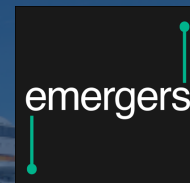


Tallink

Återhämtning till ett nytt normalläge

Mattias Wallander | Datum: 2023-05-12 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 första kvartalet kom in över våra förväntningar och bekräftade en fortsatt återhämtning. Det är dock inte en återhämtning till det gamla vanliga, utan till ett nytt normalläge med högre båtcharterintäkter och högre avkastning på eget kapital. Vi höjer våra estimat och vårt motiverade värde.

Avsevärt bättre lönsamhet

Omsättningen för Q1'23 var 2% bättre än vår prognos, medan EBITDA på 27,1 MEUR var nästan dubbelt så högt som vårt estimat på 14,0 MEUR. Förlusten på 5,4 MEUR för perioden var uppmuntrande givet ett lågsäsongskvartal (estimerad förlust på 23,3 MEUR). Lågsäsong-EBITDA (Q4'22-Q1'23) på 78 MEUR är det högsta någonsin för Tallink.

Nytt normalläge

Vi tror att Tallink nu återhämtar sig till ett nytt normalläge med fokus på avkastning på det egna kapitalet (ROE), vilket innebär att ett objektivt beslut fattas huruvida bolaget ska använda fartyg i den egna verksamheten, eller hyra ut. I vår mening innebär det högre andel hyresintäkter, färre antal anställda (bekräftat av att 500 personer sagts upp) och därmed högre ROE.

Höjer motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde i Base case till 0,92 EUR per aktie med stöd av betydligt högre lönsamhetsestimat och en högre terminal-EBIT-marginal på 7,5% (7,0%). Vi förväntar oss en liten utdelning på 0,01 EUR redan i år, motsvarande en direktavkastning på 1,8%. Vi uppskattar att direktavkastningen ökar till 3,5% under 2024 och 7,0% under 2025.

Nyckelsiffror (MEUR)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net sales	476.9	771.4	857.4	923.1	965.3
Net sales growth	7.7%	61.7%	11,20%	7,70%	4,60%
EBITDA	58.3	135.8	173.9	194.3	203.6
EBITDA margin	12.2%	17.6%	20,00%	21,10%	21,10%
EBIT	-37.0	37.7	68.3	90.9	97.2
EBIT margin	-7.8%	4.9%	8,0%	9,9%	10,1%
EV/Sales	2.3	1.5	1,2	1	0,9
EV/EBITDA	18.7	8.6	6,2	4,9	4,1
EV/EBIT	-29.5	30.9	15,7	10,6	8,6
P/E adj.	-7.8	30.4	11,9	7,6	6,5
P/BV	0.6	0.6	0.6	0,5	0,5
EPS adj.	-0.08	0.02	0,05	0,07	0,09
EPS growth adj.	nm	nm	154,85%	56,17%	18,43%
Div. per share	0.00	0.00	0.01	0.02	0.04
Dividend yield	0.00%	0.00%	1.75%	3.51%	7,02%

Källa: Bolagsdata, Enligt Research Estimater

Tallink

Fair Value, Range (EUR)

Bull	1,15
Base	0,92
Bear	0,68

Key data

Current Price (EUR)	0,57
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors
Market Capitalisation (MEUF)	424
Net Debt (MEUR)	735
Shares	744
Free float	60%

Price range

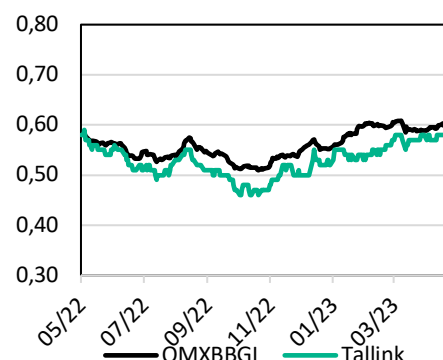
52-week high	0,59
52-week low	0,46

Analyst

ResearchTeam@enlightresearch.net

Coverage frequency

4x per year

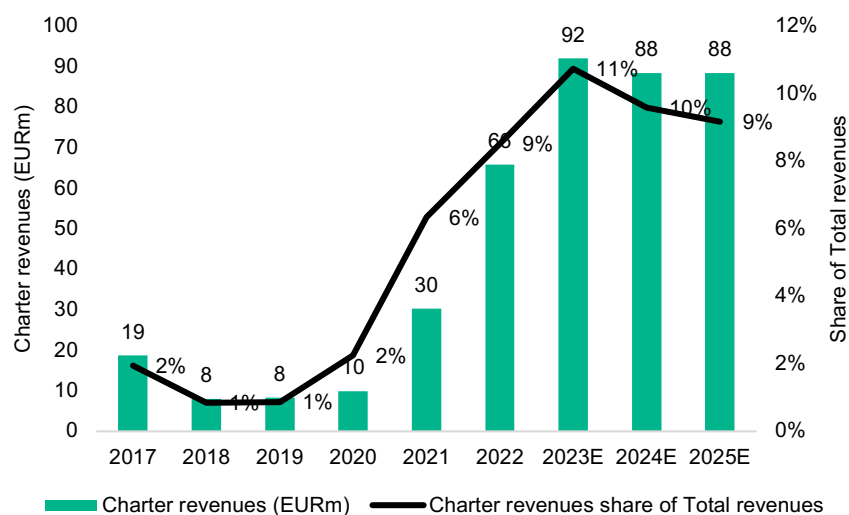


Huvudpunkter

Återhämtning till ett nytt normalläge

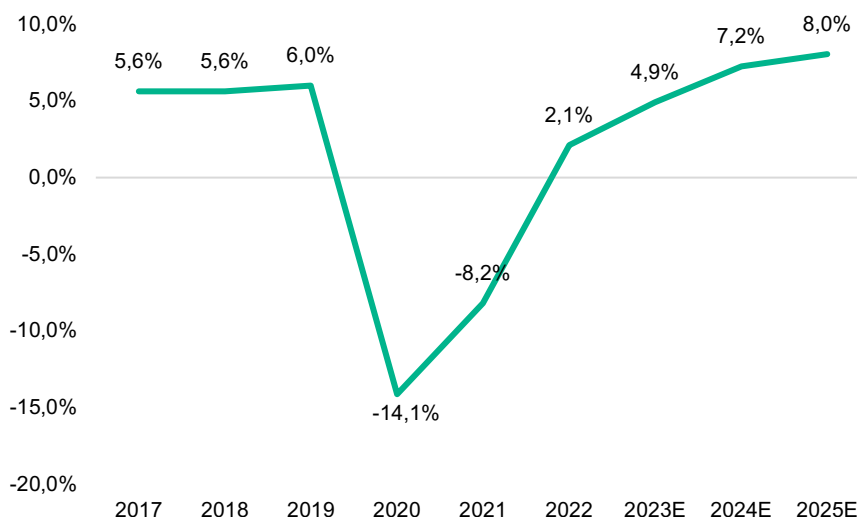
Vi tror Tallink är på god väg att återhämta sig. Men, det är inte en återhämtning till det gamla med en låg avkastning på eget kapital (ROE), utan snarare en återhämtning till ett nytt normalläge med en attraktiv ROE. Det innebär att ett beslut behöver fattas gällande om ett fartyg ska användas i den egna verksamheten, eller hyras ut (det som ger högst avkastning kommer att väljas). Vår prognos visar på att i detta nya normalläge kommer omkring 10% av intäkterna från hyror, eller cirka 90 MEUR per år. Det ökande antalet uthyrda fartyg innebär färre antal anställda. Bolaget har i år annonserat uppsägningar på upp till 500 besättningsmän till följd av de längre hyresavtalen som skrivits gällande fartygen Isabelle och Star. Vi estimerar att bolaget kommer spara 12 MEUR på personalkostnader på årsbasis (start Q4'23). Värt att notera är att nedskärningarna inte borde leda till lägre intäkter eftersom hyresintäkterna ersätter driftsintäkterna, och leder därför till att ROE förbättras. Vi prognostiserar en förbättring av ROE till 8% i slutet på prognosperioden (2025), vilket är avsevärt mycket bättre än pre-pandemiska nivåerna på 5-6%.

Hyresintäkter & hyresintäkters % av totala intäkter



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

Tallink, avkastning på eget kapital (ROE)

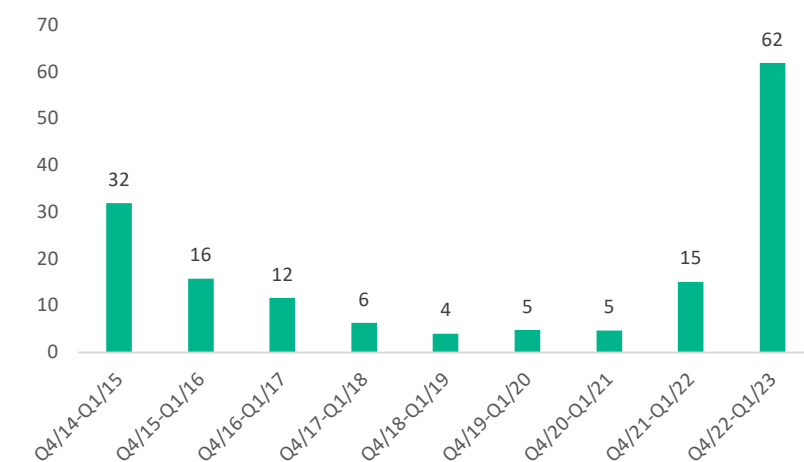


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Uthyrning lägger grund för bästa lågsäsongen någonsin

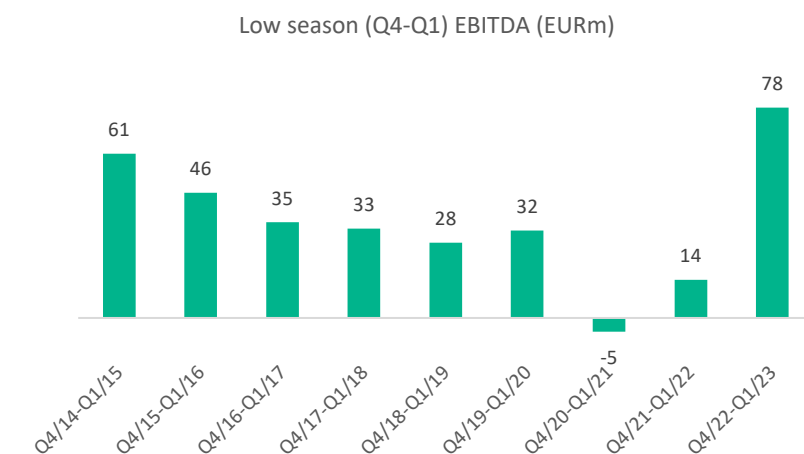
Hyresintäkterna under Q4'22 och Q1'23 kom in på 30 MEUR respektive 32 MEUR, vilket gör att hyresintäkterna (under lågsäsong Q4-Q1) nådde de högsta någonsin på 62 MEUR (nästan det dubbla föregående bästa på 32 MEUR under Q4'14-Q1'15). Dessutom gjorde Tallink sin bästa lågsäsong någonsin sett till EBITDA. Q4'22 + Q1'23 resulterade i en EBITDA på 78 MEUR, jämfört med tidigare bästa på 61 MEUR under Q4'14-Q1'15. Därav höjer vi estimatet för EBITDA'23 med 4,9%, eller med 8 MEUR till 174 MEUR, vilket är i linje med pre-pandemiska 2019 års EBITDA på 171 MEUR. Värt att notera är att vår prognostiserade EBITDA-marginal på 20-21% under prognosperioden 2023-25 redan är högre än pre-pandemiska 2019 års nivåer på 18%.

Hyresintäkter (MEUR), lågsäsong (Q4-Q1)



Källa: Bolaget

EBITDA (MEUR) lågsäsong (Q4-Q1)



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

Tallink EBITDA & EBITDA-marginal

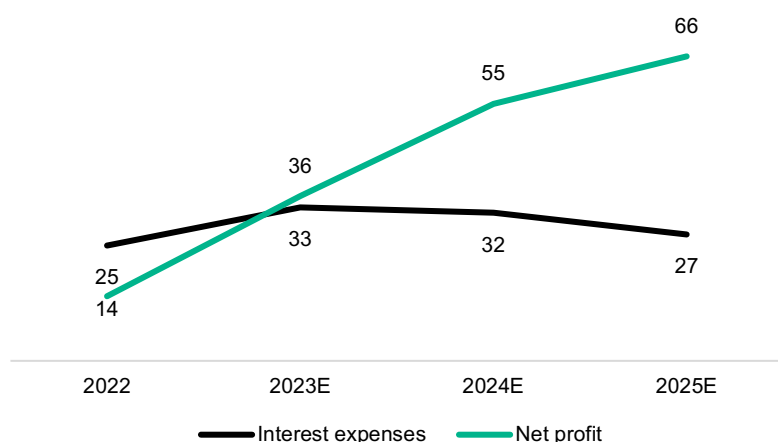
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA (EURm)	171	8	58	136	174	194	204
EBITDA margin	18.0%	1.8%	12.2%	17.6%	20.3%	21.1%	21.1%

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

Ökad vinst trots högre räntekostnader

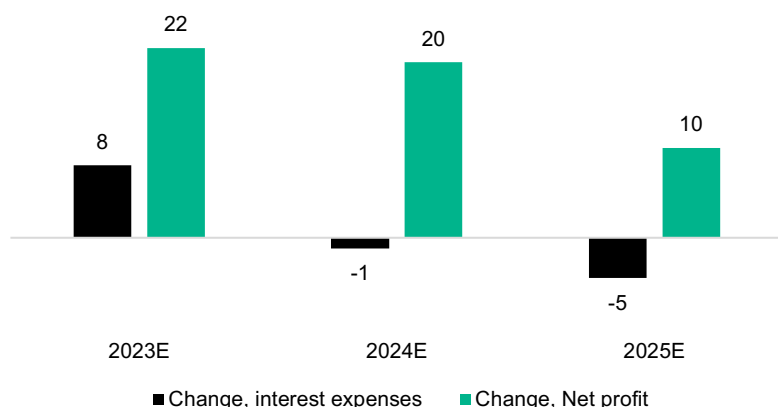
Vi väntar oss att räntekostnaderna ökar med 8 MEUR till 33 MEUR under 2023 (baserat på ledningens uttalande att räntekostnaderna för Q1'23 på 8 MEUR är en bra vägledning för resten av året). Trots ökande räntekostnader estimerar vi nettovinsten för 2023 att öka med 22 MEUR. Under 2024 väntar vi oss 1 MEUR lägre räntekostnader, medan nettovinsten är estimerad att öka med 20 MEUR. Under 2025 väntar vi oss att räntekostnader sjunker ytterligare 5 MEUR med en ökning i nettovinst på 10 MEUR. Vår förväntade vinstökning är en konsekvens av ökad andel hyresintäkter, lägre rörelsekostnader (färre anställda) och en fortsatt återhämtning av passagerare. Med vår förväntade vinstökning möjliggörs en utdelning på 0,01 EUR per aktie redan i år, följt av 0,02 EUR under 2024, och 0,04 EUR under 2025 (direktavkastningen ökar från 1,8% till 7,0%). Det estimerade fria kassaflödet per aktie på 0,18 till 0,23 EUR per aktie under prognosperioden 2023-25 implicerar en uppsida till vår utdelningsprognos.

Räntekostnader & Nettovinst



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

Förändring av räntekostnader & Nettovinst (MEUR)



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

Utdelningsprognos

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS (EUR)	-0.16	-0.08	0.02	0.05	0.07	0.09
FCF per share (EUR)	-0.13	0.03	-0.10	0.18	0.21	0.23
Dividend per share (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02	0.04
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	3.5%	7.0%

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

Värdering

Jämförelsevärdering

Jämförelsebolag handlas till en genomsnittlig EV/EBITDA 2023E-multipel på ca 9,4x. Tallinks EV/EBITDA 2023E-multipel på 6,7x implicerar en rabatt på ca 30%. 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). Dessutom kommer en stor del av Tallinks intjäning från uthyrning av fartyg.

Jämförelsebolag

Company	Ccy	Price	Mcaps	EV (m)	EV/Sales	EV/Sales	EV/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA
		(last)	(m)									
Carnival	USD	9.21	11,589	42,106	3.5	2.0	1.8	1.7	neg	10.3	7.7	7.1
Norwegian Cruise L.	USD	13.35	5,626	18,301	3.8	2.2	2.0	1.9	-27.2	9.7	7.9	7.1
Royal Caribbean C.	USD	65.43	16,689	38,145	4.3	2.9	2.6	2.4	53.6	10.4	8.5	7.6
Viking Line	EUR	16.40	283	433	0.9	0.8	0.7	0.7	9.4	7.2	6.6	6.2
Average					3.1	2.0	1.8	1.7	12.0	9.4	7.7	7.0
Tallink	EUR	0.57	422	1,158	1.5	1.4	1.3	1.2	8.5	6.7	6.0	5.7

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

DCF-värdering

Vi höjer vårt motiverade värde i Base case till 0,92 EUR (0,85 EUR) till följd av högre estimat och en högre EBIT-marginal i terminalvärdet till 7,5% (7,0%). Motsvarande värden för vårt Bear och Bull case är 0,68 EUR (0,59) respektive 1,15 EUR (1,11). Enda skillnaden mellan våra scenarier är EBIT-marginalen i terminalvärdet vilket är 7,5% i vårt Base case, och en procentenhet lägre/högre i våra Bear/Bull case. Se tabell nedan för känslighetsanalys. Den indikerade uppsidan är avsevärd i alla våra scenarier, vilket implicerar att Tallink fortfarande handlas på pandeminivåer.

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	6.8%	6.8%	6.8%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.5%	7.5%	8.5%
Fair Value per share (EUR)	0.68	0.92	1.15
Upside/Downside	20%	61%	102%
Share price (EUR)	0.57	0.57	0.57

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

Sensitivity parameters	Current	Step	DCF Fair value sensitivity										
Equity beta	1.15	0.15	0.40	0.55	0.70	0.85	1.00	1.15	1.30	1.45	1.60	1.75	1.90
<i>Fair value (DCF)</i>	<i>0.92</i>		<i>1.49</i>	<i>1.33</i>	<i>1.20</i>	<i>1.09</i>	<i>1.00</i>	0.92	<i>0.85</i>	<i>0.78</i>	<i>0.72</i>	<i>0.67</i>	<i>0.63</i>
Target debt ratio*	60.0 %	4.0 %	40%	44%	48%	52%	56%	60%	64%	68%	72%	76%	80%
<i>Fair value (DCF)</i>	<i>0.92</i>		<i>0.58</i>	<i>0.63</i>	<i>0.69</i>	<i>0.76</i>	<i>0.83</i>	0.92	<i>1.02</i>	<i>1.14</i>	<i>1.28</i>	<i>1.46</i>	<i>1.70</i>
Risk-free IR	3.5 %	0.8 %	-0.5 %	0.3 %	1.1 %	1.9 %	2.7 %	3.5 %	4.3 %	5.1 %	5.9 %	6.7 %	7.5 %
<i>Fair value (DCF)</i>	<i>0.92</i>		<i>1.61</i>	<i>1.41</i>	<i>1.25</i>	<i>1.12</i>	<i>1.01</i>	0.92	<i>0.84</i>	<i>0.77</i>	<i>0.71</i>	<i>0.65</i>	<i>0.60</i>

Källa: Enlight Research

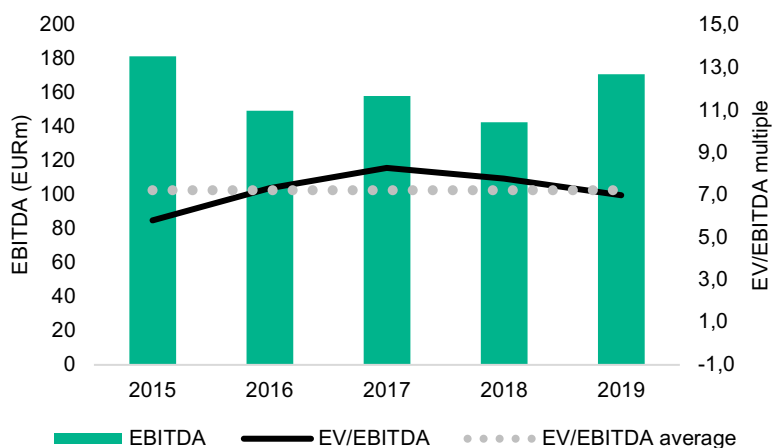
Värdering baserad på normaliserad EBITDA

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 1 157 MEUR. Drar vi av den genomsnittliga nettoskulden 2015-19 på 478 MEUR, indikerar det ett substansvärde på 680 MEUR, eller 0,91 EUR per aktie. Vilket är i linje med vårt motiverade värde i Base case på 0,92 EUR per aktie.

Normalized values					2020	2020	2021	2021	2022	2022
					Pct.	Pct.	Pct.	Pct.	Pct.	Pct.
					below	upside	below	upside	below	upside
Parameter	2015-19	2020	2021	2022	5-yr avg.	5-yr avg.	5-yr avg.	5-yr avg.	5-yr avg.	5-yr avg.
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%	1898%	-64%	176%	-15%	18%
EPS (EUR)	0.07	-0.16	-0.08	0.02	nm	nm	nm	nm	-74%	281%

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)	1,157
Less normalized debt (EURm)	478
Implied normalized equity value (EURm)	680
Implied normalized equity value per share (EUR)	0.91
Current share price (EUR)	0.57
Implied long-term upside/downside	61%

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (implicerade normaliserade värden)

Estimatavvikelser

Deviation by Segment

	Estimate	Outcome	Diff	Diff %
Segment Sales	Q1/23	Q1/23	EURm	or %-pts
Restaurant & shop sales	74.9	74.2	-0.6	-0.9%
Growth	50.0%	48.7%	na	-1
Ticket sales	33.2	35.2	2.0	6.1%
Growth	50.0%	59.1%	na	9
Cargo sales	27.0	25.3	-1.7	-6.4%
Growth	2.0%	-4.5%	na	-7
Accommodation sales	2.0	2.2	0.2	10.1%
Growth	50.0%	65.2%	na	15
Leases of vessels	26.3	30.3	4.1	15.5%
Growth	821.6%	964.7%	na	143
Other sales	4.5	4.0	-0.5	-10.9%
Growth	30.0%	15.9%	na	-14
Total revenue	167.8	171.2	3.4	2.0%
Growth (%)	58.1%	61.3%	na	3

Deviation for Group

	Estimate	Outcome	Diff	Diff %
Income statement	Q1/23	Q1/23	EURm	or %-pts
Revenue	167.8	171.2	3.4	2.0%
Cost of sales	-162.8	-146.5	16.3	-10.0%
Gross profit	5.0	24.8	19.7	392.3%
Marketing expenses	-9.2	-9.1	0.1	-1.5%
Administrative expenses	-10.9	-14.1	-3.2	29.4%
Other operating income	2.3	0.3	-2.1	-87.9%
Other operating expenses	-0.1	0.0	0.1	nm
Operating profit	-12.8	1.9	14.7	nm
Interest income	0.0	0.4	0.4	nm
Interest expense	-10.5	-8.0	2.5	-24.2%
Other financial items	0.0	0.0	0.0	na
<i>Financial net</i>	<i>-10.5</i>	<i>-7.6</i>	<i>2.9</i>	<i>-27.6%</i>
Pre-tax profit	-23.3	-5.7	17.6	nm
Income tax	0.0	0.3	0.3	nm
Net profit	-23.3	-5.4	17.9	nm
EBITDA	14.0	27.1	13.1	93.9%
	Estimate	Outcome	Diff	Diff
Growth	Q1/23	Q1/23	EURm	%-pts
Revenues	58.1%	61.3%	na	3
	Estimate	Outcome	Diff	Diff
Margins	Q1/23	Q1/23	EURm	%-pts
Gross profit margin	3.0%	14.5%	na	11.5
EBITDA margin	8.3%	15.8%	na	7.5
Operating profit margin	-7.6%	1.1%	na	8.7
Pre-tax profit margin	-13.9%	-3.4%	na	10.5
Net profit margin	-13.9%	-3.2%	na	10.7

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research

Estimatförändringar

Estimate changes

Sales (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	841	893	919
New estimate	857	923	965
Change (EURm)	16	30	46
Change	1.9%	3.4%	5.0%

EBITDA (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	166	167	170
New estimate	174	194	204
Change (EURm)	8	27	34
Change	4.9%	16.2%	19.8%

EBIT (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	59	64	70
New estimate	68	91	97
Change (EURm)	10	27	28
Change	16.5%	42.0%	39.6%

Pre-tax profit (EURm)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	16.6	30.9	39.8
New estimate	35.2	59.0	69.9
Change (EURm)	18.6	28.1	30.0
Change	112.1%	90.9%	75.4%

EPS (EUR)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	0.02	0.04	0.05
New estimate	0.05	0.07	0.09
Change (EUR)	0.03	0.04	0.04
Change	114.1%	90.9%	75.4%

Dividend (EUR)	2023E	2024E	2025E
Old estimate	0.01	0.02	0.03
New estimate	0.01	0.02	0.04
Change (EUR)	0.00	0.00	0.01
Change	nm	0.0%	33.3%

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	1,049,777	1,600,481	1,946,782	1,340,195	2,650,258	3,286,977	5,937,235
PAX 2023E chg y-on-y	46%	3%	3%	3%	17%	3%	9%
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	57%	60%	65%	59%	59%	63%	61%
Sales 2020 pct of 2019							47%
Sales 2021 pct of 2019							50%
Sales 2022 pct of 2019							81%
Sales 2023 pct of 2019							90%

Sales forecast by segment

(EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Restaurant & shop sales	49.9	111.1	120.9	96.2	74.2	115.6	124.9	99.3	378.2	414.1	455.5	480.5
Growth	147.1%	177.9%	40.3%	10.5%	48.7%	4.0%	3.3%	3.3%	62.0%	9.5%	10.0%	5.5%
Ticket sales	22.1	49.6	75.4	44.8	35.2	52.6	79.9	47.2	191.9	215.0	236.4	249.4
Growth	191.8%	270.6%	72.0%	30.6%	59.1%	6.0%	6.0%	5.5%	93.7%	12.0%	10.0%	5.5%
Cargo sales	26.5	27.7	25.3	23.6	25.3	26.6	24.6	23.1	103.2	99.6	101.6	103.6
Growth	20.1%	16.7%	12.7%	-10.7%	-4.5%	-4.0%	-3.0%	-2.3%	8.9%	-3.5%	2.0%	2.0%
Accommodation sales	1.3	2.9	4.1	2.9	2.2	3.5	5.0	4.0	11.3	14.7	16.9	17.8
Growth	nm	nm	142.3%	106.8%	65.2%	20.0%	20.0%	38.2%	236.4%	30.0%	15.0%	5.0%
Leases of vessels	2.9	9.9	21.4	31.6	30.3	31.5	16.4	13.8	65.8	92.1	88.5	88.5
Growth	24.2%	75.3%	114.5%	156.3%	964.7%	217.1%	-23.5%	-56.2%	117.3%	39.9%	-3.9%	0.0%
Other sales	3.4	4.7	8.3	4.5	4.0	5.2	7.6	5.2	21.0	22.0	24.2	25.5
Growth	126.1%	50.2%	31.5%	-10.8%	15.9%	10.0%	-8.0%	15.3%	30.7%	5.0%	10.0%	5.0%
Total revenue	106.1	206.0	255.6	203.7	171.2	234.9	258.4	192.8	771.4	857.4	923.1	965.3
Growth (%)	97.5%	139.4%	49.9%	22.2%	61.3%	14.0%	1.1%	-5.3%	61.7%	11.2%	7.7%	4.6%

Prognos

Interim forecast

Income statement (EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	106.1	206.0	255.6	203.7	171.2	234.9	258.4	192.8	771.4	857.4	923.1	965.3
Cost of sales	-126.0	-180.5	-189.5	-161.8	-146.5	-185.6	-196.4	-167.7	-657.9	-696.2	-736.9	-770.3
Gross profit	-19.9	25.5	66.0	41.8	24.8	49.3	62.0	25.0	113.5	161.2	186.3	195.0
Marketing expenses	-7.3	-10.6	-9.5	-11.4	-9.1	-11.7	-11.6	-13.0	-38.8	-45.4	-48.9	-50.2
Administrative expenses	-11.1	-11.8	-12.2	-12.7	-14.1	-16.4	-15.5	-9.7	-47.7	-55.7	-59.1	-60.8
Other operating income	3.7	1.8	-0.5	5.8	0.3	2.3	3.1	2.8	10.9	8.6	12.9	13.5
Other operating expenses	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Operating profit	-34.6	4.9	43.9	23.5	1.9	23.5	38.0	5.0	37.7	68.3	90.9	97.2
Interest income	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
Interest expense	-5.7	-6.0	-6.2	-7.0	-8.0	-8.0	-8.5	-8.6	-24.9	-33.1	-31.9	-27.3
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>-7.6</i>	<i>-8.0</i>	<i>-8.5</i>	<i>-9.0</i>	<i>-24.7</i>	<i>-33.1</i>	<i>-31.9</i>	<i>-27.3</i>
Pre-tax profit	-40.3	-0.9	37.6	16.5	-5.7	15.5	29.5	-4.0	12.9	35.2	59.0	69.9
Income tax	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	1.0	0.3	-3.5	-4.2
Net profit	-40.0	-0.7	37.9	16.7	-5.4	15.5	29.5	-4.0	13.9	35.5	55.5	65.7
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	27.0	25.2	26.8	26.8	26.8	98.1	105.6	103.4	106.4
EBITDA	-11.0	28.7	67.7	50.4	27.1	50.3	64.8	31.8	135.8	173.9	194.3	203.6

Sales growth	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Sales growth seq.	-36.3%	94.1%	24.0%	20.3%	15.9%	37.2%	10.0%	-25.4%	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	97.5%	139.4%	49.9%	22.2%	61.3%	14.0%	1.1%	-5.3%	61.7%	11.2%	7.7%	4.6%

Margins	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23E	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	-10.3%	13.9%	26.5%	24.8%	15.8%	21.4%	25.1%	16.5%	17.6%	20.3%	21.0%	21.1%
Gross margin	-18.7%	12.4%	25.8%	20.5%	14.5%	21.0%	24.0%	13.0%	14.7%	18.8%	20.2%	20.2%
Operating margin	-32.6%	2.4%	17.2%	11.5%	1.1%	10.0%	14.7%	2.6%	4.9%	8.0%	9.8%	10.1%
PTP margin	-38.0%	-0.4%	14.7%	8.1%	-3.4%	6.6%	11.4%	-2.1%	1.7%	4.1%	6.4%	7.2%
Net profit margin	-37.7%	-0.3%	14.8%	8.2%	-3.2%	6.6%	11.4%	-2.1%	1.8%	4.1%	6.0%	6.8%

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	857.4	923.1	965.3
Total operating costs	-418.7	-635.6	-683.5	-728.8	-761.6
EBITDA	58.3	135.8	173.9	194.3	203.6
Depreciation & Amort.	-95.3	-98.1	-105.6	-103.4	-106.4
One-off EBIT items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	-37.0	37.7	68.3	90.9	97.2
Financial net	-22.0	-24.7	-33.1	-31.9	-27.3
Pre-tax profit	-59.0	12.9	35.2	59.0	69.9
Taxes	2.4	1.0	0.3	-3.5	-4.2
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	35.5	55.5	65.7

Balance Sheet	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash and cash equivalent	128	115	129	143	154
Receivables	29	31	35	37	39
Inventories	35	40	34	37	39
Other current assets	12	9	9	9	9
Current assets	203	196	207	226	241
Tangible assets	1215	1342	1261	1183	1101
Goodwill & intangible assets	58	54	54	54	54
Lease & Investment properties	109	97	102	107	112
Investments	0	0	0	0	0
Associated companies	0	0	0	0	0
Other non-current assets	1	4	4	4	4
Total fixed assets	1383	1496	1420	1347	1270
Total Assets	1586	1692	1628	1573	1512
Non-interest bearing current liabilities	92	87	66	60	63
Short-term debt	244	165	149	127	100
Other current liabilities	22	44	44	44	44
Total current liabilities	358	296	259	231	207
Long-term debt	419	581	525	446	352
Convertibles & Lease liab.	117	107	102	107	112
Deferred tax liabilities	0	0	0	0	0
Provisions	0	0	0	0	0
Other long-term liabilities	0	0	0	0	0
Total long-term liab.	535	688	626	552	463
Total Liabilities	893	985	885	783	670
Minority interest (BS)	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	693	707	742	790	841
Total liabilities and equity	1586	1692	1628	1573	1512

Free Cash Flow	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating profit	-37.0	37.7	68.3	90.9	97.2
Depreciation & Amort.	95.3	98.1	105.6	103.4	106.4
Working capital chg.	2.3	12.8	-19.0	-10.4	-0.6
Other Operating CF items	-0.1	2.9	0.6	-5.5	-5.8
Operating Cash Flow	60.5	151.6	155.5	178.4	197.2
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	130.5	153.4	172.2

Profitability	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ROE	-8.0%	2.0%	4.9%	7.2%	8.1%
FCF yield	5.8%	-18.6%	30.8%	36.2%	40.6%
EBITDA margin	12.2%	17.6%	20.3%	21.1%	21.1%
EBIT margin	-7.8%	4.9%	8.0%	9.9%	10.1%
PTP margin	-12.4%	1.7%	4.1%	6.4%	7.2%
Net margin	-11.8%	1.8%	4.1%	6.0%	6.8%

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	-7.8	27.9	11.9	7.6	6.5
P/E, adjusted	-7.8	27.9	11.9	7.6	6.5
P/Sales	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/Sales	2.3	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.7	8.3	6.2	4.9	4.1
EV/EBIT	-29.5	29.9	15.7	10.6	8.6
P/BV	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
P/BV tangible	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

Per share ratios	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.08	0.02	0.05	0.07	0.09
EPS, adjusted	-0.08	0.02	0.05	0.07	0.09
Operating CF/share	0.08	0.20	0.21	0.24	0.27
Free Cash Flow/share	0.03	-0.10	0.18	0.21	0.23
BV/share	0.93	0.95	1.00	1.06	1.13
Tangible BV/share	0.92	0.94	0.98	1.05	1.12
Div. per share	0.00	0.00	0.01	0.02	0.04
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	20.9%	26.8%	45.3%
Dividend yield	0.0%	0.0%	1.8%	3.5%	7.0%

Shareholders	Capital	Votes
Infortar 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 Nögene
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.