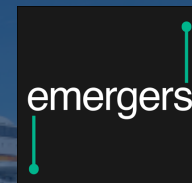


# Tallink

## Kalibrerar affärsmodellen

Mattias Wallander | Datum: 2022-08-19 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.



**Rapporten för det andra kvartalet var bättre än vi räknat med, framförallt efter justeringar för bränslepriser. Bolaget kalibrerar sin affärsmodell och reducerar risken med ett ökat fokus på uthyrning. Vi tror att tredje kvartalet kan överraska positivt medan intäkter från uthyrning begränsar förlusterna under den kommande lågsäsongen.**

### Q2 – bättre än förväntat

EBITDA för årets andra kvartal på 29 MEUR var högre än investerarnas förväntningar (aktien är +6% sedan rapportsläpp), medan de var 13 MEUR lägre än våra estimat. Justerar vi för den negativa effekt bränslepriserna har haft på 13,5 MEUR, var EBITDA i linje med vårt estimat på 42 MEUR.

### Uthyrning är en kortsiktig intäktström

Vi tror att uthyrning av fartyg, i alla fall kortsiktigt, är en viktig del av Tallinks affärsmodell. Under tredje kvartalet tror vi att uthyrningen, tillsammans med den fortsatta PAX-återhämtningen, kan överraska positivt och leda till en nettovinst på 25 MEUR. Dessutom kan uthyrningen komma att begränsa förlusterna under lågsäsongen (Q4'22-Q1'23) till -23 MEUR jämfört med en förlust på -43 MEUR under föregående lågsäsong.

### Liten utdelning redan nästa år

Vi prognostiserar för en liten utdelning (0,01 EUR/aktie) redan nästa år, då vi förutser att bolaget når sina mål på eget kapital (40-50%) och nettoskuld/EBITDA på under 5x. Det motiverade värdet i vårt base case sänks något till 0,88 EUR/aktie (0,92 EUR), vilket reflekterar en långsiktig uppsida på runt 64%.

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	442,9	476,9	730,9	766,9	833,5
Net sales growth	-53%	8%	53%	5%	9%
EBITDA	8,0	58,3	115,9	146,7	156,4
EBITDA margin	1,8%	12,2%	15,9%	19,1%	18,8%
EBIT	-92,6	-37,0	8,5	41,1	53,0
EBIT margin	-20,9%	-7,8%	1,2%	5,4%	6,4%
EV/Sales	2,6	2,3	1,8	1,6	1,2
EV/EBITDA	145,7	18,7	11,4	8,4	6,4
EV/EBIT	-12,7	-29,5	156,2	30,1	19,0
PE/ adj.	-4,6	-7,8	-27,3	24,0	13,3
EPS adj.	-0,16	-0,08	-0,02	0,02	0,04
EPS growth adj.	nm	nm	nm	nm	81%
Div. per share	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02
Dividend yield	0,00%	0,00%	0,00%	1,85%	3,70%

### Tallink

#### Fair Value, Range (EUR)

Bull	1,14
Base	0,88
Bear	0,63

#### Key data

Current Price (EUR)	0,54
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors
Market Capitalisation (MEUR)	402
Net Debt (MEUR)	656
Shares (M)	744
Free float	60%

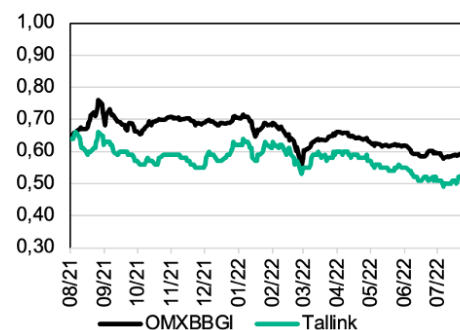
52-week high	0,66
52-week low	0,49

#### Analyst

ResearchTeam@enlightresearch.net

#### Coverage frequency

4x per year



## Q2 – präglat av höga bränslepriser

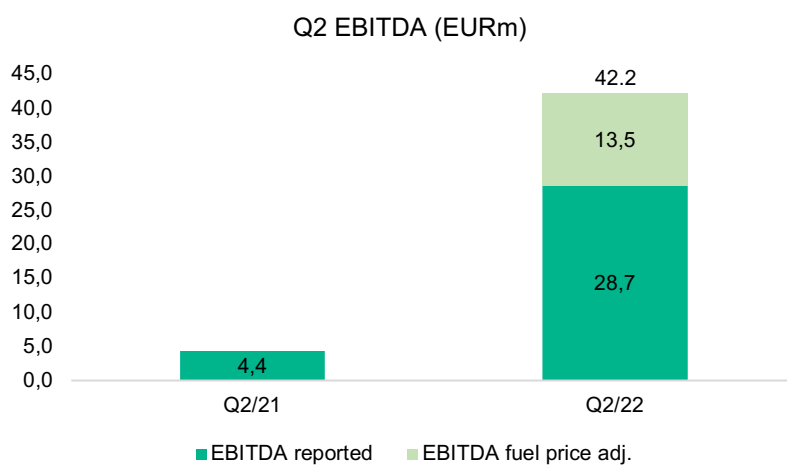
Höga bränslepriser präglade ett annars positivt Q2'22 i spåren av en fortsatt pandemiåterhämtning (Q2 PAX +94% y-on-y). Bolaget nämner i rapporten att bränslekostnaderna ökade med nästan 30 MEUR jämfört med Q2'21. Vi antar att ca 45% eller 13,5 MEUR av ökningen med nästan 30 MEUR berodde på högre bränslepriser (snarare än ökad konsumtion). Det betyder att våra estimat på EBITDA Q2'22, justerat för högre bränslepriser blir 42,2 MEUR (28,7 MEUR + 13,5 MEUR), vilket är nästan 10x högre än Q2'21s EBITDA på 4,4 MEUR. Sammanfattningsvis, Tallink är betydligt mer effektivt idag jämfört med för ett år sedan, men denna effektivitet blir försumbar i Q2'22 på grund av det höga bränslepriset.

### Q2'22 EBITDA justerad för bränslekostnader

Q2/22 Fuel cost adjusted EBITDA	Q2/22E
Est. fuel cost increase (EURm)	30
<i>whereof increase in:</i>	
Consumption (share)	55%
Consumption (EURm)	16.5
Price (share)	45%
Price (EURm)	13.5
Reported EBITDA (EURm)	28.7
EBITDA adj. for fuel price (EURm)	42.2
	<b>Q2/21</b>
EBITDA reported (EURm)	4.4
<b>Q2/22E vs. Q2/21 adjusted EBITDA multiplier</b>	<b>10</b>

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

### Q2 EBITDA Y-on-Y

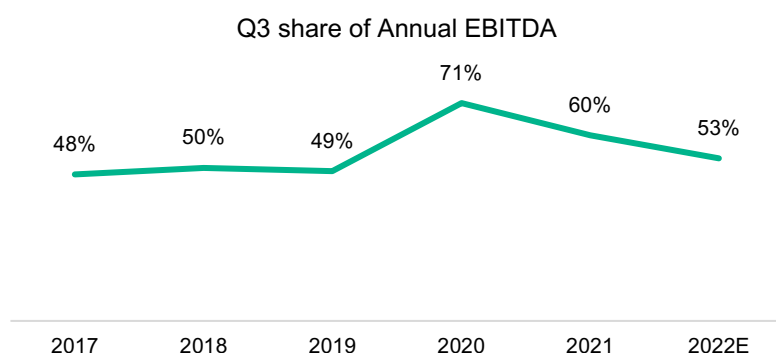


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (justerat för bränslekostnader)

### Q3 kan överraska positivt

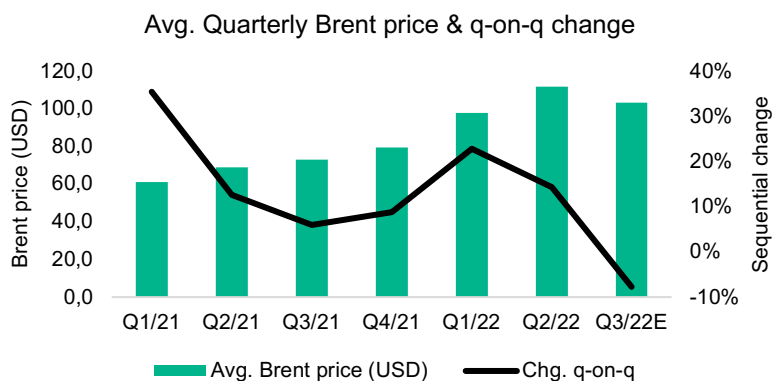
Vi tror att intäkterna för Q3'22 kan komma att överraska positivt då (a) Q3 är säsongsvist det starkaste kvartalet där 50-70% av de årliga vinsterna görs, (b) det genomsnittliga oljepriset är ner 8% än så länge under Q3'22 jämfört med Q2'22s genomsnittliga oljepris – detta skulle vara den första sekventiella nedgången sedan Q2'20, och (c) alla icke-operationella fartyg är uthyrda för större delen av Q3'22 (se tabell nedan). Samtidigt prognostiserar vi en Q3'22-EBITDA på 61 MEUR, lite mer än hälften av vår prognos på helåret på 116 MEUR. På Q2-webinaret kommunicerade ledningen att juni var lönsamt på sista raden, och hintade att det fortfarande finns hopp för ett positivt helår på sista raden. Vi anser att ett positivt resultat för 2022 vore en positiv överraskning till marknaden (vi har estimerat en förlust på 15 MEUR) som kan leda till en positiv reaktion på aktien.

### Q3s andel av EBITDA på helår



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

### Genomsnittligt pris på Brentolja & förändring över kvartal



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

### Kapacitetsutnyttjande, fartyg

Vessels on lease	Q1/22			Q2/22			Q3/22E			Q4/22E			Q1/23E		
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
Victoria I							Scottish Government						3 month extension		
Isabelle				Estonian Government											
Romantika			Norway-Netherlands												
Silja Europa							Netherlands								
Galaxy							Netherlands								
Atlantic Vision	Canada											Atlantic Vision extension from November 2022			

Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research

## Lågsäsong med stöd av hyrintäkter

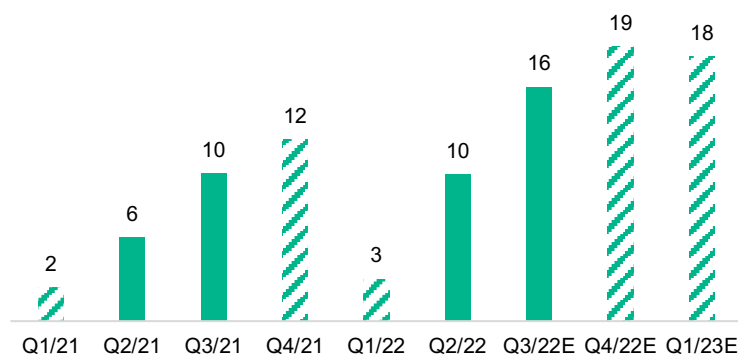
Vi tror att Tallink har kalibrerat sin affärsmodell efter de höga bränslepriserna genom att hyra ut ett större antal fartyg. Detta innebär att flera fartyg som körs på bränslekrävande rutter är bortleasade under lågsäsongen Q4'22-Q1'23 snarare än att köras med förlust. I år estimerar vi att intäkter från uthyrning ökar med 56% till 47 MEUR, vilket kan jämföras med långsiktiga historiska nivåer på runt 10 MEUR. Vi anser att strategin att hyra ut fartyg på bränslekrävande rutter är korrekt, framför allt med avseende på att kassakortet EST – FIN inte kan kompensera förlusterna på de längre rutterna under rådande marknadsförhållanden. För att illustrera, lågsäsongen innan pandemin Q4'18-Q1'19, bidrog EST – FIN-segmentet med 26 MEUR i vinst, vilket mer än täckte förlusterna på 16 MEUR från de långa rutterna. Medan under lågsäsongen Q4'20-Q1'21, var vinsten från EST – FIN-segmentet på 5 MEUR inte tillräckligt för att täcka förlusterna på 28 MEUR från de långa rutterna. Med över 50% av fartygen från de långa rutterna uthyrda, prognostiserar vi att Tallink kan reducera nettoförlusterna till 23 MEUR under kommande lågsäsong (Q4'22-Q1'23), till stor del på grund av de höga intäkterna från uthyrningen (vi estimerar för en ökning med 140% till 36,5 MEUR jämfört med 15,2 MEUR förra lågsäsongen).

## Resultat från divisionerna under lågsäsong (MEUR)

Low-season segment result (EURm)			
Segment	Q4/18-Q1/19	Q4/20-Q1/21	Comment
EST - FIN	26	5	Fuel intensive Silja Europa chartered
EST - SWE	-6	-8	1 (Victoria) of 2 ships chartered
LAT - SWE	-4	-9	Not operating. 2 ships (Isabelle, Romantika) chartered
FIN - SWE	-6	-11	2 of 4 ships chartered
<b>Total segment result</b>	<b>10</b>	<b>-22</b>	

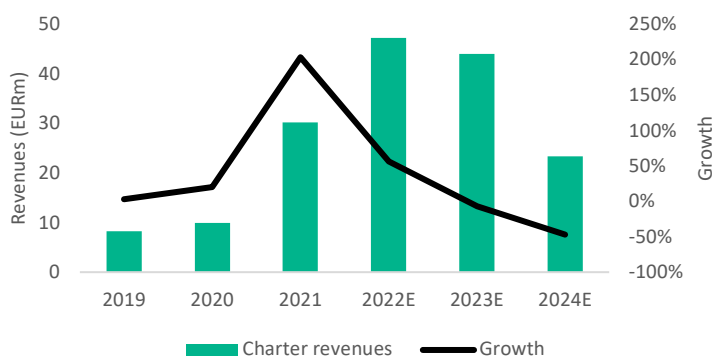
Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

## Intäkter från uthyrning, kvartal (MEUR)



Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat), \*randiga = lågsäsong

## Intäkter från uthyrning, kvartal (MEUR)



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

## Prognostiserar för liten utdelning redan nästa år

Vi prognostiserar att Tallink når sina mål på en eget kapital-ratio på 40-50% och en nettoskuld/EBITDA-ratio på under 5x under 2023, vilket enligt vår syn öppnar upp för utdelning. Därav prognostiserar vi att Tallink återupptar utdelningar under 2023, med en utdelning per aktie på 0,01 EUR, eller en direktavkastning på 1,9% (baserat på ett aktiepris på 0,53 EUR). Under 2024, estimerar vi en utdelning per aktie på 0,02 EUR, vilket reflekterar en direktavkastning på 3,8%.

### Utdelningsprognos

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Equity Ratio	57%	54%	47%	44%	39%	42%	49%
Net debt/EBITDA	3.0	3.1	84.2	11.2	6.8	4.8	2.9
EPS (EUR)	0.06	0.07	-0.16	-0.08	-0.02	0.02	0.04
FCF per share (EUR)	0.80	0.19	-0.13	0.03	-0.30	0.16	0.36
Dividend per share (EUR)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02
Dividend yield	9.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	3.8%

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

## Estimatavvikelser

<b>Segment Sales</b>	<b>Estimate Q2/22</b>	<b>Outcome Q2/22</b>	<b>Diff EURm</b>	<b>Diff % or %-pts</b>
Restaurant & shop sales	120,0	111,1	-8,9	-7,4%
Growth	200,0%	177,9%	na	-22
Ticket sales	44,2	49,6	5,4	12,3%
Growth	230,0%	270,6%	na	41
Cargo sales	26,1	27,7	1,6	6,1%
Growth	10,0%	16,7%	na	7
Accommodation sales	2,4	2,9	0,6	24,7%
Growth	1500,0%	1895,2%	na	395
Leases of vessels	5,7	9,9	4,3	75,3%
Growth	0,0%	75,3%	na	75
Other sales	4,6	4,7	0,2	3,6%
Growth	45,0%	50,2%	na	5
<b>Total revenue</b>	<b>202,8</b>	<b>206,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6%</b>
Growth (%)	135,7%	139,4%	na	4

### Deviation for Group

<b>Income statement</b>	<b>Estimate Q2/22</b>	<b>Outcome Q2/22</b>	<b>Diff EURm</b>	<b>Diff % or %-pts</b>
<b>Revenue</b>	<b>202,8</b>	<b>206,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6%</b>
Cost of sales	-164,3	-180,5	-16,2	9,9%
<b>Gross profit</b>	<b>38,5</b>	<b>25,5</b>	<b>-13,0</b>	<b>-33,8%</b>
Marketing expenses	-11,2	-10,6	0,5	-4,9%
Administrative expenses	-13,2	-11,8	1,4	-10,8%
Other operating income	3,9	1,8	-2,0	-52,2%
Other operating expenses	0,0	-0,1	-0,1	nm
<b>Operating profit</b>	<b>18,0</b>	<b>4,9</b>	<b>-13,1</b>	<b>-72,9%</b>
Interest income	0,0	0,1	0,1	nm
Interest expense	-6,2	-6,0	0,2	-3,9%
Other financial items	0,0	0,0	0,0	na
<i>Financial net</i>	-6,2	-5,8	0,4	-6,1%
<b>Pre-tax profit</b>	<b>11,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-12,8</b>	<b>na</b>
Income tax	0,0	0,2	0,2	na
<b>Net profit</b>	<b>11,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-12,5</b>	<b>na</b>
<b>EBITDA</b>	<b>42,0</b>	<b>28,7</b>	<b>-13,4</b>	<b>-31,8%</b>

<b>Growth</b>	<b>Estimate Q2/22</b>	<b>Outcome Q2/22</b>	<b>Diff EURm</b>	<b>Diff % or %-pts</b>
Revenues	135,7%	139,4%	na	4

<b>Margins</b>	<b>Estimate Q2/22</b>	<b>Outcome Q2/22</b>	<b>Diff EURm</b>	<b>Diff % or %-pts</b>
Gross profit margin	19,0%	12,4%	na	-6,6
EBITDA margin	20,7%	13,9%	na	-6,8
Operating profit margin	8,9%	2,4%	na	-6,5
Pre-tax profit margin	5,8%	-0,4%	na	-6,3
Net profit margin	5,8%	-0,3%	na	-6,2

Source: Bolagsrapporter, Enlight Research

## Estimatförändringar

<b>Sales (EURm)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Old estimate	753	870	951
New estimate	731	767	833
Change (EURm)	-22	-103	-117
Change	-2.9%	-11.9%	-12.4%

<b>EBITDA (EURm)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Old estimate	110	133	157
New estimate	116	147	156
Change (EURm)	6	13	-1
Change	5.7%	10.1%	-0.7%

<b>Pre-tax profit (EURm)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Old estimate	-14.8	4.4	34.1
New estimate	-15.3	16.8	32.2
Change (EURm)	-0.5	12.4	-1.9
Change	nm	280.0%	-5.4%

<b>EPS (EUR)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Old estimate	-0.02	0.01	0.04
New estimate	-0.02	0.02	0.04
Change (EUR)	0.00	0.02	0.00
Change	0.0%	277.7%	-5.4%

<b>Dividend (EUR)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Old estimate	0.00	0.00	0.02
New estimate	0.00	0.01	0.02
Change (EUR)	0.00	0.01	0.00
Change	0.0%	nm	0.0%
Old dividend yield	0.0%	0.0%	3.6%
New dividend yield	0.0%	1.9%	3.7%

Source: Bolagsrapporter, Enlight Research

## Passagerarprognos (PAX)

	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	1,552,174	1,924,001	1,303,759	2,272,435	3,227,760	5,500,195
PAX 2022E chg. y-on-y	170%	263%	68%	16%	227%	42%	86%
PAX 2023E	1,097,028	1,584,042	1,778,309	1,374,613	2,681,070	3,152,922	5,833,992
PAX 2023E chg. y-on-y	52%	2%	-8%	5%	18%	-2%	6%
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%	59%	65%	57%	50%	61%	56%
PAX 2023 pct of 2019	59%	60%	60%	60%	59%	60%	60%

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

## Försäljningsprognos per Segment

### Sales forecast by segment

(EURm)	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Restaurant & shop sales	20.2	40.0	86.2	87.0	49.9	111.1	133.6	90.4	233.4	385.1	408.2	465.3
Growth	76.8%	52.4%	10.9%	131.6%	147.1%	177.9%	55.0%	4.0%	2.1%	65.0%	6.0%	14.0%
Ticket sales	7.6	13.4	43.8	34.3	22.1	49.6	70.1	21.7	99.1	163.5	173.3	197.6
Growth	76.0%	3.9%	22.8%	121.9%	191.8%	270.6%	60.0%	-36.9%	3.6%	65.0%	6.0%	14.0%
Cargo sales	22.1	23.7	22.5	26.5	26.5	27.7	24.7	28.2	94.8	107.1	109.2	111.4
Growth	21.6%	5.9%	0.0%	26.5%	20.1%	16.7%	10.0%	6.3%	0.9%	13.0%	2.0%	2.0%
Accommodation sales	0.1	0.1	1.7	1.4	1.3	2.9	2.1	0.8	3.4	7.1	9.2	10.6
Growth	95.3%	-26.9%	12.3%	477.6%	+1280%	+1895%	20.0%	-46.2%	-16.3%	110.0%	30.0%	15.0%
Leases of vessels	2.3	5.7	10.0	12.3	2.9	9.9	15.9	18.6	30.3	47.3	44.0	23.4
Growth	-8.1%	126.1%	295.1%	405.7%	24.2%	75.3%	58.9%	51.0%	203.8%	56.1%	-6.9%	46.9%
Other sales	1.5	3.2	6.3	5.1	3.4	4.7	6.6	6.1	16.1	20.9	23.0	25.3
Growth	59.1%	335.4%	66.1%	92.4%	126.1%	50.2%	5.0%	19.9%	47.8%	30.0%	10.0%	10.0%
<b>Total revenue</b>	<b>53.7</b>	<b>86.1</b>	<b>170.5</b>	<b>166.6</b>	<b>106.1</b>	<b>206.0</b>	<b>253.0</b>	<b>165.7</b>	<b>476.9</b>	<b>730.9</b>	<b>766.9</b>	<b>833.5</b>
Growth (%)	65.3%	32.5%	18.6%	110.1%	97.5%	139.4%	48.4%	-0.5%	7.7%	53.2%	4.9%	8.7%

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



## Prognos för koncernens resultaträkning

Interim forecast												
Income statement (EURm)	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	53.7	86.1	170.5	166.6	106.1	206.0	253.0	165.7	476.9	730.9	766.9	833.5
Cost of sales	-73.7	-94.8	-140.2	-146.6	-126.0	-180.5	-197.3	-138.6	-455.3	-642.4	-648.0	-696.0
<b>Gross profit</b>	<b>-20.0</b>	<b>-8.7</b>	<b>30.3</b>	<b>20.0</b>	<b>-19.9</b>	<b>25.5</b>	<b>55.7</b>	<b>27.2</b>	<b>21.7</b>	<b>88.4</b>	<b>118.9</b>	<b>137.5</b>
Marketing expenses	-5.1	-6.9	-8.3	-9.0	-7.3	-10.6	-12.6	-8.9	-29.3	-39.5	-38.3	-41.7
Administrative expenses	-10.0	-10.5	-11.9	-13.5	-11.1	-11.8	-13.4	-12.7	-45.7	-49.0	-48.3	-52.5
Other operating income	5.0	6.7	1.3	3.3	3.7	1.8	1.8	1.4	16.3	8.8	9.2	10.0
Other operating expenses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	-0.3	-0.3
<b>Operating profit</b>	<b>-30.0</b>	<b>-19.4</b>	<b>11.5</b>	<b>0.9</b>	<b>-34.6</b>	<b>4.9</b>	<b>31.3</b>	<b>6.9</b>	<b>-37.0</b>	<b>8.5</b>	<b>41.1</b>	<b>53.0</b>
Interest income	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest expense	-4.7	-5.2	-6.2	-5.9	-5.7	-6.0	-6.1	-6.0	-21.9	-23.8	-24.3	-20.8
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>-5.8</i>	<i>-6.1</i>	<i>-6.2</i>	<i>-22.0</i>	<i>-23.8</i>	<i>-24.3</i>	<i>-20.8</i>
<b>Pre-tax profit</b>	<b>-34.7</b>	<b>-24.5</b>	<b>5.3</b>	<b>-5.1</b>	<b>-40.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>25.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-59.0</b>	<b>-15.3</b>	<b>16.8</b>	<b>32.2</b>
Income tax	0.2	0.2	0.2	1.8	0.3	0.2	-0.4	0.0	2.4	0.1	-0.1	-1.9
<b>Net profit</b>	<b>-34.4</b>	<b>-24.3</b>	<b>5.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>-40.0</b>	<b>-0.7</b>	<b>24.8</b>	<b>0.7</b>	<b>-56.6</b>	<b>-15.2</b>	<b>16.7</b>	<b>30.3</b>
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	24.2	23.7	23.8	30.0	30.0	95.3	107.5	105.6	103.4
<b>EBITDA</b>	<b>-6.3</b>	<b>4.4</b>	<b>35.1</b>	<b>25.1</b>	<b>-11.0</b>	<b>28.7</b>	<b>61.3</b>	<b>36.9</b>	<b>58.3</b>	<b>115.9</b>	<b>146.7</b>	<b>156.4</b>

Sales growth	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Sales growth seq.	-32.2%	60.2%	98.1%	-2.3%	-36.3%	94.1%	22.8%	-34.5%	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	-65.3%	32.5%	18.6%	110.1%	97.5%	139.4%	48.4%	-0.5%	7.7%	53.2%	4.9%	8.7%

Margins	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22E	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	-11.7%	5.1%	20.6%	15.1%	-10.3%	13.9%	24.2%	22.3%	12.2%	15.9%	19.1%	18.8%
Gross margin	-37.2%	-10.1%	17.8%	12.0%	-18.7%	12.4%	22.0%	16.4%	4.5%	12.1%	15.5%	16.5%
Operating margin	-55.8%	-22.5%	6.7%	0.5%	-32.6%	2.4%	12.4%	4.2%	-7.8%	1.2%	5.4%	6.4%
PTP margin	-64.5%	-28.5%	3.1%	-3.1%	-38.0%	-0.4%	9.9%	0.4%	-12.4%	-2.1%	2.2%	3.9%
Net profit margin	-64.1%	-28.3%	3.2%	-2.0%	-37.7%	-0.3%	9.8%	0.4%	-11.9%	-2.1%	2.2%	3.6%

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

## Värdering

### Jämförelsevärdering

I linje med det generellt pessimistiska sentimentet har jämförelsemultiplar fortsatt att minska under de senaste månaderna. I genomsnitt handlas sektorn på EV/EBITDA-multiplar på runt 9x, baserat på 2023 års konsensus. Tallinks EV/EBITDA multipel 2023E på 8,6 indikerar på en rabatt på 8% jämfört med sektorn. Värt att notera är dock att jämförelsebolagen är betydligt större sett till börsvärde samt att de är kryssningsoperatörer utan fraktverksamhet (förutom Viking Line).

### Jämförelsebolag

Company	Ccy	Price (last)	Mcap (m)	EV (m)	EV/Sales 2021	EV/Sales 2022E	EV/Sales 2023E	EV/Sales 2024E	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022E	EV/EBITDA 2023E	EV/EBITDA 2024E
Carnival	USD	9.18	11,409	42,122	22.1	3.1	1.9	1.7	neg	neg	8.3	6.8
Norwegian Cruise Line	USD	11.82	4,954	17,337	26.8	3.3	2.2	2.0	neg	45.4	8.0	7.0
Royal Caribbean Cruises	USD	34.61	8,824	29,951	19.6	3.4	2.4	2.1	neg	34.1	8.1	7.0
Viking Line	EUR	12.45	215	415	1.6	1.1	0.9	0.8	15.9	14.8	12.6	10.9
<b>Average</b>					<b>17.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>15.9</b>	<b>31.4</b>	<b>9.3</b>	<b>7.9</b>
<b>Tallink</b>	EUR	0.53	393	1,081	2.3	1.4	1.2	1.1	18.5	11.0	8.6	7.2

Källa: MarketScreener, Enlight Research (Tallink, Viking Line), Baserat på priser 8/8-22

### DCF-värdering

Vår DCF-modell för vårt Base case indikerar ett motiverat värde på 0,88 EUR per aktie (0,92). Motsvarande värde för Bear och Bull case är 0,63 EUR (0,64) och 1,14 EUR (1,20) respektive. Den enda skillnaden mellan våra scenarios är terminalvärdets EBIT-marginal, vilken är 7% i Base caset, och en procentenhet lägre/högre i våra Bear/Bull case. Se tabell nedan för känslighetsanalys.

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	6.2%	6.2%	6.2%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.0%	7.0%	8.0%
Fair Value per share	0.63	0.88	1.14
Upside/Downside (last price)	17%	64%	111%

Källa: Enlight Research

### Känslighetsanalys, DCF-värdering

Sensitivity parameters	Current	Step	DCF Fair value sensitivity										
Equity beta	1.15	0.10	0.65	0.75	0.85	0.95	1.05	<b>1.15</b>	1.25	1.35	1.45	1.55	1.65
Fair value (DCF)	0.88		1.48	1.33	1.19	1.08	0.97	<b>0.88</b>	0.80	0.73	0.67	0.61	0.55
Target debt ratio (D/D+E)	60.0 %	2.0 %	50%	52%	54%	56%	58%	<b>60%</b>	62%	64%	66%	68%	70%
Fair value (DCF)	0.88		0.57	0.62	0.68	0.74	0.81	<b>0.88</b>	0.97	1.06	1.17	1.29	1.43
Riskfree interest rate	3.0 %	0.5 %	0.5 %	1.0 %	1.5 %	2.0 %	2.5 %	<b>3.0 %</b>	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %
Fair value (DCF)	0.88		1.53	1.36	1.21	1.09	0.98	<b>0.88</b>	0.80	0.72	0.66	0.59	0.54

Källa: Enlight Research

### Värdering baserad på normaliserad EBITDA

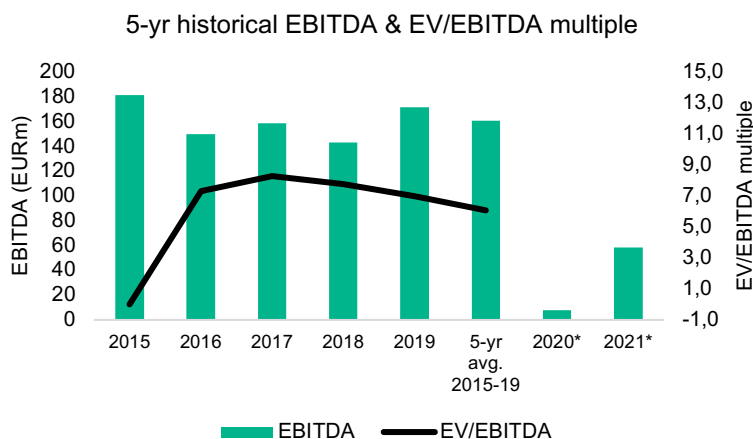
För att få en normaliserad värdering av bolaget tittar vi på historiska 5 års-genomsnitt (2015-19). Under tiden innan pandemin, 2015-19 låg EBITDA på 161 MEUR i genomsnitt, vilket kan jämföras med 2020 års EBITDA på 8 MEUR och 2021 års 58 MEUR. Applicerar vi den genomsnittliga EV/EBITDA-multipeln under 2015-19 på 7,2x på den genomsnittliga EBITDA (161 MEUR) under samma period, indikerar det ett normaliserat EV på 1 160 MEUR. Drar vi av den genomsnittliga nettoskulden 2015-19 på 477 MEUR, indikerar det ett substansvärde på 682 MEUR, eller 0,92 EUR per aktie.

### Normaliserade värden

Parameter	2015-19 5-yr avg.	2020	2021	2020	2020	2021	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-multipeln för 2020 på 145x, och för 2021 på 19x är inte i samma figur pga att de är missvisande under pandemin.

### Värdering på normaliserade värden

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)	0.54
Implied long-term upside/downside	70%

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (implicerade normaliserade värden)

## **Risikfaktorer**

Nedan risker är ej en fullständig lista av risker relaterat till Tallink, utan snarare en lista av risker som vi anser vara de viktigaste givet den rådande omgivningen.

### **Covidrestriktioner**

Vår prognos antar ej att Covidrestriktioner kommer att återinföras på Tallinks kärnmarknader (Estland, Finland, Sverige, Lettland). Skulle nya restriktioner införas är vår prognos troligen för optimistisk.

### **Likviditet**

Alla våra scenarios antar att en akut likviditetssituation inte uppstår. Skulle våra scenarios vara för optimistiska kan en akut likviditetssituation inte uteslutas.

### **Lånevillkor**

Om banker av någon anledning skulle bli mindre förlåtande när det kommer till lånevillkor och amorteringslättnader skulle kassaflöden påverkas negativt.

### **Lönetryck**

Givet den strama arbetsmarknaden i Estland finns det ett konstant tryck på högre löner. Detta gäller framför allt för personal på IT- och finansavdelningar.

### **Hög inflation**

Om den höga inflationen består kan människor behöva dra ner på resor och underhållning, vilket skulle skada Tallinks försäljning.

### **Bränslepriser**

Om bränslepriserna ökar från redan höga nivåer, är vår prognos troligtvis för optimistisk.

### **Exponering mot Ryssland, Ukraina, Belarus**

Tallink har inte någon direkt exponering mot Ryssland, Ukraina eller Belarus. Fraktverksamheten sker främst på hemmamarknaderna Estland, Finland, Sverige och Lettland. Den huvudsakliga negativa effekten från Ryssland-Ukraina är de högre bränslepriserna.

<b>Income Statement</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	443	477	731	767	834
Total operating costs	-435	-419	-615	-620	-677
<b>EBITDA</b>	<b>8</b>	<b>58</b>	<b>116</b>	<b>147</b>	<b>156</b>
Depr. & Amort.	-101	-95	-107	-106	-103
One-off EBIT items	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-93</b>	<b>-37</b>	<b>8</b>	<b>41</b>	<b>53</b>
Financial net	-18	-22	-24	-24	-21
<b>Pre-tax profit</b>	<b>-111</b>	<b>-59</b>	<b>-15</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
Taxes	2	2	0	0	-2
Minority interest	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>-109</b>	<b>-56</b>	<b>-15</b>	<b>17</b>	<b>30</b>

<b>Balance Sheet</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
			E	E	
Cash and cash equivalent	28	128	73	77	83
Receivables	25	29	51	54	50
Inventories	29	35	58	61	58
Other current assets	7	12	12	12	12
<b>Total current assets</b>	<b>89</b>	<b>203</b>	<b>195</b>	<b>204</b>	<b>204</b>
Tangible assets	1269	1215	1336	1260	1050
Goodwill & intangible assets	61	58	70	65	68
Lease & Investment properties	95	109	129	139	147
Long-term Investments	1	0	0	0	0
Associated companies	0	0	0	0	0
Other long-term assets	2	1	1	1	1
<b>Total fixed assets</b>	<b>1427</b>	<b>1383</b>	<b>1536</b>	<b>1465</b>	<b>1266</b>
<b>Total Assets</b>	<b>1516</b>	<b>1586</b>	<b>1730</b>	<b>1669</b>	<b>1470</b>
Accounts payable	73	92	37	38	42
Short-term IB debt	112	244	319	286	200
Other current liabilities	23	22	22	22	22
<b>Total current liabilities</b>	<b>208</b>	<b>358</b>	<b>377</b>	<b>346</b>	<b>263</b>
Long-term IB debt	491	419	547	490	342
Convertibles & Lease liab.	103	117	129	139	147
Deferred tax liab.	0	0	0	0	0
Provisions	0	0	0	0	0
Other long-term liab.	0	0	0	0	0
<b>Total long-term liab.</b>	<b>594</b>	<b>535</b>	<b>675</b>	<b>629</b>	<b>489</b>
<b>Total Liabilities</b>	<b>802</b>	<b>893</b>	<b>1053</b>	<b>975</b>	<b>752</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	714	693	678	695	717
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>1516</b>	<b>1586</b>	<b>1730</b>	<b>1669</b>	<b>1470</b>

<b>DCF valuation</b>	<b>Cash flow, mEUR</b>		
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

<b>Free Cash Flow</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Operating profit	-93	-37	8	41	53
Depreciation	101	95	107	106	103
Working capital chg	-15	2	-101	-4	10
Other Operating CF items	0	0	0	0	-3
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>-7</b>	<b>60</b>	<b>15</b>	<b>143</b>	<b>163</b>
Net investments	-117	-35	-241	-25	104
Other items	17	0	0	0	0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-107</b>	<b>25</b>	<b>-225</b>	<b>118</b>	<b>267</b>

<b>Capital structure</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Equity ratio	47.1%	43.7%	39.2%	41.6%	48.8%
Debt / Equity ratio	98.7%	112.6%	146.7%	131.7%	96.0%
Gearing %	94.8%	94.2%	135.9%	120.6%	84.4%
Net debt/EBITDA	84.2	11.2	7.9	5.7	3.9

<b>Profitability</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	-14.1%	-8.0%	-2.2%	2.4%	4.3%
FCF yield	-21.6%	5.8%	-56.1%	29.3%	66.6%
EBITDA margin	1.8%	12.2%	15.9%	19.1%	18.8%
EBIT margin	-20.9%	-7.8%	1.2%	5.4%	6.4%
PTP margin	-25.0%	-12.4%	-2.1%	2.2%	3.9%
Net margin	-24.5%	-11.8%	-2.0%	2.2%	3.6%

<b>Valuation</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	-4.6	-7.8	-27.3	24.0	13.3
P/E adjusted	-4.6	-7.8	-27.3	24.0	13.3
P/Sales	1.1	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/Sales	2.6	2.3	1.8	1.6	1.2
EV/EBITDA	145.7	18.7	11.4	8.4	6.4
EV/EBIT	-12.7	-29.5	156.2	30.1	19.0
P/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV tangible	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

<b>Per share ratios</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.16	-0.08	-0.02	0.02	0.04
EPS, adjusted	-0.16	-0.08	-0.02	0.02	0.04
Operating CF/share	-0.01	0.08	0.02	0.19	0.22
Free Cash Flow/share	-0.16	0.03	-0.30	0.16	0.36
BV/share	1.07	0.93	0.91	0.93	0.96
Tangible BV/share	1.05	0.92	0.90	0.92	0.95
Div. per share	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	49.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	3.7%

<b>Shareholders</b>	<b>Capital</b>	<b>Votes</b>
Infortar AS	160.611	40.00 %
Baltic Cruises Hld, L.P.	44.168	11.00 %
ING LUX S.A. AIF Acct.	24.092	6.00 %
Baltic Cruises Inv. L.P.	24.092	6.00 %
Citi VC Int. G.P	16.061	4.00 %
Nordea Bank ABP / Clients FDR	16.061	4.00 %
Mersok OÜ	8.031	2.00 %
Clearstream Banking AG	4.015	1.00 %
Luksusjaht AS	4.015	1.00 %
LHV Pensionifond L	4.015	1.00 %

<b>Key people</b>	
CEO	Paavo Nögene
CFO	Margus Schults
IR	Joonas Joost
Chairman	Enn Pant

---

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: [johan@emergers.se](mailto:johan@emergers.se)

**DISCLAIMER**

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats [emergers.se](http://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](http://emergers.se).