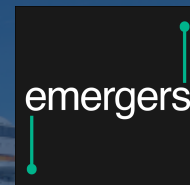


# Tallink Rekordvinst

Mattias Wallander | Datum: 2023-08-15 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.



**En optimerad försäljningsmix resulterade i en rekordhög nettovinst för kvartalet och vi prognostiserar att nettovinsten för helåret 2023 kommer att bli den högsta någonsin för Tallink. Vi höjer våra vinstprognoser och motiverade värde.**

## Optimerad försäljningsmix...

Vi anser att Tallink har hittat en optimal fördelning mellan fartyg som är uthyrda och fartyg i egen drift (7 fartyg på charter och 8 fartyg i egen drift), vilket resulterar i att uthyrda fartyg utgör 10-12% (rapporterat) av försäljningen och ungefär 30% av vinsten (ej rapporterat, vårt estimat).

## ...leder till rekordvinster...

Nettovinsten för Q2/23 på 33 MEUR var den högsta någonsin i Tallinks historia och vi förutspår en rekordhög nettovinst för helåret 2023 på 62 MEUR (nuvarande rekord är 59 MEUR från 2015). Detta baseras på en konservativ prognos för nettovinsten för H2/23 på 33 MEUR, vilket är 39% lägre än H2/22.

## ...och trevliga utdelningar

Vi tror att vi kommer få se en symbolisk utdelning på 0,01 EUR/aktie i år (vilket meddelas vid årsstämman nästa år) men ser utrymme för mer. Nästa år förutspår vi en utdelning på 0,05 EUR/aktie (i linje med utdelningspolicyn på minst 0,05 EUR/aktie), vilket ger en direktavkastning på 7,5%. Vi höjer vår EPS-prognos med 73% i år och med 16-21% för 2024-2025. Vårt motiverade värde baserat på DCF höjs till 0,98 euro (0,92 EUR).

## Nyckelsiffror (MEUR)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net sales	476.9	771.4	859.7	900.2	941.6
Net sales growth	7.7%	61.7%	11.4%	4.7%	4.6%
EBITDA	58.3	135.8	199.7	205.4	210.0
EBITDA margin	12.2%	17.6%	23.2%	22.8%	22.3%
EBIT	-37.0	37.7	98.6	104.1	108.9
EBIT margin	-7.8%	4.9%	11.5%	11.6%	11.6%
EV/Sales	2.3	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	18.7	8.6	5.6	4.9	4.3
EV/EBIT	-29.5	30.9	11.4	9.6	8.2
P/E adj.	-7.8	30.4	8.1	7.4	6.5
EPS adj.	-0.08	0.02	0.6	0.6	0.6
EPS growth adj.	nm	nm	341,15%	8,98%	13,62%
Div. per share	0.00	0.00	0.01	0,05	0,05
Dividend yield	0.00%	0.00%	1,49%	7,46%	7,46%

Källa: Bolagsdata, Enligt Research Estimat

## Tallink

### Fair Value, Range (EUR)

Bull	1,24
Base	0,98
Bear	0,71

### Key data

Current Price (EUR)	0,67
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors
Market Capitalisation (MEUR)	498
Net Debt (MEUR)	665
Shares	744
Free float	60%

### Price range

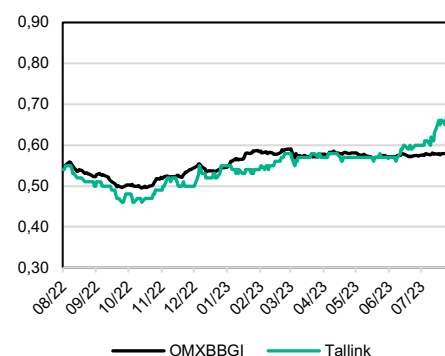
52-week high	0,67
52-week low	0,46

### Analyst

ResearchTeam@enlightresearch.net

### Coverage frequency

4x per year

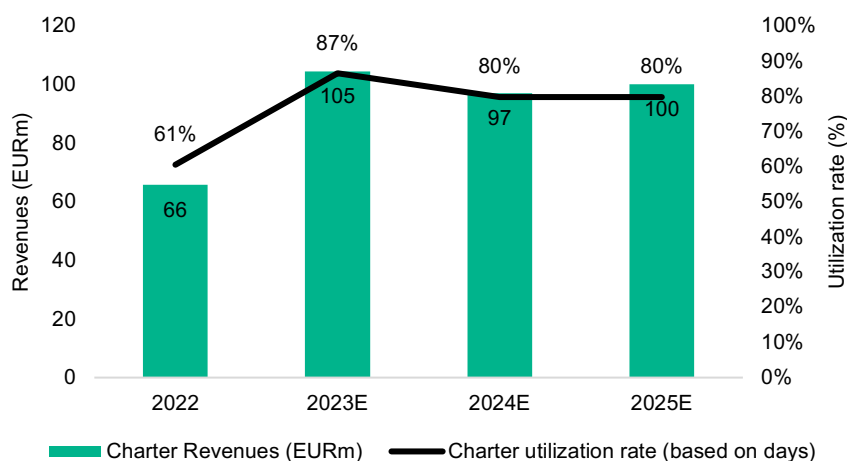


## Huvudpunkter

### Optimerad försäljningsmix

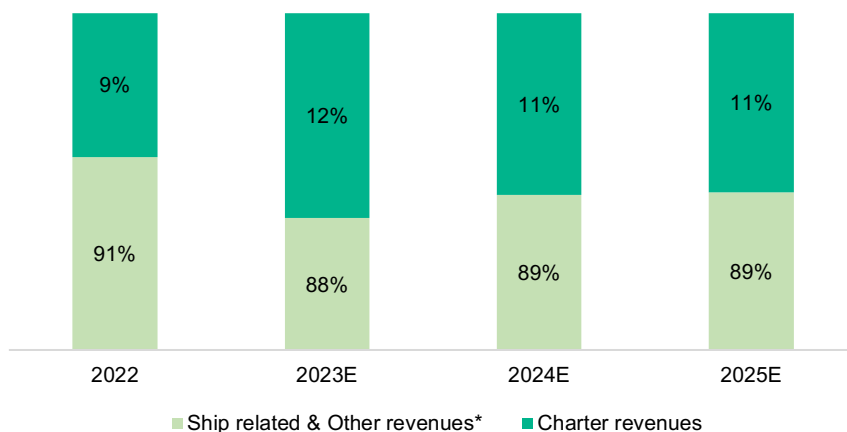
Vi tror att ledningen har hittat en optimal mix av fartygscharter och fartygsdrift. Det innebär att sju fartyg är uthyrda och åtta fartyg i egen drift. När det gäller intäkter innebär det att cirka 10-12% av intäkterna årligen kommer från fartygscharter. Resultatet för segmentet Charter (resultat före ej allokerade kostnader och finansiella kostnader) rapporteras inte separat, men om vi antar att allt resultat för segmentet "Övrigt" kommer från charter, kommer ungefär en tredjedel av resultatet för koncernsegmentet från charter. Som illustration genererade fartyg i drift under högsäsongen, Q2/23, 38 MEUR i segmentresultat, vilket motsvarar 69% av koncernsegmentets resultat på 55 MEUR. Det innebär att 17 MEUR eller 31% av koncernsegmentets resultat kom från charter (under förutsättning att hela resultaten för segmentet "Övrigt" kom från charter, vilket sannolikt är fallet). Vi antar att Tallink siktar på att ha sju fartyg tillgängliga för charter under prognosperioden 2023-2025. För 2023 antar vi en nyttjandegrad för charter på 87% och en genomsnittlig intäkt per dag för chartrad fartyg på 47 000 EUR, vilket ger totala charterintäkter på 105 MEUR (för alla sju fartyg). För 2024 sänker vi nyttjandegraden till 80% och höjer intäkten per chartrad dag till 48 000 EUR för totala charterintäkter på 97 MEUR (för alla sju fartyg). Sammanfattningsvis tror vi att ha sju fartyg på uthyrda och åtta fartyg i egen drift är den optimala försäljningsmixen under prognosperioden 2023-2025E.

### Charterintäkter och utnyttjandegrad (charter)



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

### Tallink, försäljningsmix

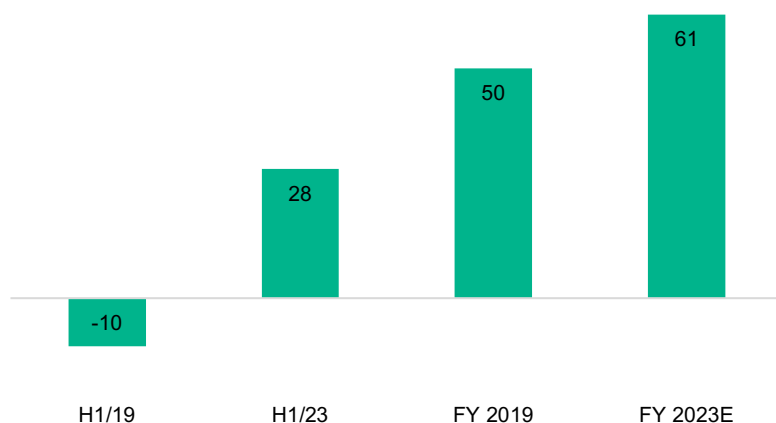


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

### Bättre än 2019

Även om antalet passagerare och intäkter är lägre än förpandemiska nivåer 2019 har den optimerade försäljningsmixen resulterat i betydligt högre lönsamhet. Under första halvåret 2023 redovisade Tallink en nettovinst på 28 MEUR jämfört med en förlust på 10 MEUR under första halvåret 2019 (trots att antalet passagerare och intäkter var 43% respektive 8% lägre i år). Det tredje kvartalet är vanligtvis bättre än det andra kvartalet, men vi är försiktiga och prognostiserar samma nettovinst för Q3/23 som den rapporterade för Q2/23. Dessutom förutspår vi ett nollresultat för Q4/23 även om Q4/22 visade vinster på 17 MEUR. Detta innebär att vår prognosticerade nettovinst för H2/23 är 33 MEUR, vilket är 39% lägre än i H2/22 förra året (55 MEUR), vilket ger våra uppskattningar en hög säkerhetsmarginal. Med denna försiktiga uppskattning för nettovinsten under H2/23 får vi en prognos för helåret 2023 på en nettovinst på 61 MEUR jämfört med 50 MEUR 2019. Om detta är korrekt skulle det vara den bästa årliga nettovinsten i Tallinks historia (det tidigare rekordet var 59 MEUR 2015). Vår EPS-prognos för 2023 på 0,08 EUR indikerar ett P/E-tal på 8,0x (baserat på aktiekursen 0,66 EUR), vilket vi anser vara attraktivt.

### Nettovinst (MEUR) 2023 vs 2019



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

#### Interim forecast

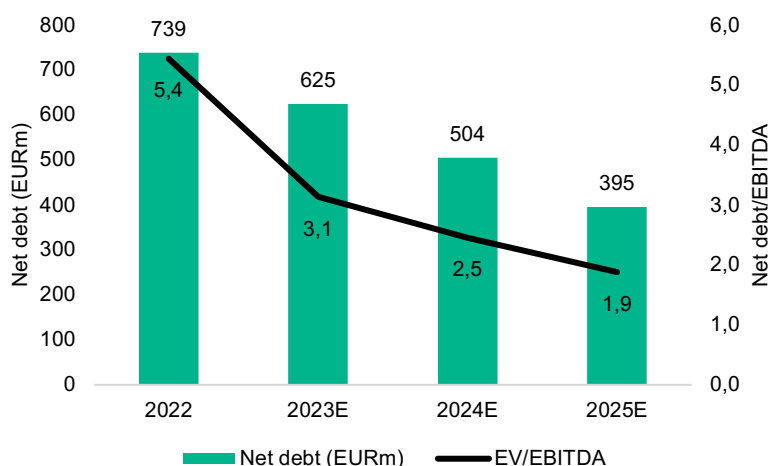
Income statement (EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E
Revenue	106.1	206.0	255.6	203.7	171.2	229.7	262.8	195.9	771.4	859.6
Cost of sales	-126.0	-180.5	-189.5	-161.8	-146.5	-163.2	-194.5	-158.6	-657.9	-662.8
<b>Gross profit</b>	<b>-19.9</b>	<b>25.5</b>	<b>66.0</b>	<b>41.8</b>	<b>24.8</b>	<b>66.5</b>	<b>68.3</b>	<b>37.3</b>	<b>113.5</b>	<b>196.9</b>
Marketing expenses	-7.3	-10.6	-9.5	-11.4	-9.1	-11.3	-11.6	-13.2	-38.8	-45.1
Administrative expenses	-11.1	-11.8	-12.2	-12.7	-14.1	-12.2	-13.7	-14.2	-47.7	-54.2
Other operating income	3.7	1.8	-0.5	5.8	0.3	0.3	0.3	0.4	10.9	1.3
Other operating expenses	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.3
<b>Operating profit</b>	<b>-34.6</b>	<b>4.9</b>	<b>43.9</b>	<b>23.5</b>	<b>1.9</b>	<b>43.3</b>	<b>43.3</b>	<b>10.1</b>	<b>37.7</b>	<b>98.6</b>
Interest income	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.0	-0.7	0.2	0.0
Interest expense	-5.7	-6.0	-6.2	-7.0	-8.0	-10.3	-10.0	-9.3	-24.9	-37.6
Other financial items	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	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>-10.0</i>	<i>-10.0</i>	<i>-10.0</i>	<i>-24.7</i>	<i>-37.6</i>
<b>Pre-tax profit</b>	<b>-40.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>37.6</b>	<b>16.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>33.2</b>	<b>33.3</b>	<b>0.1</b>	<b>12.9</b>	<b>60.9</b>
Income tax	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	1.0	0.5
<b>Net profit</b>	<b>-40.0</b>	<b>-0.7</b>	<b>37.9</b>	<b>16.7</b>	<b>-5.4</b>	<b>33.4</b>	<b>33.3</b>	<b>0.1</b>	<b>13.9</b>	<b>61.5</b>
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	27.0	25.2	25.3	25.3	25.3	98.1	101.1
<b>EBITDA</b>	<b>-11.0</b>	<b>28.7</b>	<b>67.7</b>	<b>50.4</b>	<b>27.1</b>	<b>68.5</b>	<b>68.6</b>	<b>35.4</b>	<b>135.8</b>	<b>199.7</b>

## Det luktar utdelningar

Vid Q2-webinaret meddelade ledningen att fokus ligger på utdelningar nästa år snarare än detta år. Med tanke på den låga nettoskulsgraden gentemot EBITDA på 3,1x vid slutet av Q2/23 och våra prognoser för EPS och fritt kassaflöde per aktie för 2023 på 0,08 EUR respektive 0,21 EUR, upprepar vi vår prognos för en "symbolisk" utdelning på 0,01 EUR för 2023. Vi ser potential för ännu högre utdelningar, men vill inte vara för djärva i detta skede. För 2024 tror vi att bolaget kommer att uppfylla sin utdelningspolicy att betala minst 0,05 EUR per aktie. Därför prognostiserar vi en utdelning på 0,05 EUR per aktie för 2024, vilket motsvarar en avkastning på 7,6%. Vår utdelningsprognos för 2024 täcks väl av EPS på 0,09 EUR och fritt kassaflöde per aktie på 0,22 EUR. Vår uppskattade nettoskulsgrad gentemot EBITDA vid slutet av 2024 är 2,5x, vilket innebär potential för överträffande av vår utdelningsprognos (bolagets mål är under 4x).

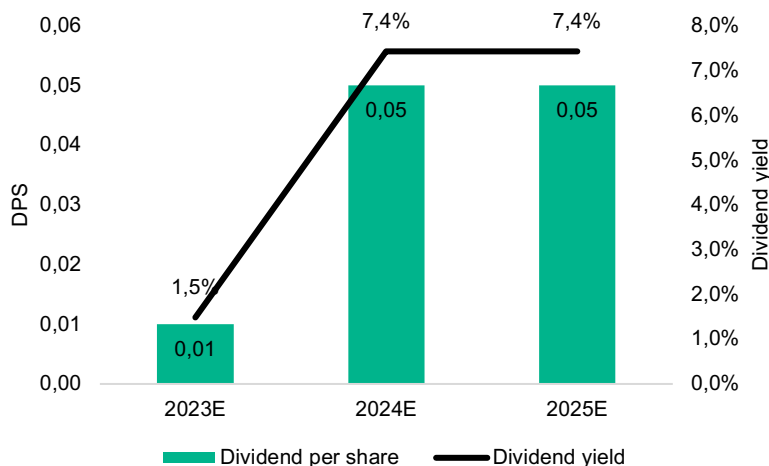
Dividend forecast	2023E	2024E	2025E
EPS (EUR)	0.08	0.09	0.10
FCF per share (EUR)	0.21	0.22	0.24
Dividend per share (EUR)	0.01	0.05	0.05
Dividend yield	1.5%	7.4%	7.4%
Pay-out ratio	12%	55%	49%

## Nettoskuld (MEUR) & Nettoskuld/EBITDA



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

## Utdelning per aktie & direktavkastning



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

## Värdering

### Jämförelsevärdering

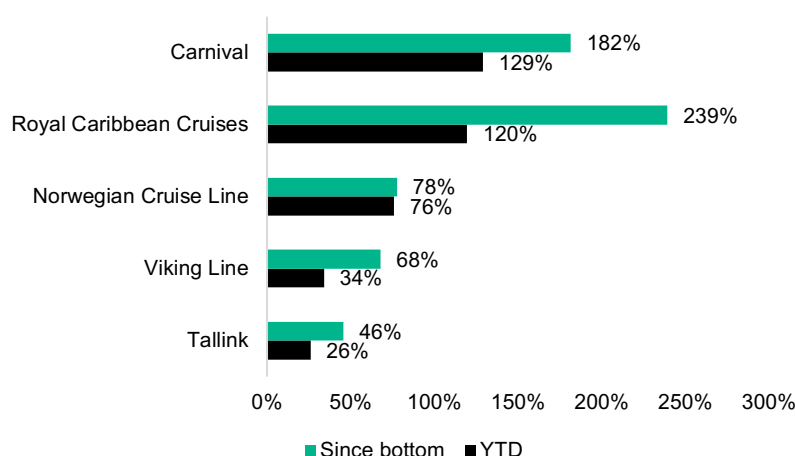
Jämförelsebolagen handlas till en genomsnittlig EV/EBITDA-multipel på 10,2x för prognosåret 2023. Tallinks EV/EBITDA-multipel för 2023 på 6,2x innebär en rabatt gentemot peers på cirka 40%. Värt att notera är att jämförelsebolagen inte är helt jämförbara då de är betydligt större när det gäller marknadsvärde och är långdistanskryssningsoperatörer utan fraktverksamhet (förutom Viking Line). Dessutom kommer en stor del av Tallinks intäkter från uthyrning av fartyg. Tallinks östersjökonkurrent Viking Line är den enda konkurrenten som betalade utdelning för 2022 (0,40 EUR/aktie) och vi förväntar oss att de kommer att betala utdelning under prognosperioden 2023-2025. Från och med 2024 är Tallinks prognostiserade utdelning överlägsen jämfört med alla konkurrenter med en avkastning på cirka 7,4%. Den 21 juni 2023 reviderade Viking Line sin resultatprognos för 2023 till att företagets före skatt-vinst kommer att vara bättre än föregående år om energipriserna ligger kvar på nuvarande nivåer (tidigare prognos pekade på lägre vinst jämfört med 2022). Vi noterar att de börsnoterade fritidskryssningsoperatörerna i USA har haft en stark utveckling så här långt i år med kursuppgångar på 70-130%. Samtidigt har Tallink och Viking Line ökat med cirka 30%, vilket är bra men långt ifrån de kursuppgångar som har setts på de amerikanska marknaderna. Dessa kursuppgångar kommer efter att sektorn låg efter i den pandemiska återhämtningsrallyn på aktiemarknaden förra året.

### Jämförelsebolag

Company	Ccy	Price (last)	Mcap (m) (last)	EV (m) (last)	EV/EBITDA 2022	EV/EBITDA 2023E	EV/EBITDA 2024E	EV/EBITDA 2025E	Dividend yield 2022	Dividend yield 2023E	Dividend yield 2024E	Dividend yield 2025E
Carnival	USD	17.96	22,599	53,116	neg	12.7	9.4	8.6	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Norwegian Cruise L	USD	18.35	7,732	20,407	-30.3	10.8	8.8	7.8	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Royal Caribbean C	USD	106.13	27,069	48,525	68.2	11.6	10.0	9.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
Viking Line	EUR	17.30	291	431	6.6	5.7	5.1	4.9	2.3%	2.7%	3.5%	3.7%
<b>Average</b>					<b>14.8</b>	<b>10.2</b>	<b>8.3</b>	<b>7.6</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>
Tallink	EUR	0.67	500	1,236	9.1	6.2	6.0	5.9	0.0%	1.5%	7.4%	7.4%

Källa: MarketScreener, Enlight Research (Tallink, Viking Line), Baserat på priser 9/8-23.

### Utveckling sedan pandemibotten och YTD



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

### DCF-värdering

Det motiverade värdet baserat vårt Base-case i DCF-modellen har höjts till 0,98 EUR per aktie (0,92 EUR) på grund av höjda estimat och en ökad antagen terminal EBIT-marginal på 8,0% (7,5%) (som ett resultat av en optimerad försäljningsmix). Det motsvarande värdet för vårt Bear- och Bull-scenario är 0,71 EUR (0,68 EUR) och 1,24 EUR (1,15 EUR) respektive. Den enda skillnaden mellan våra scenarier är terminal EBIT-marginalen, som är 8,0% i vårt Base-case och 1,5 procentenheter lägre/högre i Bear/Bull. Se tabellerna nedan för känslighet i DCF-värdering. Den angivna uppsidan är betydande i alla våra scenarier.

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	7.7%	7.7%	7.7%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.5%	8.0%	9.5%
Fair Value per share (EUR)	0.71	0.98	1.24
Upside/Downside	5%	46%	84%
Share price (EUR)	0.67	0.67	0.67

Källa: Enlight Research

Sensitivity parameters	Current		Step		DCF Fair value sensitivity									
Equity beta	1.15	0.15	0.40	0.55	0.70	0.85	1.00	<b>1.15</b>	1.30	1.45	1.60	1.75	1.90	
Fair value (DCF)	0.98		1.56	1.40	1.27	1.16	1.06	<b>0.98</b>	0.91	0.84	0.79	0.73	0.69	
Target debt ratio*	50.0 %	4.0 %	30%	34%	38%	42%	46%	<b>50%</b>	54%	58%	62%	66%	70%	
Fair value (DCF)	0.98		0.70	0.74	0.79	0.85	0.91	<b>0.98</b>	1.06	1.15	1.25	1.38	1.53	
Risk-free IR	3.5 %	0.8 %	-0.5 %	0.3 %	1.1 %	1.9 %	2.7 %	<b>3.5 %</b>	4.3 %	5.1 %	5.9 %	6.7 %	7.5 %	
Fair value (DCF)	0.98		1.68	1.47	1.31	1.18	1.07	<b>0.98</b>	0.90	0.83	0.77	0.71	0.66	

Källa: Enlight Research, \*Debt/(Debt + Equity)

## Estimatavvikelser

Deviation by Segment				
	Estimate	Outcome	Diff	Diff %
Segment Sales	Q2/23	Q2/23	EURm	or %-pts
Restaurant & shop sales	115.6	108.2	-7.4	-6.4%
Growth	4.0%	-2.6%	na	-7
Ticket sales	52.6	59.2	6.6	12.5%
Growth	6.0%	19.3%	na	13
Cargo sales	26.6	23.8	-2.8	-10.5%
Growth	-4.0%	-14.1%	na	-10
Accommodation sales	3.5	4.0	0.5	13.4%
Growth	20.0%	36.0%	na	16
Leases of vessels	31.5	29.5	-1.9	-6.2%
Growth	217.1%	197.5%	na	-20
Other sales	5.2	5.0	-0.2	-4.6%
Growth	10.0%	5.0%	na	-5
<b>Total revenue</b>	<b>234.9</b>	<b>229.7</b>	<b>-5.3</b>	<b>-2.2%</b>
Growth (%)	14.0%	11.5%	na	-3

Deviation for Group				
	Estimate	Outcome	Diff	Diff %
Income statement	Q2/23	Q2/23	EURm	or %-pts
<b>Revenue</b>	<b>234.9</b>	<b>229.7</b>	<b>-5.3</b>	<b>-2.2%</b>
Cost of sales	-185.6	-163.2	22.4	-12.1%
<b>Gross profit</b>	<b>49.3</b>	<b>66.5</b>	<b>17.1</b>	<b>34.7%</b>
Marketing expenses	-11.7	-11.3	0.5	-3.9%
Administrative expenses	-16.4	-12.2	4.2	-25.8%
Other operating income	2.3	0.3	-2.0	-86.9%
Other operating expenses	0.0	0.0	0.0	nm
<b>Operating profit</b>	<b>23.5</b>	<b>43.3</b>	<b>19.8</b>	<b>84.2%</b>
Interest income	0.0	0.3	0.3	nm
Interest expense	-8.0	-10.3	-2.3	29.2%
Other financial items	0.0	0.0	0.0	na
<i>Financial net</i>	<i>-8.0</i>	<i>-10.0</i>	<i>-2.0</i>	<i>25.3%</i>
<b>Pre-tax profit</b>	<b>15.5</b>	<b>33.2</b>	<b>17.7</b>	<b>114.6%</b>
Income tax	0.0	0.2	0.2	nm
<b>Net profit</b>	<b>15.5</b>	<b>33.4</b>	<b>18.0</b>	<b>116.0%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>50.3</b>	<b>68.5</b>	<b>18.2</b>	<b>36.2%</b>

	Estimate	Outcome	Diff	Diff
Growth	Q2/23	Q2/23	EURm	%-pts
Revenues	14.0%	11.5%	na	-3

	Estimate	Outcome	Diff	Diff
Margins	Q2/23	Q2/23	EURm	%-pts
Gross profit margin	21.0%	28.9%	na	7.9
EBITDA margin	21.4%	29.8%	na	8.4
Operating profit margin	10.0%	18.8%	na	8.8
Pre-tax profit margin	6.6%	14.5%	na	7.9
Net profit margin	6.6%	14.6%	na	8.0

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research

## Estimatförändringar

### Estimate changes

<b>Sales (EURm)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Old estimate	857	923	965
New estimate	860	900	942
Change (EURm)	2	-23	-24
Change	0.3%	-2.5%	-2.5%

<b>EBITDA (EURm)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Old estimate	174	194	204
New estimate	200	205	210
Change (EURm)	26	11	6
Change	14.8%	5.7%	3.1%

<b>EBIT (EURm)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Old estimate	68	91	97
New estimate	99	104	109
Change (EURm)	30	13	12
Change	44.3%	14.5%	12.1%

<b>Pre-tax profit (EURm)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Old estimate	35.2	59.0	69.9
New estimate	60.9	71.3	81.0
Change (EURm)	25.7	12.3	11.1
Change	73.1%	20.8%	15.9%

<b>EPS (EUR)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Old estimate	0.05	0.07	0.09
New estimate	0.08	0.09	0.10
Change (EUR)	0.03	0.02	0.01
Change	73.1%	20.8%	15.9%

<b>Dividend (EUR)</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Old estimate	0.01	0.02	0.04
New estimate	0.01	0.05	0.05
Change (EUR)	0.00	0.03	0.01
Change	nm	150.0%	25.0%

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	1,541,081	1,851,958	1,316,824	2,590,858	3,168,783	5,759,641
PAX 2023E chg y-on-y	46%	-1%	-2%	2%	14%	-1%	5%
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%	58%	62%	58%	57%	60%	59%
Sales 2020 pct of 2019							47%
Sales 2021 pct of 2019							50%
Sales 2022 pct of 2019							81%
Sales 2023 pct of 2019							91%

### Sales forecast by segment

(EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Restaurant & shop sales	49.9	111.1	120.9	96.2	74.2	108.2	117.8	96.8	378.2	397.1	416.9	437.8
Growth	147.1%	177.9%	40.3%	10.5%	48.7%	-2.6%	-2.6%	0.7%	62.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Ticket sales	22.1	49.6	75.4	44.8	35.2	59.2	83.7	48.4	191.9	226.5	249.1	262.8
Growth	191.8%	270.6%	72.0%	30.6%	59.1%	19.3%	11.0%	8.0%	93.7%	18.0%	10.0%	5.5%
Cargo sales	26.5	27.7	25.3	23.6	25.3	23.8	23.3	22.0	103.2	94.4	96.3	98.2
Growth	20.1%	16.7%	12.7%	-10.7%	-4.5%	-14.1%	-8.0%	-6.9%	8.9%	-8.5%	2.0%	2.0%
Accommodation sales	1.3	2.9	4.1	2.9	2.2	4.0	5.1	3.3	11.3	14.6	16.8	17.6
Growth	nm	nm	142.3%	106.8%	65.2%	36.0%	23.0%	14.0%	236.4%	29.0%	15.0%	5.0%
Leases of vessels	2.9	9.9	21.4	31.6	30.3	29.5	24.7	20.1	65.8	104.6	97.2	100.1
Growth	24.2%	75.3%	114.5%	156.3%	964.7%	197.5%	15.0%	-36.3%	117.3%	59.0%	-7.1%	3.0%
Other sales	3.4	4.7	8.3	4.5	4.0	5.0	8.3	5.2	21.0	22.5	23.8	25.0
Growth	126.1%	50.2%	31.5%	-10.8%	15.9%	5.0%	0.0%	15.2%	30.7%	7.0%	6.0%	5.0%
<b>Total revenue</b>	<b>106.1</b>	<b>206.0</b>	<b>255.6</b>	<b>203.7</b>	<b>171.2</b>	<b>229.7</b>	<b>262.8</b>	<b>195.9</b>	<b>771.4</b>	<b>859.6</b>	<b>900.2</b>	<b>941.6</b>
Growth (%)	97.5%	139.4%	49.9%	22.2%	61.3%	11.5%	2.9%	-3.8%	61.7%	11.4%	4.7%	4.6%

## Prognos

Interim forecast												
Income statement (EURm)	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	106.1	206.0	255.6	203.7	171.2	229.7	262.8	195.9	771.4	859.6	900.2	941.6
Cost of sales	-126.0	-180.5	-189.5	-161.8	-146.5	-163.2	-194.5	-158.6	-657.9	-662.8	-694.0	-726.0
<b>Gross profit</b>	<b>-19.9</b>	<b>25.5</b>	<b>66.0</b>	<b>41.8</b>	<b>24.8</b>	<b>66.5</b>	<b>68.3</b>	<b>37.3</b>	<b>113.5</b>	<b>196.9</b>	<b>206.1</b>	<b>215.6</b>
Marketing expenses	-7.3	-10.6	-9.5	-11.4	-9.1	-11.3	-11.6	-13.2	-38.8	-45.1	-47.7	-49.9
Administrative expenses	-11.1	-11.8	-12.2	-12.7	-14.1	-12.2	-13.7	-14.2	-47.7	-54.2	-55.8	-58.4
Other operating income	3.7	1.8	-0.5	5.8	0.3	0.3	0.3	0.4	10.9	1.3	1.8	1.9
Other operating expenses	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
<b>Operating profit</b>	<b>-34.6</b>	<b>4.9</b>	<b>43.9</b>	<b>23.5</b>	<b>1.9</b>	<b>43.3</b>	<b>43.3</b>	<b>10.1</b>	<b>37.7</b>	<b>98.6</b>	<b>104.1</b>	<b>108.9</b>
Interest income	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.0	-0.7	0.2	0.0	0.0	0.0
Interest expense	-5.7	-6.0	-6.2	-7.0	-8.0	-10.3	-10.0	-9.3	-24.9	-37.6	-32.8	-27.9
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>	-5.7	-5.8	-6.3	-6.9	-7.6	-10.0	-10.0	-10.0	-24.7	-37.6	-32.8	-27.9
<b>Pre-tax profit</b>	<b>-40.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>37.6</b>	<b>16.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>33.2</b>	<b>33.3</b>	<b>0.1</b>	<b>12.9</b>	<b>60.9</b>	<b>71.3</b>	<b>81.0</b>
Income tax	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	1.0	0.5	-4.3	-4.9
<b>Net profit</b>	<b>-40.0</b>	<b>-0.7</b>	<b>37.9</b>	<b>16.7</b>	<b>-5.4</b>	<b>33.4</b>	<b>33.3</b>	<b>0.1</b>	<b>13.9</b>	<b>61.5</b>	<b>67.0</b>	<b>76.1</b>
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	27.0	25.2	25.3	25.3	25.3	98.1	101.1	101.3	101.1
<b>EBITDA</b>	<b>-11.0</b>	<b>28.7</b>	<b>67.7</b>	<b>50.4</b>	<b>27.1</b>	<b>68.5</b>	<b>68.6</b>	<b>35.4</b>	<b>135.8</b>	<b>199.7</b>	<b>205.4</b>	<b>210.0</b>

Sales growth	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
Sales growth seq.	-36.3%	94.1%	24.0%	-20.3%	-15.9%	34.1%	14.4%	-25.5%	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	97.5%	139.4%	49.9%	22.2%	61.3%	11.5%	2.9%	-3.8%	61.7%	11.4%	4.7%	4.6%

Margins	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23E	Q4/23E	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	-10.3%	13.9%	26.5%	24.8%	15.8%	29.8%	26.1%	18.1%	17.6%	23.2%	22.8%	22.3%
Gross margin	-18.7%	12.4%	25.8%	20.5%	14.5%	28.9%	26.0%	19.0%	14.7%	22.9%	22.9%	22.9%
Operating margin	-32.6%	2.4%	17.2%	11.5%	1.1%	18.8%	16.5%	5.2%	4.9%	11.5%	11.6%	11.6%
PTP margin	-38.0%	-0.4%	14.7%	8.1%	-3.4%	14.5%	12.7%	0.1%	1.7%	7.1%	7.9%	8.6%
Net profit margin	-37.7%	-0.3%	14.8%	8.2%	-3.2%	14.6%	12.7%	0.1%	1.8%	7.2%	7.4%	8.1%

## **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 vinstestimatet 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	859.7	900.2	941.6
Total operating costs	-418.7	-635.6	-660.0	-694.8	-731.5
<b>EBITDA</b>	<b>58.3</b>	<b>135.8</b>	<b>199.7</b>	<b>205.4</b>	<b>210.0</b>
Depreciation & Amort.	-95.3	-98.1	-101.1	-101.3	-101.1
One-off EBIT items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>-37.0</b>	<b>37.7</b>	<b>98.6</b>	<b>104.1</b>	<b>108.9</b>
Financial net	-22.0	-24.7	-37.6	-32.8	-27.9
<b>Pre-tax profit</b>	<b>-59.0</b>	<b>12.9</b>	<b>60.9</b>	<b>71.3</b>	<b>81.0</b>
Taxes	2.4	1.0	0.5	-4.3	-4.9
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other items	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net profit</b>	<b>-56.5</b>	<b>13.9</b>	<b>61.5</b>	<b>67.0</b>	<b>76.1</b>

Balance Sheet	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash and cash equivalent	128	115	129	140	151
Receivables	29	31	35	36	38
Inventories	35	40	34	36	38
Other current assets	12	9	9	9	9
<b>Current assets</b>	<b>203</b>	<b>196</b>	<b>208</b>	<b>221</b>	<b>235</b>
Tangible assets	1215	1342	1266	1189	1113
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
<b>Total fixed assets</b>	<b>1383</b>	<b>1496</b>	<b>1425</b>	<b>1354</b>	<b>1282</b>
<b>Total Assets</b>	<b>1586</b>	<b>1692</b>	<b>1633</b>	<b>1575</b>	<b>1518</b>
Non-interest bearing current liabilities	92	87	66	59	61
Short-term debt	244	165	144	119	96
Other current liabilities	22	44	44	44	44
<b>Total current liabilities</b>	<b>358</b>	<b>296</b>	<b>255</b>	<b>222</b>	<b>201</b>
Long-term debt	419	581	508	418	338
Convertible & 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
<b>Total long-term liab.</b>	<b>535</b>	<b>688</b>	<b>610</b>	<b>525</b>	<b>450</b>
<b>Total Liabilities</b>	<b>893</b>	<b>985</b>	<b>864</b>	<b>747</b>	<b>651</b>
Minority interest (BS)	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	693	707	768	828	867
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>1586</b>	<b>1692</b>	<b>1633</b>	<b>1575</b>	<b>1518</b>

DCF valuation	Cash flow, mEUR		
WACC (%)	7.67 %	NPV FCF (2023-2025)	448
Assumptions 2023-2029 (%)		NPV FCF (2026-2032)	616
Sales CAGR	3.65 %	NPV FCF (2033-)	403
Avg. EBIT margin	10.44 %	Non-operating assets	115
Fair value per share (EUR)	0.98	Interest-bearing debt	-854
Share price (EUR)	0.67	Fair value estimate	728

Free Cash Flow	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating profit	-37.0	37.7	98.6	104.1	108.9
Depreciation & Amort.	95.3	98.1	101.1	101.3	101.1
Working capital chg.	2.3	12.8	-19.0	-10.1	-0.6
Other Operating CF items	-0.1	2.9	0.9	-6.2	-6.5
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>60.5</b>	<b>151.6</b>	<b>181.5</b>	<b>189.1</b>	<b>202.9</b>
Net investments	-35.2	-223.9	-25.0	-25.0	-25.0
Other items	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>25.4</b>	<b>-72.3</b>	<b>156.5</b>	<b>164.1</b>	<b>177.9</b>

Profitability	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ROE	-8.0%	2.0%	8.3%	8.4%	9.0%
FCF yield	5.8%	-18.6%	31.4%	32.9%	35.7%
EBITDA margin	12.2%	17.6%	23.2%	22.8%	22.3%
EBIT margin	-7.8%	4.9%	11.5%	11.6%	11.6%
PTP margin	-12.4%	1.7%	7.1%	7.9%	8.6%
Net margin	-11.8%	1.8%	7.2%	7.4%	8.1%

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	-7.8	27.9	8.1	7.4	6.5
P/E, adjusted	-7.8	27.9	8.1	7.4	6.5
P/Sales	0.9	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/Sales	2.3	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	18.7	8.3	5.6	4.9	4.3
EV/EBIT	-29.5	29.9	11.4	9.6	8.2
P/BV	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
P/BV tangible	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6

Per share ratios	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.08	0.02	0.08	0.09	0.10
EPS, adjusted	-0.08	0.02	0.08	0.09	0.10
Operating CF/share	0.08	0.20	0.24	0.25	0.27
Free Cash Flow/share	0.03	-0.10	0.21	0.22	0.24
BV/share	0.93	0.95	1.03	1.11	1.17
Tangible BV/share	0.92	0.94	1.02	1.10	1.15
Div. per share	0.00	0.00	0.01	0.05	0.05
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	12.1%	55.5%	48.9%
Dividend yield	0.0%	0.0%	1.5%	7.5%	7.5%

Shareholders	Capital	Notes
Infortar AS	199.277	40.00 %
Baltic Cruises Hld, L.P.	54.801	11.00 %
ING LUX S.A. AIF Acct.	29.891	6.00 %
Baltic Cruises Inv. L.P.	29.891	6.00 %
Citi VC Int. G.P	19.928	4.00 %
Nordea Bank ABP / Clients FDR	19.928	4.00 %
Mersok OÜ	9.964	2.00 %
Clearstream Banking AG	4.982	1.00 %
Luksusjaht AS	4.982	1.00 %
LHV Pensionifond L	4.982	1.00 %

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