019	Myy	2,30 €	2,78 €
29.8.2019	Myy	2,00 €	2,56 €
4.12.2019	Myy	2,10 €	2,62 €
16.2.2020	Myy	2,10 €	3,20 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**