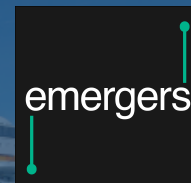


Tallink

Lovande försäljning, utmanande oljepris

Mattias Wallander | Datum: 2022-03-16 08:00 | Denna uppdragsanalys är framtagen i samarbete med Enlight Research. Analysen är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier.



Tallink överträffade våra estimat för andra kvartalet i rad. Att öka försäljningen under ett år när det totala passagerarantalet är ner, visar på utmärkt operationell handlingskraft. Med lovande utsikter för försäljningen så ersätter oljepriset nu pandemin som den huvudsakliga riskfaktorn.

Kvartalsrapporten slog förväntningarna

Q4-rapporten visade att intäkterna från Restaurang & Butiker samt Biljetter slog våra estimat med 96% respektive 88% samtidigt som uthyrning av fartyg kom in 42% över prognos. Totala intäkter slog vår prognos med 70% vilket resulterade i en EBITDA på 25 MEUR (vårt estimat 6 MEUR). Den gedigna Q4-rapporten betyder att bolagets omsättning för 2021 steg med 8%, trots en minskning av passagerarantalet på 21%.

Återhämtning för försäljningen, trots ett utmanande oljepris

Sverige och Finland tog bort restriktionerna i februari och därför räknar vi med att antalet passagerare kommer öka 82% i år till 5,4 miljoner (55% av 2019 års nivå) och lägga grund för en försäljningsökning på 252 MEUR. Samtidigt uppskattar vi att bolagets bränslekostnad kommer att öka till 49 MEUR under 2022, vilket tar oss till break-even på EBIT. Vi räknar med ett litet positivt nettoresultat under nästa år (3 MEUR), även vid ett beräknat oljepris på 100 USD fatet (Brent).

Tillbaka till utdelningar 2024

Vi förväntar oss att de statliga lån som bolaget tagit upp ska vara helt återbetalda till 2024, vilket kommer att möjliggöra en utdelning på 0,02 EUR samma år. Vår DCF ger ett motiverat värde i Base-case på 0,92 EUR per aktie, vilket är i linje med vår normaliserade EV/EBITDA multipelvärdering per aktie.

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	442.9	476.9	728.5	836.6	913.3
Net sales growth	-53.3%	7.7%	52.7%	14.8%	9.2%
EBITDA	8.0	58.3	100.2	132.1	155.3
EBITDA margin	1.8%	12.2%	13.8%	15.8%	17.0%
EBIT	-92.6	-37.0	-0.3	27.3	51.8
EBIT margin	-20.9%	-7.8%	0.0%	3.3%	5.7%
EV/Sales	2.6	2.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	145.7	18.7	12.3	8.9	7.2
EV/EBIT	neg	neg	neg	43.2	21.7
P/E adj.	neg	neg	neg	132.3	13.9
P/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS adj.	-0.16	-0.08	-0.03	0.00	0.04
EPS growth adj.	nm	nm	nm	nm	853.2%
Div.per share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
Dividend yield	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.64%

Källa: Bolagets rapporter, Enlight Research estimates

Tallink

Fair Value, Range (EUR)	
Bull	1,200
Base	0,920
Bear	0,640
Key data	
Current Price (EUR)	0,550
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors
Market Capitalisation (MEUR)	409,0
Net Debt (MEUR)	652
	0
Shares	744
Free float	60%

Price range	
52-week high	0,790
52-week low	0,530

Analyst	
ResearchTeam@enlightresearch.net	

Coverage frequency	
4x per year	



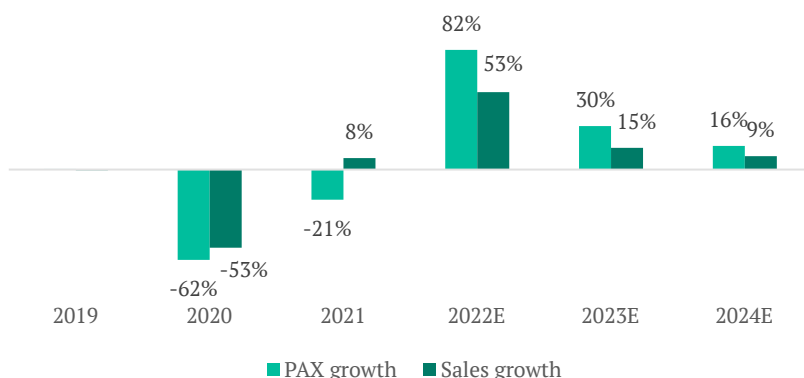
Ökad omsättning trots lägre antal passagerare

Under 2021 ökade försäljningen med 8%, trots en minskning på 21% av antalet passagerare vilket visar på en imponerande handlingskraft i en utmanande miljö. Bolaget lyckades, trots en generell minskning av antalet passagerare, öka försäljningssiffrorna av framför allt tre orsaker

- a) 204% rapporterade öknings i uthyrning av fartyg
- b) 30% ökad konsumtion ombord per passagerare
- c) 31% höjda biljettpriser

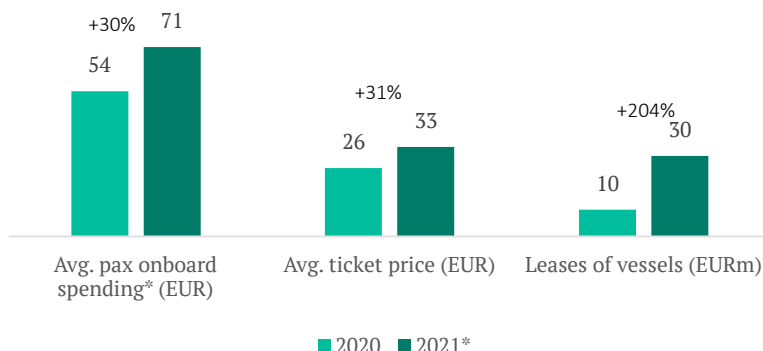
Vi anser att Tallinks motståndskraft mot ytterligare förvärrad pandemipåverkan förbättrats signifikant genom ovannämnda faktorer. Vi förutser inte en förvärrad situation av pandemin och räknar framgent med ett ökat antal passagerare och försäljning för prognosen 2022E-2024E.

Tillväxt i antal passagerare och försäljning



Källa: Bolagens rapporter (historiska), Enlight Research (prognos)

Ombordförsäljning, Biljettpris och fartygshyra 2021 vs. 2020

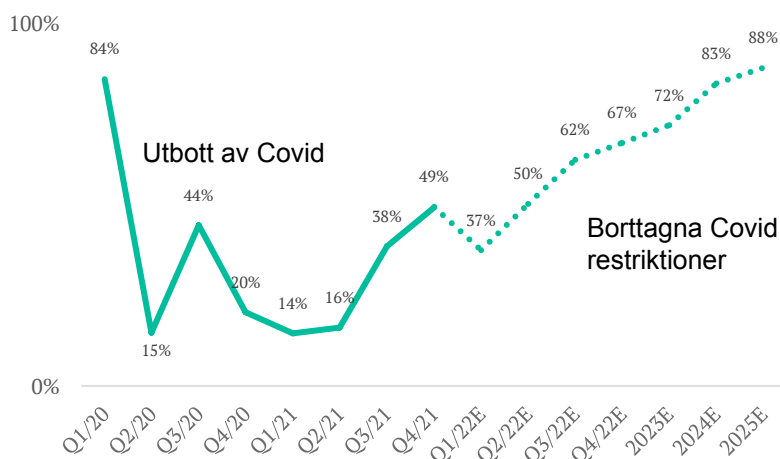


Källa: Bolagens rapporter, *2021 Genomsnittlig konsumtion för passagerare är baserat på en historisk splitt mellan landbaserade och fartygsbaserade restauranger och butiksförsäljning gjord av Enlight Research.

Återhämtning av antal passagerare

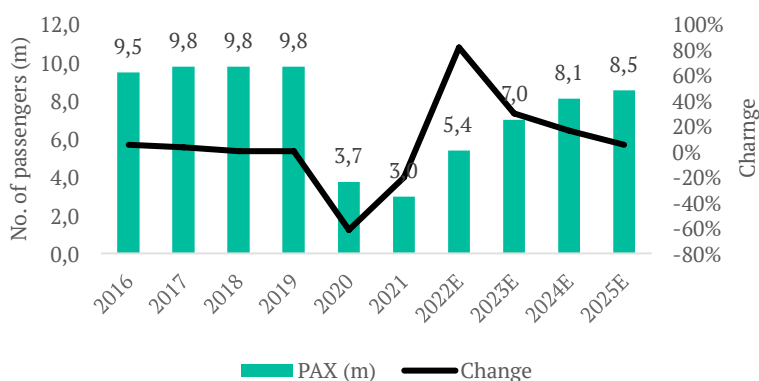
Nu är bolagets efterlängttade återhämtning av antal passagerare (PAX) synlig. I rapporten för Q4 2021, var antalet passagerare 49% av nivån samma period under pre-pandemiåret 2019. Detta är den högsta nivån sedan utbrottet av pandemin i kvartal 1 2020. Givet att Tallinks hemmamarknader (Estland, Finland, Sverige) har lyft covidrestriktionerna, ser vi en fortsatt återhämtning under 2022E och framåt. Likväl ser vi förväntat antal passagerare minska under första kvartalet 2022 till 37%, på grund av avställda fartyg och restriktioner under Jan-Feb i Estland och Finland.

PAX som andel av 2019 års nivå i %



Källa: Bolagens rapporter (historik), Enlight Research (estimat)

Antal passagerare och tillväxt



Källa: Bolagens rapporter (historik), Enlight Research (estimat)

I väntan på att Estland ska lyfta restriktionerna

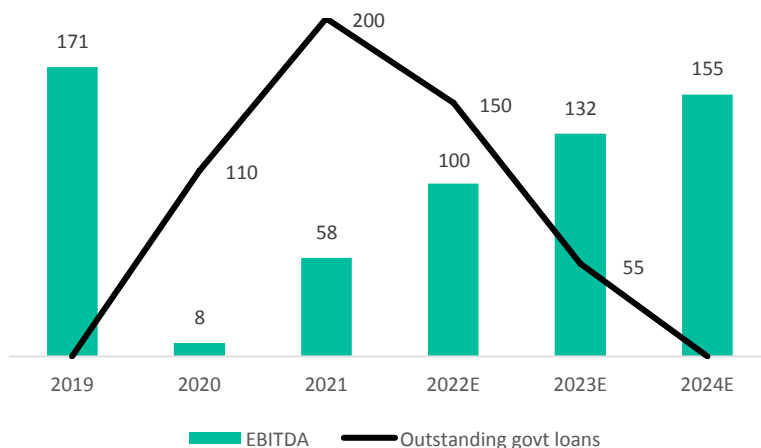
Sverige, och Finland lyfte restriktionerna i februari medan Estland lyfte dem i mars, vilket betyder att det nu inte kvarstår några hinder för att resa mellan länder inom EU eller regleringar med vaccinationsbevis för att kunna vistas på restaurang. Samtidigt har Lettland fortfarande restriktioner för resande och för att vistas på restauranger och hotell, vilket har en generellt negativ inverkan på marknaden för turism och hotell. Det lettiska folkhälsomyndigheten har rekommenderat att delvis lyfta särskilda restriktioner 1 mars och resterande restriktioner 1 april (bortsett från reserestriktionerna). Den lettiska regeringen följer vanligtvis rekommendationerna från landets folkhälsomyndighet, vilket betyder att restriktionerna troligtvis lyfts i mars-april.

	Estonia	Finland	Sweden	Latvia
Idag	Estlands minister för utländsk handel: Passagerare från EU länder behöver uppvisa ett covid certifikat, negativt test eller sättas i självkarantän. Restauranger: Kan personer ej besöka utan covid-certifikat Hotell: Kan personer ej bo där utan covid-certifikat.	Finlands gränskontroll: Inga begränsningar för att åka in i landet från ett annat EU-land fr.o.m. 1 februari Restauranger: Behövs inget covid-certifikat Hotell: Behövs inget covid-certifikat	Svenska Folkhälsomyndighet: Inga begränsningar för att åka in i landet från ett annat EU-land fr.o.m. 9 februari Restauranger: Behövs inget covid-certifikat Hotell: Behövs inget covid-certifikat	Lettiska folkhälsomyndigheten: Personer från andra EU-länder behöver uppvisa ett covid-certifikat eller negativt test för att kunna resa in i landet. Restauranger: Kan personer ej besöka utan covid-certifikat Hotell: Kan personer ej bo där utan covid-certifikat.
Framtid	De flesta restriktioner väntas lyftas före slutet på mars 2022.	Restriktioner redan borttagna i februari	Restriktioner redan borttagna i februari	Lettiska folkhälsomyndigheten föreslår: 1 mars: Lätta på milda restriktioner 1 april: Lyfta alla restriktioner borträknat krav på reseintyg

Vägen tillbaka till utdelningar

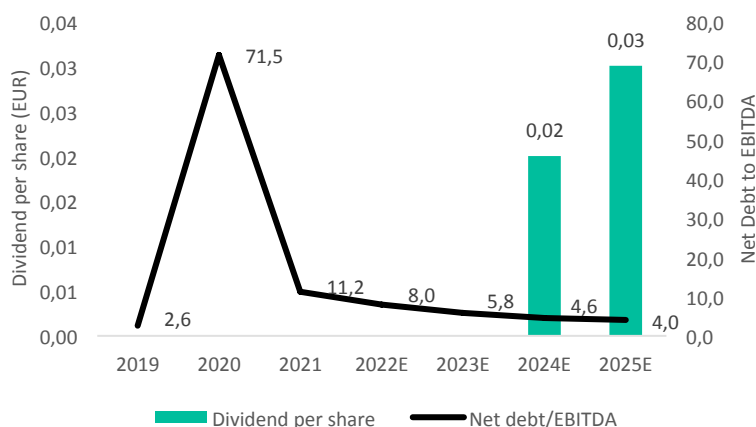
2024 är ett av de mest betydande åren för vår prognos då vi ser det som troligt att bolaget åter börjar dela ut pengar till sina aktieägare. Det blir möjligt eftersom bolaget då helt amorterat av covid-stödlånen från staten på 200 MEUR som då inte längre belastar resultaträkningen samtidigt som Nettoskulden/EBITDA faller till under 5x. Genom normaliseringen av skuldnivån och marknadssituationen, tror vi att Tallink då kan ha en utdelningsandel på 50%. Det motsvarar en utdelning på 0,02 EUR under 2024 (direktavkastning på 3,8%). Det är dock värt att notera osäkerheten i denna prognos då det ligger 3–4 år i framtiden.

EBITDA och utestående lån från staten (MEUR)



Källa: Bolagens rapporter (historik), Enlight Research (estimat)

Utdelning per aktie och Nettoskuld/EBITDA

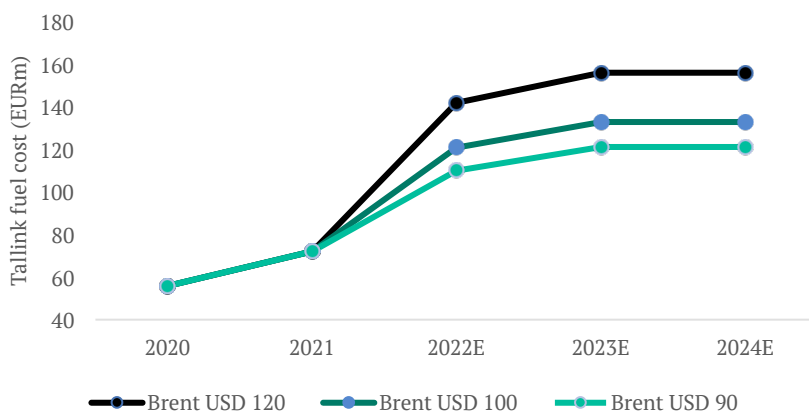


Källa: Bolagens rapporter (historik), Enlight Research (estimat)

Oljepriset en utmaning

Konflikten mellan Ryssland och Ukraina kan komma att påverka efterfrågan på resor, vilket i dagsläget är svårt att kvantifiera då det fortfarande finns en hög osäkerhet gällande utvecklingen av händelseförloppet. Konflikten har bland mycket annat lett till en kraftig ökning av oljepriset från 90 USD till över 120 USD, vilket har en direkt påverkan på Tallinks bränslekostnader. Med antagande om ett oljepris på 100 USD under 2022E ökar bolagets bränslekostnader med 67%, från 49 MEUR till 121 MEUR. Trots en ökning av bränslekostnaderna så räknar vi med att Tallink kommer visa ett positivt nettoresultat under 2023E-2024E.

Bränslekostnader, MEUR och Brentoljepris USD, 2020-2024E



Källa: Enlight Research (estimat)

Avvikelser från våra estimat

Alla intäktsströmmar, borträknat boende på fartygen, var högre än förväntat i fjärde kvartalet. Särskilt noterbart var kärnverksamhetens försäljningsintäkter (Restaurang, Butik och Biljetter) som var 2x högre än vår prognos. Ytterligare en överraskning var att uthyrningen av fartyg ökade med 49%.

Avvikelse per Segment Segment Sales	Prognos Q4/21	Utfall Q4/21	Diff EURm	Diff % EI bps	Kommentar
Restaurant & shop sales	44.4	87.0	42.6	95.9%	Drivs av 32% YoY tillväxt för den genomsnittliga spenderingsgraden per passagerare
Growth	18.2%	131.6%	na	11,335	
Ticket sales	18.2	34.3	16.1	88.3%	Ökning av biljettpriset är högre än väntat (30.6 EUR vs 16.2 EUR)
Growth	17.8%	121.9%	na	10,408	
Cargo sales	21.0	26.5	5.5	26.2%	Drivs av en tillväxt på 24% YoY för goodstrafik
Growth	0.2%	26.5%	na	2,627	
Accommodation sales	2.1	1.4	-0.7	-31.6%	Långsam återhämtning av turistnäringen
Growth	744.9%	477.6%	na	-26,735	
Leases of vessels	8.7	12.3	3.7	42.3%	Bättre än förväntat för fartygsuthyrning
Growth	255.4%	405.7%	na	15,026	
Other sales	3.7	5.1	1.4	37.5%	
Growth	40.0%	92.4%	na	5,245	
Total revenue	98.0	166.6	68.6	69.9%	Bättre än förväntad spenderingsgrad ombord samt högre biljettpriser
Growth (%)	23.6%	110.1%	na	8,648	

Avvikelse totalt Income statement	Prognos Q4/21	Utfall Q4/21	Diff EURm	Diff % ei bps	Kommentar
Revenue	98.0	166.6	68.6	69.9%	Över förväntan i samtliga segment, bortsett boende.
Cost of sales	-95.6	-146.6	-51.0	53.4%	Orsakat av högre bränslekostnader
Gross profit	2.5	20.0	17.6	716.1%	
Marketing expenses	-7.1	-9.0	-1.9	26.8%	
Administrative expenses	-11.0	-13.5	-2.4	22.2%	
Other operating income	1.3	3.3	2.0	158.3%	
Other operating expenses	0.0	0.0	0.0	nm	
Operating profit	-14.4	0.9	15.2	-106.1%	Högre OPEX än förväntat
Interest income	-0.1	0.0	0.0	nm	
Interest expense	-6.1	-5.9	0.2	-3.6%	
Other financial items	0.0	-0.1	-0.1	na	
<i>Financial net</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.0</i>	<i>0.2</i>	<i>-2.8%</i>	
Pre-tax profit	-20.5	-5.1	15.4	na	
Income tax	0.2	1.8	1.5	na	
Net profit	-20.3	-3.3	17.0	na	
EBITDA	5.8	25.1	19.3	332.2%	

Growth	Prognos Q4/21	Utfall Q4/21	Diff EURm	Diff % ei bps	Kommentar
Revenues	23.6%	110.1%	na	8,648	Drivet av försäljning ombord och biljetter.

Margins	Prognos Q4/21	Utfall Q4/21	Diff EURm	Diff % ei bps	Kommentar
Gross profit margin	2.5%	12.0%	na	952	
EBITDA margin	5.9%	15.1%	na	915	
Operating profit margin	-14.7%	0.5%	na	1,518	
Pre-tax profit margin	-20.9%	-3.1%	na	1,787	
Net profit margin	-20.7%	-2.0%	na	1,871	

Prognos

Antal passagerare (Pax)

Vi använder 2019 som basår för vår prognos av antalet passagerare 2022, för att justera för pandemieffekter som påverkar både 2020 och 2021. Våra estimat visar att antalet passagerare kommer att öka med 82% YoY, vilket innebär att antalet passagerare ligger på 55% av 2019 års nivå. Första kvartalet 2022 förväntar vi oss en tillväxt på 159%, vilket innebär att antalet passagerare kommer ligga på 37% av 2019 års nivå.

Prognos antal passagerare

	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	Full year
PAX 2019	1,855,772	2,651,843	2,974,790	2,280,805	4,507,615	5,255,595	9,763,210
PAX 2020	1,566,730	388,212	1,314,301	462,859	1,954,942	1,777,160	3,732,102
PAX 2020 chg y-on-y	-16%	-85%	-56%	-80%	-57%	-66%	-62%
PAX 2021	267,224	427,767	1,144,092	1,122,892	694,991	2,266,984	2,961,975
PAX 2021 chg y-on-y	-83%	10%	-13%	143%	-64%	28%	-21%
PAX 2022E	693,036	1,327,580	1,849,900	1,524,485	2,020,617	3,374,385	5,395,001
PAX 2022E chg y-on-y	159%	210%	62%	36%	191%	49%	82%
PAX 2023E	tba	tba	tba	tba	tba	tba	7,002,306
PAX 2023E chg y-on-y	tba	tba	tba	tba	tba	tba	30%
PAX 2020 pct of 2019	84%	15%	44%	20%	43%	34%	38%
PAX 2021 pct of 2019	14%	16%	38%	49%	15%	43%	30%
PAX 2022 pct of 2019	37%	50%	62%	67%	45%	64%	55%
PAX 2023 pct of 2019	tba	tba	tba	tba	tba	tba	72%

Försäljning

I första kvartalet så förväntar vi oss en försäljningsökning på 83% YoY i kärnverksamheten (Restaurang, Butik och Biljetter) i samband med att antalet passagerare ökar succesivt. För helåret 2022, så prognostiserar vi en 74% ökning för försäljningen i kärnverksamheten.

Prognos försäljning per segment

(EURm)	Q1/22E	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Restaurant & shop sales	37	73.2	157.7	138	228.487	233	406	487	536
Growth	83.0%	83.0%	83.0%	58.9%	-57.4%	2.1%	74.0%	20.0%	10.0%
Ticket sales	14	24	80	54	96	99	172	207	228
Growth	83.0%	83.0%	83.0%	57.0%	-60.3%	3.6%	74.0%	20.0%	10.0%
Cargo sales	22	24	23	27	94	95	97	100	103
Growth	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-21.1%	0.9%	2.0%	3.5%	3.0%
Accommodation sales	0.6	0.7	2.4	1.7	4	3	5	8	10
Growth	550.0%	360.0%	40.0%	19.7%	-75.0%	-16.3%	60.0%	45.0%	30.0%
Leases of vessels	9.2	5.7	10.6	4.8	10	30	30	15	15
Growth	300.0%	0.0%	6.0%	-60.7%	20.3%	203.8%	0.0%	-50.0%	0.0%
Other sales	2	3	7	6	11	16	18	19	21
Growth	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-61.8%	47.8%	10.0%	10.0%	10.0%
Total revenue	85	132	281	231	443	477	728	837	913
Growth (%)	57.8%	53.0%	64.7%	38.8%	-53.3%	7.7%	52.7%	14.8%	9.2%

Prognos delår

Income statement (EURm)	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22E	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	53.7	86.1	170.5	166.6	84.8	131.7	280.8	231.2	442.9	476.9	728.5	836.6	913.3
Cost of sales	-73.7	-94.8	-140.2	-146.6	-93.3	-102.7	-227.4	-216.2	-486.4	-455.3	-639.6	-711.1	-758.1
Gross profit	-20.0	-8.7	30.3	20.0	-8.5	29.0	53.3	15.0	-43.5	21.7	88.9	125.5	155.3
Marketing expenses	-5.1	-6.9	-8.3	-9.0	-6.8	-8.6	-12.6	-12.1	-37.8	-29.3	-40.1	-44.3	-48.4
Administrative expenses	-10.0	-10.5	-11.9	-13.5	-11.0	-13.2	-16.8	-20.9	-48.4	-45.7	-61.9	-61.9	-63.9
Other operating income	5.0	6.7	1.3	3.3	1.7	2.6	2.8	6.0	37.3	16.3	13.1	8.4	9.1
Other operating expenses	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.3
Operating profit	-30.0	-19.4	11.5	0.9	-24.7	9.8	26.6	-12.0	-92.6	-37.0	-0.3	27.3	51.8
Interest income	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest expense	-4.7	-5.2	-6.2	-5.9	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-17.8	-21.9	-24.8	-24.2	-20.4
Other financial items	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
<i>Financial net</i>	<i>-4.7</i>	<i>-5.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.0</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-18.0</i>	<i>-22.0</i>	<i>-24.8</i>	<i>-24.2</i>	<i>-20.4</i>
Pre-tax profit	-34.7	-24.5	5.3	-5.1	-30.9	3.6	20.4	-18.2	-110.6	-59.0	-25.1	3.1	31.3
Income tax	0.2	0.2	0.2	1.8	0.0	0.0	0.0	0.4	2.3	2.4	0.4	0.0	-1.9
Net profit	-34.4	-24.3	5.5	-3.3	-30.9	3.6	20.4	-17.8	-108.3	-56.6	-24.7	3.1	29.5
Depreciation & Amortisation	23.7	23.8	23.7	24.2	24.0	24.0	26.3	26.3	100.7	95.3	100.5	104.8	103.5
EBITDA	-6.3	4.4	35.1	25.1	-0.7	33.8	52.8	14.2	8.0	58.3	100.2	132.1	155.3

Sales growth	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22E	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales growth seq.	-32.2%	60.2%	98.1%	-2.3%	-49.1%	55.3%	113.2%	-17.6%	na	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	-65.3%	32.5%	18.6%	110.1%	57.8%	53.0%	64.7%	38.8%	-53.3%	7.7%	52.7%	14.8%	9.2%

Margins	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22E	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	-11.7%	5.1%	20.6%	15.1%	-0.8%	25.7%	18.8%	6.2%	1.8%	12.2%	13.8%	15.8%	17.0%
Gross margin	-37.2%	10.1%	17.8%	12.0%	-10.0%	22.0%	19.0%	6.5%	-9.8%	4.5%	12.2%	15.0%	17.0%
Operating margin	-55.8%	22.5%	6.7%	0.5%	-29.1%	7.4%	9.5%	-5.2%	-20.9%	-7.8%	0.0%	3.3%	5.7%
PTP margin	-64.5%	28.5%	3.1%	-3.1%	-36.4%	2.7%	7.3%	-7.9%	-25.0%	12.4%	-3.4%	0.4%	3.4%
Net profit margin	-64.1%	28.3%	3.2%	-2.0%	-36.4%	2.7%	7.3%	-7.7%	-24.5%	11.9%	-3.4%	0.4%	3.2%

Värdering

Cruise operators peer table

Company	Ccy	Price (last)	Mcap (m) (last)	EV (m) (last)	EV/Sales 2019	EV/Sales 2020	EV/Sales 2021	EV/Sales 2022E	EV/Sales 2023E	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022E	EV/EBITDA 2023E
Carnival	USD	15.53	17,642	45,662	2.2	8.2	23.9	2.8	2.1	8.4	neg	neg	19.5	7.5
Norwegian Cruise Line	USD	15.38	6,412	17,007	2.6	13.3	26.2	2.9	2.2	8.8	neg	neg	16.5	7.5
Royal Caribbean Cruises	USD	63.28	16,125	36,263	3.3	16.4	23.7	3.9	2.9	10.7	neg	neg	24.7	9.2
Viking Line	EUR	11.90	206	374	0.8	2.0	1.4	1.0	0.8	9.3	neg	14.3	9.8	8.5
Average					2.2	10.0	18.8	2.6	2.0	9.3	neg	14.3	17.6	8.2
Tallink	EUR	0.56	413	1,065	1.1	2.4	2.2	1.5	1.3	6.2	nm	18.3	10.4	8.1

DCF-värdering

Base case för vår DCF-model indikerar att motiverat värde på 0,92 EUR per aktie. Den stora skillnaden mellan Bear & Bull-case är vår terminal EBIT-marginal på 7%, vilket är en procentenhet högre och lägre jämfört med base case.

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	6.3%	6.3%	6.3%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.0%	6.7%	8.0%
Fair Value per share	0.64	0.92	1.20

Känslighets-Parametrar	Current	Step	DCF Fair value sensitivity											
Equity beta	1.15	0.10	0.65	0.75	0.85	0.95	1.05	1.15	1.25	1.35	1.45	1.55	1.65	
Fair value (DCF)	0.92		1.67	1.47	1.30	1.16	1.03	0.92	0.83	0.74	0.66	0.59	0.53	
Target debt ratio (D/D+E)	56.0 %	2.0%	46%	48%	50%	52%	54%	56%	58%	60%	62%	64%	66%	
Fair value (DCF)	0.92		0.59	0.65	0.71	0.77	0.84	0.92	1.01	1.10	1.21	1.33	1.47	
Risk free interest rate	2.5 %	0.5%	0.0 %	0.5 %	1.0 %	1.5 %	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	
Fair value (DCF)	0.92		1.73	1.51	1.33	1.17	1.04	0.92	0.82	0.73	0.65	0.58	0.51	

Värdering på normaliserad EBITDA

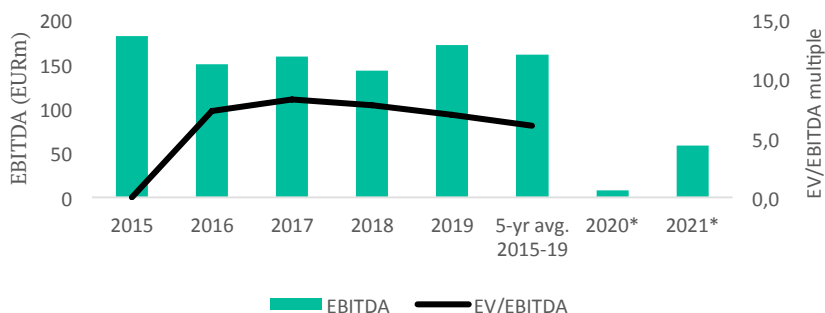
Vi har tittat på ett femårigt genomsnitt av EBITDA för perioden innan pandemin för att få en normaliserad översikt över bolaget (2015–2019). Genom att applicera 2015–2019 EV/EBITDA-multipel på 7,2x och jämföra det med den genomsnittliga EBITDA på 161 MEUR under samma år, indikerar det en normalisering av EV på 1,158 MEUR. Genom att dra bort den genomsnittliga nettoskulden på 477 MEUR, visar ett värde på Equity value på 681 MEUR och 0,92 EUR per aktie, vilket inkluderar aktierna från senaste nyemissionen. Vi anser att detta är ett motiverat estimerat värde när omvärlden normaliseras.

Normaliserade värden

Parameter	2015-19 5-yr avg.	2020	2021	2020 5-yr avg.	2020 5-yr avg.	2021 5-yr avg.	2021 5-yr avg.
Passengers (m)	9.5	3.7	3.0	-61%	156%	-69%	222%
Group sales (EURm)	950	443	477	-53%	114%	-50%	99%
Group EBITDA (EURm)	161	8	58	-95%	1898%	-64%	176%
EPS (EUR)	0.07	-0.16	-0.08	nm	nm	nm	nm

Värdering med normaliserade parametrar	Value
Normalized EBITDA (EURm)	161
Normalized EV/EBITDA multiple	7.2
Implied normalized EV (EURm)	1,160
Less normalized debt (EURm)	477
Implied normalized equity value (EURm)	682
Implied normalized equity value per share (EUR)	0.92
Current share price (EUR)	0.58
Implied long-term upside/downside	58%

EBITDA och EV/EBITDA, 5 år historiskt



Risikfaktorer

Restriktioner

Samtliga scenarion och antaganden i analysen bygger på att restriktionerna släpps, speciellt i Estland där restriktioner för restauranger kvarstår. Om restriktionerna inte släpps så kan prognosen för Tallink visa sig för optimistisk.

Likviditet

Våra antaganden bygger på att ingen likviditetsbrist inte uppstår, vilket delvis bygger på att sannolikheten för att få lån från staten för att bedriva verksamhet är hög. Samtidigt anser vi att man skall inte ska exkludera likviditetsbrist, som en riskfaktor för Tallink.

Låneförpliktelser

Om banker skulle ändra ett låns förpliktelser och införa återgång till krav på amortering, skulle det innebära att kassaflödet påverkas negativt.

Rekryteringssvårigheter

Samtidigt som den operationella verksamheten återhämtas, kommer bolaget behöva rekrytera. En riskfaktor vi hittar är att Tallink kan ha svårigheter att hitta anställda samt att tidigare anställda har hittat andra jobb under pandemin.

Löner

Då arbetsmarknaden i Estland är mättad, leder det till en ökning av löner. Särskilt inom arbetsmarknaden för Back-office inom IT och finansavdelningar.

Konsumtionsbenägenhet

Invånares konsumtionsbenägenhet har minskat som en effekt efter pandemin och det påverkar personers villighet att resa, vilket är en riskfaktor.

Bränslepriser

Högre bränslepriser leder till att marginalerna minskar för Tallink.

Rysslands krig i Ukraina

Tallink påverkas inte direkt av konflikten men beroende på hur kriget utvecklas anses det generellt som en stor riskfaktor i analysen.

Income Statement	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	443	477	728	837	913
Total operating costs	-435	-419	-628	-704	-758
EBITDA	8	58	100	132	155
Depr. & Amort.	-101	-95	-101	-105	-104
One-off EBIT items	0	0	0	0	0
EBIT	-93	-37	0	27	52
Financial net	-18	-22	-25	-24	-20
Pre-tax profit	-111	-59	-25	3	31
Taxes	2	2	0	0	-2
Minority interest	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Net profit	-109	-56	-25	3	29

Balance Sheet	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash and cash equivalent	28	128	36	42	46
Receivables	25	29	44	49	46
Inventories	29	35	51	59	64
Other current assets	7	12	12	12	12
Total current assets	89	203	143	161	167
Tangible assets	1269	1215	1327	1262	1224
Goodwill & intangible assets	61	58	70	68	71
Lease & Investment properties	95	109	116	122	127
Long-term Investments	1	0	0	0	0
Associated companies	0	0	0	0	0
Other long-term assets	2	1	1	1	1
Total fixed assets	1427	1383	1514	1453	1423
Total Assets	1516	1586	1657	1614	1590
Accounts payable	73	92	109	109	110
Short-term IB debt	112	244	273	254	233
Other current liabilities	23	22	22	22	22
Total current liabilities	208	358	404	385	364
Long-term IB debt	491	419	469	436	399
Convertibles & Lease liab.	103	117	116	122	127
Deferred tax liab.	0	0	0	0	0
Provisions	0	0	0	0	0
Other long-term liab.	0	0	0	0	0
Total long-term liab.	594	535	584	558	526
Total Liabilities	802	893	989	943	890
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	714	693	668	671	700
Total liabilities and equity	1516	1586	1657	1614	1590

Free Cash Flow	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Operating profit	-93	-37	0	27	52
Depreciation	101	95	101	105	104
Working capital chg	-15	2	-13	-13	-2
Other Operating CF items	0	0	0	0	-3
Operating Cash Flow	-7	60	87	119	150
Net investments	-117	-35	-225	-38	-68
Other items	17	0	0	0	0
Free Cash Flow	-107	25	-138	81	82

Profitability	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	-14.1%	-8.0%	-3.6%	0.5%	4.3%
FCF yield	-21.6%	5.8%	-33.6%	19.8%	20.1%
EBITDA margin	1.8%	12.2%	13.8%	15.8%	17.0%
EBIT margin	-20.9%	-7.8%	0.0%	3.3%	5.7%
PTP margin	-25.0%	-12.4%	-3.5%	0.4%	3.4%
Net margin	-24.5%	-11.8%	-3.4%	0.4%	3.2%

Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	neg	neg	neg	132.3	13.9
P/E adjusted	Neg	neg	neg	132.3	13.9
P/Sales	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4
EV/Sales	2.6	2.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	145.7	18.7	12.3	8.9	7.2
EV/EBIT	neg	neg	Neg	43.2	21.7
P/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV tangible	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

Per share ratios	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.16	-0.08	-0.03	0.00	0.04
EPS, adjusted	-0.16	-0.08	-0.03	0.00	0.04
Operating CF/share	-0.01	0.08	0.12	0.16	0.20
Free Cash Flow/share	-0.16	0.03	-0.19	0.11	0.11
BV/share	1.07	0.93	0.90	0.90	0.94
Tangible BV/share	1.05	0.92	0.88	0.89	0.93
Div. per share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.5%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%

Shareholders	Capital	Votes
Infotar AS	163.585	40.00 %
Baltic Cruises Hld, L.P.	44.986	11.00 %
ING LUX S.A. AIF Acct.	24.538	6.00 %
Baltic Cruises Inv. L.P.	24.538	6.00 %
Citi VC Int. G.P	16.359	4.00 %
Nordea Bank ABP / Clients FDR	16.359	4.00 %
Mersok OÜ	8.179	2.00 %
Clearstream Banking AG	4.090	1.00 %
Lüksusjaht AS	4.090	1.00 %
LHV Pensionifond L	4.090	1.00 %

Key people	
CEO	Paavo Nõgene
CFO	Margus Schults
IR	Joonas Joost
Chairman	Enn Pant

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. För att undvika intressekonflikter har Emergers skribenter inga innehav i de noterade bolag vi skriver om. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.