

Tallink Grupp

Laaja raportti

2/2020

Laiva on lastattu hyvällä tuotto-odotuksella

Toistamme Tallinkin lisää-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 1,10 euroon (aik. 1,05 euroa) laajan raportin yhteydessä tekemiemme ennustemuutosten myötä. Yhtiön osittain defensiivinen liiketoiminnan luonne ja johtava markkina-asema on mahdollistanut vakaan historiallisen liikevaihdon kasvun sekä kannattavuustason. Tehokkaaseen kuntoon aikaisempien investointien takia virittynyt liiketoiminta alkaa kerätä hedelmiään ja tuloskasvunäkymät ovat vuoden aikana selvästi piristyneet. Pieni tuloskasvu, matala riskiprofiili ja vakaa osinkovirta sekä maltillinen arvostus houkuttelevat nousemaan laivan kyytiin.

Itämeren johtava laivaoperaattori

Tallink on risteily- ja rahtialuksilla sekä autolautoilla Itämeren alueella toimiva johtava laivayhtiö. Yhtiön liiketoiminnan perusideana on saada laivoilla mahdollisimman paljon matkustajia kuluttamaan Tallinkin tarjoamia tuotteita ja palveluita. Yhtiöllä on neljä operoitavaa reittiä (Viro-Suomi, Suomi-Ruotsi, Ruotsi-Viro ja Ruotsi-Latvia), josta Tallinnan ja Helsingin välinen reitti on selvästi tärkein (37 % liikevaihdosta ja 65 % operatiivisesta liikevoitosta Q3'19 LTM). Operatiivisesti yhtiö jakaantuu 6 eri segmenttiin, josta Ravintolat ja Kaupat -segmentti on selvästi isoin yli 50 %:n liikevaihto-osuudellaan. Seuraavaksi tärkein palvelusegmentti yhtiölle on Lipputulot noin 25 %:n osuudellaan. Loput liikevaihdosta muodostuu rahdista, laivojen vuokraamisesta ja majoituksesta. Liiketoiminnasta pääosa on vakaata ja defensiivinen luonteen omaavaa, mutta rahti (noin 10 % liikevaihdosta) on suhdanneriippuvaista.

Defensiivinen ja vakaa liiketoiminta madaltaa riskiprofiilia

Yhtiön strategiana on pyrkiä matkustaja- ja rahtivolyymien kasvun sekä tehokkuuden nousun myötä parantamaan yhtiön taloudellista asemaa sekä osingonmaksukykyä. Viime vuosien investoinnit laivojen konsepteihin ja toimintojen kustannustehokkuuteen alkavat vuoden 2019 perusteella tuloksia, mikä mahdollistaa tulevaisuudessa kohtuullisen tuloskasvun (2018-2021e CAGR-%: 6 %) sekä vakaan osingon. Ennusteihin isona riskinä vaikuttaa polttoaineen hinnanmuutokset (+/-), mutta yhtiön nykyiset ja tulevat LNG-alukset (nesteytetty maakaasu) ja energiatehokkaammat prosessit pienentävät polttoainekulutusta. Yhtiön liiketoiminta voidaan nähdä defensiivisenä historiaan peilaten, sillä ihmiset suosivat halvempia lähialueen matkoja taloustilanteen heiketessä. Lisäksi polttoaineen hinnanlasku tukee yhtiön kannattavuutta tyypillisesti laskusuhdanteessa jättäen vaikutuksen mahdollisesti jopa nettoposiitiviseksi.

Tuotto-odotus muodostuu jo hyväksi

Ennusteillamme Tallinkin vuoden 2020 tuloskerroimet (P/E: 13,5x ja EV/EBITDA: 7,5x) ovat mielestämme maltilliset yhtiön kuluvan vuoden EPS-kasvuun (+10 %) ja liiketoiminnan maltilliseen riskiprofiiliin nähden. Tasepohjainen arvostus (19e P/B: 0,8x) on pääoman tuottoon (20e ROE-%: 6 %) nähden oikeutettu, mutta tarjoaa jo nykyisellään tukea yhtiön kurantin ja vahvan taseen myötä. Kassavirtojen melko hyvän ennustettavuuden myötä hyvinkin käyttökelpoisen DCF-mallimme arvo (1,25 euroa) tukee myös suositustamme. Yhtiön vakaa liiketoiminta, 10 %:n EPS-kasvu (19-20e), noin 5 %:n osinkotuotto ja arvostuskertoimien pieni nousuvara nostaa 12 kuukauden tuotto-odotuksen osakkeelle hyvälle noin 10-15 %:n tasolle.

Analytytikot



Olli Koponen
+358 442749560
olli.koponen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: Lisää

1,10 EUR

Edellinen: 1,05 EUR

Osakekurssi: 0,99 EUR

Potentiaali: 10 %

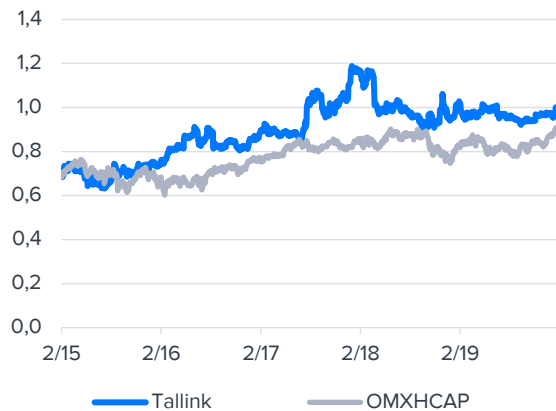
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	950	951	962	962
kasvu-%	-2 %	0 %	1 %	0 %
EBIT oik.	63,5	71,8	72,0	72,0
EBIT-% oik.	6,7 %	7,6 %	7,5 %	7,5 %
Nettotulos	40,0	44,7	49,1	47,4
EPS (oik.)	0,06	0,07	0,07	0,07

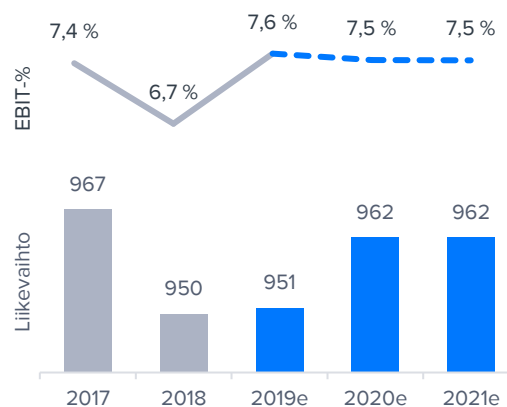
P/E (oik.)	17,4	14,8	13,5	14,0
P/B	0,8	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	11,5 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	17,7	17,4	17,1	18,4
EV/EBITDA	7,9	7,5	7,5	8,0
EV/Liikevaihto	1,2	1,3	1,3	1,4

Lähde: Inderes

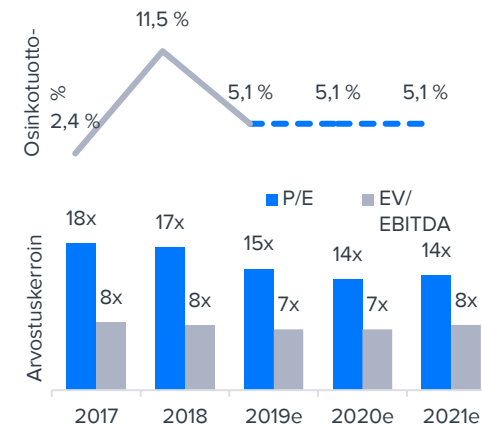
Kurssikehitys



Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Risteily- ja rahtilaiva markkinoiden hidas kasvu
- Laajentuminen uusille palvelualueille
- Korkea markkina-osuus ja vahva brändi päälaivareiteillä
- Liiketoiminta on defensiivistä
- Maltillinen riskiprofiili



Riskitekijät

- Epäsuora kilpailu kuluttajien vapaa-ajasta
- Suoran kilpailun (ml. tunneli HKI-TLL) kiristyminen
- Kuluttajakäytöksen muutos
- Polttoaineen hintakehitys (+/-)
- Muutokset veroissa, tuissa ja regulaatiossa



Arvostus

- Tulokasvunäkymät vahvistuneet
- Matala hyväksyttävä arvostustaso
- Maltillinen tulos- ja tasepohjainen arvostus
- Tuotto-odotus hyvä 10-15 % seuraavalle 12 kuukaudelle

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Sijoitus- ja liiketoimintaprofiili	13-18
Strategia	19-20
Toimiala ja kilpailu	21-23
Taloudellinen tilanne	24-27
Ennusteet	28-31
Arvonmääritys	32-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41-43

Tallink Grupp lyhyesti

Tallink on Itämeren johtava toimija risteily-, rahti- ja merikuljetuksissa.

1989

Perustamisvuosi

2005

Listautuminen Tallinnan pörssiin

1# markkinaosuus

Itämeren laivaliikenteessä

951 MEUR

Liikevaihto 2019e

71,8 MEUR (7,6 % lv:sta)

Liikevoitto 2019e

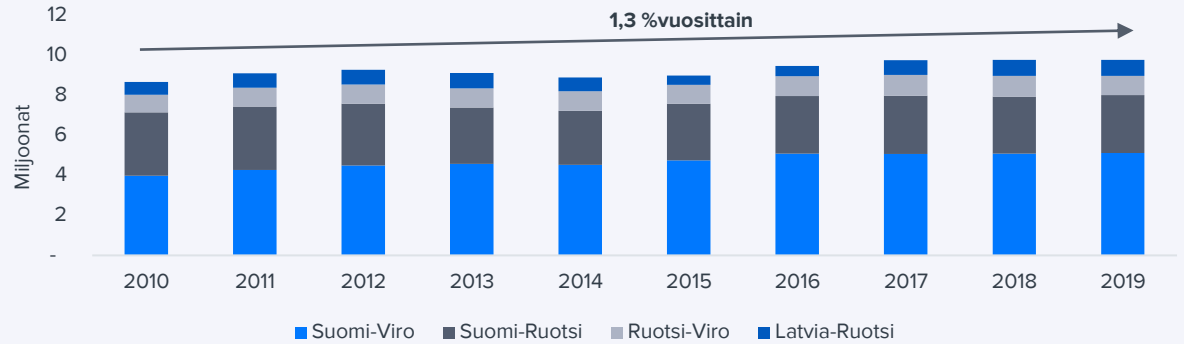
7400

Henkilöstö Q3'19 lopussa

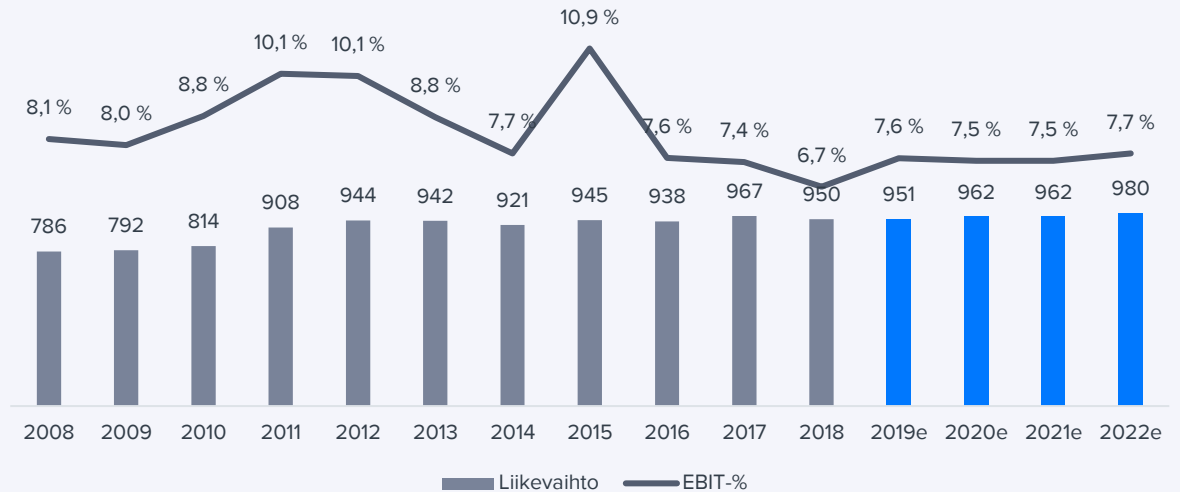
14 laivaa

Risteily-, shuttle- ja rahtilaivaa

Matkustajamäärien kehitys 2010-2019



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2008-2022e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Itämeren suurin laivayhtiö

Vuonna 1989 perustettu Tallink on Itämeren johtava laivayhtiö, johon myös suomalaisille tutumpi Silja Line yhdistyi vuonna 2006. Yhtiö kävi lähellä konkurssia vuonna 1996 ja yhtiön oma pääoma oli jopa negatiivinen hetken. Tallink sai kurssin käännettyä, kun johto pääomitti yhtiötä, ja se muuttui laivoja vuokraavasta yhtiöstä niiden omistajaksi. Siitä lähtien yhtiön liikevaihto on kasvanut suhteellisen tasaisesti yli taloussykliin. 2010-luvun loppupuoli ja viime vuodet ovat olleet investointien aikaa, millä on vahvistettu yhtiön asemaa Viron ja Suomen välisessä laivaliikenteessä ja nyt yhtiö keskittyy menneiden investointien purkuun sekä operaatioiden tehostamiseen.

Yhtiön liiketoiminta keskittyy 14 laivan ympärille, joiden avulla yhtiö kuljettaa ihmisiä sekä tavaroita meriteitse sekä järjestää huviristeilyjä neljällä eri reitillä pohjoisella Itämerellä eli Baltian maiden ja Pohjoismaiden alueilla. Tallink on siis etenkin kuluttajapalveluihin ja vähittäismyyntiin keskittynyt yhtiö. Yhdistettynä yhtiön myymälät laivoilla olivat maailman isoimpien duty free -myymälöiden (sis. mm. vilkkaat lentokentät) joukossa listan sijalla 12 vuonna 2018 kertoen liiketoiminnan koosta.

Yhtiön matkustajat tulevat pääosin Suomesta ja muista Itämeren alueen maista, mutta yhä enenevässä määrin yhtiö panostaa Aasian kasvavaan väestöön sekä lisääntyvään turismiin. Vuoden 2018 aikana yhtiön matkustajista kuitenkin

melkein puolet oli Suomesta, noin 19 % Virosta, noin 11 % Ruotsista ja noin 5 % Latviasta. Loput matkustajista (noin 19 %) tuli muualta maailmasta, mistä isoin osa vielä Euroopasta. Aasian maiden lisäksi myös toinen kasvun ja kiinnostuksen lähde on ollut juuri Länsi-Eurooppa ja etenkin Saksasta tulevat matkustajat. Suomen osuus matkustajista on kuitenkin hallitsevin, joten yhtiö on vielä hyvin riippuvainen suomalaisten kiinnostuksesta laivamatkustamiseen.

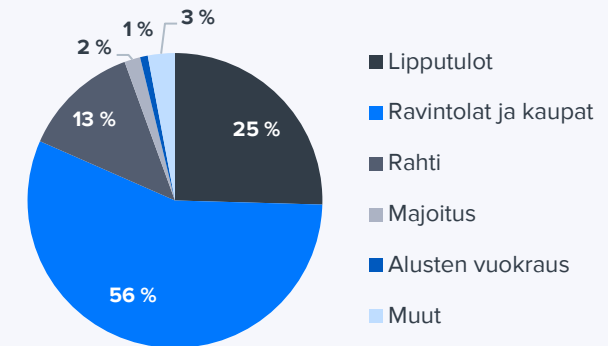
Yhtiöllä on laivamatkustamisen lisäksi maalla ravintola- ja majoitustoimintaa, vaateliikkeitä ja pienen osan liiketoiminnasta tuo myös alusten vuokraus muille yhtiöille. Esimerkiksi ravintolatoiminnassa yhtiö ilmoitti viime vuonna hankkineensa franchising-oikeudet Burger King -ravintoloille Baltian maissa. Tämä tukee yhtiön kasvunäkymiä hitaasti ja vakaasti kasvavien Itämeren risteilymarkkinoiden ulkopuolelle.

Yhtiö on ollut listattuna Tallinnan Pörssiin vuodesta 2005 ja teki rinnakkaislistautumisen Helsingin pörssiin vuonna 2018 parantaakseen osakkeen houkuttelevuutta sekä likviditeettiä.

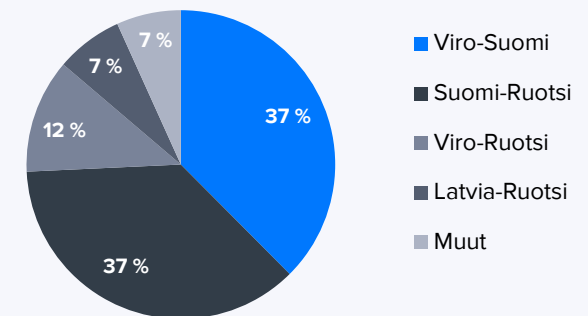
Viime vuoden aika yhtiön palveluksessa työskenteli keskimäärin noin 7300 henkeä tammi-syyskuun aikana. Ennusteillamme vuoden 2019 liikevaihto tulee olemaan vuoden 2018 tasolla noin 951 MEUR:ssa, mutta parantuneen kannattavuuden vuoksi liikevoitto nousisi yli 10 % noin 72 MEUR:oon (EBIT-%: 7,6 %).



Liikevaihto operatiivisesti (Q3'19 LTM)



Liikevaihto laivareiteittäin (Q3'19 LTM)



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Laivat ja reitit

Yhtiön laivoista 11 on matkustajaliikenteessä, 2 täysin rahtiliikenteessä ja 1 vuokrattu ulos. Yhtiön omassa matkustajaliikenteessä on kaksi ro-pax -laivaa, jotka keskittyvät nopeaan siirtymiseen Viron ja Suomen välillä ja mahdollistavat matkustaja- ja rahtiliikenteen yhdistämisen. Loput 9 matkustajalaivaa ovat risteilyaluksia Itämeren alueella. Yhtiöllä on 4 reittien mukaan jakautuvaa maantieteellistä segmenttiä ja 6 palveluiden mukaan jakautuvaa ns. operatiivista segmenttiä, jotka on tarkemmin esiteltyinä myöhemmin.

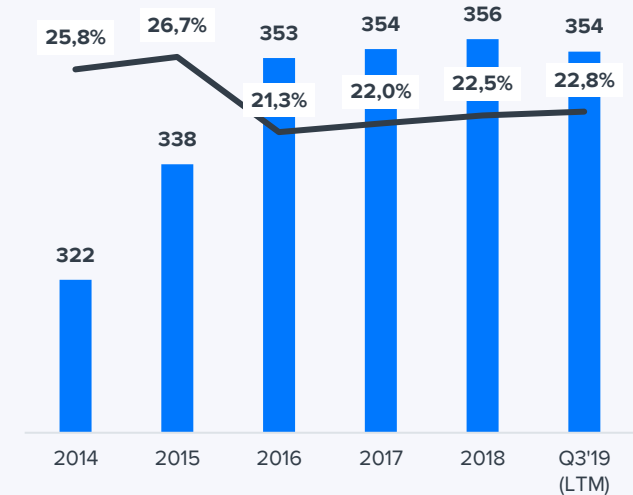
Viro-Suomi -reitti

Tärkein tulonlähde maantieteellisesti Tallinkille on Viro-Suomi (ts. Tallinna-Helsinki) välinen reitti, joka tuotti yhtiölle 37 % liikevaihdosta ja 65 % reittien mukaisesti jaotellusta liikevoitosta viimeisen 12 kuukauden aikana (rullaava 12kk: Q4'18-Q3'19). Reitillä yhtiöllä on yksi risteilijäalus (Silja Europa), kaksi nopeampaa ro-pax -alusta (Star, Megastar) sekä Muuga-Vuosaari reitillä operoiva ro-ro -rahtialus (Sea Wind). Viro-Suomi -reitillä yhtiö on kasvanut vuodesta 2012 noin 2,0 % vuosittain (308 MEUR vs. 354 MEUR) operatiivisen liikevoiton kuitenkin laskiessa noin 1 %:n vuosivauhtia (86,5 MEUR vs. 80,7 MEUR) Q3'19 loppuun mennessä (LTM). Liikevoitto lähti laskuun oikeastaan vasta 2016, kun Silja Europa oli pois käytöstä useita kuukausia ja vuonna 2017 kova kilpailu rasitti marginaaleja huomattavasti. Reitin operatiivinen marginaali on pienentynyt vuosien 2012-2015 keskimääräisestä noin 26 %:sta noin 22 %:iin vuosien 2016-2019e aikana. Reitti on silti selvästi kannattavin osa Tallinkin reittiportfoliota, ja on

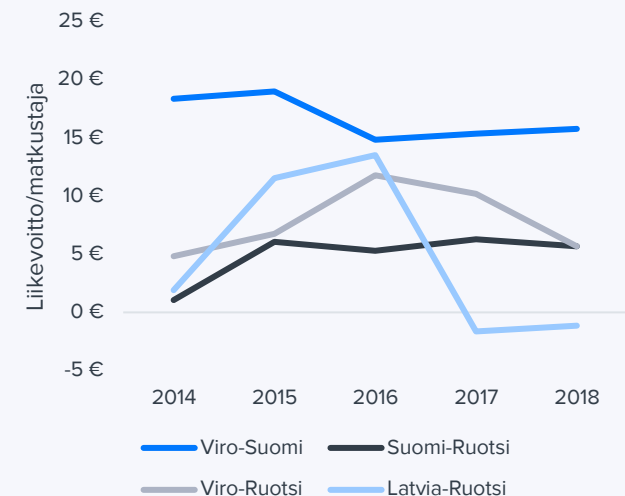
osoittanut pieniä piristymisen merkkejä. Reitin hyvä kannattavuus johtuu näkemyksemme mukaan ensisijaisesti reitin korkeasta käyttöasteesta ja operointitheydestä sekä paremmasta tehokkuudesta.

Lisäksi viime vuosina yhtiö on panostanut merkittävästi laivojensa ravintola- ja kauppakonsepteihin, mikä on kasvattanut yhtiön myyntiä. Yhtiön tehokkuudesta kertoo Tallinkin kyky hoitaa laivan lastaus ja purku hyvinkin nopeasti. Näin satama-aika yhtiön laivoille jää pieneksi ja siitä säästynyt aika voidaan kuluttaa merellä ajamalla hiljaisempaa vauhtia. Hiljaisempi vauhti taas tuo polttoainesäästöjä, mitkä ovat iso kuluerä Tallinkille. Aikaisempien vuosien kannattavuustasoon emme näe yhtiöllä olevan samankaltaisia mahdollisuuksia, sillä satamamaksut ovat nousseet (liikevaihto-osuus noussut 10 % → 11 %) ja kilpailu on kiristynyt merkittävästi reitillä. Kysynnän reitille odotetaan kuitenkin pysyvän vakaana ja Tallink saa vuoden 2022 aikana operointiin uuden ro-pax -aluksen (MyStar), joka tulee Megastarin tavoin olemaan vähäkulutuksisempi LNG-alus (nesteytetty maakaasu). MyStarin tulo tulee arviomme mukaan nostamaan reitin tehokkuutta edelleen. Matkustajia maiden välillä tulee näkemyksemme mukaan riittämään myös taloustilanteesta riippumatta. Taloustilanteen heikentyessä voi työpaikkamatkailu vähentyä, mutta samalla halvempi lomamatkailu muodostuu monille ajankohtaiseksi. Juuri käynnistetty Rail Baltican rakentaminen ja valmistuminen 2020-luvun loppupuolella antaa myös hyvät kasvuväät matkustajavolyymille Itä- ja Keski-Euroopasta.

Viro-Suomi liikevaihto ja EBIT-%



Viro-Suomi -reitti on yhtiön tärkein ja tehokkain reitti



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Suomi-Ruotsi -reitti

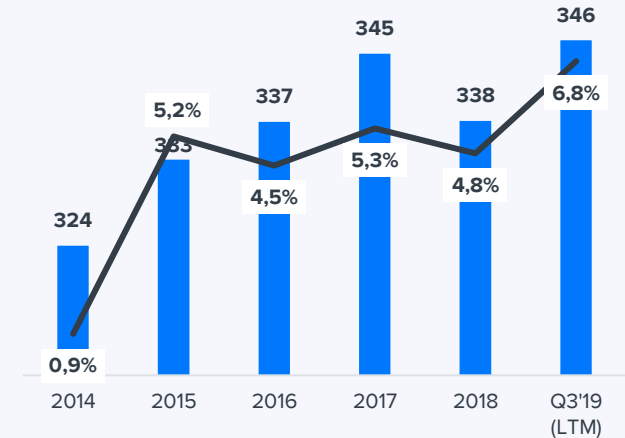
Suomi-Ruotsi on historiallisesti ollut yhtiön toiseksi suurin segmentti maantieteellisesti, mutta jäänyt kannattavuudessa selkeästi jälkeen Viro-Suomi -reitistä. Reitin liikevaihto-osuus oli 37 % ja liikevoiton osuus noin 19 % Q3'19 lopussa. Yhtiö operoi reitillä kahta risteilijäalusta (Baltic Princess, Galaxy) Turku-Tukholma reitillä ja kahta risteilijäalusta (Silja Serenade, Silja Symphony) Helsinki-Tukholma reitillä. Reitillä yhtiön liikevaihto on vuodesta 2012 supistunut noin 5 % (364 MEUR vs. 346 MEUR) Q3'19 loppuun mennessä (LTM). Liikevoitto on vaihdellut paljon, mutta on kuluvaan vuoden hyvän suorituksen ansiosta noussut vuodesta 2012 noin 16 % (20,3 MEUR vs. 23,5 MEUR). Liikevaihto ja operatiivinen marginaali laskivat vuonna 2014 selvästi kahden risteilijän oltua telakalla noin 80 päivää, mikä laski matkustaja- ja rahtimääriä, eivätkä ne ole siitä vielä palautuneet entisille tasoilleen. Lisäksi yhtiön pääkilpailija Viking Line lisäsi selvästi kapasiteettia reitillä vuosien 2013-2014 aikana muun muassa Viking Gracen valmistumisen myötä. Kilpailun voi odottaa kiristyvän myös jatkossa, sillä Viking Linelta on tulossa reitille uusi laiva vuoden 2021 aikana. Kireästä kilpailusta huolimatta Tallink oli viime vuoden syyskuun loppuun mennessä kuitenkin vuoden aikana pystynyt kasvattamaan markkinaosuuttaan reitillä, mikä kertoo yhtiön verrattain hyvästä tarjoamasta ja uudistettujen laivojen vetovoimasta. Myös kannattavuus on tätä myötä noussut. Markkina reitillä alkaa kuitenkin olla aika kypsässä vaiheessa, eikä täältä ole

näkemyksemme mukaan odotuksissa kovinkaan suurta kasvua. Uuden laivan tulo kilpailijalle voi houkuttaa matkustajia tarkastamaan myös muiden tarjoamaa, mutta asiakasuskollisuus on yleensä laivoilla kanta-asiakastarjouksien sekä -etujen myötä hyvin vahva. Uuden laivan tulo reitillä varmasti piristää ja tuo positiivista medianäkyvyyttä reitillä kasvattaen ylipäättään markkinakasvua, mikä osaltaan vaimentaa kilpailijan uuden laivan viehättyksestä tulevaa matkustajavolyymien laskua Tallinkilla.

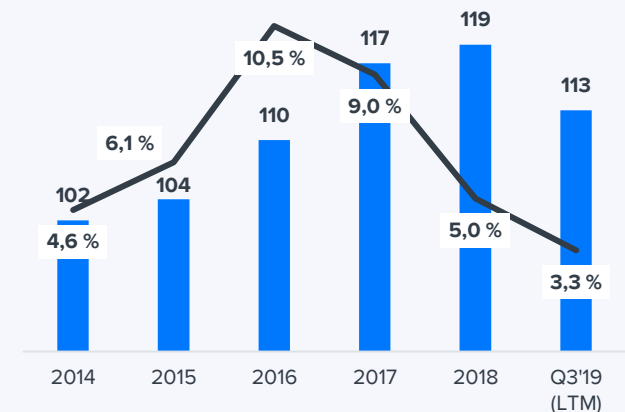
Ruotsi-Viro -reitti

Viro-Ruotsi oli yhtiön kolmanneksi suurin reitti 12 %:n liikevaihto-osuudellaan ja 3 %:n operatiivisen liikevoiton osuudellaan Q3'19 (LTM) lopussa. Yhtiö operoi reitillä kahta risteilijäalusta (Victoria 1, Baltic Queen, Tallinna-Tukholma) ja yhtä rahtialusta (Regal Star, Paldiski-Kapellskär reitillä). Vuodesta 2012 yhtiön liikevaihto reitillä on pysynyt tasaisena ja oli Q3'19:n lopussa noin 2 % alle vuoden 2012 tason (115 MEUR vs. 113 MEUR). Operatiivisen liikevoiton osalta vaihtelut ovat olleet suuria eikä tasaisuutta olla saatu aikaan. Vuosien varrella marginaali on vaihdellut noin 11 %:sta viime vuoden Q3'19 (LTM) lopun noin 3 %:iin. Positiivista kuitenkin on, että vuodesta 2012 asti tulos on ollut kannattavuusrajan paremmalla puolella.

Suomi-Ruotsi liikevaihto ja EBIT-%



Ruotsi-Viro liikevaihto ja EBIT-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Latvia-Ruotsi -reitti

Latvia-Ruotsi on selvästi pienin reitti (7 % liikevaihdosta ja 1 % liikevoitosta vuonna Q3'19 (LTM) lopussa). Yhtiö operoi reitillä kahta risteilijäalusta (Romantika ja Isabelle, Tukholma-Riika). Vuodesta 2012 asti yhtiön liikevaihto on pysynyt täsmälleen samalla tasolla noin 66 MEUR:ssa vaihdellen tosin vuosien välillä. Kannattavuus on ollut selvästi myös heikointa reiteistä ja liikevoittomarginaalit ovat vaihdelleet -5 %:sta jopa 14 %:iin laiva- ja matkustajamäärien vaihdellessa voimakkaasti vuosien varrella.

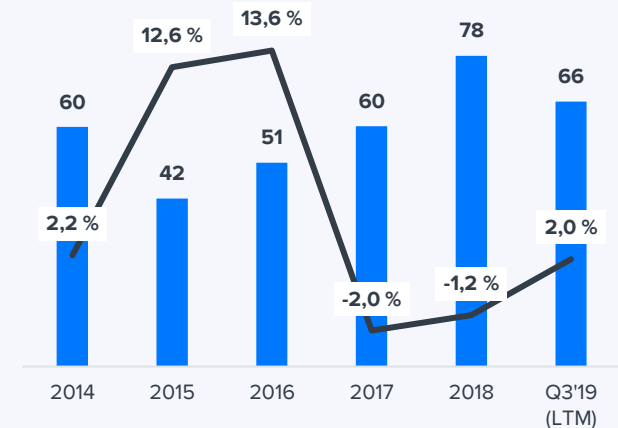
Viro-Ruotsi ja Latvia-Ruotsi -reiteillä ovat molemmat kannattavuudeltaan alhaisempia kuin muut reitit. Tämä johtuu näkemyksemme mukaan laivamatkojen pituudesta ja näin harvemmasta operointitiheydestä. Samalla matkustajamäärät vaihtelevat merkittävästi riippuen siitä miten Latvian tai Viron taloudella menee. Ostovoima on myös lähtökohtaisesti kyseisissä maissa selvästi alhaisempi kuin Suomessa ja Ruotsissa, joka laskee laivoilta potentiaalisesti saatavaa myyntiä. Reiteissä isompi matkustajavirta matkustaa Riikasta ja Tallinnasta Tukholmaan, eikä Baltian maiden pääkaupunkien vetovoima toiseen suuntaan ole ainakaan vielä samansuuruisia. Lisäksi reiteillä olevat laivat ovat vanhempia kuin muilla ja niiden operointikustannukset ovat isommat. Ruotsin ja Viron välinen reitti on aikalailla näkemyksemme mukaan lähellä nykyistä potentiaalista tasoaan ja tähän kannattavuuteen myös Latvia-Ruotsi -reitit tulisi parhaimmillaan päästä. Vaihtelut tuloksessa tulevat kuitenkin

varmasti jatkumaan.

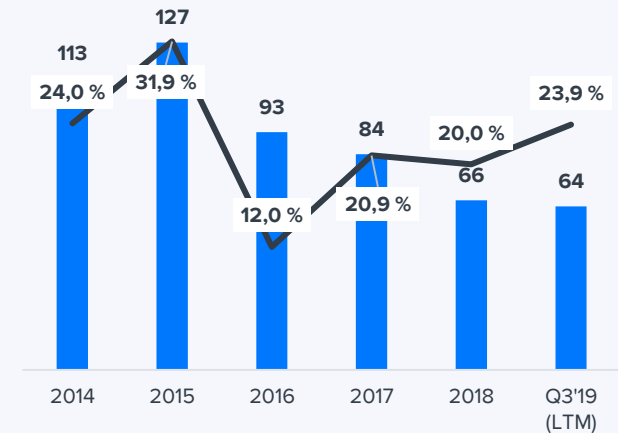
Muut

Maantieteellisesti jaoteltuna Muut-segmenttiin kuuluu ulkopuolelle vuokratut alukset, hotelli- ja majoituspalvelut ja ravintolat sekä vähittäismyymälät maan puolella. Segmentti vastasi vuonna Q3'19 (LTM) lopussa noin 7 % Tallinkin liikevaihdosta ja noin 12 % liikevoitosta. Suurin vaihtelu segmentissä johtuu ulos vuokratuiden alusten määrän vaihtelusta. Operatiivinen marginaali on vaihdellut 12 %:n ja 32 %:n välillä vuosina 2012-2019. Kovan marginaalitason selittää näkemyksemme mukaan alusten vuokrausten pienet operatiiviset kulut suhteessa liikevaihtoon ja tästä syystä tuottoja pitäisi ensisijaisesti katsoa pääoman tuoton kautta, eikä operatiivinen marginaali anna oikeaa kuvaa segmentin tuotoista ja tuottopotentiaalista. Myös laivojen myynnit ja muut kertaluonteiset erät sekoittavat segmentin tulos- ja liikevaihtolukuja.

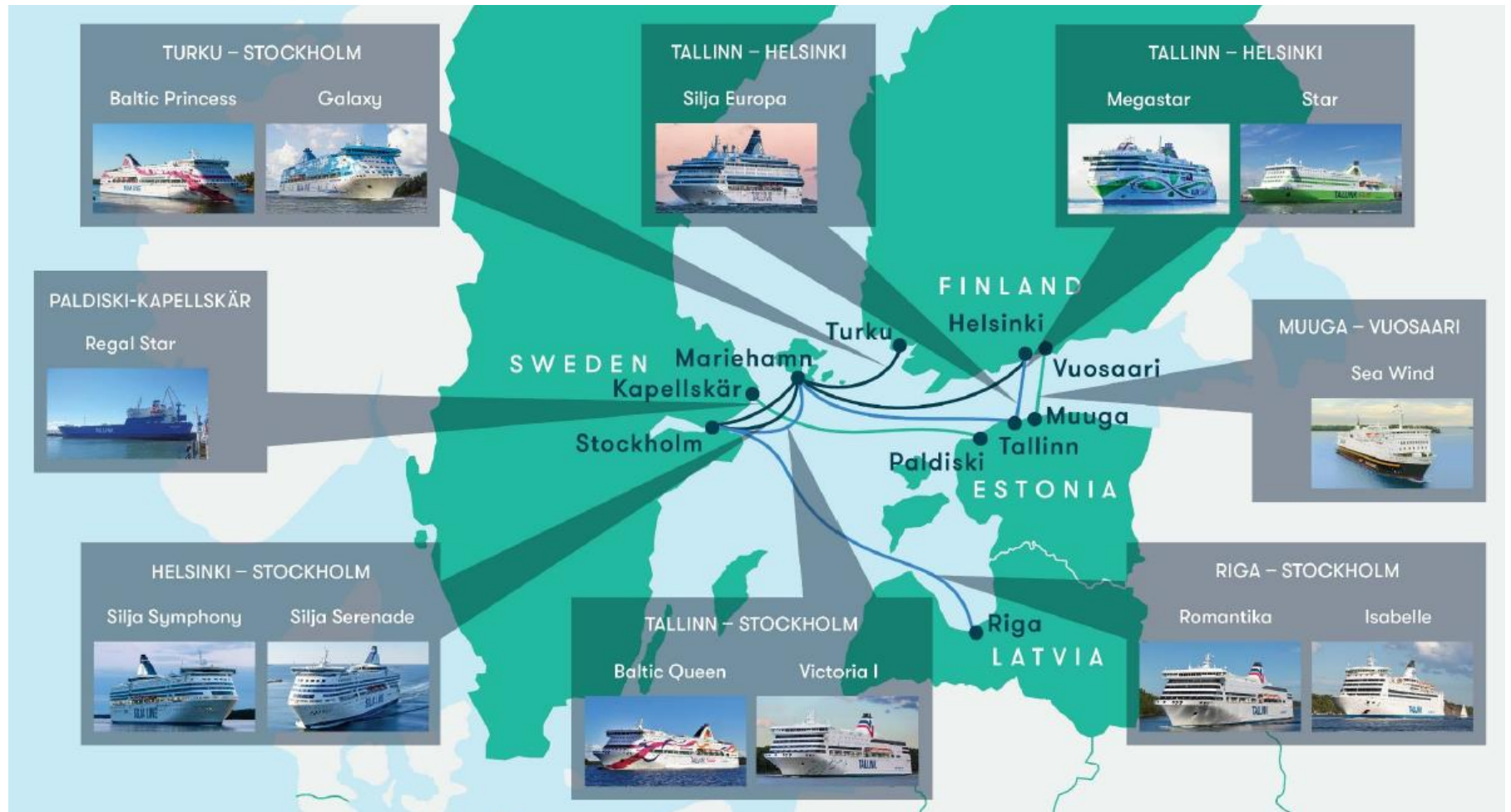
Ruotsi-Latvia liikevaihto ja EBIT-%



Muut liikevaihto ja EBIT-%



Yhtiön laivat ja reitit



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Liiketoiminta operatiivisesti

Tallinkin tulovirta operatiivisesti koostuu kuudesta eri lähteestä:

Lipputulot

Lipputulot eli kuluttajille ja muille matkustajille myydyt laivaliput sekä lippupaketit ovat Tallinkin toiseksi suurin tulokomponentti operatiivisesti katsottuna. Niistä kertyy Tallinkin liikevaihdosta noin 25 % (Q3'19 LTM). Matkustajamäärät ovat kasvaneet vuodesta 2010 noin 1,3 % vuosittain ja kasvu on ollut tasaista varsinkin Viro-Suomi -reitillä. Kireä kilpailu on kuitenkin alkanut näkyä laskevin lippuhintoina yhtiön reiteillä, kuten oikealla näkyvästä kuviosta voi huomata. Lippuliikevaihto oli vuonna 2013 noin 250 MEUR ja oli Q3'19 lopussa (LTM) noin 242 MEUR. Lippujen hinnat ovat kuitenkin arviomme mukaan Tallinkilla muita korkeammalla, mikä kertoo yhtiön hinnoitteluvoimasta. Yhtiö käyttää dynaamista hinnoittelumallia reiteillään, milloin sesongin aikaan hinnat nousevat ja sesongin ulkopuolella laskevat.

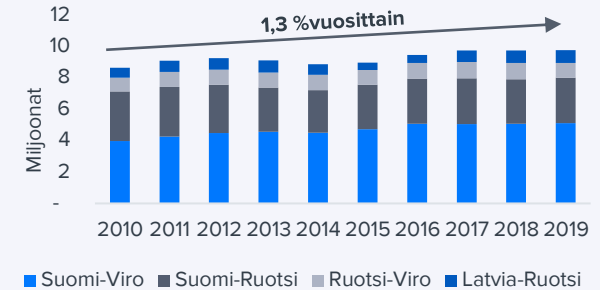
Ravintolat ja kaupat

Ravintolat ja kaupat sisältävät laivalla ja maalla sijaitsevien kauppojen ja ravintoloiden myyntitulot. Laivan ravintoloista ja tax free -myymälöistä pääosin koostuva liikevaihtovirta kattoi Q3'19 (LTM) lopussa noin 56 % konsernin liikevaihdosta ja oli selvästi suurin osa konsernin liikevaihdosta. Vähittäismyynnin tärkein tuoteryhmä on käsityksemme mukaan alkoholi- ja

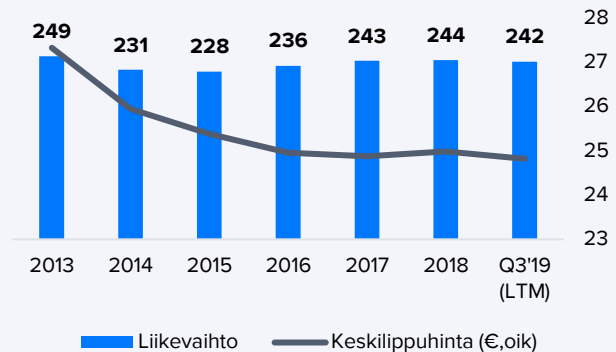
tupakkatuotteet muun vähittäismyynnin (kosmetiikka, muoti, elintarvikkeet) ohella, mikä selittää myös osittain Viro-Suomi reitin vahvaa kannattavuutta. Ravintolamyyni on myös arviomme mukaan nostonut osuuttaan selvästi viime vuosina, kun yhtiö on panostanut laivojen ravintolakonsepteihin lisäämällä tunnettuja kahvilabrändejä (Starbucks) ja ravintolabrändejä (Burger King) laivoille omien brändiensä lisäksi. Ravintolat ja kaupat -segmentin liikevaihto on kasvanut vuoden 2013 noin 507 MEUR:sta Q3'19 loppuun mennessä noin 5 % 533 MEUR:oon. Liikevaihtoa on kasvattanut konseptien uudistamisen lisäksi tuotetarjoaman laajentaminen sekä matkustajavolyymien kasvu. Vuoden puolessa välissä tullut Viron alkoholiveron lasku vaikutti positiivisesti yhtiön liiketoimintaan lisäämällä kyseisen tuoteryhmän myyntiä, mutta samalla medianäkyvyys toi myös laivoille enemmän ihmisiä, jotka kuluttivat myös muita palveluita. Tämän myötä asiakkaiden keskiostos on noussut viime vuoden aikana selvästi, mutta on pitkällä aikavälillä aikalaiilla muuttumaton. Trendi näyttäisi kuitenkin kääntyneen vuoden aikana positiiviseen suuntaan.

Yhtiö on myös laajentanut tarjontaansa maalla, kun se viime vuonna ilmoitti avaavansa Burger King -ravintoloita Baltian maihin. Ensimmäisen on tarkoitus avautua kuluvan vuoden kevään aikana ja lopullisen ravintolamäärän ollaan arveltu olevan noin 50 ravintolassa vuoden 2025 lopussa. Arviomme mukaan tästä tulee yhtiölle vuoden 2025 lopussa muodostumaan noin 35-40 MEUR liikevaihtoa noin 5-8 %:n liikevoittomarginaalilla.

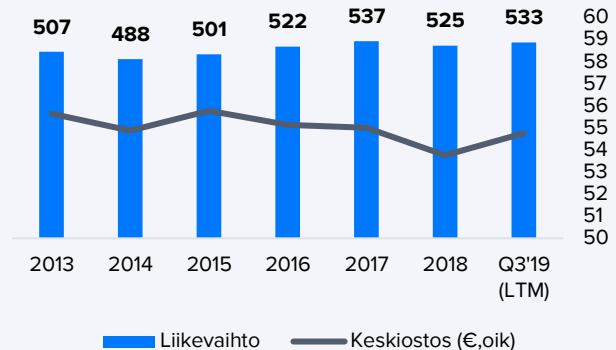
Matkustajamäärien kehitys 2010-2019



Lipputulot



Ravintolat ja kaupat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Rahti

Rahti toi Tallinkin liikevaihdosta Q3'19 lopussa (LTM) noin 13 %. Rahtituottoja Tallink saa matkustajalaivojen autokannella kulkevista rahtitonneista ja kahdesta Cargo-alkuksesta. Rahti on kokonaan ro-ro -tyyppistä (Roll on, Roll off) eli rekkoja tai rekkojen trailereita, eikä yhtiö rahtaa merikontteja tai kuivarahtia. Rahdin osalta Viro-Suomi reitti on tärkeimmässä roolissa, mutta rahtituloa kertyy maltillisesti kaikilta liikennealueilta. Vuoden 2013 noin 105 MEUR liikevaihdosta rahdin kehitys on ollut tasaista aina vuoteen 2016 asti, mutta viennin ja ulkomaan kaupan piristyminen kasvatti liikevaihtoa yli 20 % vuosina 2017-2018 asti. Nykyinen epävarmuus talouskasvun suhteen ja reiteillä kiristynyt kilpailu viime vuonna on kuitenkin laskenut liikevaihtoa ja volyymeja. Liikevaihto heittelee yleisen talouskehityksen mukaan ja on selvästi suhdanneherkin yhtiön tulonlähteistä. Vakautta kuitenkin tuo pitkät asiakassuhteet. Ro-ro -rahtihinnat ovat yhtiöllä myös olleet laskusuuntaan, mutta yhtiö on volyymikasvullaan pystynyt pitämään liikevaihdon laskun pienenä.

Majoitus

Majoitus-segmentti koostuu kolmesta hotellista Virossa sekä yhdestä Latviassa. Se toi Tallinkin liikevaihdosta Q3'19:n (LTM) lopussa noin 2 %. 15.11.2018 yhtiö luopui päämarkkinalla Virossa yhdestä hotellista ja se pienensi segmentin vaikutusta yhtiön liikevaihtoon sekä tulokseen viime vuonna. Liikevaihto on ollut läpi historian suhteellisen tasaista.

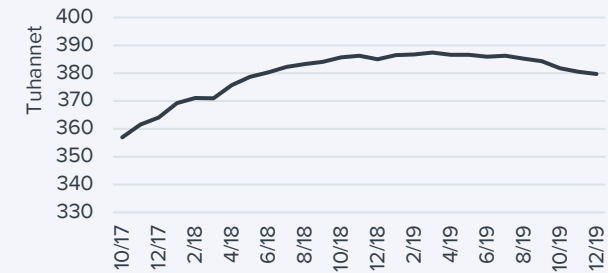
Alusten vuokraus

Alusten vuokraus koostuu Tallinkin omistamien laivojen vuokraamisesta muille operoiville yhtiöille ja sen osuus oli vain noin 1 % liikevaihdosta Q3'19 lopussa (LTM). Laiva on yhtiön taseessa ja Tallink ansaitsee pääomalle pitkillä vuokrasopimuksilla taatun tuoton operoivan yhtiön hoitaessa toimintaan liittyvät kustannukset. Liikevaihto on laskenut vuosien saatossa, kun yhtiön ulosvuokraamien laivojen määrä on laskenut merkittävästi. Sopimusperusteisen luonteen takia liikevaihdon ennustettavuus on hyvä. Arviomme mukaan ulosvuokratun Superfast IX -aluksen (uusi nimi Atlantic Vision) sopimus päättyisi noin vuoden päästä, mutta pidämme todennäköisenä, että sopimus uusitaan.

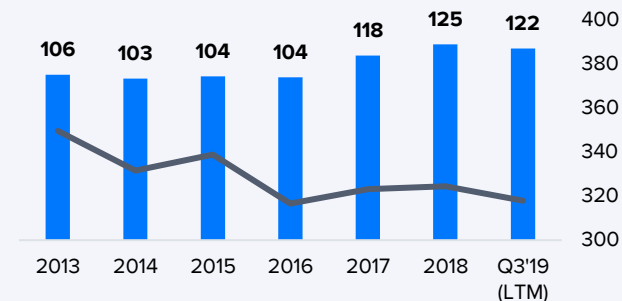
Muut

Muut liikevaihtovirta sisältää maalla ja laivassa tarjottavia palveluita, kuten esimerkiksi mainontaa, uhkapelejä ja kylpylä- sekä kauneuspalveluita, joita ei voi suoraan yhdistää muihin segmentteihin. Muut-segmentti edustaa noin 3 % Tallinkin liikevaihdosta ja sen määrä on vaihdellut 30-40 MEUR:n välillä vuosien 2013-2019 aikana riippuen tarjottavien palveluiden määrästä. Nykyisellään liikevaihto on tasaantunut noin 30 MEUR:oon.

Rahtivolyymeissa pientä laskua viime vuosina (rullaava 12kk summa)

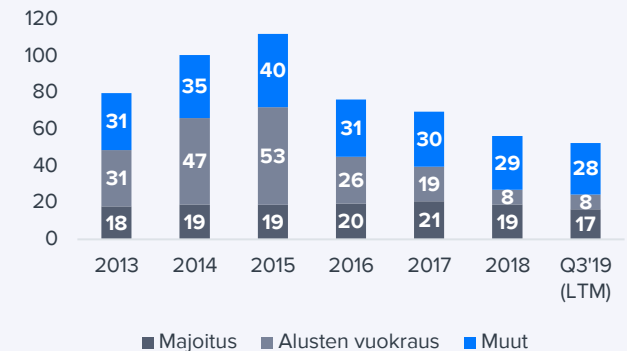


Rahti



Liikevaihto Keskirahthinta (€,oik)

Majoitus, Alusten vuokraus ja Muut segmenttien liikevaihdon kehitys



Lähde: Inderes, Tallink

Sijoitusprofiili 1/2

Vakaa ja osin defensiivinen osinkoyhtiö

Tallink profiloituu mielestämme pidemmällä aikavälillä etenkin osinkoyhtiöksi. Mielestämme yhtiön liikevaihdon ja siten tuloksen kasvu on pitkällä aikavälillä maltillista yhtiön päämarkkinoiden ollessa suhteellisen kypsässä vaiheessa. Pienet purot muualta pitävät kasvua kuitenkin yllä. Osinkoyhtiön profiilia tukee etenkin hyvässä kunnossa oleva tase, joka mahdollistaa liiketoiminnan kehittämisen lisäksi pääomien palauttamisen omistajilleen. Tallinkin oma osinkopolitiikka tukee mielestämme myös osinkoprofiilia. Tallink on mielestämme etenkin lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä melko defensiivinen sijoituskohde, joten yhtiö sopii mielestämme myös riskejä ja volatiliiteettia karttavien sijoittajien salkkuun.

Potentiaali ja vahvuudet

Näkemyksemme mukaan Tallinkin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tunnettu brändi ja vahva markkina-asema** luovat mielestämme hyvän pohjan Tallinkin kaltaisen kuluttajapalveluyhtiön arvonluonnille. Tallink on päämarkkinoillaan myös selkeä markkinajohtaja (markkinaosuudet reiteillä 50-100 %), mikä antaa yhtiölle tiettyjä mittakaavaetuja suorassa kilpailussa ja Tallink on historiallisesti ollut ainut selvästi kannattava toimija ydinmarkkinoillaan. Yhtiöllä on myös yli 2,5 miljoonaa kanta-asiakasta (2011: 1,3 milj.), jotka tuovat arviomme mukaan merkittävän osan yhtiön liikevaihdosta. Uskomme ohjelman käytön lisääntyvän myös jatkossa lisäten

asiakaspysyvyyttä ja kasvupotentiaalia nykyisistä asiakkaista.

- **Vakaa liiketoimintaportfolio** tukee mielestämme Tallinkin tuotto/riski-suhdetta. Yhtiön tarjoama kilpailee kuluttajien kysynnästä monien kalliimpien vaihtoehtojen (esim. lentomat kustutus) kanssa, joten yleisen talouskehityksen heikentyminen ei vaikuta tyypillisesti huomattavalla voimalla Tallinkiin. Esimerkiksi finanssikriisin aikaan vuonna 2009 yhtiön liikevaihto kasvoi lievästi ja tulos parani selvästi (johtuen mm. polttoaineen hinnan laskusta). Näin ollen Tallink on asemoitunut mielestämme selvästi keskimääräistä pörssi-yhtiötä paremmin suhdannekäänteeseen, mitä pidämme positiivisena asiana. Vastavuoroisesti hyvä taloussuhdanne lisää arviomme mukaan työmatkustajien määrää yhtiön laivoilla, mikä tasaa vaihteluita entisestään.
- **Hyvässä kunnossa oleva tase** tukee mielestämme Tallinkin osingonmaksukykyä ja antaa toisaalta yhtiölle liikkumavaraa alusinvestointeihin, jotka ovat välttämättömiä liiketoiminnan pitkän aikavälin kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi. Liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta Tallink myös kestää mielestämme kohtuullista velkavipua, mitä yhtiö tarvitseekin pääoman tuoton optimoimisessa.
- **Uudet reittiavaukset** voisivat tarjota Tallinkille kasvuaikavaihtoa Itämeren alueella pitkällä aikavälillä. Tämä olisi tarpeen, sillä nykyisten markkinoiden pitkän ajan kasvupotentiaali jää melko ohueksi yhtiön jo erittäin vahva markkina-asema huomioiden. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole arviomme mukaan aktiivisia suunnitelmia reittiverkon laajentamiseksi, joten pidämme uusia reittejä etenkin pitkän ajan kasvuaikavaihtoina.
- **Uudet kasvuaikavaihtot** maalla ja merellä voivat tuoda uutta kasvupotentiaalia. Yhtiöllä on vahva asema Baltiassa ja sen hyödyntäminen ravintola- ja myymäläbrändien levittämiseen voi olla hyödyksi. Tästä esimerkkinä on viime vuonna julkistettu Burger King -ravintoloiden oikeuksien hankinta Baltian maihin.
- **Arvonluonti aluskaupoilla** on mielestämme sijoittajien perspektiivistä mahdollisuus, sillä historiallisesti yhtiö on onnistunut myymään esimerkiksi uusinvestointien yhteydessä tarpeettomaksi osoittautuneita aluksiaan taseen kirja-arvoa korkeammilla summilla.
- **Hyväksyttävän arvostuksen nousu** on mielestämme optio sijoittajille, sillä Tallink on tyypillisesti arvostettu oman pääoman tase-arvonsa alapuolelle, mitä emme pidä erityisen korkeana arvostuksena taseen kurantit omaisuususerät ja yhtiön historiallinen taseen realisointikyky huomioiden. Tämä kuitenkin vaatii mielestämme kannattavuuden sekä oman pääoman tuoton nousua yli arvioimamme noin 7-8 %:n pääoman kustannuksen. Taloudellisen lisäarvon luonti taas mahdollistaisi osakkeen arvostamisen yli oman pääoman tasearvon.

Sijoitusprofiili 2/2

Heikkoudet ja riskit

Sijoittajan kannalta Tallinkin pääriskit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Pääomaintensiivisyys** on alalle ominaista. Toistuvat isot investoinnit ja niiden ylläpitokustannukset vaativat isoja pääomia, joiden tuotto on lisäksi historiallisesti ollut alhaista.
- **Kasvava kilpailu kuluttajien vapaa-ajasta** on mielestämme keskeinen riski Tallinkille, sillä koko yhtiön liiketoimintamalli perustuu siihen, että asiakas saadaan laivalle viettämään aikaa ja käyttämään laivan palveluja. Eri lähteiden luoma kilpailu kuluttajien vapaa-ajan viettotavoista on kuitenkin kireää ja kasvussa. Yhtiön onkin pysyttävä kehittämään brändiänsä ja tarjoamaansa nopeasti vaihtuvien kuluttajatrendien mukana. Tarjoaman uudistaminen vaatii yhtiöltä myös jatkuvia investointeja laivojen konsepteihin.
- **Suoran kilpailun kiristyminen** on mielestämme riski Tallinkille, sillä Itämeren alueen matkustajamarkkina on erittäin kilpailtu ja hitaan markkinakasvun takia pelurit joutuvat miettimään keinoja markkinaosuuksien voittamiseksi. Kilpailu voi edelleen painaa lippujen hintoja ja heikentää siten kannattavuutta (ts. nostaa markkina-aseman ylläpitämisen/ vahvistamisen kustannuksia).
- **Helsingin ja Tallinnan välille kaavailtu tunneli** on mielestämme pitkän aikavälin uhka, joka voisi toteutuessaan supistaa Tallinkin selvästi kannattavimman reitin volyymin merkittävästi nykyistä pienemmäksi. Tällä olisi luonnollisesti

selvästi negatiivinen vaikutus yhtiön tulospotentiaaliin, vaikka kokonaan tunnelikaan ei matkustajalajien tarvetta reitillä todennäköisesti lopettaisi. Tunneli on kuitenkin valmis aikaisintaan 2030-luvulla ja sen toteutuminen on ylipäänsäkin erittäin epävarmaa, joten kyse on etenkin pitkän aikaväliin riskistä.

- **Vähittäiskaupan ja kulutuskäyttäytymisen muutos** muodostavat riskin Tallinkin myynnille ja tulokselle. Esimerkiksi tyypillisesti korkeakatteisen alkoholin kysyntä on kääntynyt jo kokonaisuutena laskuun kulutustottumusten muutosten takia eikä sen tulososuutta ole helppo kompensoida alempikatteisilla kasvavilla tuoteryhmillä (esim. brändituotteet).
- **Polttoaineen hinnan nousu** on tuntuva riski Tallinkille, sillä laivojen käyttämän kevyen polttoöljyn ja nesteytetyn maakaasun osuus yhtiön kuluista on ollut noin 10 %:n luokkaa. Polttoaineiden hintakehitys seurailee tyypillisesti raakaöljyn hintaa, jonka hinta voi vaihdella melko lyhyelläkin aikavälillä jopa kymmeniä prosentteja. Näin ollen polttoaineen hinnan muutos voi vaikuttaa yhtiön kannattavuuteen lyhyelläkin aikavälillä selvästi, vaikka yhtiö siirtääkin noin kolmasosan polttoainekustannuksista lippujen hintoihin. Kustannussiirto on kuitenkin tyypillisesti haastavaa kireän kilpailun takia ja voi aiheuttaa kysynnän laskua. Positiivista kuitenkin on, että polttoaineen hinnat nousevat tyypillisesti suotuisissa taloussykleissä, jolloin Tallinkin liikevaihtokin kehittyy suhteessa parhaiten. Yhtiö käyttää myös harkiten suojausta

polttoaineen hinnannousua vastaan tehden sopimuksia polttoaineen tarjoajan kanssa. Varsinaisia finanssisuojauksia yhtiö ei tee. Viime vuonna yhtiö onnistui suojaamaan noin 40 % polttoaineistaan joulukuun 2018 öljyn sekä polttoaineen hinnanlaskun aikaan, mitä voi pitää hyvänä onnistumisena. Yhtiön energiatehokkaampi laivasto ja suoraviivaiset prosessit mahdollistavat myös historiaa pienemmän kulutuksen.

- **Alkoholiverotuksen muutokset** ovat osaltaan positiivisia sekä negatiivisia riskejä Tallinkille. Tämä nähtiin viime vuonna, kun alkoholiveroa alennettiin tietyille tuotteille. Alkoholi on merkittävän myyntivolyymin ja hyvän bruttokatteen tuote yhtiölle laivoilla ja matkustajavolyymiin kannalta tärkeä ajuri etenkin reitillä Helsinki-Tallinna (kannattavin osa yhtiötä). Näin ollen verojen muutokset etenkin Virossa voivat vaikuttaa yhtiön myyntiin suorasti ja epäsuorasti.
- **Palkkatukien jatkuvuus** on riski Tallinkille, sillä arviomme mukaan osa yhtiön risteilyreiteistä ei olisi nykyisellään kannattavia ilman tukia. Vuonna 2018 yhtiön Ruotsista ja Suomesta saaman tuen määrä oli noin 36 MEUR (vastaa työnantajan sosiaalimaksuja), joten kyseessä on yhtiön mittakaavassa merkittävä erä. Tuen jatkuvuuteen liittyy luonnollisesti tiettyä epävarmuutta, sillä tukipäätös on poliittinen. Mitään merkkejä tukien lakkauttamisesta ei kuitenkaan ole toistaiseksi. Tukien poistuessa Tallink voisi arviomme mukaan laskea henkilöstökulujaan omin toimin, mutta täysimääräisesti tukien poistumista olisi erittäin vaikea kompensoida.

Sijoitusprofiili

1.

Päämarkkina kasvaa hitaasti

2.

Vahva markkina-asema ja brändi

3.

Vakaa liiketoiminta sekä riskiprofiili

4.

Pääomaintensiivinen liiketoiminta ja matala pääoman tuotto

5.

Vahva ja kurantti tase

Potentiaali



- Tunnettu brändi ja vahva markkina-asema
- Hyväksyttävän arvostustason nousu
- Uudet kasvuaihiot
- Vahva tase ja vakaa osingonjakopotentiaali
- Liiketoiminnan defensiivinen luonne

Riskit



- Epäsuora kilpailu kuluttajien vapaa-ajasta
- Suoran kilpailun (ml. Helsinki-Tallinna -tunneli) kiristyminen
- Kuluttajakäytöksen ja trendien muutokset
- Polttoaineen hintakehitys (+/-)
- Muutokset veroissa, valtion tuissa ja regulaatiossa

Liiketoimintamallin riskiprofiili 1/2

Kuluttajapalveluyhtiö merellä

Tallinkin perusideana on myydä pääosin kuluttaja-asiakkaille tuotteita ja palveluita Itämeren alueella. Yhtiö ei itse pysty juuri vaikuttamaan Tukholman, Riikan, Helsingin tai Tallinnan vetovoimaan turistien tai muiden matkustajien keskuudessa, vaan sen on keskityttävä oman tuote- ja palveluportfolionsa optimointiin. Tallinkin tulee jatkuvasti kehittää konseptejään sekä brändejään vastaamaan yhtiön asiakkaiden tarpeita, jotta ihmiset viihtyisivät laivalla mahdollisimman hyvin ja palaisivat uudestaan sen luoman kokemuksen takia.

Strategiset brändit yhtiöllä on Tallink ja Silja Line sekä Tallink Hotels, joita yhtiö käyttää markkinoidessaan risteilyjään ja kuljetuspalvelujaan. Laivoissa ja risteilyillä brändätyjä konseptoja on toistakymmentä ravintoloista ja kahviloista yökerhoihin sekä vähittäiskaappoihin. Lisäksi yhtiö on laajentanut palvelutarjontaansa laivalla muun muassa toimimalla franchising-mallilla Starbucksin ja Burger Kingin kanssa. Tämän lisäksi yhtiöllä on maissa ja merillä tunnettujen vaatemerkkien (ESPIRIT, Desigual ja Tommy Hilfiger) liikkeitä, joita yhtiö operoi. Brändien tuominen laivoille lisää mielestämme laivojen houkuttelevuutta, mutta pienenosen skaalaedun lisäksi emme usko yhtiön saavuttavan merkittävää lisäarvoa operoimalla vaateliikkeitä maalla.

Tallink on panostanut omiin brändeihinsä ja muodostanut hotellien keskittymän, johon majoittaa ihmisiä. Yhtiöllä on näin arviomme

mukaan mahdollisuudet huolehtia asiakkaasta koko matkan ajan tarjoten asiakkaalle myös majoitusmahdollisuuksia maalla sekä hoitaen mahdollisesti myös kuljetuksen hotellille osittain omistamansa taksiyhtiön kautta (Tallink Takso). Yhtiö voi myös linkittää maissa tarjouksia omiin ravintoloihinsa tai vaateliikkeisiinsä, mutta kokonaisuudessaan synergiat eri liiketoimintojen välillä ovat todellisuudessa luultavammin vähäiset. Hyvä puoli sijoittajan kannalta näissä täydentävissä liiketoiminnoissa on kuitenkin, että ne eivät juuri sido Tallinkin pääomia.

Asiakaskunta on hajautunut

Kuluttajatuoteyhtiölle tyypillisesti Tallinkilla on miljoonia asiakkaita eikä yksikään asiakkaista ole konsernin mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa ja asiakasuskollisuus on ollut historiallisesti matala varsinkin siirtymäliikenteessä, sillä lippu on homogeeninen tuote, jonka vertailtavuus suhteessa kilpaileviin tuotteisiin on helppoa. Uskomme asiakasuskollisuuden nousseen kuitenkin viime aikoina merkittävämpään asemaan Tallinkilla. Etenkin risteilymatkoilla laatu, aikataulut ja muut tarjottavat palvelut sekä laivan varustelu vaikuttavat ostopäätökseen ja asiakasuskollisuutta sekä jatkuvuutta on mahdollista parantaa. Yhtiöllä on lisäksi Club One -asiakasuskollisuusohjelma, jossa on yli 2,5 miljoonaa jäsentä. Club One -jäsenet saavat alennuksia risteilylipuista ja keräävät pisteitä jokaisesta matkastaan tai laivalla käytetystä rahasta.

Asemoituminen ja kustannuskilpailukyky

näkyvät kannattavuudessa

Näkemyksemme mukaan Tallink mielletään pääkilpailijoitaan laadukkaammaksi palveluntarjoajaksi ja lippuhinnoittelun pääkilpailijoihin nähden on arviomme mukaan hieman kalliimpi. Lievän preemiohinnoittelun ja paremman kustannustehokkuuden ansiosta yhtiön kannattavuus on kilpailijoita parempi. Ostoissa näemme Tallinkilla olevan pientä hinnoitteluvoimaa esimerkiksi paikallisten panimoiden ja tuottajien alkoholijuomiin, mutta mitä isommaksi brändi tai kauemmaksi paikallisesta tuottaja muodostuu, sitä pienempi on yhtiön hinnoitteluvoima. Muuten hinnoitteluvoima on rajallisempi, joskin liiketoiminnan kokoluokasta voi olla ostojen kannalta tiettyä hyötyä etenkin suhteellisesti.

Liiketoiminta on ollut varsin defensiivistä

Yhtiön liiketoiminta on kuluttajavetoista siihen vaikuttaa kuluttajien tulojen muutokset ja matkustamisen trendien nopeatkin liikkeet. Liiketoiminta on kuitenkin ollut historiassa hyvin vakaata laivamatkustamisen tarjotessa pienen irtioton arjesta kohtuullisella hinnalla ja aikataululla. Lipputuloissa yhtiö kohtaa kuitenkin jatkuvaa hintakilpailua eikä niissä voi nähdä isoa nousuvaraa kilpailevien vapaa-ajan vaihtoehtojen määrän myös kasvaessa. Tästä johtuen suurimman lisäarvon yhtiö luo risteilyn ympärille luomilla palveluilla. Rahdissa yhtiö hyödyntää matkustajalauttojen kapasiteettia, mutta kysyntä rahdille on hyvin riippuvaista yleisen taloustilanteen ja maailmankaupan kehityksestä.

Liiketoimintamallin riskiprofiili 2/2

Kokonaisuudessaan liiketoiminta on suhteellisen vakaata eivätkä talouden taantumat ole vaikuttaneet yhtiön perusliiketoimintaan merkittävästi. Näkemyksemme mukaan ihmiset suosivat lyhyempiä ja halvempia matkoja silloin, kun rahasta on muutenkin niukkaa. Liiketoiminnan defensiivisyys on mielestämme sijoittajien perspektiivistä positiivinen asia.

Risteilytoiminta ei ole erityisen skaalautuvaa

Risteilyliiketoiminnassa kasvu ei ole erityisen skaalautuvaa, sillä liiketoiminnan kokoluokan (esim. uusien reittien avaaminen) selvä kasvattaminen vaatii käytännössä laivojen (kasvattaa myös mm. operointikuluja ja satamaksuja sekä investointeja) ja henkilökunnan määrän kasvattamista. Pitkällä aikavälillä myös suurin osa kuluista on luonnollisesti muuttuvia, sillä tiettyjen aikaviiveiden puitteissa reittejä voi myös lopettaa ja samalla alentaa muita kuluja.

Sen sijaan lyhyellä aikavälillä yhtiön kulurakenne on melko kiinteä. Näin ollen laivojen täyttäminen lisämatkustajilla (ts. käyttöasteen nosto) skaalautuu erittäin hyvin kannattavuuteen, sillä yksi lisämatkustaja aiheuttaa vain vähän lisäkuluja (korkea raja-tuotto) ja lisämatkustaja käyttää tyypillisesti myös laivalla jotain Tallinkin tarjoamista palveluista. Lyhyellä tähtäimellä kiinteä kulurakenne selittää myös liiketoiminnan voimakasta kausiluonteisuutta (merkittävä osa tuloksesta tehdään Q2:n lopun ja Q3:n alun lomakauden aikana). Lyhyellä tähtäimellä kiinteän kulurakenteen ja matkustajamäärän sekä vähittäiskauppavolyymien linkin takia laivayhtiöllä

onkin tyypillisesti houkutus täyttää laivojaan hinnoittelun kustannuksella, joka on myös johtanut ankaraan hintakilpailuun alalla.

Käyttöpääoma on negatiivinen

Laivayhtiöiden asiakkaat maksavat liput ostohetkellä, mutta matka toteutetaan keskimäärin joitakin viikkoja tai päiviä maksun jälkeen. Näin ollen yhtiö saa jonkin verran etumaksuja. Vastaavasti yhtiö joutuu ostamaan myytäviä tuotteita ja polttoainetta varastoon, mutta ostoihin Tallink saa tyypillisesti maksuajan. Lisäksi saamisiin kertyy myyntisaamisten lisäksi valtion merimiehille myöntämät palkkatuet. Näistä eristä muodostuva Tallinkin käyttöpääoma on ollut historiallisesti negatiivinen (13-18: ka. -7 %), mikä tarkoittaa, että yhtiön juoksevaan liiketoimintaan ei sitoudu rahaa (ts. kassaan tulee nopeammin rahaa kuin sieltä lähtee). Negatiivinen käyttöpääoma on sijoittajille positiivinen asia, sillä se keventää tasetta ja vähentää yrityksen rahoitustarvetta.

Laivaliiketoiminnan pääomaintensiivisyys riippuu liiketoimintamallista

Laivaliiketoiminnassa pääomien sitoutumisen voimakkuus riippuu liiketoimintamallista, sillä laivojen omistus on mahdollista ulkoistaa toiselle laivayhtiölle, mutta näkemyksemme mukaan laivojen vuokraaminen on suhteellisen harvinaista nykypäivänä. Laivojen omistaminen vaatii suuria investointeja alusten ostoon sekä myöhemmin niiden huoltoihin ja perusparannuksiin, mutta vastapainona laivojen vuokrausmenot operointikuluineen ovat pitkien ja kiinteiden

vuokrasopimusten myötä myös selvä taakka, jos reitti tai markkina ei vedäkään toivotulla tavalla. Markkinan tai reitin kysynnän kuihtuessa voi oman laivan joustavammin vuokrata eteenpäin paremmille vesille, kun taas vuokralaivalla ollaan hyvin pitkälti kytköksissä sopimusehtoihin ja edelleenvuokraus on harvoin kannattavaa.

Tallink on aikaisemmin toiminut leasing-laivayhtiönä vuoteen 1997, jolloin se rupesi rakentamaan omaa laivastoaan ja pikkuhiljaa muuttamaan liiketoimintamalliaan kohti laivoja omistavaan malliin. Yhtiö oli vaikeuksissa vuonna 1996 leasing-liiketoimintamallinsa kanssa, mutta toimiva johto suoritti yrityskaupan (MBO), jolla se pystyi jatkamaan toimintaa. Nyt yhtiö omistaa kaikki laivansa ja vuokraa eteenpäin yhtä laivaansa. Tallinkin kiinteä omaisuus (valtaosin laivoja) vastaa noin 85 % taseen loppusummasta, joten yhtiön toimintamalli on hyvin pääomaintensiivinen. Taseen laivaston arvonmääritys on suoritettu säännöllisesti itsenäisten laivavälittäjien toimesta, ja sen tasearvo antaa näkemyksemme mukaan suhteellisen hyvän arvion yhtiön myytävissä olevasta varallisuudesta. Rajun pääomaintensiivisyyden myötä yhtiön ja alan pääoman tuottoluvut ovat matalat, mutta yhtiö pystyy toimimaan itsenäisesti eikä ole riippuvainen laivojen vuokraajista.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia 1/1

Tallinkin visiona ja strategian pohjana on olla Euroopan markkinoiden pioneeri loma- ja työmatkoissa sekä merikuljetuksissa. Yhtiön strategian ja siihen pohjautuvat pitkän aikavälin tavoitteet muodostuvat 6 kulmakiven kautta:

- 1. Moderni laivasto** antaa yhtiölle etua kustannustehokkuuden kannalta. Yhtiön laivojen keski-ikä on alle 20 vuotta laivojen eliniän ollessa parhaimmillaan 40 vuotta. Lisäksi laivat omaavat jääluokituksen, joka mahdollistaa ympärivuotisen operoinnin Itämerellä joistain kilpailijoista poiketen.
- 2. Laaja reittiverkosto** mahdollistaa yhtiölle jalansijan useissa talousalueissa. Yhtiön neljästä reitistä pääpaino on kuitenkin Viro-Suomi -reitissä.
- 3. Vahvat brändit** yhtiön Tallink ja Silja Line -konsepteilla. Brändit yhdistetään yleensä laadukkaaseen kokemukseen, joka myös antaa näkemyksemme mukaan jossain määrin hinnoitteluvoimaa yhtiölle.
- 4. Korkeat turvallisuus- ja ympäristöstandardit** vahvistaa myös mielikuvaa yhtiöstä ja sen luotettavuudesta. Vuonna 2017 yhtiö ei joutunut perumaan yhtään 9966 matkastaan, mikä on operatiivisesti hyvä suoritus.
- 5. Uskollinen asiakaskunta** muodostuu yli 2,5 miljoonasta One Club -jäsenestä, jotka tekevät noin kolmanneksen kaikista matkoista. Club One jäsenien määrä kasvaa noin 10 % vuosivauhtia. Asiakaskunnan laajentamiseksi yhtiö tekee yhteistyötä

Alibaban ja Tencentin WeChatin kanssa mahdollistaakseen helpon matkustamisen Aasiasta tuleville.

- 6. Laajan tarjonnan** ansiosta yhtiö pystyy palvelemaan asiakkaita joka hintaluokassa. Laajat laivapalvelut ja -kaupat vaativat kuitenkin jatkuvaa ylläpitoa asiakastrendien mukaan.

Strategian kulmakivet ovat näkemyksemme mukaan vankalla pohjalla, mutta yhtiö on hyvin riippuvainen yhdestä reitistään ja sen vetovoimasta. Muiden reittien tehokkuuden tai kysynnän nosto ei kuitenkaan ole varsin kypsillä markkinoilla helppoa.

Pitkän aikavälin tavoitteet arvon ja kannattavuuden parantamiseksi

Yhtiöllä ei ole lyhyen aikavälin ohjeistusta, vaan se keskittyy pitkän aikavälin tavoitteisiin:

- 1. Volyymien kasvatus ja markkina-aseman vahvistaminen**
- 2. Korkea asiakastytyväisyys**
- 3. Optimaalinen velka-asema mahdollistaakseen kestävänsä osingonjaon**
- 4. Kustannustehokkaat operaatiot**
- 5. Kehittää laaja valikoima palveluita ja etsiä uusia kasvumahdollisuuksia**

Yhtiö ei anna numeerisia tavoitteita, mikä heikentää mielestämme näkyvyyttä yhtiön toimintaan ja kertoo samalla rajallisista kasvun ja

kannattavuuden parannusmahdollisuuksista.

Volyymien kasvattaminen ja markkina-aseman ylläpito on yhtiön kannalta kriittistä kokoajan kiristyvässä kilpailukentässä. Viime aikoina yhtiö on pystynyt pitämään kiinni osuuksistaan ja osittain jopa kasvattamaan niitä. Yhtiöllä on yli 50 %:n markkinaosuus kaikilla reiteillään markkinan ollessa jakautunut periaatteessa 2-3 pelurin kesken.

Kustannustehokkuus on selvästi viime vuoden aikana parantunut yhtiön reiteillä, mikä on johtanut myös kannattavuuden nousuun. Kannattavuuden osalta pidämme pitkällä aikavälillä 8 %:n historiallista liikevoittomarginaalin tasoa realistisena tavoitteena.

Tallink tavoittelee mielestämme selvästi osinkoyhtiön asemaa, ja on viestinyt osinkopolitiikkansa olevan vakaata lähivuosina. Tarkoituksena on pitää minimiosinko 0,05 eurossa per osake (aik. 0,03 euroa per osake), jos yhtiön taloudellinen tila sen sallii. Näkemyksemme mukaan yhtiön vakaa liiketoiminta, selvästi parantunut velka-asema ja tehokkaampi laivasto mahdollistaa vakaamman kassavirran, jolla ylläpitää 0,05 euron osinkoa, mutta osingon kasvattaminen ilman tuloskasvua on vaikeaa.

Uusista kasvumahdollisuuksista hyvä esimerkki on yhtiön Burger King -ravintoloiden perustaminen Baltian maihin. Tämä tuo liiketoimintaa päämarkkinan ulkopuolelta ja luo tuloskasvumahdollisuuksia.

Strategia



Toimiala ja kilpailu 1/2

Taluskasvu hidastumaan päin

Laiva- ja risteilytoiminta on suhteellisen defensiivinen toimiala varsinkin Itämeren alueella, kuten aikaisemmin totesimme. Rahtimarkkinat liikkuvat yleisen taloustilanteen mukaan enemmän, mutta sen vaikutus on kuitenkin pienempi yhtiölle ja pitkät asiakassuhteet luovat vakautta. Yleinen taluskasvunäkymä yhtiön toimintamaissa on ollut hieman epävarma viimeisen 12 kuukauden aikana, mutta kuluttajien ostovoima on pysynyt hyvällä tasolla, eikä talouden hidastuminen ole vaikuttanut yhtiöön merkittävään negatiivisesti. Kuluvana vuonna taluskasvun odotetaan jatkuvan hidastumistaan ja rahtiin tällä on käsityksemme mukaan ollut jo pieni vaikutus, mutta myös vertailukaudet ovat olleet rahdille vahvoja. Nyt oikeastaan palataan enemmän normaaleille tasoille. Pitkällä aikavälillä maiden taluskasvu ja kulutusnäkömät ovat hyvät ja etenkin Baltian maiden ostovoiman kasvu voisi ruokkia Tallinkin kysyntää merkittävästi.

Tallink hallitsee kilpailukenttää

Tallinkilla on kaksi pääkilpailijaa Itämeren matkustajaliikenteessä. Viking Line on suomalainen laivavarustamo, joka operoi Suomen, Viron ja Ruotsin välillä Tallinkia suppeammalla reittikartalla ja laivastolla. Viking Line on Tallinkin pääkilpailija varsinkin matkustajaliikenteessä. Toinen pääkilpailijoista, Eckerö-konserni, toimii kahdella aluksellaan Viron ja Suomen välisellä reitillä, yhdellä Suomen ja Ruotsin välisellä reitillä ja 4 muulla laivalla Itämeren alueella. Lisäksi kilpailukentässä on pienempiä toimijoita, joilla on esimerkiksi siirtymiin erikoistuneita aluksia.

Kuten seuraavan sivun taulukosta näkee, Tallink on suurempi toimija laivoilla, reiteillä, matkustajamäärillä ja rahtimäärillä mitattuna laivojen keski-ikä ollessa samalla kilpailijoita matalampi. Rahtiliikenteessä Tallinkin kanssa kilpailee myös DFDS, Stena Line ja osana Grimaldi Groupia toimiva Finnlines. Myös liikevaihdoltaan Tallink on pääkilpailijoitaan isompi toimija ja näin ollen sillä on puolellaan liiketoiminnassa melko selvä skaalaetu. Myös Tallinkin kannattavuus on ollut kilpailijoita parempi historiallisesti sen paremman tehokkuuden myötä.

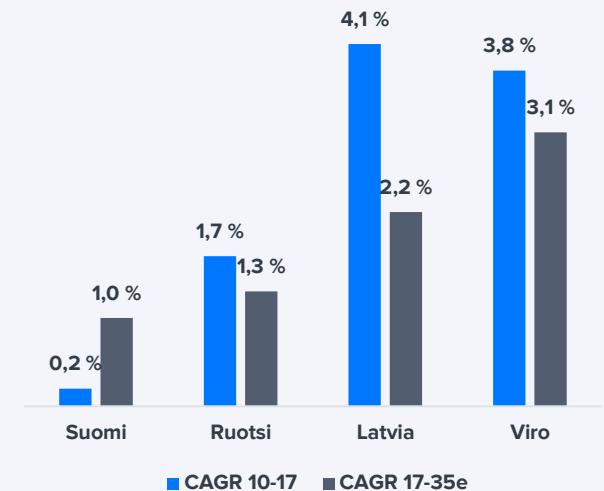
Markkinaosuuksia reiteittäin ja matkustajamäärittäin katsottuna Tallink on yleisesti pystynyt pitämään kiinni niistä viimeisten vuosien aikana. Tärkeimmällä Viro-Suomi -reitillä Tallinkilla oli vuoden 2018 lopussa noin 57 %:n markkinaosuus, kun se vuonna 2014 oli 55 %. Suomi-Ruotsi markkinalla Tallink oli vuonna 2018 markkinajohtaja noin 57 %:n markkinaosuudellaan, kun se vuonna 2014 oli 53 %. Suomi-Ruotsi -reitti on kahden kauppa, kun Viking Linen markkinaosuus oli vuonna 2018 noin 43 %. Tallink otti toissa vuonna merkittävästi markkinaosuutta etenkin Helsinki-Tallinna -reitillä. Markkinaosuudet kuitenkin näkemyksemme mukaan tasoittuvat ajan kuluessa ja Viking Linen uusi laiva vuonna 2021 varmasti viimeistään tasoittaa tilannetta. Viron ja Ruotsin sekä Latvian ja Ruotsin markkinoilla yhtiön markkinaosuus on 100 %, sillä näillä reiteillä Tallink on ainoa päivittäisen matkustajaliikenteen tarjoaja ja Latvia-Ruotsi reitillä ainoa ro-ro -rahtikuljettaja.

Taluskasvu hidastuu (BKT-%)

	2018	2019e	2020e	2021e
Suomi	1,7 %	1,4 %	1,1 %	1,0 %
Ruotsi	2,3 %	1,1 %	1,0 %	1,4 %
Latvia	4,6 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %
Viro	4,8 %	3,2 %	2,1 %	2,4 %

Lähde: Euroopan komissio

Reaalitulojen kasvuennusteet positiivisia Tallinkille



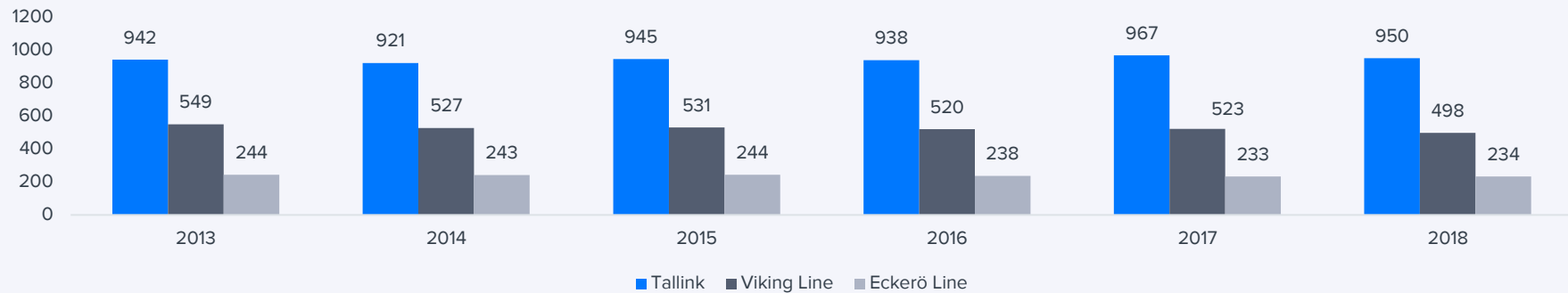
Lähde: Inderes, Tallink, Oxford Economics

Keskeiset kilpailijat

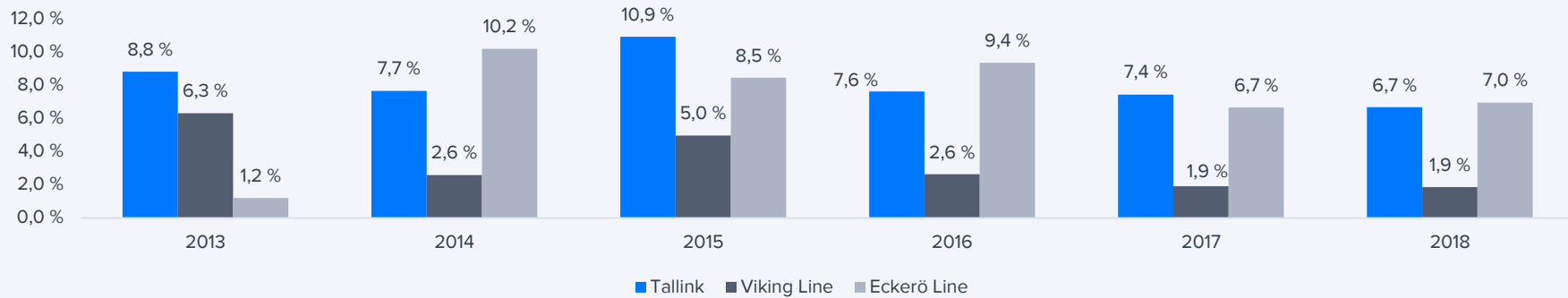


Laivat	14	7	7
Laivojen keski-ikä	19	26	26
Reittien määrä	5	3	4
Matkustajat (2018 milj.)	9,8	6,4	3,4
Cargo-yksiköt (2018, tuhatta)	385	129	91

Liikevaihto



Liikevoitto-%



Toimiala ja kilpailu 2/2

Raskas tase laskee tuottolukuja

Vaikka Tallinkin kannattavuus on ollut pääkilpailijoita viime vuosina hieman parempi, näkyy yhtiön vahva ja raskas tase selkeämmin tuottoluvuissa. Pääoman tuottoluvut alalla ovat yleisesti huonot ja niissä Tallink on suoriutunut hieman kilpailijoita heikommin kertaluonteisten tuottojen nostettua Eckerö Linen ja Viking Linen tuottolukuja. Raportoitu keskimääräinen ROE-% on vuodesta 2013 ollut Tallinkilla noin 5 %, kun Viking Linellä ja Eckerö Linellä se on ollut paljon volatiilimpaa ja keskimäärin noin 8 %. Kertaluonteisista erät ovat nostaneet Eckerö Linen tulosta vuosina 2014-2016. Viking Linen Isabella-aluksen myynti paransi yhtiön tulosta vuonna 2013 noin 22,8 MEUR ja vuonna 2014 yhtiö myi Alandia Forsäkring AB:n osakkeita saaden niistä 27,7 MEUR:n kertaluonteisen erän. Ilman kertaluonteisia eriä Viking Linen ROE-% olisi keskimäärin ollut noin 5-6 % ja Eckerö Linellä noin 4 %, jotka ovat jo lähempänä Tallinkin 6 %:n tasoa.

Alalletulon esteet

Alalletulon esteet rajaavat uusien toimijoiden tuloa alalle, mutta myös heikko tuottopotentiaali isoine investointeineen rajaa myös uutta kilpailua. Esimerkki esteistä on, että satamilla on rajattu määrä kapasiteettia ja lähtöpaikkoja, ja ne ovat pääosin täyskäytössä. Uudet laivat ja satamapaikat vaatisivat investointeja molemmilta osapuolilta. Lisäksi parhaimmat lähtöajat on satamista pääosin jo varattu. Ala vaatii myös suuren alkuinvestoinnin ja sekä jatkuvia ylläpitokustannuksia laadun varmistamiseksi sekä tiukkojen turvallisuusmääräysten ja muuttuvien olosuhteiden vuoksi. Tallinkilla on lisäksi tärkeimmällä reitillään

Viron ja Suomen välillä myös selkeä etu muihin matkustusmuotoihin. Vuonna 2016 lahden yli matkaavista henkilöistä 97 % teki matkaa laivoilla, kun matka parhaimmillaan kestää vain 2 tuntia, eikä esimerkiksi turvatarkastuksiin tarvitse varata tunteja ylimääräistä aikaa.

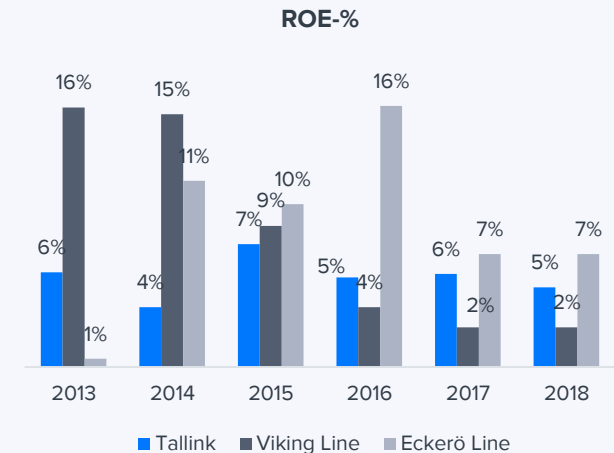
Itämeren olot tuovat pientä kilpailuetua

Itämeren poikkeavat olosuhteet ja kalustovaatimukset vaikeuttavat uusien kilpailijoiden esiintuloa. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia matalampia. Näin ollen osa väylällä käytettävistä alustyypeistä ei sovellu Itämerellä ympärivuotiseen käyttöön. Tallinkilla kaikki laivat ovat jäävahvistettuja, joten ne pystyvät operoimaan koko vuoden ympäri muodostaen yhden Tallinkin selkeistä kilpailueduista. Lisäksi Tallink omaa nopeimman vuoden ympäri kulkevan laivamatkan Tallinnan ja Helsingin välillä (2h) ja tarjoaa myös kilpailijoita enemmän lähtöjä.

Markkinassa vain pieni kasvuvära

Arviomme mukaan Itämeren alueen risteily- ja lauttamarkkina on noin 1,8-2 miljardia euroa, josta kolme isoimman Tallinkin, Viking Linen ja Eckerö Linen osuus on noin 80-90 %. Yhtiöiden kasvu on ollut hidasta ja kertoo markkinakasvun olemattomuudesta. Myöskään tulevaisuuden kasvu meidän näkemyksemme mukaan ei tule olemaan toimintamaiden BKT:n kasvua vahvempaa. Emme odota myöskään dramaattisia muutoksia Itämeren kilpailutilanteeseen, vaan odotamme sen pysyvän verrattain vakaana tai hieman kiristyvänä.

Pääoman tuotto vs. pääkilpailijat



Taloudellinen tilanne 1/3

Kulurakenne suoraviivainen

Tallinkin kvartaaleittain raportoitavassa kulurakenteessa on kolme merkittävää kuluerää eli myyntiä vastaavat kulut, hallintokulut ja myynti- ja markkinointikulut. Lisäksi yhtiö saa maltillisessa mittakaavassa liiketoiminnan muita tuloja sekä maksaa liiketoiminnan muita kuluja. Kolme ensimmäistä erää yhtiö avaa tarkemmin tilinpäätöksen liitetiedoissa vuositasolla ja tätä kautta vuositason kustannusrakenteesta on saatavilla melko hyvä kuva.

Ostot on suurin kuluerä

Tallinkin kuluista valtaosa kuuluu supistetun tuloslaskelman erään myyntiä vastaavat kulut. Suurin yksittäinen kuluerä tässä potissa ovat myytyjä tuotteita vastaavat kulut eli käytännössä vähittäismyytavien tuotteiden ja ravintoloiden materiaalien ostot. Tämä täysin muuttuva kuluerä oli toissa vuonna noin 23 % yhtiön liikevaihdosta. Osuudessa on ollut lievää kroonista painetta ylöspäin viimeisen 10 vuoden aikana. Tämä heijastelee arviomme mukaan ainakin osin vähittäiskaupan tuotemixin muutosta. Sen myötä kasvussa ovat segmentit, joissa Tallinkin hinnoitteluvoima on rajallinen, kun taas vanhoissa korkean katerakenteen (esim. alkoholi) segmenteissä on lievää laskupainetta kiristyvän politiikan ja kuluttajatrendien myötä.

Liiketoiminta on myös henkilöntensivistä

Yhtiön toiseksi suurin kuluerä ovat henkilöstökulut, jotka ovat reilut 20 % Tallinkin liikevaihdosta. Liiketoiminta on siten pääomaintensivisyyden lisäksi melko henkilöstöriippuvaista, vaikka yhtiön henkilöstön

kulutaakkaa laskeekin huomattavasti se, että Tallink saa Suomesta ja Ruotsista palkkatukea (2018: 36 MEUR). Käytännössä tämä vastaa noin työnantajan sosiaalimaksujen määrää Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiö työllistää Suomen ja Ruotsin lisäksi etenkin virolaisia ja arviomme mukaan yhtiön henkilöstörakenne on maamixin ansiosta kilpailukykyinen suhteellisesti (Virossa alemmat, mutta enemmän nousupaineita kohtaavat palkat). Yhtiön keskipalkoissa on ollut viime vuosina lievää painetta ylöspäin.

Satama- ja lastausmaksut

Kolmanneksi suurin kuluerä on satama- ja lastausmaksut, jotka ovat vastanneet reilua 10 % yhtiön liikevaihdosta viime vuosina. Erä on ollut melko vakaa absoluuttisesti ja arviomme mukaan se korreloi pitkälti rahti- ja matkustajavolyymin ja operoidun reittivolyymin kanssa. Näin ollen tämä erä sisältää sekä kiinteitä että muuttuvia elementtejä lyhyellä tähtäimellä ja kohtaa todennäköisesti maltillista inflaatiopainetta myös jatkossa.

Polttoainelasku heiluu markkinatilanteen mukana

Tallinkin neljänneksi suurin kuluerä oli toissa vuonna polttoainekulut, joiden osuus liikevaihdosta oli noin 11 % vuonna 2018. Tämä erä muodostuu melko suoraan raakaöljyn hinnan kanssa korreloivien polttoöljyjen ja nesteytetyn maakaasun hintojen sekä laivojen lähtömäärien tulona. Näin ollen polttoainelasku voi heilua rajustikin melko nopeasti, sillä öljyn hinta on tyypillisesti volatiilista. Suhteellisesti Tallink on mielestämme modernin laivastonsa ansiosta kilpailukykyinen polttoaineen kulutuksen suhteen,

mutta liikevaihtopuolen haastavan dynamiikan takia polttoaineen hintojen muutokset heiluttavat tyypillisesti konsernin kannattavuutta.

Poistotas on taseeseen nähden kohtuullinen

Viidenneksi suurin kuluerät ovat poistot, joka koostuu pääosin laivojen arvonalentumisesta. Tämä erä on luonnollisesti laskennallinen eikä sillä ole kassavaikutusta. Laivojen pitkien pitoaikojen takia poistot ovat alle 10 % liikevaihdosta taseen merkittävästä omaisuusmassasta huolimatta. Poistot ovat lyhyellä tähtäimellä kiinteitä ja pitkällä tähtäimelläkin niiden joustovara on varsin heikko (ts. vaatii laivojen omistusjärjestelyitä).

Operointikulut ovat olleet melko vakaita

Kuudes suuri kuluerä Tallinkille ovat laivojen operointikulut, joiden osuus oli viime vuonna noin 8 % liikevaihdosta. Tähän erään kuuluvat esimerkiksi laivojen yllä- ja kunnossapito ja kaikki muut laivoihin liittyvät kulut, jotka eivät kohdistu selvästi muille kuluriveille. Arviomme mukaan tämä erä on melko kiinteä laivaston kokoon ja käyttötunteihin suhteutettuna.

Loput kuluista koostuvat pienistä puroista

Loput Tallinkin kuluerät ovat pakettimatkoihin liittyvät kulut, markkinointikulut sekä muut kulut. Näiden osuus on noin 1-5 % liikevaihdosta. Arviomme mukaan näissä kuluerissä on lyhyellä tähtäimellä sekä liikevaihtotason mukana muuttuvia (esim. myynti- ja markkinointi) että kiinteitä kulueriä (esim. muut kulut). Kulurakenteen kokonaiskuvan kannalta näiden erien merkitys on rajallinen emmekä usko niissä olevan huomattavia muutospaineita kumpaankaan suuntaan.

Taloudellinen tilanne 2/3

Kulurakenne on kiinteä, liiketoiminnassa voimakas kausiluonteisuus

Kuten kuluerien tarkastelu osoittaa, Tallinkin kulurakenne on etenkin lyhyellä tähtämellä varsin kiinteä. Vuoden tähtämellä kiinteiden kulujen osuus on arviomme mukaan noin 30-35 %. Kun kiinteä kulurakenne yhdistetään liikevaihdon kvartaalitasoin voimakkaaseen vaihteluun matkustussesonkien mukaan, on selvää, että myös yhtiön tulokertymä on vuoden mittaan melko epätasaista. Käytännössä Tallink tekeekin valtaosan tuloksestaan Q2:lla ja Q3:lla (Q2:n lopussa ja Q3:n alussa), kun taas Q1:n tulos on tyypillisesti tappiollinen. Sijoittajien kannalta voimakas kausiluonteisuus nostaa mielestämme jossain määrin riskitasoa, mutta liiketoiminnan logiikan takia tilannetta on vaikea muuttaa.

Valuuttariskit ovat rajallisia

Tallinkin liikevaihdosta valtaosa kertyy euroissa (Suomi ja Viro), mutta yhtiöllä on jonkun verran myyntiä myös Ruotsin kruunuissa ja näin ollen yhtiö altistuu jossain määrin EUR/SEK-valuuttaparin suorille (esim. myynnin transaktioriski) ja epäsuorille (esim. valuuttojen arvojen vaikutus Ruotsin houkuttelevuuteen matkakohteena tai kääntäen vaikutus ruotsalaisten ostovoimaan) kurssiriskeille. Arviomme mukaan riski ei kuitenkaan ole erityisen merkittävä, kun huomioidaan, että joitakin Ruotsin operaatioiden kuluja on myös kruunuissa. Kulurakenne on pääosin euroissa, mutta polttoaineostoissa yhtiö altistuu ainakin epäsuorasti EUR/USD-valuuttariskille, sillä öljykauppaa käydään perinteisesti dollareissa.

Polttoainelaskun kokoluokka ja valuuttaparin tyypillinen vaihteluväli huomioiden riski ei kuitenkaan ole mielestämme merkittävä.

Rahoituskulut ovat kohtuullisella tasolla, veroaste on matala

Tallinkin nettorahoituskulut ovat laskeneet noin 20 MEUR:n tasolle, mikä heijastelee laskenutta velkamäärää sekä keskikorkoa. Korkojen lisäksi rahoituskuluihin sisältyy maltillisia tuottoja tai kuluja valuutta- sekä korkoriskien hallinnasta. Kokonaisuutena rahoituskulut vastaa noin 2 % yhtiön liikevaihdosta, mitä pidämme siedettävänä tasona, kun huomioidaan liiketoiminnassa tarvittava velkavipu. Yhtiön velkasalkun keskikoron arviomme olevan noin 3,5-4,5 %:n tasolla.

Verojen tulosrasitus on maltillinen, sillä Virossa tilikauden voitosta maksettavaa yhteisöveroa ei ole. Tämä on positiivinen asia yhtiön kannalta, sillä tätä kautta yhtiölle jää tarvittaessa hyvin omia pääomia toistuvien investointitarpeiden rahoittamiseen. Tallink maksaa 20 % veroa ulosmaksettavasta osingosta. Näin ollen tuloslaskelman efektiivinen veroaste on viime vuosina vaihdellut pääosin yhtiön osingonmaksupäätösten mukaan 2-15 %:n välillä ja tämä vaihtelu tulee myös jatkumaan.

Taseessa suurin omaisuuserä on luonnollisesti laivat

Tallinkin taseessa suurin omaisuuserä on kiinteä omaisuus, jota Q3'19:n lopussa yhtiöllä oli taseessaan 1,4 miljardia euroa. Arviomme mukaan tämä kirjanpitoarvo (sis. toteutetut poistot) on

kurantti ja konservatiivinen suhteessa omaisuuden käypään arvoon, sillä ulkopuoliset auditoijat tarkastavat laivojen tasearvot säännöllisesti ja historiallisesti Tallink on myös kirjannut laivakaupoista maltillisia myyntivoittoja. Aineetonta omaisuutta, kuten tavaramerkin arvoa (poistetaan) ja pienessä mittakaavassa liikearvoa (ei poisteta), yhtiön taseessa oli Q3'19:n lopussa 45 MEUR. Muut pitkäaikaiset omaisuuserät olivat pieniä.

Lyhytaikaisessa omaisuudessa iso erä oli kassa, jota yhtiöllä oli Q3'19:n lopussa 38 MEUR. Kassa on laskenut viime vuodesta yhtiön maksaessa isompia osinkoja ja lainojaan takaisin. Kassapositio heiluu vuoden aikana jonkun verran liiketoiminnan kausiluonteisuuden mukaan. Lisäksi yhtiö teki viime vuonna paljon ylläpitoinvestointeja laivoihin ja maksoi ennakkomaksun uudesta laivasta. Saamia yhtiöllä oli noin 48 MEUR, kun taas polttoainevarastoihin ja myytävien tuotteiden sekä materiaalien varastoihin oli sitoutunut 38 MEUR. Loput erät lyhytaikaisessa omaisuudessa ovat arviomme mukaan pieniä.

Taseen toisella puolella yhtiön osakkeenomistajille kuuluva omapääoma oli Q3'19:n lopussa 818 MEUR. Korollisia velkoja oli 565 MEUR, jotka koostuivat pääosin pitkistä pankkilainoista. Ostovelkoja (sis. vähittäismyyttävät tuotteet ja ravintoloiden materiaalit) yhtiöllä oli Q3'19:n lopussa noin 100 MEUR. Muut taseen vastuut ovat yhtiön taseen kokoluokkaan suhteutettuna melko pieniä.

Taloudellinen tilanne 3/3

Tase on raskas, mutta hyvässä kunnossa

Tallinkin taseen loppusumma oli Q3'19:n lopussa 1564 MEUR. Taso on melko korkea jopa suhteessa moniin muihin Helsingin pörssin pääomavaltaisiin yhtiöihin, kun sen suhteuttaa yhtiön liikevaihdon tämänhetkiseen vajaan miljardin euron juoksuvahtiin. Tase kuvaa hyvin Tallinkin liiketoiminnan pääomavaltaisuutta, joka johtuu kilpailukyvyn kannalta välttämättömistä ja pitkällä aikavälillä toistuvista laivainvestoinneista. Sijoittajien kannalta tämä on mielestämme negatiivinen asia, sillä suuri pääosin laivoissa kiinni oleva omaisuusmassa on erittäin vaikea saada tuottamaan kunnolla ja luomaan taloudellista lisäarvoa (ts. pääoman tuotto ylittää pääoman kustannuksen). Pääoman tuoton kannalta keskeisessä roolissa on kannattavuus, sillä nykyisellä liiketoimintamallilla yhtiön on mielestämme vaikea pienentää tasettaan merkittävästi ja parantaa pääoman tuottoa taserakennetta keventämällä. Yhtiön kroonisesti matala pääoman tuottopotentiaalia painaa mielestämme myös Tallinkin osakkeelle hyväksyttävää arvostusta.

Vuoden 2018 lopussa Tallinkin omavaraisuusaste oli 57 % ja nettovelkaantumisaste 50 %. Arviomme mukaan taserakenne on jo yhtiön mukavuusalueella eikä velkavipua ole mielestämme perusteltua ajaa selvästi alemmas liiketoiminnan raju pääomavaltaisuus huomioiden. Periaatteessa liiketoiminta tarvitsisi enemmänkin vipua oman pääoman tuoton näkökulmasta tarkasteltuna (teoriassa stabiili liiketoiminta ja

taseen likvidi omaisuusmassa mahdollistaisivat myös aggressiivisemmän velan käytön), mutta historiallisten syiden (yhtiö on ollut velkaongelmissa) arviomme johdon suhteutuvan velan käyttöön konservatiivisesti. Lisäksi vivun lisääminen vaatisi mielestämme käyttökateen parantamista, jotta Q3:n lopun nettovelka/käyttökate-suhde ei kiipeäisi olennaisesti ylemmäs (Q3'19: 3,3x).

Investoinnit ja osinkopotentiaali

Kuten todettua Tallinkin liiketoiminta vaatii toistuvia investointeja laivoihin, jotta yhtiön tarjoama pysyy kuluttajille kilpailukykyisenä laivasto pysyy polttoainetehokkaana. Investoinnit uusiin laivoihin tulevat tyypillisesti portaittain. Seuraavan uuden laivan yhtiö saa vuonna 2021 (merkittävä osa maksusta ajoittuu myös toimitusvuodelle, vaikka Tallink maksaa osan laivasta ennakoon), kun Rauman telakalta syksyllä 2018 tilattu noin 250 MEUR:n arvoinen Helsingin-Tallinnan väliseen liikenteeseen kaavailtu ro-pax-lautta MyStar valmistuu. Arviomme mukaan investointia varten tullaan hakemaan vieraan pääoman rahoitusta maksun tullessa ajankohtaiseksi. Viime vuoden ja tämän vuoden puolella arviomme mukaan laivasta maksetaan 30 % (+70 MEUR) ja loput kohteen valmistuessa, mikä näkyy myös investointiennusteissamme lähivuosille.

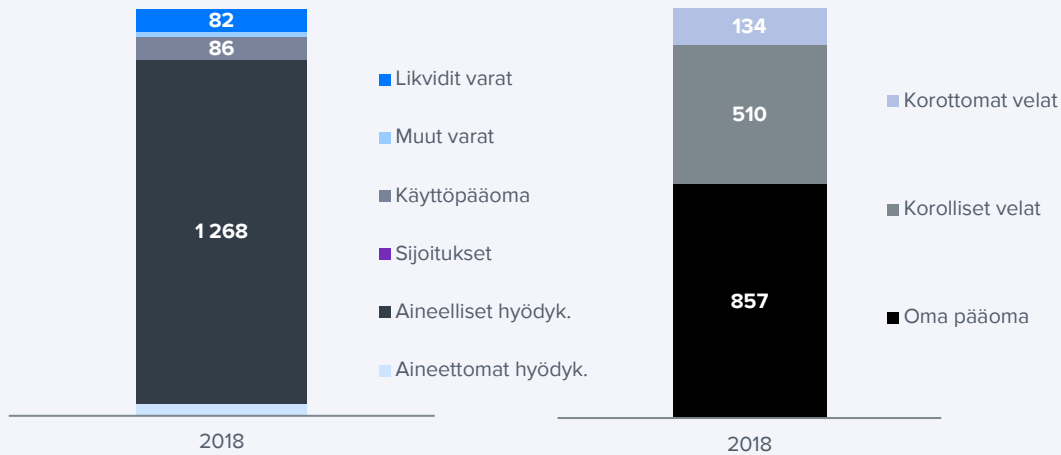
Portaittaisten laivainvestointien lisäksi yhtiön pitää sijoittaa nykyisten laivojensa ravintola- ja vähittäismyyntikonseptien uudistamiseen, huoltoon sekä it-infran kaltaisiin hankkeisiin noin

15-30 MEUR vuodessa. Nämä on ylläpidon kaltaisia toistuvia investointeja, joskin laivojen telakoitumisaikataulut voivat heiluttaa juoksevia investointitarpeita hieman eri vuosien kesken. Toistuvat investointitarpeet syövät tyypillisesti tuntuvan osan yhtiön liiketoiminnan kassavirrasta normaaleinkin vuosina ja suurinvestointien aikaan yhtiön vapaa kassavirta on luonnollisesti raskaasti negatiivinen. Arviomme mukaan viime vuosi oli yhtiölle selkeä piikki ylläpitoinvestoinneissa ja ne tulevat hieman laskemaan seuraavina vuosina. Yllättävät laivojen rikkoutumiset tai muut voivat kuitenkin muuttaa investointitarvetta nopeastikin.

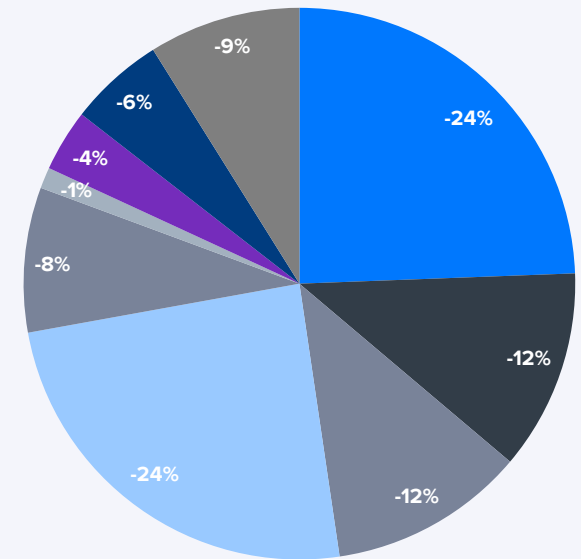
Kroonisesti korkeista investointitarpeista huolimatta Tallinkin osinkopotentiaali on mielestämme kohtuullisen vakaa, sillä yhtiön velkataso on jo mukavuusalueella, eikä yhtiön tarvitse arviomme mukaan allokoita merkittäviä pääomia velkojen lyhentämiseen. Näin ollen yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset pitää lähivuosien pohjaosinkonsa tavoitteidensa mukaisesti 0,05 eurossa. Lähivuosien osinkotason kannalta kriittistä on kuitenkin tulokunto, sillä tuloksen sakatessa yhtiön olisi vaikea ylläpitää osinkoaan, kun huomioidaan myös lähestyvä suuri laivainvestointi.

Taloudellinen tilanne

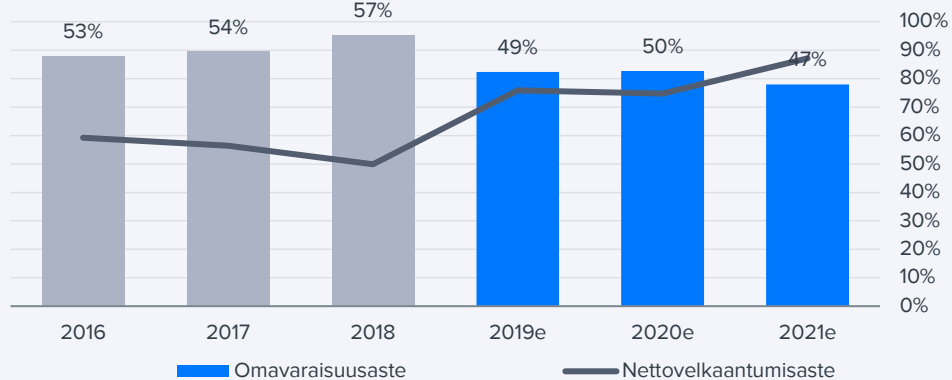
Vastaavaa ja vastattavaa



Kustannusrakenne 2018



Taseen avainlukujen kehitys



- Myytävien tuotteiden ostokulut
- Satama- ja ahtauskulut
- Polttoainekulut
- Henkilöstökulut
- Laivojen operointikulut
- Pakettimyynteihin liittyvät kulut
- Mainoskulut
- Muut kulut
- Poistot

Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

Ennustamme Tallinkin liikevaihdon kehitystä lyhyellä- ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa yhtiön liikennedatan ja sekä yksikkötuottoennusteiden kautta. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta. Pitkän ajan ennusteen pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Tallinkin historiallista kannattavuustasoa.

Isossa kuvassa ennustemme muodostuvat odottamastamme Tallinkin toimintamaiden vakaasti kehittyvästä, mutta hidastuvasta talouskasvusta. Tämä ei vaikuta oleellisesti Tallinkin matkustajaliiketoimintaan, mutta se on jo hidastanut rahdin kasvuvauhtia.

Ennustamme matkustajamäärien kasvavan muutamilla prosenttiyksiköillä ja tukevan kasvua lähivuosina yhtiön pääreiteillä yhdessä piristyneen myynnin myötä. Pienoinen tuloskasvu syntyy korkeampien volyymien ja tehokkuuden nousun myötä. Samalla kustannusinflaatio pitää operointikustannukset myös kuitenkin pienoisella kasvu-uralla. Selkein epävarmuustekijä liittyy kannattavuuden osalta polttoaineen (ts. öljyn) hinnan muutoksiin, joka voi liikuttaa yhtiön kannattavuutta suuntaan tai toiseen huomattavasti lyhyellä aikavälillä.

Vuonna 2019 tulos kasvaa voimalla

Vuosi 2019 on Tallinkin osalta viimeistä neljännestä vaille paketissa, ja ennustamme sen tuovan kokonaisuudessaan merkittävän

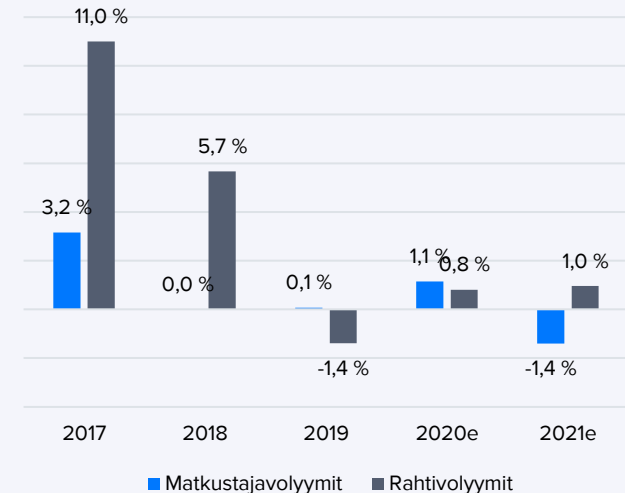
tulosparannuksen vuoteen 2018 verrattuna.

Ennustamme liikevaihdon nousevan noin 0,1 % 951 MEUR:oon (2018: 950 MEUR) myös noin 0,1 % nousseen matkustajavolyymien ja vahvasti kasvaneen Ravintolat ja kaupat -segmentin myynnin myötä. Liikevaihto kärsii kuitenkin ennusteissamme rahtivolyymien ja Rahdin liikevaihdon laskusta sekä Lipputulo-segmentin laskusta.

Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan 13 % noin 71,8 MEUR:oon (2018: 63,5 MEUR) nostoen liikevoittomarginaalin 7,6 %:iin (2018: 6,7 %). Liikevoittoa ja kannattavuutta nostaa etenkin polttoaineen hinnanlasku ja yhtiön onnistuneet suojaustoimenpiteet vuoden 2018 joulukuussa alhaiseen polttoainehintaan. Lisäksi yhtiön piristynyt myynti, Viron alkoholiveron lasku sekä laivojen tehokkuuden nousu on auttanut tulosparannukseen. Q4:llä apua tuo myös vertailukauden noin 1,5 MEUR:n listautumiskulut Helsingin rinnakkaislistauksesta.

Nettorahoituskulujen odotamme olevan hieman vertailukauden alapuolella noin 18,3 MEUR:ssa (2018: 19,0 MEUR). Verotaakka on viime vuodelta selvästi isompi yhtiön jaettua ison osingon viime vuonna. Virossa yhtiö maksaa veroja vain ulos maksamistaan osinkoista, jonka vuoksi efektiivinen veroaste yhtiöllä on alhainen. Verojen jälkeen yhtiön osakekohtainen tulos nousee ennusteillamme 12 % noin 0,067 euroon per osake (2018: 0,060 euroa). Osinkoa odotamme yhtiön jakavan politiikkansa mukaisesti 0,05 euroa per osake.

Matkustaja- ja rahtivolyymien ennusteet



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 2/3

Vuosi 2020 pientä kasvua

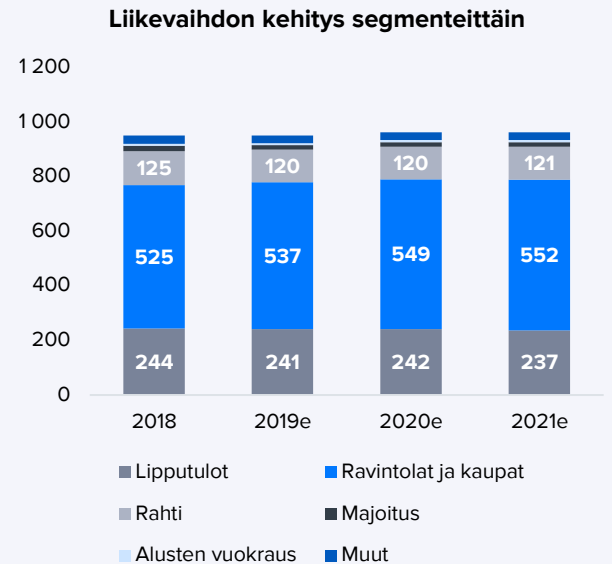
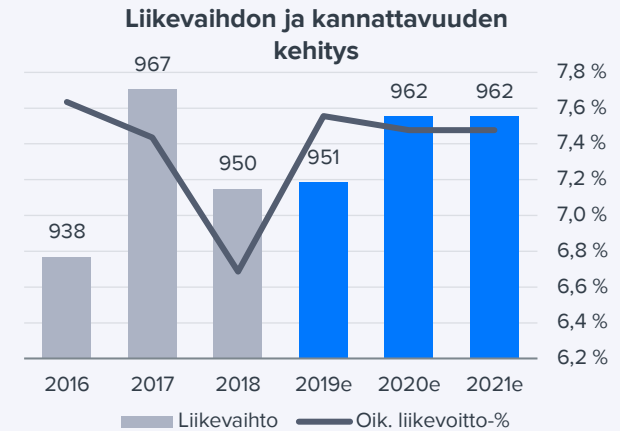
Odotamme kuluvasta vuodesta tulevan lievän kasvun vuosi, jota ajaa ennen kaikkea hyvä kehitys Viro-Suomi -reitillä ja Viro-Ruotsi -reitien volyymin palautuminen vuoden 2019 laskusta. Odotamme yhtiön tärkeimmälle reitille (Viro-Suomi) noin 0,9 %:n matkustajavolyymien kasvua, kun viime vuoden alkoholiveroalennus vielä osittain heijastuu alkuvuoden volyymikasvuun. Muilla reiteillä näemme telakointien olevan hieman viime vuotta alhaisemmalla tasolla, mikä hieman nostaa niiden volyymeja. Operatiivisesti katsottuna arvioimme Ravintolat ja kaupat -segmentin olevan kuluvana vuonna vahva pienen keskiostoksen nousun ja matkustajavolyymien kasvun myötä. Lisäksi ensimmäisten Burger King -ravintoloiden avautuminen Tallinnaan ja muihin Baltian maihin nostaa liikevaihto-odotuksiamme. Muissa operatiivisissa segmenteissä odotamme liikevaihdon olevan joko hieman alhaisempi tai vertailukauden tasolla. Tämän myötä ennustamme kokonaisuudessaan liikevaihdon nousevan 1,2 % noin 962 MEUR:oon.

Oikaistun liikevoiton odotamme liikevaihdon kasvun myötä nousevan 72,0 MEUR:oon marginaalin ollessa 7,5 %:ssa (2019: 7,6 %). Viime vuonna yhtiön tulosta tuki polttoaineen hinnanlasku ja suojaustoimenpiteet. Suojaustoimenpiteitä ei tänä vuonna ole tietojemme mukaan tehty ja odotuksissamme on, että samanlaista hyötyä on vaikea tänä vuonna saada. Öljyn ja polttoaineen hinnanmuutokset

voivat olla nopeita, mutta odotuksissamme on pientä nousua yhtiön polttoainekuluissa nykyisillä öljyn ja polttoaineen hintojen ennusteilla. Muiden kulujen odotamme pysyvän aikalailla ennallaan ja liikevaihdon kasvun tukevan marginaalien pysymistä ennallaan. Yhtiön laivojen ja reittien tehokkuus on käsityksemme mukaan parantunut viime vuosien toimenpiteiden jälkeen. Samalla myynti on uusien ravintola- ja kauppakonseptien myötä parantunut ja kate uusissa tuotteissa noussut. Tämä tukee mielestämme matkaa marginaaliparannukseen myös ensi vuonna.

Vuodesta 2021 eteenpäin

Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon pysyvän ennallaan noin 962 MEUR:ssa. Liikevaihtoa laskee odotuksissamme Viking Linen uuden laivan aloittaminen Suomi-Ruotsi -reitillä, mutta tukee edelleen Burger King -ravintoloiden lisääntyminen. Samalla näemme yhtiön laivojen telakointien taas laskevan hieman vuoden 2021 aikana, kun isoimmat investointivuodet ovat takana. Kannattavuuden odotamme pysyvän edellisvuosien tasolla, mutta lähtevän liikevaihdon kanssa nousee vuonna 2022, kun yhtiön uusiin laivoja (MyStar) valmistuu vuodelle 2022. Odotamme tämän LNG-aluksen tuovan yhtiölle jälleen merkittäviä tehokkuushyötyjä ja uutuuden viehätysten nostavan myös matkustajavolyymeja yhtiön Viro-Suomi -reitillä. Tämän myötä ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon olevan 980 MEUR ja oikaistun liikevoiton nousevan 75,4 MEUR:oon (EBIT-%: 7,7 %).



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2022 jälkeen odotamme yhtiön kasvun olevan keskimäärin noin 1,4 % vuosien 2023-2026 välillä. Tämän jälkeen odotamme kasvun hiipuvan noin 1 %:n ikuisuuskasvuun. Kannattavuuden osalta näemme yhtiön yltävän keskipitkällä aikavälillä noin 8 %:iin, josta se hiipuu noin 7,5 %:n marginaaleihin. Yhtiö on historiallisesti vuodesta 2008 saavuttanut keskimäärin jopa noin 9 %:n liikevoittomarginaalin, mutta mielestämme kiristyvä kilpailu, hidastuva markkinakasvu ja kustannusinflaatio on rajoittanut potentiaalin pitkällä aikavälillä.

Hyvää tuloskasvua

Ennusteillamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvu asettuu noin 6 %:iin vuosien 2018-2021

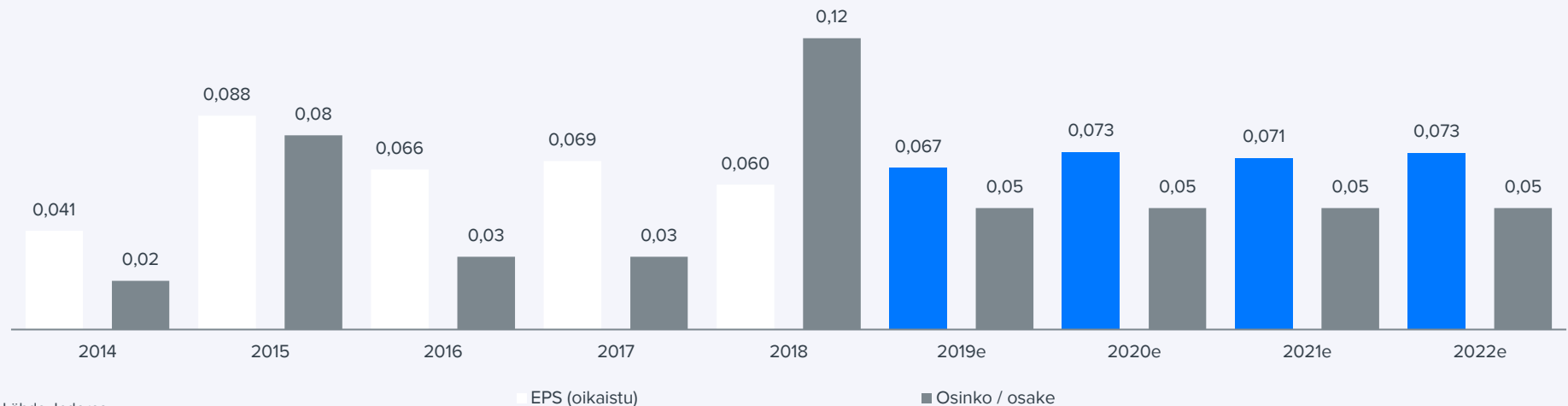
väliselle ajalle (CAGR-%). Vuodesta 2012 vuoteen 2018 asti yhtiön tulos on laskenut keskimäärin noin 5 % vuosittain, joten tulevaisuus näyttää yhtiölle mielestämme valoisammalta.

Isoimpana riskinä ennusteissamme on polttoaineen hinnanmuutokset, jotka voivat nopeastikin muuttaa yhtiön tuloskuvaa positiiviseen tai negatiiviseen suuntaan. Samalla positiivisella puolella riskinä on, että yhtiön tehdyt tehostustoimenpiteet nostavat kannattavuutta lähemmäs yhtiön historiallisia tasoja. Lisäksi matkustajavolyymien kasvu on ennusteillamme vielä aika maltillista ja Aasiasta tai Euroopasta tulevien matkustajien määrä voi osoittautua odotuksiamme isommiksi. Nämä eivät kuitenkaan näkemyksemme mukaan tule kuluttamaan samoja määriä rahaa esimerkiksi hyväkätteiseen

alkoholiin kuin esimerkiksi suomalaiset. Muiden tuoteryhmien (muoti, terveys, kauneus) tällä voi kuitenkin olla odotuksia positiivisempi vaikutus.

Negatiivisena isona riskinä on markkinakasvun odotuksia suuremman hidastumisen. Lisäksi kokoajan kiristyvä kilpailu voi ajaa lippujen ja risteilyjen hintoja odotuksiamme alemmas. Talouskasvun odotuksia nopeampi hidastuminen iskisi näkemyksemme mukaan rahdin kehitykseen, mutta samalla se aiheuttaa yleensä myös polttoaineen hinnanlaskuja, mikä olisi mielestämme jopa yhtiölle nettopositiivista. Myös uusien kasvuaihioiden (Burger King -ravintolat) epäonnistuminen tai odotuksia hitaampi käynnistyminen voisi laskea ennusteitamme, mutta niiden vaikutus lähivuosille on kuitenkin pieni.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	967	184	255	284	227	950	179	256	288	228	951	962	962	980
Tickets	243	40,2	64,3	87,5	51,8	244	37,2	66,2	86,3	51,5	241	242	237	238
Restaurants and shops	537	105	141	148	130	525	103	142	157	135	537	549	552	567
Cargo	118	29,2	32,8	30,7	32,2	125	29,6	31,7	28,7	29,8	120	120	121	122
Accommodation	20,8	3,3	5,3	6,8	3,7	19,1	2,3	4,8	5,7	3,3	16,1	16,3	16,4	16,5
Leases of Vessels	18,8	2,0	2,0	2,0	2,0	8,0	2,0	2,0	2,0	2,0	8,0	8,1	8,1	8,1
Other	30,2	4,4	10,0	8,3	6,7	29,4	4,7	9,0	7,8	6,8	28,2	28,4	28,7	28,9
Käyttökate	158	4,2	43,5	71,1	24,0	143	3,8	50,7	83,2	30,1	168	165	166	168
Poistot ja arvonalennukset	-86,4	-19,4	-19,7	-19,8	-20,4	-79,3	-24,7	-23,3	-23,8	-24,2	-96,0	-93,2	-93,9	-93,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	71,9	-15,2	23,8	51,3	3,6	63,5	-20,9	27,4	59,4	5,9	71,8	72,0	72,0	75,4
Liikevoitto	71,9	-15,2	23,8	51,3	3,6	63,5	-20,9	27,4	59,4	5,9	71,8	72,0	72,0	75,4
Nettorahoituskulut	-21,2	-4,3	-5,0	-5,2	-4,5	-19,0	-4,3	-4,4	-4,7	-4,9	-18,3	-18,1	-19,3	-21,2
Tulos ennen veroja	50,7	-19,5	18,8	46,1	-0,9	44,5	-25,2	23,0	54,7	1,0	53,5	53,9	52,6	54,2
Verot	-4,2	0,0	-3,6	0,0	-0,9	-4,5	0,0	-8,1	-0,1	-0,6	-8,8	-4,8	-5,3	-5,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	46,5	-19,5	15,2	46,1	-1,8	40,0	-25,2	14,9	54,6	0,4	44,7	49,1	47,4	48,8
EPS (oikaistu)	0,069	-0,029	0,023	0,069	-0,003	0,060	-0,038	0,022	0,082	0,001	0,067	0,073	0,071	0,073
EPS (raportoitu)	0,069	-0,029	0,023	0,069	-0,003	0,060	-0,038	0,022	0,082	0,001	0,067	0,073	0,071	0,073

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %	-3,8 %	-1,7 %	0,3 %	-2,7 %	-1,8 %	-2,9 %	0,2 %	1,5 %	0,7 %	0,1 %	1,2 %	0,0 %	1,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	0,4 %	-1,8 %	-12,7 %	-3,5 %	-48,0 %	-11,7 %	37,1 %	14,9 %	15,9 %	62,8 %	13,1 %	0,2 %	0,0 %	4,8 %
Käyttökate-%	16,4 %	2,3 %	17,1 %	25,1 %	10,6 %	15,0 %	2,1 %	19,8 %	28,9 %	13,2 %	17,7 %	17,2 %	17,2 %	17,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,4 %	-8,3 %	9,3 %	18,1 %	1,6 %	6,7 %	-11,7 %	10,7 %	20,6 %	2,6 %	7,6 %	7,5 %	7,5 %	7,7 %
Nettotulos-%	4,8 %	-10,6 %	6,0 %	16,3 %	-0,8 %	4,2 %	-14,1 %	5,8 %	19,0 %	0,2 %	4,7 %	5,1 %	4,9 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen perustelu

Käytämme Tallinkin arvonmäärityksessä hyväksemme pääsääntöisesti absoluuttisia arvostuskertoimia, verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa. Yhtiön suuren ja kurantin taseen ansiosta käytämme tulos pohjaisten kertoimien lisäksi tase pohjaista arvostusmenettelyä ja vakaan liiketoiminnan ja osinkoyhtiöprofiilin myötä myös osinkotuoton merkitys korostuu arvonmäärityksessä. DCF-laskelma on mielestämme hyvä arvonmäärityksen tuki suhteellisen ennustettavalle liiketoiminnalle, missä kasvu- ja kannattavuusvaihtelut eivät todennäköisesti tule olemaan erityisen merkittäviä (ts. kassavirtojen ennustettavuus on melko hyvä).

Tulos pohjaisista kertoimista parhaiten mielestämme Tallinkille sopii eri yhtiöiden investointivaiheen huomioon otettava EV/EBITDA-kerroin sekä P/E-kerroin. Laskelmiemme mukaan IFRS 16 -muutoksien vaikutus EV/EBITDA-kertoimeen ja P/E-kertoimeen ovat vähäisiä, minkä vuoksi niiden vertailtavuus verrokkeihin ja historiaan on mm. EV/EBIT-kerrointa parempi. Verrokkeihin nähden EV/EBITDA on mielestämme myös käyttökelpoinen, sillä yhtiöiden investointisyklit ja tarpeet poikkeavat toisistaan huomattavasti, jolloin liikevoitto tai tulos voi vaihdella vuosien aikana selvästi liiketoiminnan rahavirtaa paremmin kuvaavaan käyttökatteeseen nähden. Lisäksi Tallinkille sopii yhtiön vahvistuneen taseen paremmin huomioivat yritysarvoon (EV) pohjautuvat kertoimet, joiden avulla vertailu osittain velkaisempiin verrokkeihin

myös helpottuu.

Tallinkin arvostukseen liittyviä tekijöitä

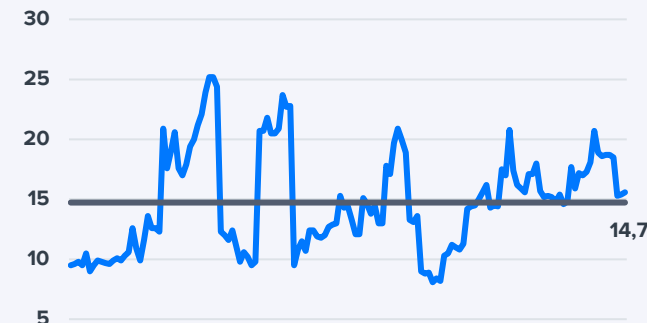
Tallinkin on arvostuksessa on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Suurin osa Tallinkin liikevaihdosta tulee Suomen ja Viron väliseltä reitiltä ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen maiden liikenteen kehityksestä
- Tallinkin päämarkkinoiden alhainen kasvunäkymä laskee, mutta defensiivisyys tukee hyväksyttävää arvostusta
- Osa tässä esitetyistä verrokeista on markkina-arvoltaan ja liikevaihdoltaan eri kokoisia, liiketoiminta voi olla hajautetumpaa ja ne voivat toimia osin eri alalla, joten niiden riskiprofiili on erilainen Tallinkiin verrattuna
- Yhtiön ja alan pääoman tuottoluvut ovat olleet läpi historian heikkoja, joka madaltaa selvästi hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentävät vertailukelpoisuutta tase pohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Omistus on keskittynyt (free-float noin 45 %), mutta likviditeetti on parantunut Suomeen tehdyn rinnakkaislistautumisen jälkeen

Historiallinen EV/EBITDA



Historiallinen P/E



Historiallinen P/B



Arvonmääritys 2/4

Hyväksyttävät arvostustasot

Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso liikkuu tulos pohjaisesti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna tasolla 7x-9x parantuneiden tuloskasvuodotuksien myötä. Nojaamme hyväksyttävää tasoa edellisellä sivulla näkyvään historialliseen arvostuskertoimien tasoon, joka on 2010-luvulla ollut noin välillä 6x-8x. Kuitenkin tuloskasvuodotuksien myötä näemme tässä arvostustasossa pientä nousuvaraa. P/E-kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on historiassa vaihdellut merkittävästi, minkä vuoksi myös käytämme tätä vähemmän arvonmäärityksessämme. 2010-luvulla yhtiölle on hyväksytty P/E-luku väliltä 10x-20x keskiarvon ollessa noin 15x, johon myös peilaamme hyväksyttävää tasoa, joka on mielestämme 14x-16x.

Tase pohjaisesti Tallink tulisi mielestämme hinnoitella 10-20 %:n alennuksella suhteessa oman pääoman tasearvoon, kunnes yhtiön pääoman tuottoluvut paranevat nykyisistä (ROE-% 2020e: 6 %). Näemme kuitenkin historialliseen tasoon (0,8x) pientä nousuvaraa parantuneen taseaseman myötä.

Nykyinen arvostustaso

Kuluvan ja lähivuosien kertoimilla Tallink on hinnoiteltu näkemyksemme mukaan absoluuttisesti houkuttelevasti. Vuoden 2020e EV/EBITDA-kerroin on 7,5x ja P/E-kerroin 13,5x tarjoten mielestämme nousuvaraa hyväksymällemme tasolle. Tase pohjainen P/B-kerroin on vuosille noin 0,8x ja antaa

näkemyksemme mukaan yhtiölle myös pientä nousuvaraa. Vuodelle 2019 ennustamamme 5 %:n osinkotuotto antaa myös tukea tuotto-odotukselle seuraavalle 12 kuukaudelle. Yhtiö on indikoinut aikovansa pitää osingon vähintään 0,05 eurossa per osake, joka tarkoittaa myös tästä eteenpäin noin 5 %:n osinkotuottoa. Tämä minimiosinko voi myös näkemyksemme mukaan nousta ja yhtiöllä olisi näkemyksemme mukaan myös siihen varaa. Pidämme kuitenkin ennusteemme vielä osingon suhteen konservatiivisena, koska tuloskehityksellä on olennainen rooli osingon mahdollisessa kasvussa.

Absoluuttiset arvostuskertoimet: 1,05 euroa

Tallinkin nykyinen arvostustaso viestii näkemyksemme mukaan maltillisia odotuksia eikä ennustamaamme tuloskasvua täysin hinnoitella. Peilaamme arvostuksessa vuoteen 2020 ja nykyisillä ennusteillamme sekä hyväksymällemme arvostuksella näemme osakkeen arvon olevan noin 1,05 euroa. Painotamme EV/EBITDA-kerrointa P/E-kerrointa enemmän tulos pohjaisista kertoimista ja P/B-lukua myös noin kolmanneksen painolla.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	0,99	0,99	0,99
Osakemäärä, milj. kpl	669,9	669,9	669,9
Markkina-arvo	663	663	663
Yritysarvo (EV)	1250	1232	1323
P/E (oik.)	14,8	13,5	14,0
P/E	14,8	13,5	14,0
P/Kassavirta	7,8	9,7	neg.
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,4
EV/EBITDA (oik.)	7,5	7,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	17,4	17,1	18,4
Osinko/tulos (%)	75,0 %	68,2 %	70,7 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Hyväksytty arvostus	Nyt	Painoarvo	Arvo
P/E (oik.)	14-16	20 %	1,10
P/B	0,8-0,9	30 %	1,00
EV/EBITDA (oik.)	7-9	50 %	1,07
Osakkeen arvo			1,05 €

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Tallinkin verrokkiryhmä

Tallinkille löytyy Suomesta lähes identtinen vertailuyhtiö, Viking Line, johon Tallinkin kertoimia tulisi ensisijaisesti vertailla. Yhtiöllä on hyvin samankaltainen liiketoimintamalli ja taserakenne sekä samoilla reiteillä toimivia laivoja. Muita suoria verrokkeja yhtiölle ei Suomesta löydy, joten olemme lisänneet verrokkiryhmään muutaman isomman risteilyoperaattorin ja yhden rahtiliikenteeseen keskittyvän laivayhtiön. Lisäksi verrokeista löytyy myös lentokenttien palveluoperaattoreita, jotka edustavat Tallinkin tärkeimmän palvelusegmentin (Ravintolat ja kaupat) liiketoimintaa. Lähtökohtaisesti kansainväliset verrokkit ovat Tallinkia isompia markkina-arvoltaan ja omaavat täysin erilaiset riski- ja liiketoimintaprofiilit, jonka vuoksi hyödynnämme verrokkianalyysejä verrattain pienellä painoarvolla.

Tallink verrokkien arvostus

Käytämme verrokkianalyyseissä pääosin tulospohjaisia kertoimia. Tallinkin verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBITDA 2020e kerroin on 8x ja P/E-kerroin 11x. Tasepohjainen P/B-luku on tälle vuodelle mediaanitasolla noin 1,6x, mutta sen vertailtavuus on mielestämme heikko. Tallink on arvostettu P/E-luvulla noin 20 % yli verrokkien, mutta mielestämme paremman vertailtavuuden omaavalla EV/EBITDA-kertoimella noin 7 % alle verrokkien. Aikaisemmin mainitsemien syiden mukaan pidämme EV/EBITDA-kertoimen vertailtavuutta parempana, mikä tekee arvostuksen verrokkeihin nähden neutraaliksi.

Viking Linen kertoimista käytämme historiallisia toteutuneita lukuja, koska yhtiöllä ei ole analytiikkoseurantaa eikä näin ollen ennusteisiin nojaavia eteenpäin katsovia kertoimia voi käyttää. Viking Linen toteutunut P/E-kerroin on vaihdellut voimakkaasti välillä 12x-33x vuodesta 2014 alkaen. EV/EBITDA-kerroin on tasaisempi ja keskiarvo on ollut noin 6,6x vuodesta 2014 lähtien. Tasepohjainen P/B-luku on ollut 0,7x-1,0x välillä kertoen pitkälti samanlaista tarinaa kuin Tallinkin tapauksessa. Yhtiön pääomat tuottavat heikosti, eikä yhtiölle hyväksytä tällä hetkellä yli tasepohjaisen arvostuksen kertoimia. Samalla aikajaksolla Tallinkin kertoimet on arvostettu historiallisesti Viking Linen tasolle tai hieman yli, joka on näkemyksemme mukaan oikeutettua. Tällä hetkellä Tallinkin preemio Viking Linen historialliseen EV/EBITDA-kertoimeen on noin 10 %, mikä on mielestämme oikeutettua.

Verrokkianalyysi: 0,97 euroa

Tallink ansaitsee mielestämme tällä hetkellä kansainvälistä verrokkiryhmää noin 5 % alhaisemmat kertoimet ja Viking Linen nykyinen noin 10 %:n preemio on mielestämme neutraali. Tämän myötä verrokkianalyysin perusteella näemme osakkeen arvon olevan noin 0,97 euroa.

Verrokkiryhmä 2020e

2020e	EV/EBITDA	P/E
Carnival Corp	7,0	9,9
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	8,1	9,8
Royal Caribbean Cruises Ltd	9,5	11,3
Dfds AS	7,1	9,8
Beijing Capital International Airport Co Ltd	7,4	15,1
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	8,7	13,2
Flughafen Wien AG	8,7	18,4
Mediaani	8,1	11,3
Tallink (Inderes)	7,5	13,6
Alennus/preemio	-7,1 %	20,6 %
Painotettu keskiarvo	-1,5 %	

Viking Linen toteutunut arvostus

Viking Line	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	20,5	11,9	27,3	33,1	27
EV/EBITDA	6,4	5,7	7,1	7,3	6,5
P/B	0,8	1,0	1,0	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,6 %	2,0 %	1,2 %	1,4 %

Arvonmääritys 4/4

DCF-arvonmääritys: 1,25 euroa

Käytämme yhtiön arvonmäärityksessä tukena kassavirtamallia yhtiön vakaan liiketoiminnan ja suhteellisen ennustettavan kassavirran myötä. Yhtiöllä on tulossa yksi iso noin 250 MEUR:n investointi uuteen laivaan, mutta arviomme mukaan muut investoinnit tulevat lähitulevaisuudessa liittymään lähinnä kunnossapitoon ja laivojen modernisointiin sekä menneisyyden investointien täyden potentiaalin realisointiin.

DCF-mallin arvo, 1,25 euroa, osoittaisi myös osakkeessa olevan nousuvaraa tulevaisuuden ennustettuihin kassavirtoihin nähden. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin hieman yli 1 %:n kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali on pitkällä aikavälillä noin 7,5 %:ssa. Mallissa lähivuosien painoarvo kassavirtojen arvosta on odotetun matala (noin 21 %) ja terminaalin odotetun korkea (56 %), kuten defensiivisissä ja isoja investointeja lähiaikoina tekevissä yhtiöissä on tapana. Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,6 %. Taso on varsin matala ja heijastelee yhtiön mielestämme matalaa riskiä. Matalassa pääoman kustannuksessa ei ole näkemysksemme mukaan pidemmällä aikavälillä laskuvaraa, joten parannuksen on synnyttävä kassavirtojen kasvun kautta.

Arvonmäärityksen summaus

Olemme koostaneet Tallinkin osakkeelle tavoitehinnan eri tekijöiden todennäköisyyksien summana. Perustekijänä ja vahvimman painoarvon arvonmäärityksessämme saa hyväksyttävien arvotuskertoimien ja kassavirtamallin kautta määritetty osakkeen arvo. Lisäksi annamme pienen painoarvon verrokkiryhmälle.

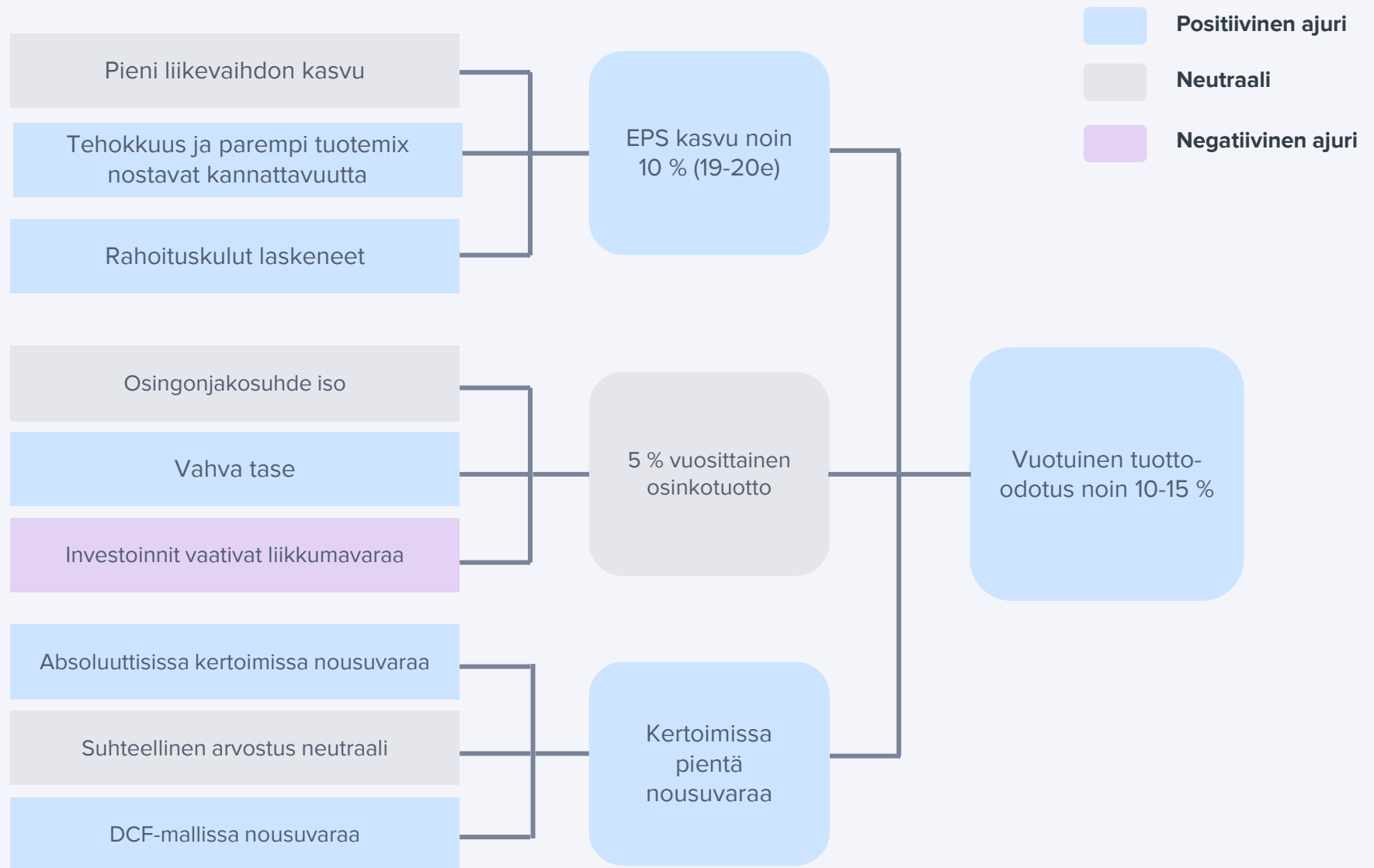
Mielestämme Tallinkin nykyinen arvostustaso heijastelee vielä alhaisia odotuksia yhtiön tuloskasvun suhteen ja näemme siinä kokonaisuudessaan nousuvaraa, minkä vuoksi nostamme tavoitehintamme 1,10 euroon toistaen lisää-suosituksemme. Yhtiön vakaa liiketoiminta, noin 10 %:n tuloskasvu (19-20e), noin 5 %:n osinkotuotto ja arvotuskertoimien nousuvara nostaa 12 kuukauden tuotto-odotuksen osakkeelle noin 10-15 %:iin (ks. seuraava sivu).

Osakkeen arvostustaso voisi mielestämme nousta, jos yhtiö pääsisi selvästi ennusteitamme parempaan kannattavuuteen tai liikevaihdon kasvuun, ja sitä kautta tulosennusteet että myös hyväksyttävä arvostus nousisi. Samalla pääoman tuoton optimointi ja nostaminen yli WACC:n voisi nostaa tasepohjaisia kertoimia. Arvostustaso kokisi kolauksen, jos markkinakasvu heikentyisi merkittävästi tai yhtiön tuloskasvu jäisi odotuksiamme heikommaksi. Yleisen markkinan tai talouskasvun heikentymisen emme uskoisi näkyvän yhtiön liiketoiminnassa merkittävästi ja osake voisi saada myös tietyille laskusuhdanteelle tyypillisistä liiketoimintadynamiikan muutoksista myös tukea.

Arvonmäärityksen summaus



Osaketuoton ajurit 2019e-2020e



DCF-laskelma

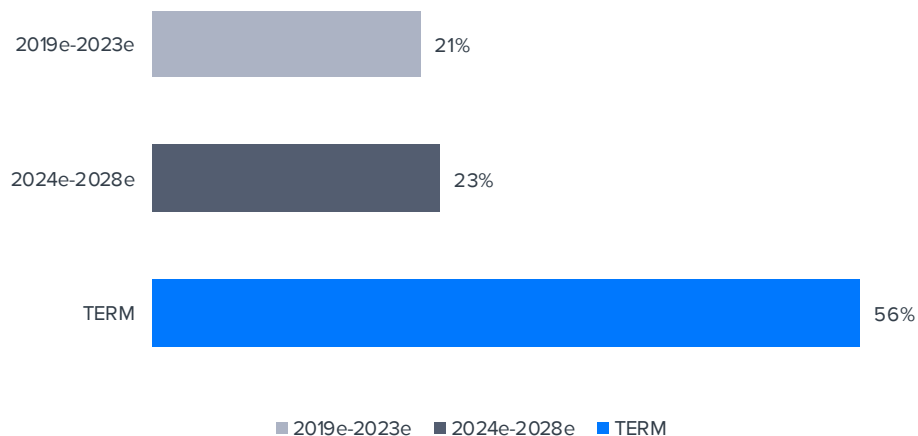
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	63,5	71,8	72,0	72,0	75,4	77,7	80,9	82,0	82,9	78,5	79,2	
+ Kokonaispoistot	79,3	96,0	93,2	93,9	93,0	90,4	87,9	85,9	84,0	82,3	80,7	
- Maksetut verot	0,0	-8,8	-4,8	-5,3	-5,4	-5,8	-6,3	-6,6	-6,8	-6,5	-6,7	
- verot rahoituskuluista	-1,9	-1,8	-1,6	-1,9	-2,1	-2,0	-1,8	-1,6	-1,5	-1,4	-1,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-15,9	-5,5	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	125	152	159	159	161	161	161	160	159	153	152	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-36,0	-167,1	-90,5	-198,7	-50,8	-50,0	-54,2	-56,0	-56,0	-56,0	-58,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	84,2	-15,5	68,3	-40,1	110	111	107	104	103	97,1	94,1	
+/- Muut	0,7	101	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	84,9	85,2	68,3	-40,1	110	111	107	104	103	97,1	94,1	1445
Diskontattu vapaa kassavirta		85,8	63,9	-34,9	89,1	83,0	74,5	67,4	62,0	54,5	49,1	754
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1348	1262	1198	1233	1144	1061	987	919	857	803	754
Velaton arvo DCF		1348										
- Korolliset velat		-510,1										
+ Rahavarat		82,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-80,4										
Oman pääoman arvo DCF		840										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,25										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	10,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

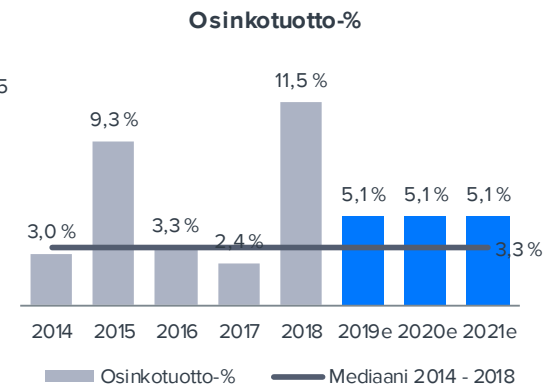
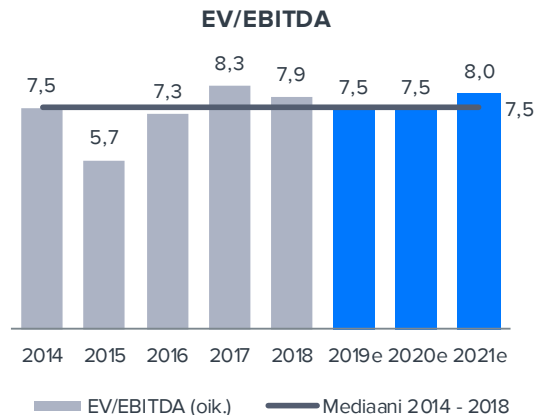
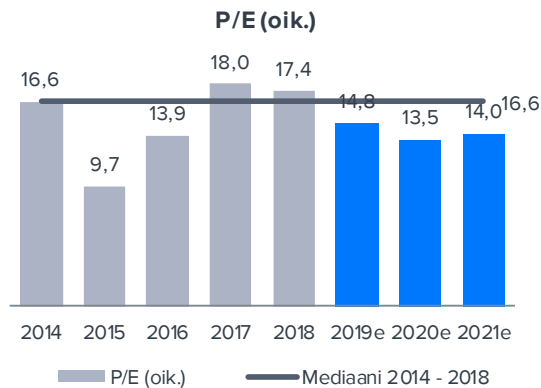
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Carnival Corp	44,75	27267	37225	12,8	12,0	7,6	7,0	2,0	1,9	10,5	9,9	4,5	4,5	1,2
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	54,80	10570	15893	13,1	12,0	9,1	8,1	2,7	2,5	10,8	9,8			1,9
Royal Caribbean Cruises Ltd	119,70	22750	32414	16,7	15,2	10,6	9,5	3,3	3,0	12,5	11,3	2,4	2,5	2,5
Dfds AS	284,20	2217	3760	15,2	14,0	7,6	7,1	1,7	1,6	11,4	9,8	1,5	1,6	1,6
Beijing Capital International Airport Co Ltd	6,28	3357	3591	8,5	11,9	5,9	7,4	2,5	2,8	11,0	15,1	3,9	2,8	1,0
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	67,42	6197	10742	15,0	14,3	9,1	8,7	2,9	2,9	14,1	13,2	2,9	3,1	1,4
Flughafen Wien AG	36,55	3098	3483	13,7	13,1	9,0	8,7	4,1	4,0	19,1	18,4	3,1	3,2	2,3
Tallink (Inderes)	0,99	670	1257	17,5	17,2	7,5	7,5	1,3	1,3	15,0	13,6	5,0	5,0	0,9
Keskiarvo				13,6	13,2	8,4	8,1	2,7	2,7	12,8	12,5	3,0	3,0	1,7
Mediaani				13,7	13,1	9,0	8,1	2,7	2,8	11,4	11,3	3,0	3,0	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				28 %	32 %	-17 %	-7 %	-52 %	-54 %	32 %	21 %	66 %	69 %	-46 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,68	0,86	0,91	1,25	1,04	0,99	0,99	0,99	0,99
Osakemäärä, milj. kpl	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9
Markkina-arvo	452	574	612	837	697	663	663	663	663
Yritysarvo (EV)	1130	1041	1092	1309	1125	1250	1232	1323	1265
P/E (oik.)	16,6	9,7	13,9	18,0	17,4	14,8	13,5	14,0	13,6
P/E	16,6	9,7	13,9	18,0	17,4	14,8	13,5	14,0	13,6
P/Kassavirta	4,5	2,2	8,9	17,6	8,2	7,8	9,7	neg.	6,0
P/B	0,6	0,7	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
P/S	0,5	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,2	1,4	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	7,5	5,7	7,3	8,3	7,9	7,5	7,5	8,0	7,5
EV/EBIT (oik.)	16,0	10,1	15,2	18,2	17,7	17,4	17,1	18,4	16,8
Osinko/tulos (%)	49,1 %	90,8 %	45,6 %	43,2 %	200,9 %	75,0 %	68,2 %	70,7 %	68,7 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	9,3 %	3,3 %	2,4 %	11,5 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	937,8	967,0	949,7	950,7	962,4
Käyttökate	149,4	158,3	142,8	167,8	165,2
Liikevoitto	71,6	71,9	63,5	71,8	72,0
Voitto ennen veroja	44,8	50,7	44,5	53,5	53,9
Nettovoitto	44,1	46,5	40,7	44,7	49,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	1539,0	1558,6	1500,9	1567,7	1567,0
Oma pääoma	809,8	836,2	856,9	774,3	789,9
Liikearvo	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Nettovelat	480,1	472,0	428,0	587,2	568,8

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	149,4	158,3	142,8	167,8	165,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	11,7	-15,9	-5,5	0,1
Operatiivinen kassavirta	148,0	164,1	124,9	151,6	158,9
Investoinnit	-68,7	-88,8	-36,0	-167,1	-90,5
Vapaa kassavirta	68,6	47,6	84,9	85,2	68,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
AS Infortar	39,0 %
Baltic Cruises Holding LP	16,1 %
Baltic Cruise Investment LP	5,5 %
Citigroup VC International GP	2,1 %
Firebird Management LLC	1,7 %
Mersok Oü	1,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,07	0,07	0,06	0,07	0,07
EPS (oikaistu)	0,07	0,07	0,06	0,07	0,07
Operat. kassavirta / osake	0,22	0,24	0,19	0,23	0,24
Vapaa kassavirta / osake	0,10	0,07	0,13	0,13	0,10
Omapääoma / osake	1,21	1,25	1,28	1,16	1,18
Osinko / osake	0,03	0,03	0,12	0,05	0,05

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	3 %	-2 %	0 %	1 %
Käyttökateen kasvu-%	-18 %	6 %	-10 %	18 %	-2 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-31 %	0 %	-12 %	13 %	0 %
EPS oik. kasvu-%	-25 %	5 %	-14 %	12 %	10 %
Käyttökate-%	15,9 %	16,4 %	15,0 %	17,7 %	17,2 %
Oik. Liikevoitto-%	7,6 %	7,4 %	6,7 %	7,6 %	7,5 %
Liikevoitto-%	7,6 %	7,4 %	6,7 %	7,6 %	7,5 %
ROE-%	5,4 %	5,7 %	4,7 %	5,5 %	6,3 %
ROI-%	5,2 %	5,2 %	4,6 %	5,1 %	5,0 %
Omavaraisuusaste	52,6 %	53,7 %	57,1 %	49,4 %	50,4 %
Nettovelkaantumisaste	59,3 %	56,4 %	49,9 %	75,8 %	72,0 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,2	1,4	1,2	1,3	1,3
EV/EBITDA (oik.)	7,3	8,3	7,9	7,5	7,5
EV/EBIT (oik.)	15,2	18,2	17,7	17,4	17,1
P/E (oik.)	13,9	18,0	17,4	14,8	13,5
P/B	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	3,3 %	2,4 %	11,5 %	5,1 %	5,1 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.11.2018	Vähennä	0,97 €	1,02 €
1.3.2019	Vähennä	0,97 €	1,00 €
10.5.2019	Vähennä	1,02 €	1,07 €
9.8.2019	Vähennä	1,00 €	0,96 €
8.11.2019	Lisää	1,05 €	0,97 €
3.2.2020	Lisää	1,10 €	0,99 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**