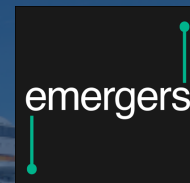


Tallink

Redo för högsäsong

Mattias Wallander | Datum: 2022-05-19 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.



Under årets första kvartal låg fokus på att skala upp kapaciteten inför högsäsongen, där större delen av helårets intjänning sker. Pax-återhämtningen har ökat snabbare än vi förväntat oss, men så har även bränslekostnaderna. Sammantaget ser vi fram emot en lönsam sommar.

Bygger upp kapaciteten

Efter att antalet anställda under Q1 utökats med 20% y-on-y, är kapaciteten nu tillbaka på nivåerna de låg innan pandemin på viktiga rutter (TAL – HEL, STO – HEL, STO – TUR). Endast ett fartyg, Victoria (STO – TAL), är avställt, medan fartygen mellan STO – RIG (Romantika, Isabelle) är uthyrda. Vi estimerar en högsäsong-EBITDA (Q2, Q3) på 95 MEUR med avseende på det nära 100 procentiga kapacitetsutnyttjandet.

Utmaningar med bränslepriserna

Baserat på ett genomsnittligt Brentpris 2022 (106 USD), och 30% högre bränsleåtgång, förväntar vi oss att bränslekostnaderna stiger med 95% i år, till 141 MEUR. Idag används ett dyrare, men mer miljövänligt bränsle, vilket gör det mer utmanande att gå med vinst vid dagens oljepriser (vi förväntar oss förlust under 2022).

Motiverat värde indikerar uppsida

Baserat på en DCF-approach återupprepar vi vårt långsiktigt motiverade Base-case-värde på 0,92 EUR per aktie, vilket är i linje med vår normaliserade EV/EBITDA-värdering. Vi förväntar oss en Nettoförlust på 15 MEUR i år, och en mindre vinst 2023, följt av större vinst och utdelning under 2024.

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	442,9	476,9	752,7	870,3	951,0
Net sales growth	-0,5	0,1	0,6	0,2	0,1
EBITDA	8,0	58,3	109,7	133,3	157,4
EBITDA margin	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
EBIT	-92,6	-37,0	9,5	28,4	53,9
EBIT margin	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
EV/Sales	2,6	2,3	1,6	1,4	1,1
EV/EBITDA	145,7	18,7	11,2	8,8	6,9
EV/EBIT	-12,7	-29,5	129,6	41,4	20,2
PE/ adj.	-4,6	-7,8	-28,0	94,1	13,0
EPS adj.	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
EPS growth adj.	nm	nm	nm	nm	6,2
Div. per share	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend yield	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,57%

Tallink

Fair Value, Range (EUR)

Bull	1,2
Base	0,92
Bear	0,64

Key data

Current Price (EUR)	0,56
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors

Market Capitalisation (MEUR)	416
Net Debt (MEUR)	689

Shares (M)	744
Free float	60%

Price Range

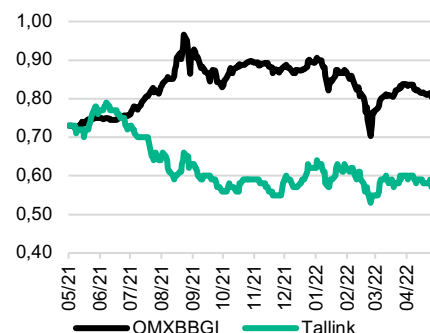
52-week high	0,79
52-week low	0,53

Analyst

ResearchTeam@enlightresearch.net

Coverage frequency

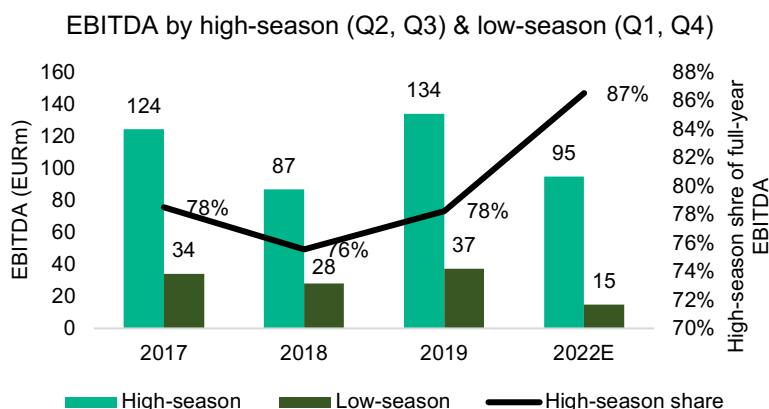
4x per year



Redo för högsäsong

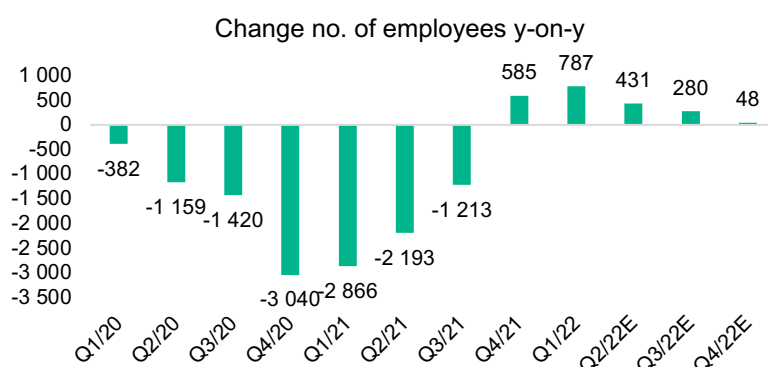
Fokuset under det första kvartalet 2022 har legat på förberedelser inför högsäsongskvartalen Q2 och Q3. Detta har inneburit att öka kapaciteten, alltså och återanställa personal. Vid slutet av Q1'22 var antalet anställda 4 740, vilket visar på en ökning med 20%, eller 787 personer, jämfört med Q1'21. Personal ombord på fartygen stod för två tredjedelar (526 personer) av ökningen. När högsäsongen nu stundar är kapaciteten tillbaka på pre-pandemiska nivåer på de viktigaste rutterna, (TAL – HEL, STO – HEL, STO – TUR). STO – TAL-rutten är tillbaka på 50% kapacitet, medan den mindre viktiga STO – RIG-rutten fortsatt är stängd. Sett till fartygen, Victoria I (STO – TAL) är det enda avställda fartyget, medan STO-RIG-fartygen Romantika och Isabelle är uthyrda. Ökningen av kapacitet stöder vår prognos för 2022 att antalet passagerare (PAX) ökar med 97%, till 5,8 miljoner, vilket motsvarar 60% av nivåerna innan pandemin. I och med att Q1'22 var fortsatt tyngd av pandemirelaterade reserestriktioner (de flesta restriktionerna upphörde i mitten av Q1), har kapacitetsuppbyggnaden kombinerat med ökade bränslekostnader lett till ett EBITDA-resultat på minus 11 MEUR. Förlusten är inget som oroar oss, utan vi fokuserar på högsäsongen som brukar stå för 75-80% av ett helårs EBITDA under ett icke-pandemiskt år (se figur nedan). Enligt oss kan Q1 och Q4 klassas som "icke-events-kvartal". För årets högsäsong (Q2 och Q3) estimerar vi en EBITDA på 95 MEUR, vilket vi räknar med står för 87% av helårets EBITDA (andel av helårets EBITDA blir högre med hänsyn till att Q1 tampats med restriktioner). För att sammanfatta, vi tror Tallink har tagit nödvändiga uppbyggnadskostnader under Q1 för att kunna kapitalisera fullt ut på den stundande högsäsongen.

Historisk EBITDA under hög- och lågsäsong



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

Förändring i antalet anställda y-on-y



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

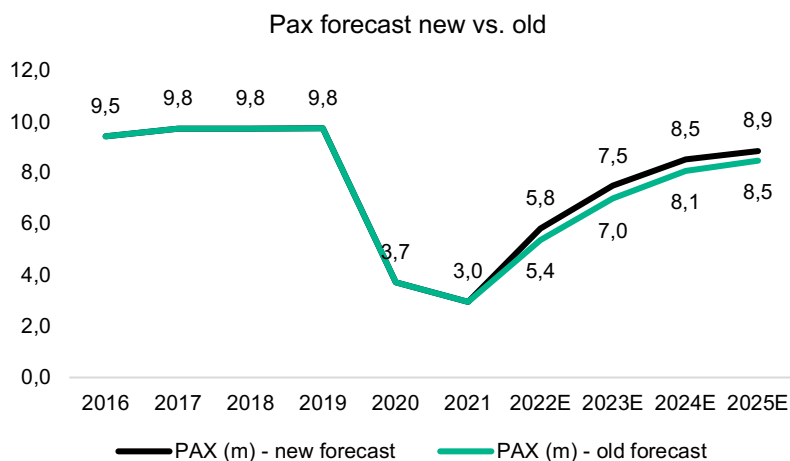
Högsäsong (Q3-Q4) fartygsutnyttjande

Ship	Route	Pre-COVID schedule	Forecast 2022 high-season (Q2-Q3) schedule	Forecast 2022 high-season utilization
Star	TAL – HEL (shuttle)	6 departure/day	6 departure/day	100%
Megastar	TAL – HEL (shuttle)	6 departure/day	6 departure/day	100%
Silja Europa	TAL – HEL (overnight)	2 departures/day	2 departures/day	100%
Silja Symphony	STO – HEL (overnight)	1 departure/day	1 departure/day	100%
Silja Serenade	STO – HEL (overnight)	1 departure/day	1 departure/day	100%
Galaxy	STO – TUR (overnight)	2 departures/day	2 departure/day	100%
Baltic Princess	STO – TUR (overnight)	2 departures/day	2 departure/day	100%
Baltic Queen	STO – TAL (overnight)	1 departure/day	1 departure/day	100%
Victoria I	STO – TAL (overnight)	1 departure/day	No departures (not chartered) Looking for options	0%
Romantika	STO – RIG (overnight)	1 departure/day	No departures (chartered to Holland Norway Lines BV for 3 years with 1+1 year possible extension)	0%
Isabelle	STO – RIG (overnight)	1 departure/day	No departures (chartered to Ukrainian housing for Apr-Jul with 2 months possible extension)	0%

Medvind: Återhämtning av PAX

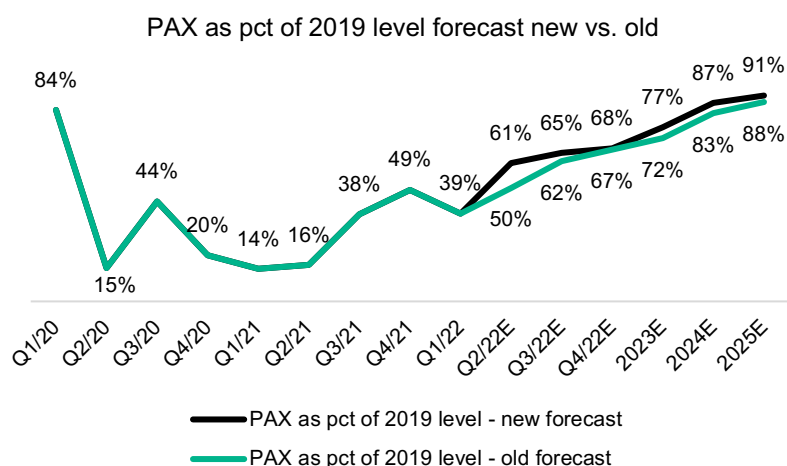
Till följd av de borttagna Covidrestriktionerna på alla Tallinks hemmamarknader (Estland, Finland, Sverige och Lettland) under Q1'22 har återhämtningen av passagerare gått snabbare än vi förväntat. Antalet växte med 170% y-on-y till 720 000, vilket var 4% högre än vår prognos på en ökning med 159% till 693 000. Återhämtningen fortsatte i april med en tillväxt på 452% till 466 000, vilket var 35% över vår prognos med en tillväxt på 311% till 346 000. Den snabbare återhämtningen föranleder oss att öka vår prognos för helåret med 8% eller 400 000 till 5,8 miljoner, och med 7%, eller 500 000 nästa år till 7,5 miljoner. Vi förväntar oss att PAX, som procent av nivåerna 2019, nu kommer att nå 60% (tidigare 55%) under 2022, och 77% (tidigare 72%) under 2023. Vi tror att PAX kommer att vara tillbaka på nivåer innan pandemin år 2025 (91% av nivåerna 2019). Den höjda prognosen indikerar högre försäljningsstimat på 3-4% eller 24-38 MEUR per år mellan 2022E-2024E.

PAX (antal passagerare, miljoner)



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

PAX som procent av 2019 års nivåer, ny vs gammal prognos

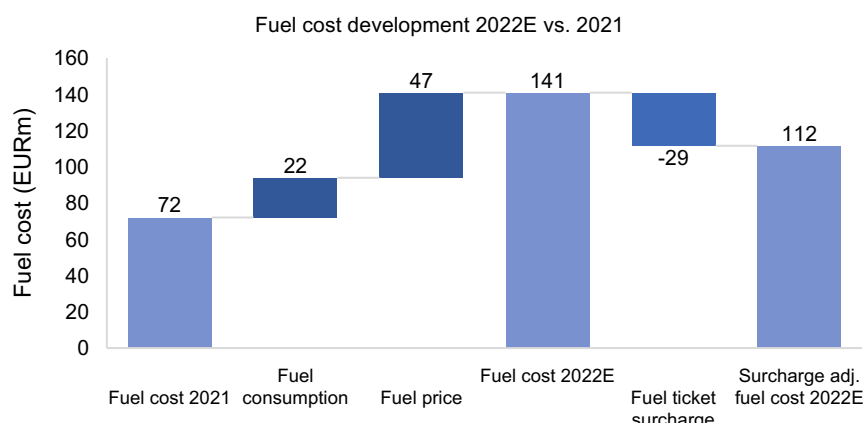


Källa: Bolagets rapporter (historik), Enlight Research (estimat)

Motvind: Ökade bränslepriser

Inte helt oväntat har bränslepriserna varit en utmaning under året. Bolaget konstaterade att ökningen av bränslepriserna under Q1'22 var 153%, eller 17 MEUR högre jämfört med Q1'21 (EBITDA skulle ha varit 6 MEUR utan denna prisökning). För helåret 2022 har vi prognostiserat för en ökning av bränslekostnader på 95%, eller från 69 MEUR till 141 MEUR jämfört med 2021. Det är baserat på följande antaganden: det genomsnittliga Brentoljepriset under 2022 på 105,70 USD och ökad bränsleåtgång på 30% under 2022. Vi antar ett bränsletillägg på 29 MEUR kommer att kompensera en del av bränslekostnadsökningen, vilket lämnar en tilläggsjusterad bränslekostnad på 112 MEUR under 2022. Nästa år väntar vi oss ytterligare en ökning av bränslekostnaderna på 10%, till 155 MEUR (innan bränsletillägg). Mellan 2011-2013, när Brentoljan låg på priser runt 110 USD, visade Tallink positiva nettoresultat. Dagens mer miljövänliga och dyrare bränsle gör det dock svårt att nå lönsamhet med dagens oljepriser.

Förväntade bränslekostnader 2022E vs 2021



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

Fuel cost forecast

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Fuel costs unhedged All else equal	56	72	72	141	155	155
Consumption adjustment	35.0%	-63.0%	30.0%	10.0%	0.0%	0.0%
Consumption adjustment (EURm)	19.7	-45.5	21.6	14.1	0.0	0.0
Oil price adjustment (chg Brent in Euro)	-36.0%	62.9%	65.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Oil price adjustment (EURm)	-20.3	45.4	47.0	0.0	0.0	0.0
Fuel costs unhedged, post consumption & Oil price adj.	56	72	141	155	155	155
Fuel cost increase (EURm)	-38%	29%	95%	10%	0%	0%
Fuel cost increase vs. 2021 (EURm)		16	69	83	83	83
Fuel surcharge per pax (EUR)			5.0	5.0	5.0	5.0
PAX (m)			5.8	7.5	8.5	8.9
Total fuel surcharge (EURm)			29	38	43	44
Fuel costs increase after fuel charge (EURm)			40	45	40	38
Fuel cost after surcharge (EURm)			112	117	112	111

Source: Company reports, Enlight Research

Prognos

Passagerarprognos (PAX)

Vi använder 2019 som bas när vi prognostiserar för 2022 års PAX-siffror. För helåret 2022 räknar vi med att PAX ökar med 97% y-on-y till 5,8 miljoner, motsvarande 60% av 2019 års nivåer. För Q2'22 förväntar vi oss en y-on-y-tillväxt på 278%, till 1,6 miljoner, motsvarande 61% av 2019 års Q2-siffror. För 2023 har vi prognostiserat siffran att växa till 7,5 miljoner, motsvarande 77% av 2019 års nivåer.

Pax forecast

	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	720,261	1,616,459	1,946,475	1,541,339	2,336,720	3,487,814	5,824,534
PAX 2022E chg y-on-y	170%	278%	70%	37%	236%	54%	97%
PAX 2023E	tba	tba	tba	tba	tba	tba	7,505,522
PAX 2023E chg y-on-y	tba	tba	tba	tba	tba	tba	29%
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	39%	61%	65%	68%	52%	66%	60%
PAX 2023 pct of 2019	tba	tba	tba	tba	tba	tba	77%
Sales 2020 pct of 2019							47%
Sales 2021 pct of 2019							50%
Sales 2022 pct of 2019							79%
Sales 2023 pct of 2019							92%

Source: Company reports (historical), Enlight Research (estimates)

Försäljningsprognos per Segment

För helåret 2022, har vi prognostiserat för en 80% ökning av försäljning i Restuaranger & Butiker, liksom att biljettförsäljningen är nära vår förväntade ökning på PAX på 97%. Vi förväntar oss betydande återhämtning av hotellintäkter under prognosperioden, medan vi väntar oss en nedgång i Uthyrning av fartyg under detta och nästkommande år.

Sales forecast by segment

(EURm)	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Restaurant & shop sales	20.2	40.0	86.2	87.0	49.9	120.0	137.9	112.3	233.4	420.1	504.1	554.5
Growth	76.8%	52.4%	10.9%	131.6%	147.1%	200.0%	60.0%	29.1%	2.1%	80.0%	20.0%	10.0%
Ticket sales	7.6	13.4	43.8	34.3	22.1	44.2	70.1	42.0	99.1	178.4	214.0	235.4
Growth	76.0%	3.9%	22.8%	121.9%	191.8%	230.0%	60.0%	22.3%	3.6%	80.0%	20.0%	10.0%
Cargo sales	22.1	23.7	22.5	26.5	26.5	26.1	23.8	27.8	94.8	104.2	107.9	111.1
Growth	1.6%	5.9%	0.0%	26.5%	20.1%	10.0%	6.0%	5.0%	0.9%	10.0%	3.5%	3.0%
Accommodation sales	0.1	0.1	1.7	1.4	1.3	2.4	2.7	1.7	3.4	8.1	11.7	15.2
Growth	95.3%	-26.9%	12.3%	477.6%	nm	nm	60.0%	18.0%	-16.3%	140.0%	45.0%	30.0%
Leases of vessels	2.3	5.7	10.0	12.3	2.9	5.7	7.0	7.2	30.3	22.7	11.4	11.4
Growth	-8.1%	126.1%	295.1%	405.7%	24.2%	0.0%	-30.0%	-41.6%	203.8%	-25.0%	50.0%	0.0%
Other sales	1.5	3.2	6.3	5.1	3.4	4.6	6.9	4.3	16.1	19.3	21.2	23.3
Growth	59.1%	335.4%	66.1%	92.4%	126.1%	45.0%	10.0%	-14.7%	47.8%	20.0%	10.0%	10.0%
Total revenue	53.7	86.1	170.5	166.6	106.1	202.8	248.5	195.3	476.9	752.7	870.3	951.0
Growth (%)	65.3%	32.5%	18.6%	110.1%	97.5%	135.7%	45.8%	17.2%	7.7%	57.8%	15.6%	9.3%

Source: Company reports (historical), Enlight Research (estimates)

Prognos för koncernens resultaträkning

För Q2'22 prognostiserar vi att Koncernens försäljning ökar med 136% y-on-y till 203 MEUR, med en EBITDA på 42 MEUR och en Nettovinst på 12 MEUR. På helårsbasis, prognostiserar vi för en ökad försäljning med 58% y-on-y, följt av en 16% ökning under 2023 och en 9% ökning under 2024. Vår försäljningsprognos för 2024 på 951 MEUR indikerar att man är tillbaka på 2019 års nivåer på 949 MEUR. Vi prognostiserar för ett positivt EBITDA varje år mellan 2022 och 2024. Med hänsyn till Nettovinst prognostiserar vi en förlust på 15 MEUR i år, främst beroende på det höga oljepriset, följt av en mindre vinst på 4 MEUR nästa år och en större materiell vinst på 32 MEUR 2024.

Interim forecast

Income statement (EURm)	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	53.7	86.1	170.5	166.6	106.1	202.8	248.5	195.3	476.9	752.7	870.3	951.0
Cost of sales	-73.7	-94.8	-140.2	-146.6	-126.0	-164.3	-198.8	-171.0	-455.3	-660.2	-739.7	-789.3
Gross profit	-20.0	-8.7	30.3	20.0	-19.9	38.5	49.7	24.2	21.7	92.6	130.5	161.7
Marketing expenses	-5.1	-6.9	-8.3	-9.0	-7.3	-11.2	-11.2	-11.7	-29.3	-41.4	-46.1	-50.4
Administrative expenses	-10.0	-10.5	-11.9	-13.5	-11.1	-13.2	-14.9	-15.0	-45.7	-54.2	-64.4	-66.6
Other operating income	5.0	6.7	1.3	3.3	3.7	3.9	3.0	2.2	16.3	12.8	8.7	9.5
Other operating expenses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.3
Operating profit	-30.0	-19.4	11.5	0.9	-34.6	18.0	26.6	-0.5	-37.0	9.5	28.4	53.9
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
Interest expense	-4.7	-5.2	-6.2	-5.9	-5.7	-6.2	-6.2	-6.2	-21.9	-24.3	-24.0	-19.9
Other financial items	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-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>-5.7</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-22.0</i>	<i>-24.3</i>	<i>-24.0</i>	<i>-19.9</i>
Pre-tax profit	-34.7	-24.5	5.3	-5.1	-40.3	11.8	20.4	-6.7	-59.0	-14.8	4.4	34.1
Income tax	0.2	0.2	0.2	1.8	0.3	0.0	0.0	-0.4	2.4	-0.1	0.0	-2.0
Net profit	-34.4	-24.3	5.5	-3.3	-40.0	11.8	20.4	-7.1	-56.6	-14.9	4.4	32.0
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	24.2	23.7	24.0	26.3	26.3	95.3	100.2	104.9	103.5
EBITDA	-6.3	4.4	35.1	25.1	-11.0	42.0	52.8	25.7	58.3	109.7	133.3	157.4

Sales growth	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Sales growth seq.	32.2%	60.2%	98.1%	-2.3%	36.3%	91.1%	22.5%	-21.4%	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	65.3%	32.5%	18.6%	110.1%	97.5%	135.7%	45.8%	17.2%	7.7%	57.8%	15.6%	9.3%

Margins	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22E	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	11.7%	5.1%	20.6%	15.1%	10.3%	20.7%	21.3%	13.2%	12.2%	14.6%	15.3%	16.6%
Gross margin	37.2%	10.1%	17.8%	12.0%	18.7%	19.0%	20.0%	12.4%	4.5%	12.3%	15.0%	17.0%
Operating margin	55.8%	22.5%	6.7%	0.5%	32.6%	8.9%	10.7%	-0.3%	-7.8%	1.3%	3.3%	5.7%
PTP margin	64.5%	28.5%	3.1%	-3.1%	38.0%	5.8%	8.2%	-3.4%	12.4%	-2.0%	0.5%	3.6%
Net profit margin	64.1%	28.3%	3.2%	-2.0%	37.7%	5.8%	8.2%	-3.6%	11.9%	-2.0%	0.5%	3.4%

Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Cruise operators peer table

Company	Ccy	Mcap	EV (m)	EV/Sales	EV/Sales	EV/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA
		(m)	(last)	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Carnival	USD	16,099	45,206	23.7	3.1	2.0	1.8	34.5	8.0	6.9
Norwegian Cruise Line	USD	6,653	18,165	28.0	3.2	2.3	2.1	21.5	8.2	7.2
Royal Carib. Cruises	USD	15,663	35,899	23.4	4.0	2.8	2.5	41.7	9.7	8.3
Viking Line	EUR	205	405	1.6	1.0	0.9	0.8	14.5	12.3	10.7
Average				19.2	2.8	2.0	1.8	28.0	9.5	8.3
Tallink	EUR	416	1,105	2.3	1.5	1.3	1.2	10.1	8.3	7.0

Källa: MarketScreener, Enlight Research (Tallink, Viking Line), Baserat på priser 10 maj 2022

Värdering

Jämförelsevärdering

Multiplarna 2022 är fortfarande inte normaliserade till följd av pandemin (en av de anledningarna till att vårt motiverade värde är baserade på DCF). Men nästa år ser det ut som att en normalisering är på väg, med ett spann på 8-12x EV/EBITDA. Baserat på EV/EBITDA-multiplar för 2023 och 2024, handlas Tallink till en rabatt på 13-15% jämfört med sektorkollegor. Vårt att notera är att jämförelsebolagen inte är perfekta liknelser då de är mycket större sett till börsvärde och att de har en lång bakgrund som kryssningsoperatörer utan lastverksamhet (förutom Viking Line).

DCF-värdering

Vår Base Case-DCF indikerar ett motiverat värde på 0,92 EUR per aktie (oförändrat). Det motsvarande värdet för Bear och Bull Case är 0,64 EUR respektive 1,20 EUR. Den enda skillnaden mellan våra scenarion är EBIT-marginalen på terminalvärdet, vilket är 7% i vårt Base Case och en procentenhet lägre/högre i vårt Bear/Bull Case. Se nedan tabeller för känslighetsanalys.

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	6.4%	6.4%	6.4%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.0%	7.0%	8.0%
Fair Value per share	0.64	0.92	1.20
Upside/Downside (last price)	14%	64%	114%
Last price	0.56	0.56	0.56

Källa: Enlight Research

DCF Valuation sensitivity table

Sensitivity parameters	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		1.60	1.42	1.27	1.14	1.02	0.92	0.83	0.74	0.67	0.60	0.54
Target debt ratio(D/D+E)	57.0 %	2%	47%	49%	51%	53%	55%	57%	59%	61%	63%	65%	67%
Fair value (DCF)	0.92		0.58	0.64	0.70	0.76	0.84	0.92	1.01	1.10	1.21	1.34	1.48
Riskfree interest rate	3.0 %	0%	0.5 %	1.0 %	1.5 %	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %
Fair value (DCF)	0.92		1.66	1.46	1.29	1.15	1.03	0.92	0.82	0.74	0.66	0.59	0.52

Källa: Enlight Research

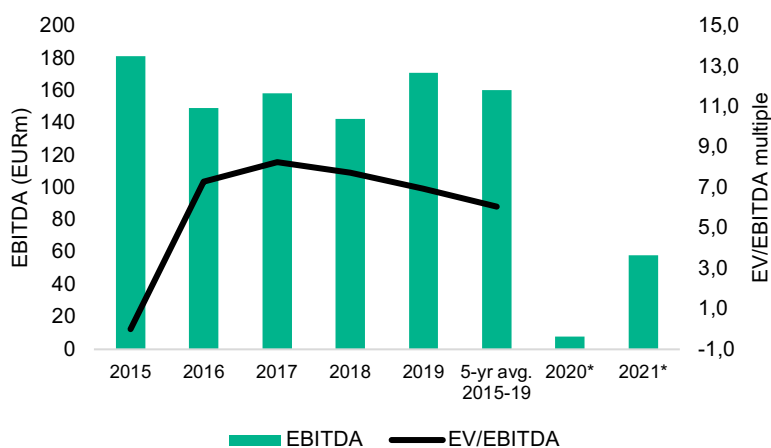
Värdering baserad på normaliserad EBITDA

Vi tittar på fem år av icke-pandemi och genomsnittet av dem (2015-2019) för att få en normaliserad värdering av bolaget. Under 2015-2019 var den genomsnittliga EBITDA 161 MEUR, vilket kan jämföras med 8 MEUR under 2020, och 58 MEUR under 2021. Applicerar vi genomsnittet på 2015-2019 (161 MEUR) på en EV/EBITDA-multipel på 7,2x, indikerar det ett EV på 1 160 MEUR. Tar vi den genomsnittliga nettoskulden från samma period, 477 MEUR, indikerar det ett börsvärde på 682 MEUR, eller 0,92 EUR per aktie (inklusive aktierna från den nyliga kapitalanskaffningen). Vi ser detta som det potentiella värdet när saker (pandemi, Ryssland/Ukraina-konflikten) återgår till det normala.

Normaliserade värden	2015-19		2020		2021		
	5-yr avg.	2020	2021	Pct. below 5-yr avg.	Pct. upside 5-yr avg.	Pct. below 5-yr avg.	Pct. upside 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

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (estimates)

5 års historiska EBITDA & EV/EBITDA-multiplar



Källa: Bolagsrapporter, *EV/EBITDA multiple for 2020 of 145x, and for 2021 of 19x are not on the chart as they are not meaningful due to depressed EBITDA because of the pandemic

Valuation on normalized values

Parameter	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)	0.56
Implied long-term upside/downside	64%

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (implied normalized values)

Income Statement	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	443	477	753	870	951
Total operating costs	-435	-419	-643	-737	-794
EBITDA	8	58	110	133	157
Depr. & Amort.	-101	-95	-100	-105	-104
One-off EBIT items	0	0	0	0	0
EBIT	-93	-37	9	28	54
Financial net	-18	-22	-24	-24	-20
Pre-tax profit	-111	-59	-15	4	34
Taxes	2	2	0	0	-2
Minority interest	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Net profit	-109	-56	-15	4	32

Balance Sheet	2020	2021	2022E	2023E	2024E
			E	E	
Cash and cash equivalent	28	128	38	44	48
Receivables	25	29	45	50	48
Inventories	29	35	53	61	67
Other current assets	7	12	12	12	12
Total current assets	89	203	147	167	174
Tangible assets	1269	1215	1327	1263	1198
Goodwill & intangible assets	61	58	71	69	73
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	1515	1455	1399
Total Assets	1516	1586	1663	1622	1573
Accounts payable	73	92	113	113	114
Short-term IB debt	112	244	271	252	219
Other current liabilities	23	22	22	22	22
Total current liabilities	208	358	405	387	355
Long-term IB debt	491	419	464	431	376
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	580	553	503
Total Liabilities	802	893	985	940	858
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	714	693	678	682	714
Total liabilities and equity	1516	1586	1663	1622	1573

DCF valuation	Cash flow, mEUR		
WACC (%)	6.43 %	NPV FCF (2022-2024)	43
Assumptions 2022-2028 (%)		NPV FCF (2025-2031)	442
Sales CAGR	6.34 %	NPV FCF (2032-)	849
Avg. EBIT margin	5.25 %	Non-operating assets	128
Fair value per share (EUR)	0.92	Interest-bearing debt	-780
Share price (EUR)	0.56	Fair value estimate	682

Free Cash Flow	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Operating profit	-93	-37	9	28	54
Depreciation	101	95	100	105	104
Working capital chg	-15	2	-13	-13	-2
Other Operating CF items	0	0	0	0	-3
Operating Cash Flow	-7	60	97	120	152
Net investments	-117	-35	-226	-39	-43
Other items	17	0	0	0	0
Free Cash Flow	-107	25	-129	81	110

Capital structure	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Equity ratio	47.1%	43.7%	40.8%	42.1%	45.4%
Debt / Equity ratio	98.7%	112.6%	125.5%	118.0%	101.2%
Gearing %	94.8%	94.2%	119.9%	111.6%	94.5%
Net debt/EBITDA	84.2	11.2	7.4	5.7	4.3

Profitability	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	-14.1%	-8.0%	-2.2%	0.7%	4.6%
FCF yield	-21.6%	5.8%	-30.9%	19.6%	26.4%
EBITDA margin	1.8%	12.2%	14.6%	15.3%	16.6%
EBIT margin	-20.9%	-7.8%	1.3%	3.3%	5.7%
PTP margin	-25.0%	-12.4%	-2.0%	0.5%	3.6%
Net margin	-24.5%	-11.8%	-2.0%	0.5%	3.4%

Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	-4.6	-7.8	-28.0	94.1	13.0
P/E adjusted	-4.6	-7.8	-28.0	94.1	13.0
P/Sales	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4
EV/Sales	2.6	2.3	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	145.7	18.7	11.2	8.8	6.9
EV/EBIT	-12.7	-29.5	129.6	41.4	20.2
P/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV tangible	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

Per share ratios	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.16	-0.08	-0.02	0.01	0.04
EPS, adjusted	-0.16	-0.08	-0.02	0.01	0.04
Operating CF/share	-0.01	0.08	0.13	0.16	0.21
Free Cash Flow/share	-0.16	0.03	-0.17	0.11	0.15
BV/share	1.07	0.93	0.91	0.92	0.96
Tangible BV/share	1.05	0.92	0.90	0.90	0.95
Div. per share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.5%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%

Shareholders	Capital	Votes
Infortar AS	166.559	40.00 %
Baltic Cruises Hld, L.P.	45.804	11.00 %
ING LUX S.A. AIF Acct.	24.984	6.00 %
Baltic Cruises Inv. L.P.	24.984	6.00 %
Citi VC Int. G.P	16.656	4.00 %
Nordea Bank ABP / Clients FDR	16.656	4.00 %
Mersok OÜ	8.328	2.00 %
Clearstream Banking AG	4.164	1.00 %
Luksusjaht AS	4.164	1.00 %
LHV Pensionifond L	4.164	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.