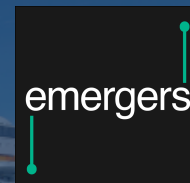


Tallink

Tre saker investerare missar

Mattias Wallander | Datum: 2023-03-07 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.



Både omsättning och vinst för Q4'22 kom in bättre än vi räknat med. Vi bedömer att det finns tre huvudsakliga faktorer investerare missar när de tittar på Tallink. Vi har höjt våra estimat och vårt motiverade värde, och väntar oss nu en liten utdelning redan i år.

Q4'22 bättre än vi räknat med

Omsättningen för Q4'22 ökade med 22% jämfört med samma period föregående år och landade på 204 MEUR, vilket var 2,9% bättre än vår prognos på 198 MEUR. EBITDA för perioden uppgick till 50 MEUR, 43% bättre än vårt estimat, och en fördubbling jämfört med Q4'21. Det starka fjärde kvartalet betyder att bolaget levererade 14 MEUR i vinst för helåret 2022, jämfört med vår förväntade förlust på 3 MEUR.

Tre saker investerare missar

Vi menar att investerare missar följande saker när de utvärderar Tallink, (a) starka kassaflöden som inte är fullt synliga i resultaträkningen, (b) en höglönsam uthyrningsverksamhet som blivit en permanent del av affärsmodellen, och (c) hälsosamma vinster trots stigande räntor.

Höjer estimat och motiverat värde

Vi har höjt vår prognos för omsättning och EBITDA för 2023 och 2024 med cirka 5% vardera. Vi räknar även med en utdelning på 0,01 EUR/aktie i år (jämfört med ingen utdelning tidigare). Vi har även höjt vårt motiverade värde i vårt Base case baserat på DCF till 0,85 EUR/aktie (0,82 EUR). Tallink handlas fortfarande på nivåerna under pandemin, medan de flesta baltiska aktier har gjort starka återhämtningar. Vi tror investerare gradvis kommer att omvärdera aktien när de starka kassaflödena, uthyrningsverksamheten och nettovinsterna blir mer synliga.

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net sales	476.9	771.4	841.3	892.9	919.1
Net sales growth	7.7%	61.7%	9.1%	6.1%	2.9%
EBITDA	58.3	135.8	165.8	167.3	170.0
EBITDA margin	12.2%	17.6%	19.7%	18.7%	18.5%
EBIT	-37.0	37.7	58.6	64.0	69.6
EBIT margin	-7.8%	4.9%	7.0%	7.2%	7.6%
EV/Sales	2.3	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.7	8.6	6.6	6.0	5.4
EV/EBIT	-29.5	30.9	18.6	15.7	13.1
P/E adj.	-7.8	30.4	25.5	14.6	11.3
P/BV	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EPS adj.	-0.08	0.02	0.02	0.04	0.05
EPS growth adj.	nm	nm	19.06%	75.10%	28.92%
Div. per share	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03
Dividend yield	0.00%	0.00%	1.75%	3.51%	5.26%

Källa: Bolagsdata, Enlight Research Estimat

Tallink

Fair Value, Range (EUR)

Bull	1,11
Base	0,85
Bear	0,59

Key data

Current Price (EUR)	0,57
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors
Market Capitalisation (MEUR)	424
Net Debt (MEUR)	739
Shares	744
Free float	60%

Price range

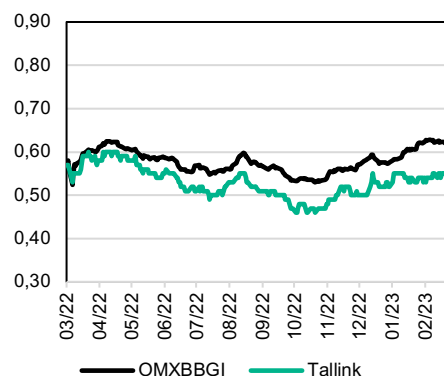
52-week high	0,64
52-week low	0,46

Analyst

ResearchTeam@enlightresearch.net

Coverage frequency

4x per year



Tre saker marknaden missar

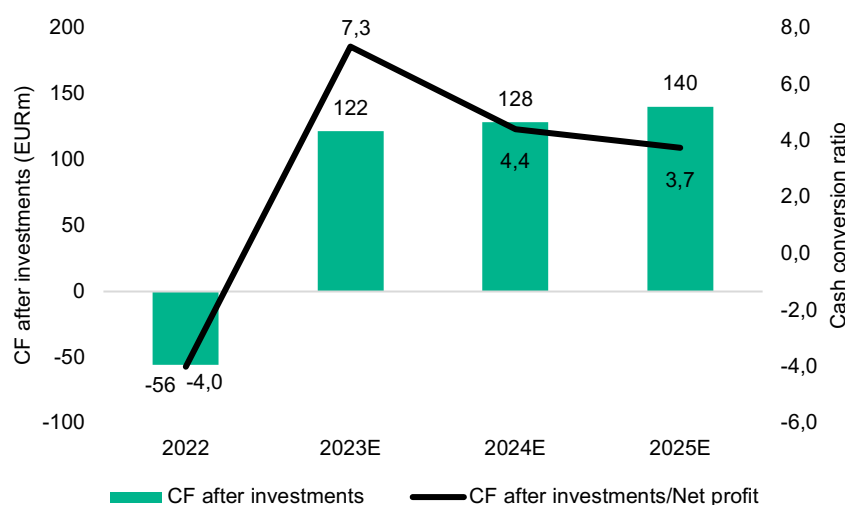
Starkt kassaflöde

När det kommer till Tallink anser vi att investerare fokuserar för mycket på resultaträkningens nettoresultat, och missar därmed det starka operativa kassaflödet. Resultaträkningen är tyngd av runt 100 MEUR i avskrivningar, vilket bara är en redovisningspost och inte påverkar det operativa kassaflödet. För att illustrera, nettovinsten för 2022 var 14 MEUR, medan kassaflödet före investeringar var betydligt högre, 144 MEUR. Förra året användes det fria kassaflödet för att betala för det nya fartyget MyStar, men antar vi enbart underhållsinvesteringar på 25 MEUR skulle det funnits 119 MEUR i fritt kassaflöde tillgängligt för amorteringar eller utdelningar. Under 2023 prognostiserar vi bara för normala underhållsinvesteringar på 25 MEUR, vilket kvarlämnar ett kassaflöde efter investeringar på 122 MEUR. Applicerar vi estimerade räntekostnader på 42 MEUR och återbetalning av lån på 64 MEUR, finns det 16 MEUR eller 0,02 EUR per aktie i kassaflöde som skulle kunna betalas ut som utdelning (vi prognostiserar för 0,01 EUR/aktie i utdelning 2023). Kassaflödesprognosen för 2024 och 2025 översätter till utdelningsutrymme på 0,03 och 0,04 EUR/aktie (direktavkastning på ca 6%). Ett annat sätt att framhäva det starka kassaflödet är att se på hur effektivt bolaget omsätter varor/tjänster till pengar, Cash Conversion Ratio (kassaflödet efter investeringar i förhållande till nettoresultatet), vilket vi tror kommer vara över 3x under prognosperioden 2023-2025. För att förstå Tallinks utdelningspotential bör investerare fokusera på kassaflödet snarare än resultaträkningen.

Cash flow (EURm)	2022	2023E	2024E	2025E
Operating cash flow	144	147	153	165
Net investments	-200	-25	-25	-25
Cash flow after investments	-56	122	128	140
Interest expenses	-25	-42	-33	-30
Left for loan repayments & dividends	-80	80	95	111
Loan repayments	-110	-64	-73	-84
Left for dividends (pos.)/Financing need (neg.)	-191	16	23	27
Potential dividend per share (EUR)	nm	0.02	0.03	0.04
Potential dividend yield	nm	3.9%	5.4%	6.4%

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

Kassaflöde efter investeringar & Cash Conversion Ratio

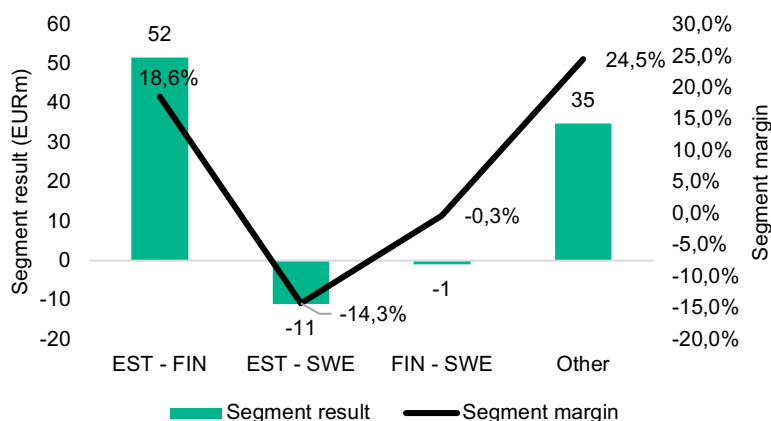


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Höglönsam uthyrning

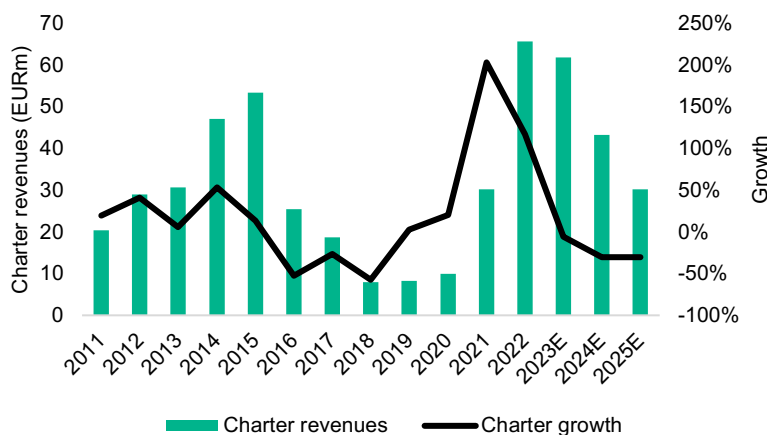
En annan aspekt vi anser att investerare missar är att uthyrningen av fartyg har blivit en mycket lönsam del av affärsmodellen. Innan pandemin, under 2018-2019 var uthyrningen mer en sidoverksamhet som genererade ungefär 10 MEUR i årliga intäkter. När passagerarantalet sjönk under pandemin fick bolaget incitament att hitta nya användningsområden för sina fartyg, och uthyrning var ett naturligt steg. Därav steg uthyrningsintäkterna från 10 MEUR under 2020 till 30 MEUR 2021, och till 66 MEUR 2022. Vinsterna från uthyrningen särredovisas inte, utan inkluderas i "Övrigt". Vi tror att hela vinsten från "Övrigt"-segmentet på 35 MEUR kommer från uthyrningen, vilket med rapporterade intäkter på 66 MEUR indikerar en marginal på minst 24%, med andra ord den verksamhet inom bolaget med högst lönsamhet. Under Q4-webinarier indikerade ledningen att andelen uthyrda fartyg kan ligga kvar på föregående års nivåer under 2023, vilket skulle innebära ytterligare ett år med starka uthyrningsintäkter. Baserat på förväntade förlängningar av uthyrningskontrakt tror vi uthyrningsintäkterna minskar 6% till 62 MEUR. Vår känsla är att ledningen är öppen till att behålla nuvarande mix av uthyrda och operationella fartyg, vilket är varför vi tror uthyrning har blivit en nyckelkomponent i affärsmodellen. I vår mening är detta annorlunda jämfört med 2014-2015 när uthyrningsintäkterna låg på runt 50 MEUR. Då fanns det en stark vilja att ta tillbaka fartygen till den ursprungliga verksamheten. Vi tror dock att några fartyg kommer att återgå till verksamheten under 2024-2025, men att den långsiktiga nivån på uthyrningsintäkter kommer att ligga på 25-30 MEUR, jämför med 10 MEUR innan pandemin.

Segmentsresultat & Marginal 2022



Källa: Bolaget (historiska)

Uthyrningsintäkter & Tillväxt

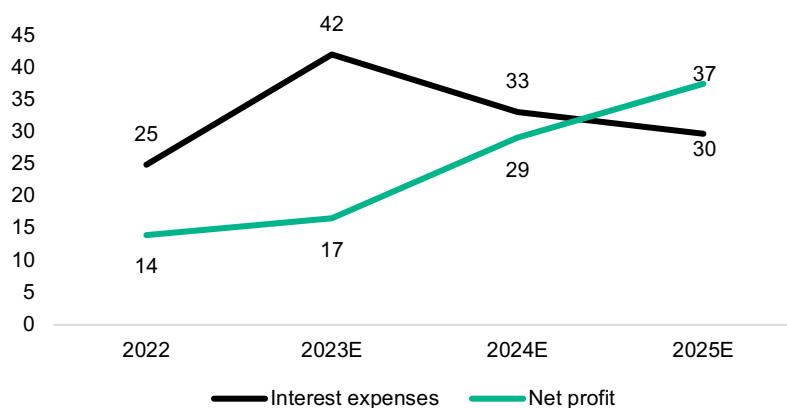


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Lönsamt trots högre räntor

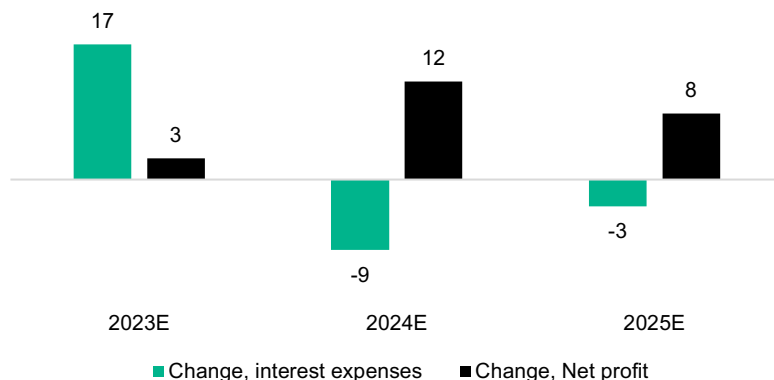
En tredje aspekt investerare missar är Tallinks förmåga att generera hälsosamma vinster trots högre räntor. Under 2023 antar vi en genomsnittlig EURIBOR på 3,39% (baserad på Chatham Financials' Euribor forward curve), vilket indikerar räntekostnader på 42 MEUR (en ökning från 25 MEUR under 2022). Trots en förväntad 17 MEUR ökning av räntekostnaderna prognostiserar vi för en nettovinst på 17 MEUR. Under 2024 och 2025 prognostiserar vi för 9 MEUR respektive 3 MEUR lägre räntekostnader, medan nettovinsten ökar med 12 MEUR respektive 8 MEUR. Sammanfattningsvis, trots högre räntor tror vi Tallink kan generera tillräckligt med vinst för att genomföra utdelningar redan i år. Vi prognostiserar för en utdelning på 0,01 EUR per aktie i år, och 0,02 EUR nästa år vilket översätter till en direktavkastning på 1,8% respektive 3,6%.

Räntekostnader & Nettovinst



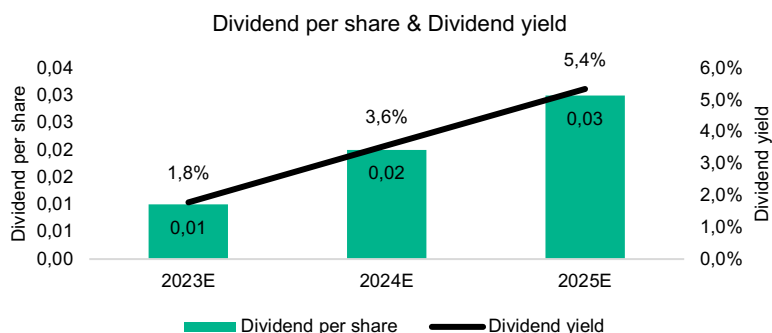
Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Förändring av räntekostnader & Nettovinst, Estimat (MEUR)



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

Utdelning per aktie & Direktavkastning



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

Värdering

Jämförelsevärdering

Jämförelsebolag handlas till en genomsnittlig EV/EBITDA 2023E-multipel på ca 9,3x, baserat på konsensus 2023. Tallinks EV/EBITDA 2023E-multipel på 6,2x reflekterar en rabatt på ca 33%. Värt att notera är att jämförelsebolagen inte är fullt jämförbara i och med att de är betydligt större sett till börsvärde och är kryssningsoperatörer utan fraktverksamhet (utom Viking Line).

Jämförelsebolag

Company	Ccy	Price (last)	Mcap (m)	EV (m) (last)	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	10.59	13,325	43,842	23.0	3.6	2.1	1.9	neg	neg	10.2	7.8
Norwegian Cruise Line	USD	16.40	6,911	19,714	30.4	4.1	2.3	2.1	neg	-31.5	10.4	8.6
Royal Caribbean Cruises	USD	70.17	17,897	39,922	26.1	4.5	3.1	2.7	neg	59.6	11.0	9.0
Viking Line	EUR	14.00	242	392	1.5	0.8	0.7	0.7	15.0	6.0	5.6	5.2
Average					20.2	3.2	2.1	1.8	15.0	11.4	9.3	7.7
Tallink	EUR	0.56	419	1,028	2.2	1.3	1.2	1.2	17.6	7.6	6.2	6.1

Källa: MarketScreener, Enlight Research (Tallink, Viking Line), Baserat på priser 3/11-22.

DCF-värdering

Vi höjer vårt motiverade värde i ett DCF-Base case till 0,85 EUR (0,82 EUR) Motsvarande värde för Bear och Bull case är 0,59 EUR (0,58 EUR) respektive 1,11 EUR (1,06 EUR). 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. Den indikerade uppsidan är avsevärd i vårt Base och Bull case, vilket visar på att Tallinkaktien fortfarande handlas på pandeminivåer.

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 (EUR)	0.59	0.85	1.11
Upside/Downside	5%	51%	97%
Share price (EUR)	0.56	0.56	0.56

Källa: Enlight Research, baserat på ett aktiepris på 0,564 EUR

Känslighetsanalys, DCF-värdering

	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
<i>Fair value (DCF)</i>	<i>0.85</i>		<i>1.20</i>	<i>1.11</i>	<i>1.04</i>	<i>0.97</i>	<i>0.90</i>	0.85	<i>0.80</i>	<i>0.75</i>	<i>0.71</i>	<i>0.67</i>	<i>0.63</i>
Target debt ratio*	60.0 %	2.0 %	50%	52%	54%	56%	58%	60%	62%	64%	66%	68%	70%
<i>Fair value (DCF)</i>	<i>0.85</i>		<i>0.64</i>	<i>0.67</i>	<i>0.71</i>	<i>0.75</i>	<i>0.80</i>	0.85	<i>0.90</i>	<i>0.96</i>	<i>1.03</i>	<i>1.11</i>	<i>1.20</i>
Risk-free IR	3.5 %	0.5 %	1.0 %	1.5 %	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %	6.0 %
<i>Fair value (DCF)</i>	<i>0.85</i>		<i>1.23</i>	<i>1.13</i>	<i>1.05</i>	<i>0.97</i>	<i>0.91</i>	0.85	<i>0.80</i>	<i>0.75</i>	<i>0.70</i>	<i>0.66</i>	<i>0.62</i>

Källa: Enlight Research

Värdering baserad på normaliserad EBITDA

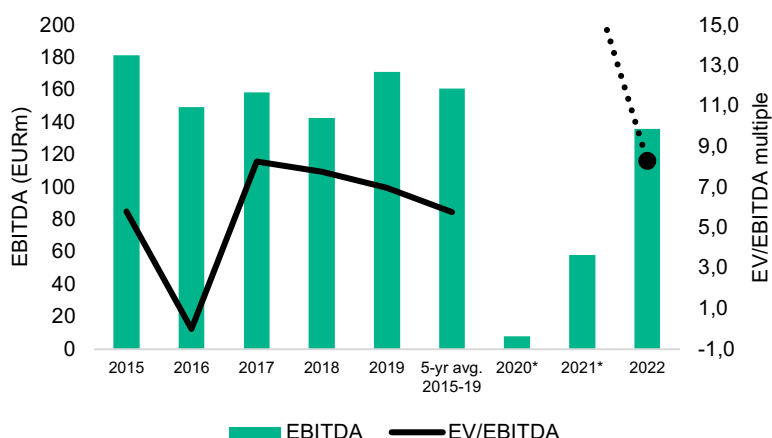
För att få en normaliserad värdering av bolaget tittar vi på historiska 5 års-genomsnitt (2015-19). Under tiden innan pandemin, 2015-19 låg EBITDA på 161 MEUR i genomsnitt, vilket kan jämföras med 2020 års EBITDA på 8 MEUR och 2021 års 58 MEUR. Applicerar vi den genomsnittliga EV/EBITDA-multipeln under 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				2020	2020	2021	2021	2022	2022
	5-yr avg.	2020	2021	2022	Pct. below	Pct. upside	Pct. below	Pct. upside	Pct. below	Pct. upside
Passengers (m)	9.5	3.7	3.0	5.5	-61%	156%	-69%	222%	-43%	75%
Group sales (EURm)	950	443	477	771	-53%	114%	-50%	99%	-19%	23%
Group EBITDA (EURm)	161	8	58	136	-95%	1902%	-64%	176%	-16%	19%
EPS (EUR)	0.07	-0.16	-0.08	0.02	nm	nm	nm	nm	-72%	259%

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (estimat)

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

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)	478
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	63%

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (implicerade normaliserade värden)

Estimatavvikelser

Deviation by Segment

Segment Sales	Estimate Q4/22	Outcome Q4/22	Diff EURm	Diff % or %-pts
Restaurant & shop sales	91.4	96.2	4.8	5.2%
Growth	5.1%	10.5%	na	5
Ticket sales	40.2	44.8	4.6	11.5%
Growth	17.1%	30.6%	na	14
Cargo sales	27.5	23.6	-3.9	-14.2%
Growth	4.0%	-10.7%	na	-15
Accommodation sales	2.2	2.9	0.7	32.6%
Growth	56.0%	106.8%	na	51
Leases of vessels	30.9	31.6	0.7	2.4%
Growth	150.4%	156.3%	na	6
Other sales	5.7	4.5	-1.2	-20.6%
Growth	12.3%	-10.8%	na	-23
Total revenue	197.9	203.7	5.8	2.9%
Growth (%)	18.8%	22.2%	na	3

Deviation for Group

Income statement	Estimate Q4/22	Outcome Q4/22	Diff EURm	Diff % or %-pts
Revenue	197.9	203.7	5.8	2.9%
Cost of sales	-166.2	-161.8	4.3	-2.6%
Gross profit	31.7	41.8	10.1	31.9%
Marketing expenses	-10.9	-11.4	-0.5	4.7%
Administrative expenses	-13.9	-12.7	1.3	-9.3%
Other operating income	3.3	5.8	2.4	74.0%
Other operating expenses	-0.2	-0.1	0.1	nm
Operating profit	10.0	23.5	13.5	135.0%
Interest income	0.0	0.2	0.2	nm
Interest expense	-11.2	-7.0	4.1	-37.0%
Other financial items	0.0	-0.1	-0.1	na
<i>Financial net</i>	<i>-11.2</i>	<i>-6.9</i>	<i>4.3</i>	<i>-38.0%</i>
Pre-tax profit	-1.2	16.5	17.7	-1456.3%
Income tax	1.5	0.2	-1.3	nm
Net profit	0.3	16.7	16.4	5813.3%
EBITDA	35.3	50.4	15.1	42.9%

Growth	Estimate Q4/22	Outcome Q4/22	Diff EURm	Diff % or %-pts
Revenues	18.8%	22.2%	na	3

Margins	Estimate Q4/22	Outcome Q4/22	Diff EURm	Diff % or %-pts
Gross profit margin	16.0%	20.5%	na	4.5
EBITDA margin	17.8%	24.8%	na	6.9
Operating profit margin	5.0%	11.5%	na	6.5
Pre-tax profit margin	-0.6%	8.1%	na	8.7
Net profit margin	0.1%	8.2%	na	8.1

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research

Estimatiförändringar

Estimate changes

Sales (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	804	857	na
New estimate	843	895	922
Change (EURm)	40	39	na
Change	5.0%	4.5%	na
EBITDA (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	158	158	na
New estimate	179	175	169
Change (EURm)	21	17	na
Change	13.1%	10.6%	na
Pre-tax profit (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	5.3	20.7	na
New estimate	29.4	39.0	40.9
Change (EURm)	24.1	18.3	na
Change	450.9%	88.5%	na
EPS (EUR)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	0.01	0.03	na
New estimate	0.04	0.05	0.05
Change (EUR)	0.03	0.02	na
Change	461.4%	88.5%	na
Dividend (EUR)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	0.00	0.02	na
New estimate	0.01	0.02	0.03
Change (EUR)	0.01	0.00	na
Change	nm	0.0%	na

Källa: Enlight Research

Prognos

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 2022	720,261	1,552,174	1,893,603	1,296,047	2,272,435	3,189,650	5,462,085
PAX 2022 chg y-on-y	170%	263%	66%	15%	227%	41%	84%
PAX 2023E	1,151,059	1,630,346	1,997,046	1,374,579	2,781,404	3,371,625	6,153,029
PAX 2023E chg y-on-y	60%	5%	5%	6%	22%	6%	13%
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%	64%	57%	50%	61%	56%
PAX 2023 pct of 2019	62%	61%	67%	60%	62%	64%	63%

Sales forecast by segment

(EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23E	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Restaurant & shop sales	49.9	111.1	120.9	96.2	74.9	116.7	128.2	103.8	378.2	423.5	465.9	489.2
Growth	147.1%	177.9%	40.3%	10.5%	50.0%	5.0%	6.0%	7.9%	62.0%	12.0%	10.0%	5.0%
Ticket sales	22.1	49.6	75.4	44.8	33.2	52.1	79.9	49.8	191.9	215.0	236.4	248.3
Growth	191.8%	270.6%	72.0%	30.6%	50.0%	5.0%	6.0%	11.1%	93.7%	12.0%	10.0%	5.0%
Cargo sales	26.5	27.7	25.3	23.6	27.0	28.3	25.8	24.1	103.2	105.2	107.4	109.5
Growth	20.1%	16.7%	12.7%	-10.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	8.9%	2.0%	2.0%	2.0%
Accommodation sales	1.3	2.9	4.1	2.9	2.0	3.1	4.4	3.1	11.3	12.6	14.5	15.2
Growth	1280.2%	1895.2%	142.3%	106.8%	50.0%	6.0%	6.0%	5.4%	236.4%	11.0%	15.0%	5.0%
Leases of vessels	2.9	9.9	21.4	31.6	26.3	23.6	6.5	5.5	65.8	61.9	43.3	30.3
Growth	24.2%	75.3%	114.5%	156.3%	821.6%	137.5%	-69.5%	-82.5%	117.3%	-5.9%	-30.0%	-30.0%
Other sales	3.4	4.7	8.3	4.5	4.5	5.7	7.5	5.5	21.0	23.1	25.4	26.7
Growth	126.1%	50.2%	31.5%	-10.8%	30.0%	20.0%	-10.0%	21.0%	30.7%	10.0%	10.0%	5.0%
Total revenue	106.1	206.0	255.6	203.7	167.8	229.4	252.4	191.7	771.4	841.3	892.9	919.1
Growth (%)	97.5%	139.4%	49.9%	22.2%	58.1%	11.3%	-1.2%	-5.9%	61.7%	9.1%	6.1%	2.9%

Prognos

Interim forecast

Income statement (EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23E	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	106.1	206.0	255.6	203.7	167.8	229.4	252.4	191.7	771.4	841.3	892.9	919.1
Cost of sales	-126.0	-180.5	-189.5	-161.8	-162.8	-186.4	-175.4	-175.4	-657.9	-700.0	-733.0	-749.1
Gross profit	-19.9	25.5	66.0	41.8	5.0	43.0	77.0	16.3	113.5	141.3	159.8	170.0
Marketing expenses	-7.3	-10.6	-9.5	-11.4	-9.2	-11.5	-12.6	-8.7	-38.8	-42.1	-51.8	-53.3
Administrative expenses	-11.1	-11.8	-12.2	-12.7	-10.9	-14.5	-15.9	-10.9	-47.7	-52.2	-56.3	-59.7
Other operating income	3.7	1.8	-0.5	5.8	2.3	3.2	3.5	2.7	10.9	11.8	12.5	12.9
Other operating expenses	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Operating profit	-34.6	4.9	43.9	23.5	-12.8	20.2	51.9	-0.7	37.7	58.6	64.0	69.6
Interest income	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Interest expense	-5.7	-6.0	-6.2	-7.0	-10.5	-10.5	-10.5	-10.5	-24.9	-42.0	-33.1	-29.7
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>-5.7</i>	<i>-5.8</i>	<i>-6.3</i>	<i>-6.9</i>	<i>-10.5</i>	<i>-10.5</i>	<i>-10.5</i>	<i>-10.5</i>	<i>-24.7</i>	<i>-42.0</i>	<i>-33.1</i>	<i>-29.7</i>
Pre-tax profit	-40.3	-0.9	37.6	16.5	-23.3	9.7	41.4	-11.2	12.9	16.6	30.9	39.8
Income tax	0.3	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	-1.9	-2.4
Net profit	-40.0	-0.7	37.9	16.7	-23.3	9.7	41.4	-11.2	13.9	16.6	29.0	37.5
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	27.0	26.8	26.8	26.8	26.8	98.1	107.2	103.3	100.4
EBITDA	-11.0	28.7	67.7	50.4	14.0	47.0	78.7	26.1	135.8	165.8	167.3	170.0

Sales growth	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23E	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Sales growth seq.	-36.3%	94.1%	24.0%	-20.3%	-17.6%	36.7%	10.0%	-24.0%	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	97.5%	139.4%	49.9%	22.2%	58.1%	11.3%	-1.2%	-5.9%	61.7%	9.1%	6.1%	2.9%

Margins	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23E	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	-10.3%	13.9%	26.5%	24.8%	8.3%	20.5%	31.2%	13.6%	17.6%	19.7%	18.7%	18.5%
Gross margin	-18.7%	12.4%	25.8%	20.5%	3.0%	18.8%	30.5%	8.5%	14.7%	16.8%	17.9%	18.5%
Operating margin	-32.6%	2.4%	17.2%	11.5%	-7.6%	8.8%	20.6%	-0.4%	4.9%	7.0%	7.2%	7.6%
PTP margin	-38.0%	-0.4%	14.7%	8.1%	-13.9%	4.2%	16.4%	-5.9%	1.7%	2.0%	3.5%	4.3%
Net profit margin	-37.7%	-0.3%	14.8%	8.2%	-13.9%	4.2%	16.4%	-5.9%	1.8%	2.0%	3.3%	4.1%

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, delvis beroende på hjälpen från statliga lån. 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.

Personalbrist

När verksamheten nu återhämtar sig från pandemin kommer bolaget behöva anställa personal. Detta kan innebära en utmaning då arbetsmarknaden i Estland är stram och tidigare anställda kan ha hittat andra jobb.

Lönetryck

Givet den strama arbetsmarknaden i Estland finns det ett konstant tryck på högre löner.

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.

Höga räntor

En betydande uppgång i EURIBOR innebär troligtvis att våra estimat för finansnetto är för optimistiska och därmed blir också vinstestimaten för optimistiska.

Svår recession

Vår prognos representerar en mild recession i 2023. Skulle det djupa recessionen är vår prognos sannolikt för optimistisk.

Income Statement	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net sales	476.9	771.4	841.3	892.9	919.1
Total operating costs	-418.7	-635.6	-675.5	-725.6	-749.2
EBITDA	58.3	135.8	165.8	167.3	170.0
Depreciation & Amort.	-95.3	-98.1	-107.2	-103.3	-100.4
One-off EBIT items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	-37.0	37.7	58.6	64.0	69.6
Financial net	-22.0	-24.7	-42.0	-33.1	-29.7
Pre-tax profit	-59.0	12.9	16.6	30.9	39.8
Taxes	2.4	1.0	0.0	-1.9	-2.4
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other items	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit	-56.5	13.9	16.6	29.1	37.5

Balance Sheet	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash and cash equivalent	128	115	126	138	147
Receivables	29	31	34	36	37
Inventories	35	40	34	36	37
Other current assets	12	9	9	9	9
Total current assets	203	196	204	219	230
Tangible assets	1215	1342	1260	1181	1106
Goodwill & intangible assets	58	54	54	54	54
Lease & investment properties	109	97	102	107	112
Long-term investments	0	0	0	0	0
Associated companies	0	0	0	0	0
Other long-term assets	1	4	4	4	4
Total fixed assets	1383	1496	1419	1345	1275
Total Assets	1586	1692	1623	1565	1505
Accounts payable	92	87	65	58	60
Short-term IB debt	244	165	152	135	115
Other current liabilities	22	44	44	44	44
Total current liabilities	358	296	261	237	219
Long-term IB debt	419	581	536	476	406
Convertibles & Lease liab.	117	107	102	107	112
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.	535	688	638	582	518
Total liabilities	893	985	899	820	737
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	693	707	724	745	768
Total liabilities and equity	1586	1692	1623	1565	1505

DCF valuation	Cash flow, mEUR	
WACC (%)	6.36 %	NPV FCF (2022-2024)
		348
Assumptions 2022-2028 (%)		NPV FCF (2025-2031)
		592
Sales CAGR	3.80 %	NPV FCF (2032-)
		430
Avg. EBIT margin	7.95 %	Non-operating assets
		115
Fair value per share (EUR)	0.85	Interest-bearing debt
		-854
Share price (EUR)	0.57	Fair value estimate
		631

Free Cash Flow	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating profit	-37.0	37.7	58.6	64.0	69.6
Depreciation & Amort.	95.3	98.1	107.2	103.3	100.4
Working capital chg.	2.3	12.8	-19.0	-10.0	-0.4
Other Operating CF items	-0.1	2.9	0.0	-3.8	-4.2
Operating Cash Flow	60.5	151.6	146.8	153.4	165.4
Net investments	-35.2	-223.9	-25.0	-25.0	-25.0
Other items	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	25.4	-72.3	121.8	128.4	140.4

Capital structure	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Equity ratio	43.7%	41.8%	44.6%	47.6%	51.0%
Debt / Equity ratio	112.6%	120.7%	109.2%	96.3%	82.5%
Gearing %	94.2%	104.5%	91.7%	77.7%	63.3%
Net debt/EBITDA	11.2	5.4	4.0	3.5	2.9

Profitability	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ROE	-8.0%	2.0%	2.3%	4.0%	5.0%
FCF yield	5.8%	-17.1%	28.8%	30.3%	33.1%
EBITDA margin	12.2%	17.6%	19.7%	18.7%	18.5%
EBIT margin	-7.8%	4.9%	7.0%	7.2%	7.6%
PTP margin	-12.4%	1.7%	2.0%	3.5%	4.3%
Net margin	-11.8%	1.8%	2.0%	3.3%	4.1%

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	-7.8	30.4	25.5	14.6	11.3
P/E, adjusted	-7.8	30.4	25.5	14.6	11.3
P/Sales	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/Sales	2.3	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.7	8.6	6.6	6.0	5.4
EV/EBIT	-29.5	30.9	18.6	15.7	13.1
P/BV	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV tangible	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

Per share ratios	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.08	0.02	0.02	0.04	0.05
EPS, adjusted	-0.08	0.02	0.02	0.04	0.05
Operating CF/share	0.08	0.20	0.20	0.21	0.22
Free Cash Flow/share	0.03	-0.10	0.16	0.17	0.19
BV/share	0.93	0.95	0.97	1.00	1.03
Tangible BV/share	0.92	0.94	0.96	0.99	1.02
Div. per share	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	44.8%	51.2%	59.6%
Dividend yield	0.0%	0.0%	1.8%	3.5%	5.3%

Shareholders	Capital	Votes
Infotar AS	169.534	40.00 %
Baltic Cruises Hld., L.P.	46.622	11.00 %
ING LUX S.A. AIF Acct.	25.430	6.00 %
Baltic Cruises Inv. L.P.	25.430	6.00 %
Citi VC Int. G.P	16.953	4.00 %
Nordea Bank ABP / Clients FDR	16.953	4.00 %
Mersok OÜ	8.477	2.00 %
Clearstream Banking AG	4.238	1.00 %
Lüksusjaht AS	4.238	1.00 %
LHV Pensionifond L	4.238	1.00 %

Key people	
CEO	Paavo Nõgene
CFO	Margus Schults
IR	Anneli Simm
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.