

# Tallink

## Seurannan aloitus -raportti

**11/2018**

inde  
res.

# Tallink - odotettavissa vakaata lainedintaa

Aloitamme Tallinkin seurannan vähennä-suosituksella ja 0,97 euron tavoitehinnalla. Yhtiön osittain defensiivinen liiketoiminnan luonne ja johtava markkina-asema on mahdollistanut vakaan historiallisen liikevaihdon kasvun sekä kannattavuustason. Pitkän investointisyklin jälkeen yhtiö pyrkii realisoimaan aiempien investointien tuottopotentiaalia ja luomaan tulevaisuudessa vakaata sekä kestävää osinkovirtaa omistajilleen. Tallinkin varsin kilpailtujen kohdemarkkinoiden kasvu on viime vuosina jäänyt talouskasvun alapuolelle ja liiketoiminnan pääomaintensiivisyyden myötä yhtiön on vaikea saada riittävää tuottoa pääomilleen. Näin ollen osake nojaa etenkin kuranttiin taseeseen ja tuotto-odotus jää pääosin kohtuullisen osinkotuoton varaan.

## Itämeren johtava laivooperaattori

Tallink on virolainen risteily- ja rahtialuksilla sekä autolautoilla Itämeren alueella toimiva 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 (36 % liikevaihdosta ja 63 % operatiivisesta liikevoitosta). Palveluittain 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 luonteensa omaavaa, mutta rahti (noin 10 % liikevaihdosta) on hyvin suhdanneriippuvaista.

## Vakaa ja kestävä osinko tavoitteena

Yhtiö hakee tulevaisuudessa arviomme mukaan liiketoiminnan ja taseen tervehdyttämisen jälkeen kestävä ja vakaan osinkoyhtiön asemaa. Yhtiön näkyvyyttä heikentää kasvu- tai kannattavuustavoitteiden puuttuminen ja ainoa konkreettinen tavoite on pyrkiä jakamaan vuosittain vähintään 0,05 euron vuotuista osinkoa omistajilleen. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvun olevan hitaan markkinakasvun ja jo valmiiksi suuren markkinaosuuden myötä vaisua noin 1-2 %:n luokkaa lähivuosina. Kannattavuuden ennustamme heikkenevän tänä vuonna alle 7 %:n liikevoittomarginaaliin polttoainekulujen nousun ja volyymin laskun myötä, mutta nousevan pitkällä aikavälillä historiallisella noin 7-8 %:n tasolle lähinnä lievästi kasvavien volyymien myötä.

## Arvostus tulos pohjaisesti haastava, mutta vahva tase tukee

Mielestämme Tallinkin osakkeen arvostustaso on hieman haastava ja osakkeen tuotto/riski-profiili ei ole tällä hetkellä tarpeeksi houkutteleva. Tallinkin vuosien 2018-2020 ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet ovat 17-15x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 8-7x. Yhtiön tulos ei ennusteillamme tule kasvamaan seuraavina vuosina ja lähivuosille ennustettu noin 5 %:n osinkotuotto ei ole osakkeelle riittävä nousuajuri. Kansainvälistä verrokiryhmää heikompi kehitys, matalammat tuloskasvuodotukset ja pienempi markkinapotentiaali eivät mielestämme myöskään oikeuta nykyistä arvostuspreemiota verrokkeihin nähden. Alhainen tase pohjainen (2018e: P/B 0,8x) arvostus toimii kuitenkin osakkeelle tukena. Osakkeen arvostaminen edes oman pääoman tasolle vaatisi kuitenkin arviomme mukaan yhtiöltä sijoitetun pääoman tuoton nostamista pääoman kustannuksen tasolle esimerkiksi tehokkuuden parantamisen kautta.

## Analytytikot

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



Antti Viljakainen  
+358 445912216  
antti.viljakainen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä



Edellinen: -

### 0,97 EUR

Edellinen: - euroa

**Osakekurssi: 1,02 EUR**

**Potentiaali: -5 %**

## Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	967	952	962	975
- kasvu-%	3 %	-2 %	1 %	1 %
Liikevoitto	71,9	64,4	67,7	70,8
- Liikevoitto-%	7,4 %	6,8 %	7,0 %	7,3 %
Tulos ennen veroja	50,7	44,2	45,7	49,2
Nettotulos	46,5	40,6	41,6	44,8
EPS (oikaistu)	0,07	0,06	0,06	0,07
Osinko	0,03	0,12	0,05	0,05
- Osinkosuhte-%	43 %	198 %	80 %	75 %
P/E (oikaistu)	18,0	16,8	16,4	15,2
P/B	1,0	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	2,4 %	11,8 %	4,9 %	4,9 %
EV/EBIT	18,2	16,8	16,3	15,1
EV/EBITDA	8,3	7,5	7,6	7,3
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	1,1	1,1

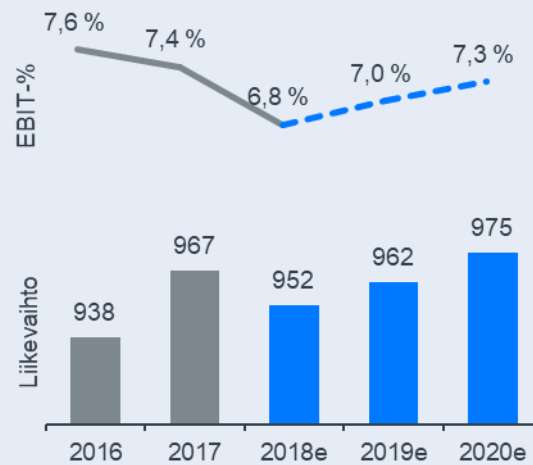
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

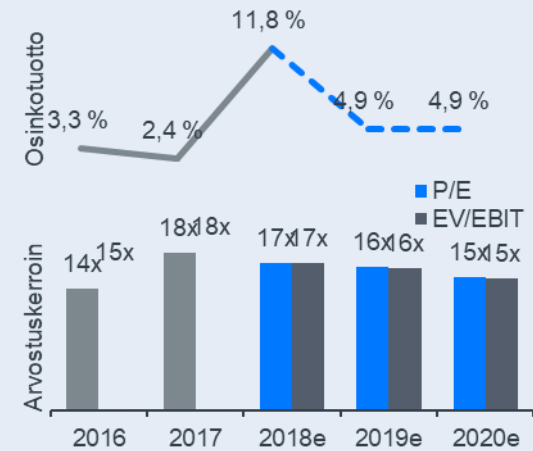


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus ja osinkotuotto



### Arvoajurit

- Kohdemarkkinan hidas kasvu
- 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

- Heikot tuloskasvunäkymät
- Matala hyväksyttävä arvostustaso
- Hieman haastava tulos pohjainen ja neutraali tase pohjainen arvostus
- Tehokkuuden parantaminen ja kestävä osinko tärkeimmät ajurit

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne</b>	<b>s. 5-11</b>
<b>Historiallinen kehitys</b>	<b>s. 12-14</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 14-16</b>
<b>Liiketoimintamalli ja strategia</b>	<b>s. 17-21</b>
<b>Markkina ja kilpailukenttä</b>	<b>s. 22-28</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 29-32</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 33-37</b>
<b>Arvonmääritys ja suositus</b>	<b>s. 38-45</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 46-48</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 49</b>

# Tallink lyhyesti

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

**1989**

Perustusvuosi

**2005**

Listautuminen  
Tallinnan pörssiin

**#1 markkina-osuus**

Itämeren laivaliikenteessä

**967 MEUR** (+3 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

**158 MEUR** (16,4 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE 2017

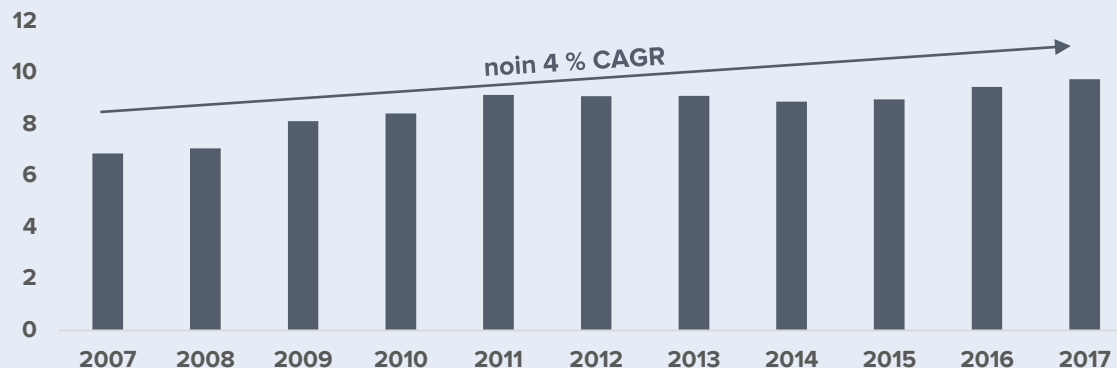
**7311**

HENKILÖSTÖ 2017  
LOPUSSA

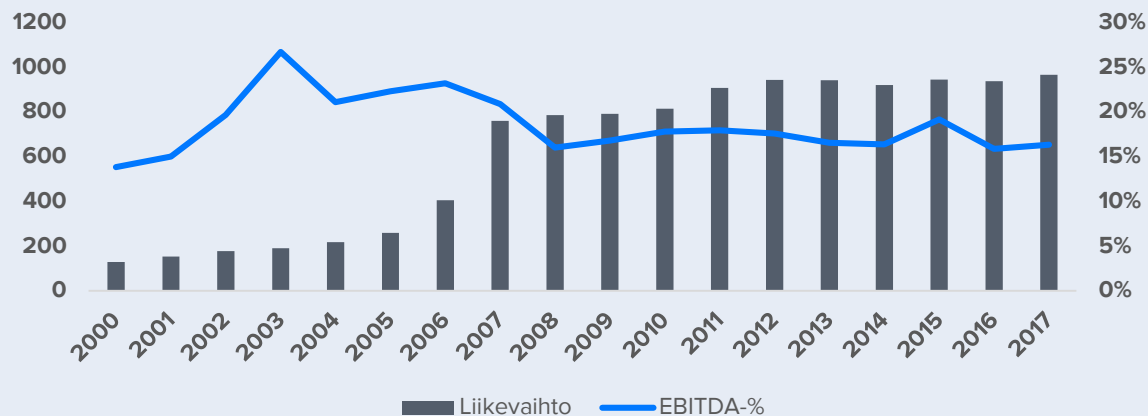
**14**

Risteily-, rahti- tai  
matkustajalaivaa

Matkustajat 2007-2017 (milj. kpl)



Liikevaihto ja EBITDA-% 2000-luvulla



# Yhtiökuvaus 1/2

## 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 (MBO), ja se muuttui laivoja vuokraavasta yhtiöstä niiden omistajaksi. Siitä lähtien yhtiön liikevaihto on kasvanut suhteellisen tasaisesti yli taloussyörien. 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 ja 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. Yhtiö on ollut listattuna Tallinnan Pörssiin vuodesta 2005, mutta tänä vuonna Tallink listautuu myös Helsingin pörssiin parantaakseen osakkeen houkuttelevuutta sekä likviditeettiä. Viime vuoden lopussa noin 7300 henkeä työllistänyt Tallink teki vuonna 2017 967 MEUR:n liikevaihdolla 72 MEUR:n liikevoiton (2017: EBIT-% 7,4 %).

Yhtiön matkustajat tulevat pääosin Suomesta ja muista Itämeren alueen maista, mutta yhä enenevässä määrin yhtiö panostaa Aasian kasvavaan väestöön sekä lisääntyvään turismiin. Yhtiön matkustajista noin 5 % oli vuonna 2017 Aasiasta lähinnä Kiinasta ja Japanista. Myös toinen kasvun ja kiinnostuksen lähde on ollut Länsi-Eurooppa ja etenkin Saksasta tulevat

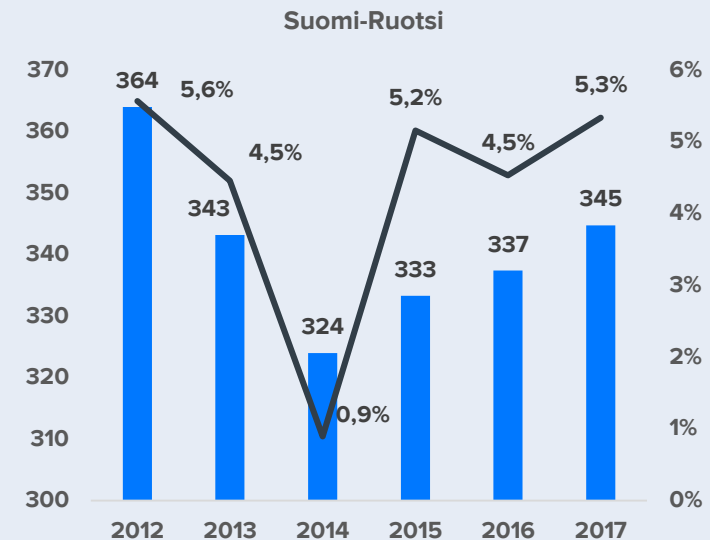
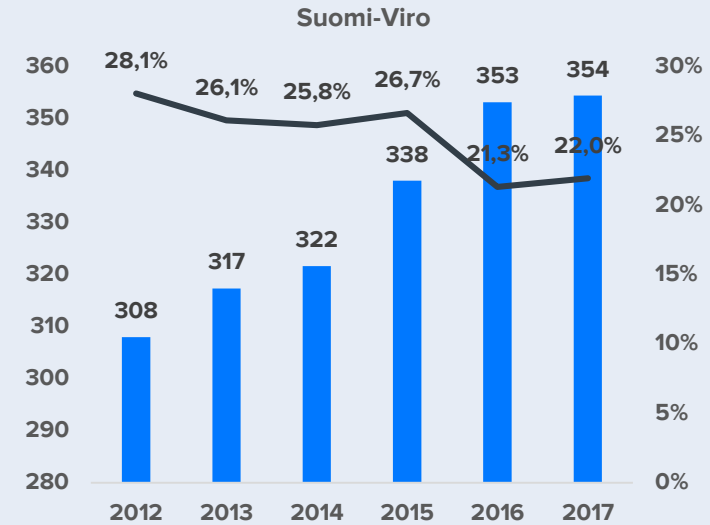
matkustajat. Suomen osuus oli kuitenkin vielä 48 %, joten yhtiö on vielä hyvin riippuvainen suomalaisten kiinnostuksesta laivamatkustamiseen.

## Laivat ja reitit

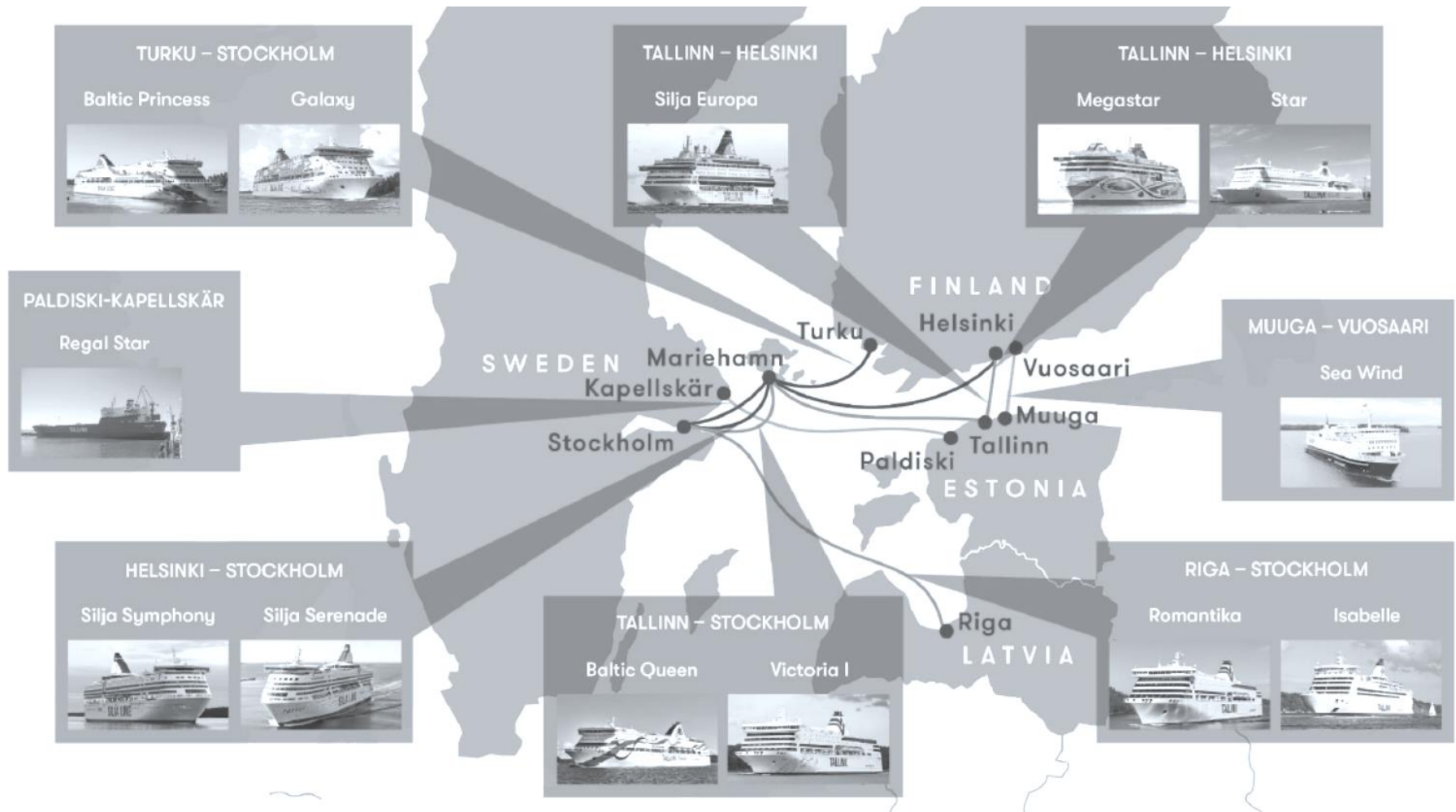
Yhtiön laivoista 11 on matkustajaliikenteessä, 2 rahtiliikenteessä ja 1 vuokrattu ulos. Matkustajaliikenteessä on kaksi ro-pax -laivaa, jotka keskittyvät nopeaan siirtymiseen Viron ja Suomen välillä ja mahdollistavat matkustaja- ja rahtiliikenteen yhdistämisen. Loput 9 laivaa ovat risteilyaluksia. Yhtiöllä on 4 reittien mukaan jakautuvaa maantieteellistä segmenttiä ja 6 palveluiden mukaan jakautuvaa segmenttiä, jotka on tarkemmin esiteltyä liiketoimintarakenteen yhteydessä.

Tärkein tulonlähde maantieteellisesti Tallinkille on **Viro-Suomi** (ts. Tallinna-Helsinki) välinen reitti, joka tuotti yhtiölle 37 % liikevaihdosta ja 63 % operatiivisesta liikevoitosta (liikevoitto ennen konsernikuluja) vuonna 2017. Reitillä yhtiöllä on yksi risteilyalusta (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 2,8 % vuosittain (308 MEUR vs. 355 MEUR) operatiivisen liikevoiton kuitenkin hiipuesssa 2,1 %:n vuosivauhtia (86,5 MEUR vs. 77,9 MEUR). 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 vuoden 2012 noin 28 %:sta noin 22 %:iin vuonna 2017, mutta reitti on silti selvästi kannattavin osa Tallinkin reittiportfoliota, joka johtuu näkemyksemme mukaan reitin isosta käyttöasteesta ja operointitiheydestä sekä paremmasta tehokkuudesta.

## Liikevaihdon ja operatiivisen marginaalin kehitys



# Yhtiön laivat ja reitit



# Yhtiökuvaus 2/2

**Suomi-Ruotsi** oli vuonna 2017 toiseksi suurin segmentti maantieteellisesti 36 %:n liikevaihto-osuudellaan ja 15 %:n operatiivisen liikevoiton osuudellaan. 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 -1,1 % vuosittain (364 MEUR vs. 345 MEUR) ja samalla operatiivisen liikevoitto on on hiipunut 1,9 %:n vuosivauhtia (20,3 MEUR vs. 18,4 MEUR). Liikevaihto ja operatiivinen marginaali laskivat vuonna 2014 selvästi kahden risteilijän ollessa telakalla noin 80 päivää, mikä laski matkustaja- ja rahtimääriä, eivätkä ne ole siitä vielä palautuneet entisille tasoilleen. Lisäksi yhtiön pääpääkilpailija lisäsi selvästi kapasiteettia reitillä vuosien 2013-2014 aikana, muun muassa Viking Gracen valmistumisen myötä.

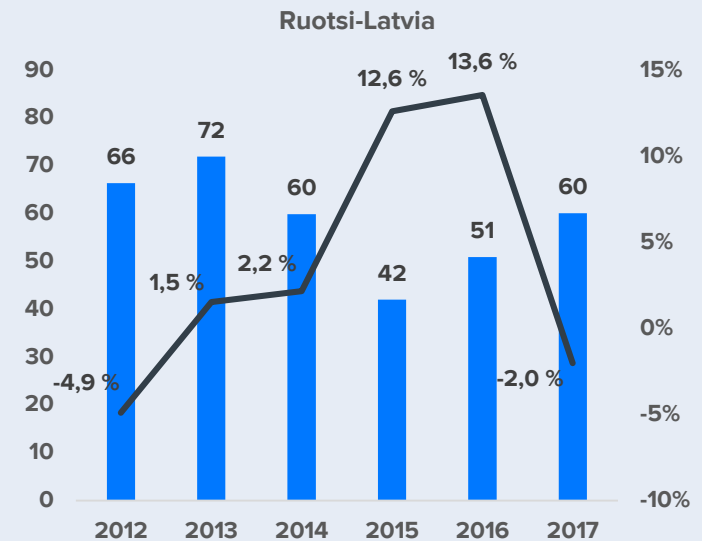
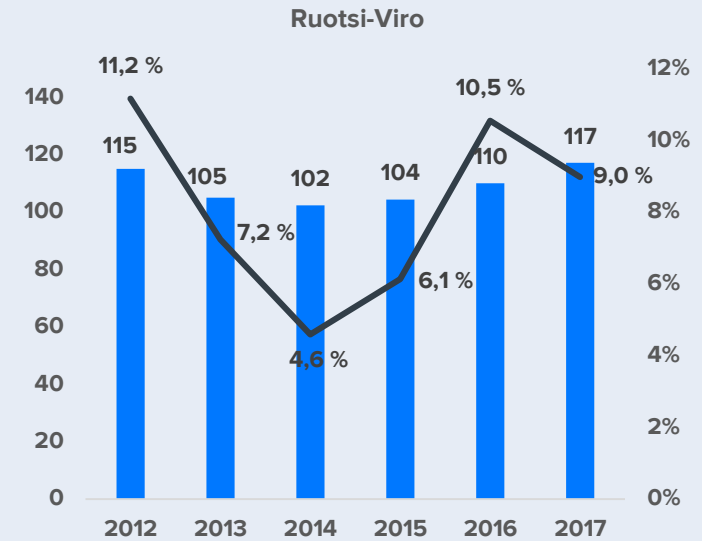
**Viro-Ruotsi** oli vuonna 2017 yhtiön kolmanneksi suurin reitti 12 %:n liikevaihto-osuudellaan ja 9 %:n operatiivisen liikevoiton osuudellaan. Yhtiö operoi reitillä kahta risteilijäalusta (Victoria 1, Baltic Queen) ja yhtä rahtialusta (Regal Star Paldiski-Kapellskär reitillä). Reitillä yhtiö on kasvanut vuodesta 2012 noin 0,4 % vuosittain (115 MEUR vs. 117 MEUR) operatiivisen liikevoiton samalla hiipuesssa 3,9 %:n vuosivauhtia (12,8 MEUR vs. 10,5 MEUR). Operatiivinen marginaali on siis hieman heikentynyt vuosien saatossa vuoden 2012 noin 11 %:sta viime vuoden 9 %:iin muun muassa korkeampien operointikulujen johdosta.

**Latvia-Ruotsi** on selvästi pienin (7 % liikevaihdosta ja -1 % liikevoitosta vuonna 2017) yhtiön maantieteellisistä segmenteistä. Yhtiö operoi reitillä kahta risteilijäalusta (Romantika, Isabelle). Tallinkin liikevaihto reitillä on hiipunut

vuodesta 2012 noin 2 %:n vuosivauhtia vuoteen 2017 mennessä ja operatiivinen liikevoittomarginaali on heitellyt noin -5 %:sta parhaimmillaan 14 %:iin, kun laiva- ja matkustajamäärät ovat vaihdelleet vuosittain huomattavasti.

Maantieteellisesti jaoteltuna **Muut** -segmenttiin kuuluu ulkopuolelle vuokratut alukset, hotelli- ja majoituspalvelut ja ravintolat sekä vähittäismyymälät maan puolella. Segmentti vastasi vuonna 2017 noin 9 % Tallinkin liikevaihdosta ja 14 % liikevoitosta. Suurin vaihtelu segmentissä johtuu ulos vuokratuiden alusten määrän vaihtelusta. Operatiivinen marginaali on vaihdellut 12 %:n ja 32 %:n välillä vuosina 2012-2017. 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 tuottopotentialista.

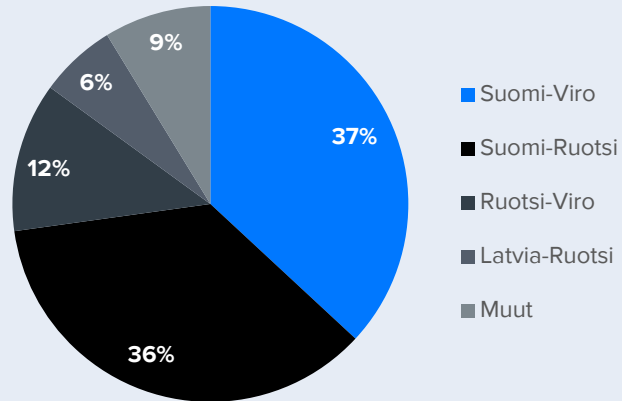
## Liikevaihdon ja operatiivisen marginaalin kehitys



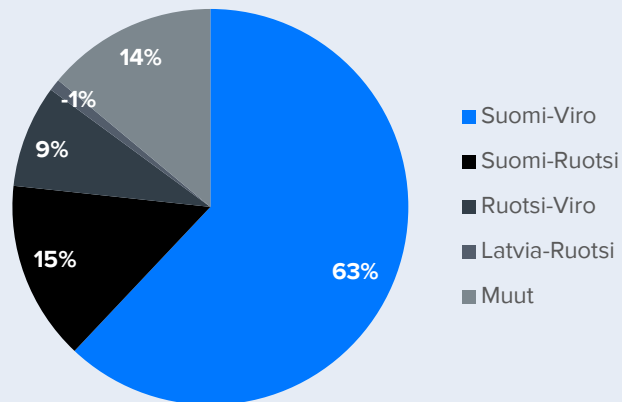


# Yhtiökuvaus

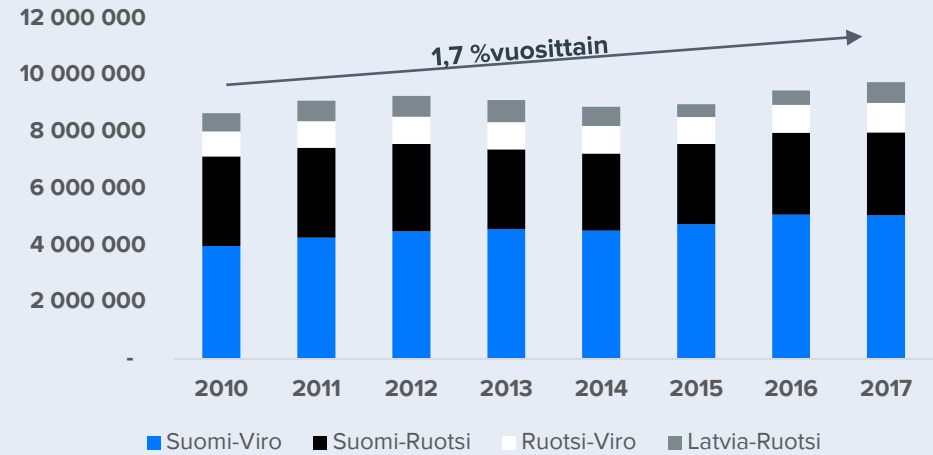
Liikevaihto-osuus 2017



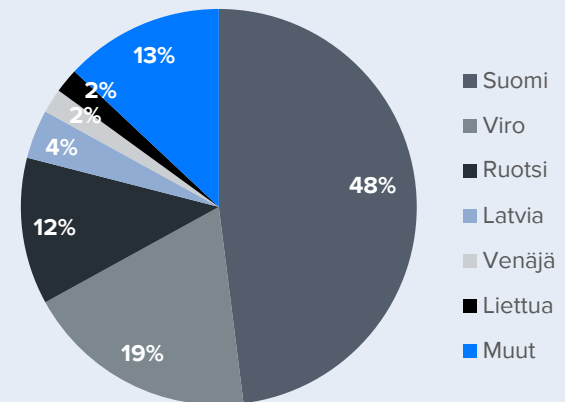
Liikevoitto-osuus 2017



Matkustajamäärien kehitys



Matkustajat maittain 2017



# Liiketoimintarakenne 1/2

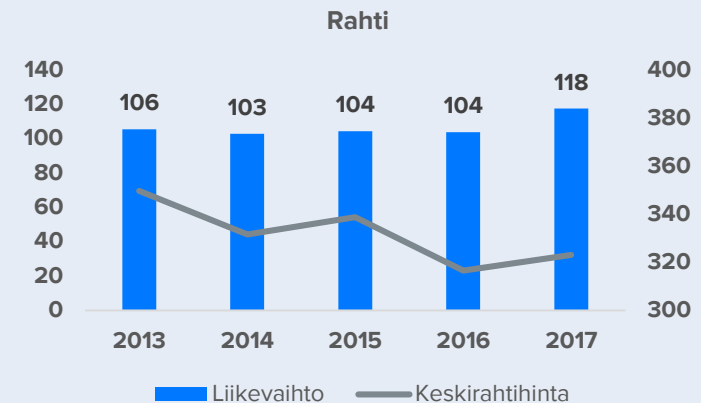
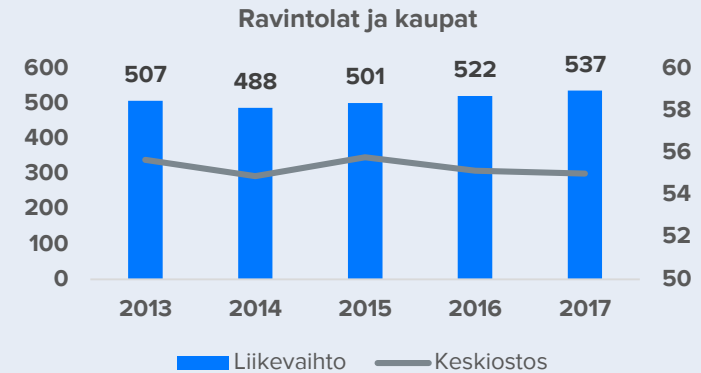
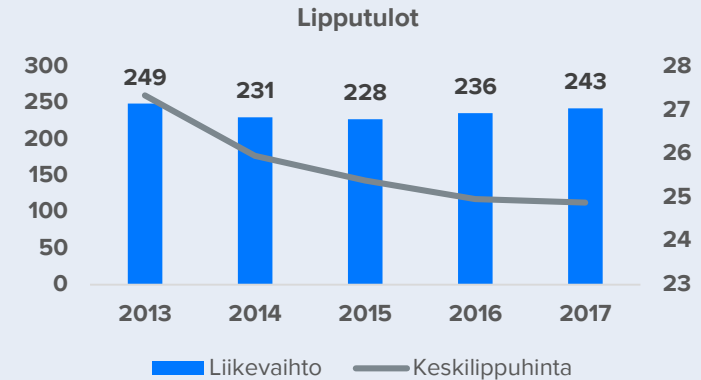
## Liiketoimintarakenne palveluittain

Tallinkin tulovirta palveluittain koostuu kuudesta eri lähteestä:

- Lipputulot** eli kuluttajille ja muille matkustajille myydyt laivaliput sekä lippupaketit ovat Tallinkin toiseksi suurin tulokomponentti. Niistä kertyi viime vuonna Tallinkin liikevaihdosta 25 %. Matkustajia Tallinkilla oli viime vuonna lähes 9,8 miljoonaa, josta 5 miljoonaa tuli Viro-Suomi ja 3 miljoonaa Suomi-Ruotsi reitiltä. Lippuliikevaihto oli vuonna 2013 noin 250 MEUR, mutta laski vuonna 2015 noin 228 MEUR:oon, jonka jälkeen on taas noussut siitä hieman 243 MEUR:oon vuonna 2017. Laskevan liikevaihdon taustalla on ollut kiristyvän kilpailun myötä laskeneet matkalippujen hinnat, joka näkyy myös selkeästi oikealla olevasta kuvioista. Vuodesta 2013 segmentti on supistunut keskimäärin noin 0,5 % vuodessa.
- Ravintolat ja kaupat** sisältävät laivalla ja maalla sijaitsevien kauppojen ja ravintoloiden myyntitulot. Laivan ravintoloista ja tax free-myymälöistä pääosin koostuva liikevaihtovirta kattoi viime vuonna reilut 56 % konsernin liikevaihdosta ja oli selvästi suurin osa konsernin liikevaihdosta. Vähittäismyynnin tärkein tuoteryhmä on käsityksemme mukaan alkoholi- ja tupakkatuotteet muun vähittäismyynnin (kosmetiikka, muoti, purtava) ohella, minkä lisäksi ravintolamyyni on tärkeässä roolissa. Vähittäismyynnin liikevaihto oli vuonna 2013 noin 507 MEUR ja on kasvanut siitä noin 6 % 537 MEUR:oon vuonna 2017. Liikevaihtoa on

kasvattanut tuotetarjoaman laajentaminen sekä matkustajavolyymin kasvu. Vuodesta 2013 segmentin myynti on kasvanut keskimäärin noin 1,1 % vuodessa. Matkustajien keskiostos on pysynyt vuosien saatossa suhteellisen samalla tasolla noin 55 eurossa per matkustaja.

- Rahti** toi Tallinkin liikevaihdosta viime vuonna noin 12 %. Rahtituottoja Tallink saa matkustajalaivojen autokannella kulkevista rahtitonneista ja kahdesta Cargo-alkuksesta. Rahti on kokonaan ro-ro -tyyppistä (Roll on, Roll off) eli reikkoja 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 2017 asti, jolloin liikevaihto kasvoi vuodesta 2016 noin 13 % 118 MEUR:oon. Liikevaihto heittelee yleisen talouskehityksen mukaan ja on selvästi suhdanneherkin yhtiön tulolähteistä. Vuodesta 2013 segmentti on kasvanut keskimäärin noin 2,2 % vuodessa. Myös ro-ro -rahtihinnat ovat olleet laskusuuntaisessa trendissä muun kuiva- ja konttirahdin kanssa, mitä yhtiö on kuitenkin pystynyt paikkaamaan lisääntyneellä volyyymilla.



# Liiketoimintarakenne 2/2

- Majoitus** koostui aikaisemmin 4 hotellista Virossa ja 1 Latviassa toi Tallinkin liikevaihdosta viime vuonna noin 2 %. 15.11.2018 yhtiö luopui päämarkkinalla Virossa yhdestä hotellista ja sen vaikutus yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen pienenee entisestään lähivuosina, kun yhtiö operoi kokonaisuudessaan nyt neljää hotellia. Liikevaihto on pysynyt suhteellisen vakaana 18-20 MEUR:n välillä 2013-2017.
- Alusten vuokraus** koostuu Tallinkin omistamien laivojen vuokraamisesta muille operoiville yhtiöille ja sen osuus oli noin 2 % liikevaihdosta vuonna 2017. Laiva on yhtiön taseessa ja Tallink ansaitsee pääomalle pitkällä vuokrasopimuksilla taatun tuoton operoivan yhtiön hoitaessa toimintaan liittyvät kustannukset. Liikevaihto on laskenut vuosien saatossa ja tulee ennustemme mukaan laskemaan noin 8 MEUR:oon tänä vuonna vuoden 2015 50 MEUR:sta, kun vuokrattava laivamäärä on tippunut neljästä yhteen.
- Muut** liikevaihtovirta sisältää maalla ja laivassa tarjottavia palveluita, kuten esimerkiksi mainontaa, uhkapelejä ja kylpylä sekä kauneuspalveluita, joita ei voi suoraan yhdistää muihin segmentteihin. Muut edustaa noin 3 % Tallinkin liikevaihdosta ja sen määrä on vaihdellut 30-40 MEUR:n välillä vuosien 2013-2015 aikana riippuen tarjottavien palveluiden määrästä.

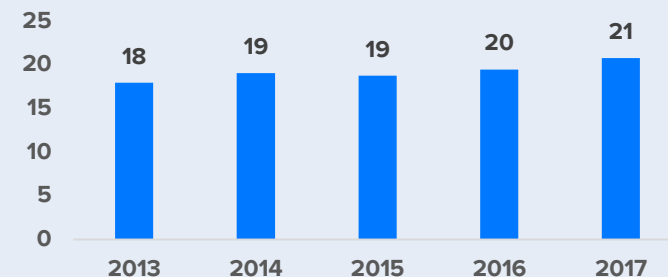
## Johto ja omistus

Tallinkissa pääomistajana valtaa käyttää Infotar AS, sillä sijoitusyhtiön omistusosuus yhtiöstä on tällä hetkellä 38 %. Yhtiö on hyvin läheinen osa Tallink-konsernia, sillä yhtiö omistaa Tallinkin pääkonttorin, logistiikkakeskuksen ja Tallinkin operoimia hotelleja. Lisäksi yhtiö investoi muihin kiinteistöihin, infraan ja kuljetukseen omistamalla muun muassa Tallinkin osakkuusyhtiöstä, Tallink Taksosta, osuuden. Yhtiön hallituksessa toimii samat henkilöt kuin Tallinkissakin Enn Pantin toimiessa molemmissa hallituksen puheenjohtajana. Enn Pant on toiminut Tallinkin toimitusjohtajana vuodesta 1996 aina vuoteen 2015 asti ja pidetään yleisesti Tallinkin kasvoina. Infotarin toimitusjohtajana taas toimii Ain Hanschmidt, joka on Infotarin pääomistajana myös merkittävä omistaja Tallinkissa. Merkittävien omistajana on myös Baltic Cruises ja Baltic Investments nimiset sijoitusyhtiöt, jotka omistavat vain Tallinkin osakkeita ja kuuluvat ulkomaalaiseen infrasijoitusyhtiöön. Muutamia prosentteja omistaa muutamat instituutiot ja vaihtoehtorahastot.

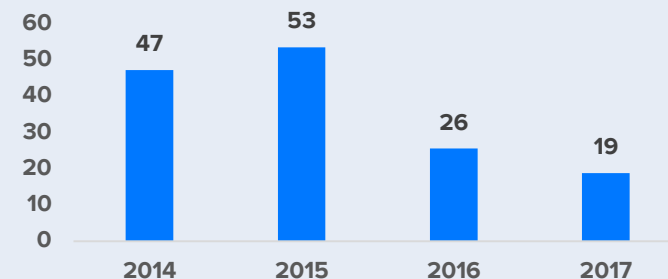
Yhtiöllä on 4 hengen johtoryhmä, jota vetää yhtiön nykyinen toimitusjohtaja, Paavo Nõgene, joka toimi ennen Tallinkin asemaansa Viron kulttuuriministerinä. Johtoryhmän muut jäsenet ovat työskennelleet Tallinkin palveluksessa jo ennen 2000-lukua oman suhteellisen pitkän kokemuksen alasta ja ovat osa yrityksen historiallista kehitystä.

## Liikevaihdon kehitys

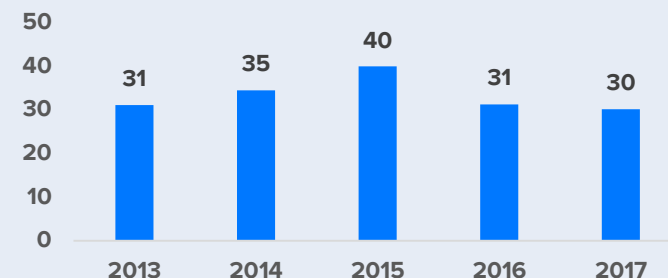
### Majoitus



### Alusten vuokraus



### Muut



# Historiallinen kehitys 1/2

## Vakaata hidasta kasvua

Laiva- ja matkustajaliiketoiminta on kärsinyt viime vuosina selkeistä kannattavuus- ja kasvuvaikeuksista, mikä johtuu näkemyksemme mukaan vapaa-ajan vieton trendimuutoksista, alan rakenteellisista muutoksista ja kiristyneestä kilpailusta. Tallink ei ole ollut poikkeus toimialan trendiin, vaan taloudellinen kehitys on ollut osakkeenomistajien perspektiivistä heikkoa viimeiset kymmenen vuotta.

Vuosina 2000-2006 yhtiö kasvoi selkeästi yli 10 %:n vuosivauhtia käyttökatemarginaalin ollessa keskimäärin 20 %. Vuonna 2007 yhtiö osti suomalaisille tunnetun Silja Linen ja nousi kertaheitolla lähes 800 MEUR:n liikevaihtoon. Noin 467,5 MEUR:n ostoksen kertoimet (P/S: 1,3x P/EBITDA: 11x, P/B: 0,8x) ovat Tallinkin nykyiseen tasoon nähden kohtuulliset (P/B 18e: 0,8x), mutta tuottopotentiaaliin nähden korkeat.

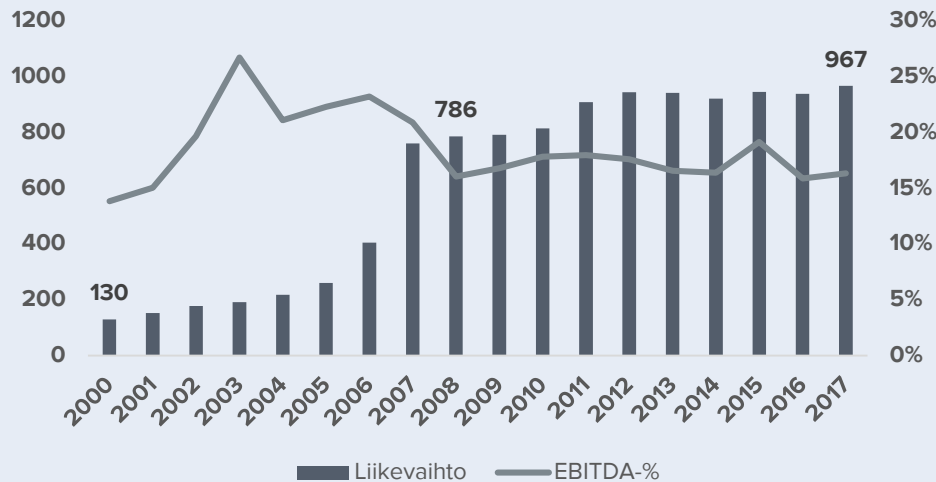
Yhtiö sai kaupalla jalansijan Ruotsin risteilymarkkinasta, mutta sen kysyntä ei ole kehittynyt mielestämme odotusten mukaisesti.

Finanssikriisin aikaan vuonna 2009 yhtiön liikevaihto nousi 1 %:n ja käyttökatemarginaali heikkeni vuoden 2007 noin 20 %:sta noin 16 %:iin eikä kannattavuus ole enää noussut kestävästi sen yläpuolelle. Kasvu vuodesta 2008 eteenpäin on ollut matalaa nollan molemmin puolin pois lukien vuosi 2011, jolloin liikevaihto nousi 12 % kovan matkustajamäärän kasvun ja keskiostoksen nousun myötä. Yhtiö on kuitenkin viimeisen 9 vuoden aikana kasvanut hieman yli 2 %:n vuotuista kasvuvauhtia, mitä voidaan pitää olosuhteisiin (ml. Suomen talouden erittäin heikko jakso 2011-2016) ja markkinakehitykseen nähden hyvänä suorituksena, vaikkakin käyttökatemarginaali on 2000-luvusta laskenut.

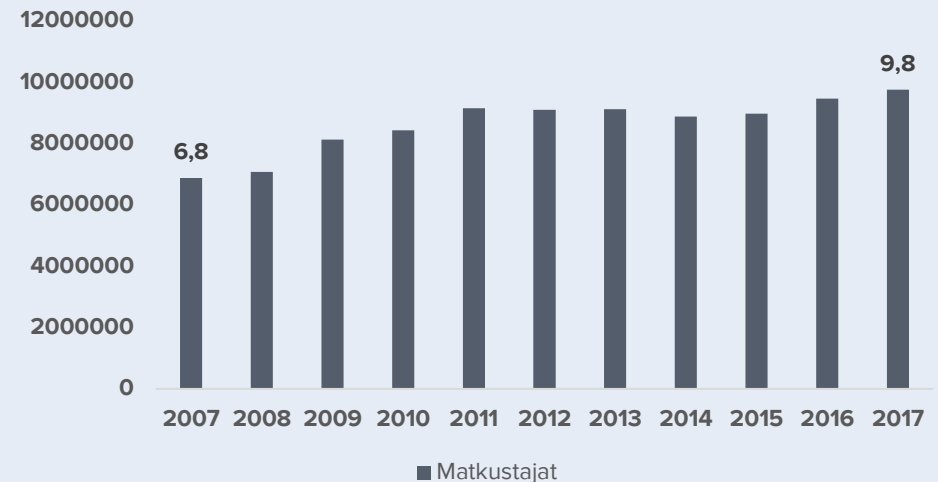
Matkustajamäärät ovat kehittyneet Tallinkin

historian aikana hyvin tasaisesti ja vakaus liiketoimintaan tulee ennen kaikkea taloussuhdanteiden pienestä vaikutuksesta matkustajamääriin. Matkustajamäärä on kasvanut tasaisesti 3,6 %:n vuosivauhtia vuoden 2007 Silja Linen oston jälkeen. Pieni matkustajamäärän lasku on havaittavissa vuonna 2014, jolloin yhtiön liikevaihtokin laski noin 2 %. Yhtiön tuloksen muodostumisen kannalta matkustajamäärän kasvatus tai keskiostoksiin käytettävän rahan määrän kasvattaminen on kriittistä. Keskiostoksen inflaatiovauhtia suurempi nostaminen on mielestämme ilman merkittävää myyntimixin parantumista vaikeaa, koska suurilla volyyymeilla ja korkealla katteella myytävän alkoholin osuus myynnistä pienenee, eikä korvaavien terveys- tai brändituotteiden menekki todennäköisesti korvaa tätä. Näin ollen liikevaihdon kasvu tulee pääosin matkustajamäärän kasvun kautta.

Liikevaihto ja EBITDA-% 2000-luvulla



Matkustajat 2007-2017 (miljoonaa)



# Historiallinen kehitys 2/2

## Historiallisesti heikkotuottoinen sijoitus

Yhtiön liiketoiminta on hyvin pääomavaltaista, mikä yleisesti tarkoittaa pieniä pääomantuottolukuja sijoitetulle ja omalle pääomalle. Yhtiön oman pääomantuotto (ROE-%) ja sijoitetun pääomantuotto (ROCE-%) ovat olleet vuodesta 2008 keskimäärin noin 4 % ja 5 %. ROCE- ja ROE-% kävivät yli 7 %:ssa vuosina 2012 ja 2015, mikä on kuitenkin parhaimmillaankin heikko suoritus, kun pääoman kustannus on arviomme mukaan ainakin 7-8 %. Yleisesti tuottoluvut ovat hieman parantuneet ja olleet pienellä nousutrendillä vuosikymmenen vaihteesta, mutta suurta parannusta ei ole näkemyksemme mukaan odotettavissa.

Alhaisen pääoman tuoton toisella puolella on kuitenkin vahva ja vakavarainen tase. Yhtiön

omavaraisuusaste on noussut vuoden 2008 34 %:sta vuonna 2017 54 %:iin ja velanhoitokyvystä kertova tunnusluku nettovelka/EBITDA on laskenut vuoden 2013 tasolta 5x viime vuoden tasolle 3x, mitä yleisesti pidetään hyväksyttävänä arvona. Yhtiöllä olisi mielestämme mahdollisuuksia käyttää enemmänkin velkaa operaatioihinsa vakaan liiketoiminnan kehityksen vähentäessä maksukykyrisiä, jolloin pääoman tuottoluvut olisivat myös paremmat.

Yhtiön osakekurssin kehitys on seurannut heikkoja pääoman tuottolukuja. Yhtiön finanssikriisin suhteellisen vakaasta kehityksestä huolimatta osake laski kuitenkin noin 1,6 euron (splitattu) huipuilta vuonna 2007 noin 0,25 euron pohjiin vuonna 2009. Yhtiön riskit olivat kuitenkin huomattavasti suuremman kymmenen

vuotta sitten ja velkaisuus alkoi olla ongelma. Pohjilta osake on toipunut lähelle 1,0 euron tasoja käyden yli 1,2 eurossa mahdollisen pörssistä poistumiseen liittyvien spekulatioiden seurauksena.

Listautumisesta lähtien omistamalla Tallinkin osakkeita, sijoittaja on saanut hinnannousun perusteella tarkasteltuna aikajaksolta noin -18,9 %:n tuoton. Kokonaistuotto osingot mukaanluettuna on aikajaksolla ollut 5,4 %, kun samalla aikavälillä esimerkkinä OMX Helsinki 25 -indeksi on tuottanut kokonaisuudessaan yli 70 % ja noin 4 % vuosittain. Yhtiön osakkeen tuotto on ollut todella heikkoa ja jäänyt selvästi Suomen pörssin kehityksestä. Ilman osinkoa sijoittajat olisivat selvästi negatiivisen tuoton puolella, johon myös yhtiön nykyinen sijoitusprofiili perustuu.

Tallinkin osakkeen tuotto listaumisesta lähtien



# Sijoitusprofiili (1/2)

## Tallink profiloituu ensisijaisesti osinkoyhtiöksi sijoittajaperspektiivistä

Tallink profiloituu mielestämme pidemmällä aikavälillä etenkin osinkoyhtiöksi. Profiilia tukee mielestämme yhtiön liikevaihdon ja siten tuloksen rajallinen pitkä aikavälin kasvunäkymä sekä hyvässä kunnossa oleva tase, joka mahdollistaa liiketoiminnan kehittämisen lisäksi pääomien palauttamisen omistajilleen. Tallinkin julkaisema osinkopolitiikka tukee mielestämme myös osinkoprofiilia. Tallink on mielestämme etenkin lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä melko defensiivinen sijoituskohde, joten yhtiö sopii mielestämme myös riskejä ja volatiliteettia karttavien sijoittajien salkkuun.

## Potentiaali

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 60-100 %), mikä antaa yhtiölle tiettyjä skaalaetuja suorassa kilpailussa ja Tallink on historiallisesti ollut ainut selvästi kannattava toimija ydinmarkkinoillaan. Yhtiöllä on myös 2,3 miljoonaa kanta-asiakasta, jotka tuovat arviomme mukaan merkittävän osan yhtiön liikevaihdosta. Näemme kanta-asiakasohjelman penetraatiossa lievää kasvattamisen varaa ja sitä kautta kasvu- ja tuloskasvupotentiaalia.
- **Vakaa liiketoimintaportfolio** tukee mielestämme Tallinkin tuotto/riski-suhdetta.

Yhtiön tarjoama kilpailee kuluttajien kysynnästä monien kalliimpien vaihtoehtojen (esim. lentomatkustus) 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 jo kypsymisen merkkejä osoittava suhdannevaihe huomioiden.

- **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, mikä 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 optiona.
- **Arvon luonti aluskaupoilla** on mielestämme sijoittajien perspektiivistä mahdollisuus, sillä historiallisesti yhtiö on onnistunut myymään

esimerkiksi uusinvestointien yhteydessä tarpeettomaksi osoittautuneita aluksiaan taseen kirja-arvoa korkeammilla summilla. Myyntivoitot tukisivat omaa pääomaa ja kassaa, mutta aluskaupoilla saavutettavat tuotot ovat toki kertaluonteisia eikä niiden toteutumiseen kannata antaa merkittävää painoarvoa.

- **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 omaisuuserät huomioiden. Arviomme mukaan hyväksyttävän arvostuksen nousu vaatisi arviomme mukaan yhtiöltä etenkin kannattavuuden (EBIT-%) parantamista, mikä nostaisi sijoitetun pääoman tuoton (ROCE-%) selvästi arvioimaamme 7-8 %:n pääoman kustannuksen yläpuolelle. Taloudellisen lisäarvon luonti taas mahdollistaisi osakkeen arvostamisen yli oman pääoman tasearvon. Lisäksi arviomme, että yhtiön rinnakkaislistautuminen Helsingin pörssiin parantaa hieman osakkeen likviditeettiä ja tukee arvon muodostusta, mutta pelkästään tätä kautta hyväksyttävän arvostuksen nousupotentiaali jää mielestämme silti melko rajalliseksi.

## Riskit

Sijoittajan kannalta Tallinkin pääriskit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Kasvava kilpailu kuluttajien vapaa-ajasta** on mielestämme keskeinen riski Tallinkille, sillä koko yhtiön liiketoimintamalli perustuu siihen,

# Sijoitusprofiili (2/2)

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 ja niiden kelkasta putoaminen voisi näkyä nopeastikin yhtiön matkustajamäärässä, liikevaihdossa ja kannattavuudessa. Tarjoaman jatkuva uudistaminen vaatii yhtiöltä myös jatkuvia investointeja laivojen vähittäiskauppa- ja palvelukonsepteihin, mikä sitoo jossain määrin yhtiön pääomia.

- **Suoran kilpailun kiristyminen** on mielestämme riski Tallinkille, sillä Itämeren alueen matkustajamarkkina on erittäin kilpailtu ja hitaan markkinakasvun takia pelurit joutuvat miettimään keinoja markkina-osuuksien voittamiseksi. Yhtiölle relevanteille markkinoille on tulossa myös uutta kapasiteettia, kun Viking Linen Kiinassa rakenteilla olevan uudet laivat valmistuvat (tietoa Viking Linen suunnitelmista nykyisen kapasiteetin suhteen ei tosin vielä ole). Nämä tekijät voisivat kiristää lippujen hintakilpailua ja heikentää siten kannattavuutta (ts. nostaa markkina-aseman ylläpitämisen/ vahvistamisen kustannuksia).

Pitkällä aikavälillä uhkana on mielestämme Helsingin ja Tallinnan välille kaavailtu tunneli, joka voisi toteutuessaan supistaa Tallinkin selvästi kannattavimman reitin volyymin merkittävästi nykyistä pienemmäksi. Tällä olisi luonnollisesti selvästi negatiivinen vaikutus yhtiön tulospotentiaaliin, vaikka kokonaan tunnelikaan ei matkustajalaivojen 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). Lisäksi kuluttajat ovat aikaisempaa hintatietoisempia, mikä pitää kilpailun kireänä ja katteet kurissa.
- **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. Näin ollen yhtiöllä on jossain määrin luonnollista suojaa polttoaineen hinnan nousua vastaan.

Varsinaisia suojausinstrumentteja Tallink ei polttoainelaskun suojaamiseksi käytä, mikä nostaa arviomme mukaan yhtiön tuloksen volatilitteettia jossain määrin, mutta toisaalta välttää suojausinstrumenteista aiheutuvat kulut. Yhtiön pääkilpailijatkkaan eivät käsityksemme mukaan käytä suojausinstrumentteja ja kilpailijoita polttoainetehokkaamman (ts. uudemman) laivaston ansiosta Tallinkin suhteellinen kilpailuasema on mielestämme nousevan polttoaineen hintatrendin aikanakin hyvä.

- **Alkoholiverotuksen muutokset** ovat riski Tallinkille, sillä alkoholi on 1) merkittävän myyntivolyymin ja hyvän bruttokatteen tuote yhtiölle laivoilla 2) matkustajavolyymiin kannalta tärkeä ajuri etenkin reitillä Helsinki-Tallinna (kannattavin osa yhtiötä). Näin ollen verojen muutokset etenkin Virossa voivat vaikuttaa yhtiön myyntiin suorasti ja epäsuorasti. Virossa alkoholiverotus on edelleen kiristymään päin.
- **Palkkatukien jatkuvuus** on riski Tallinkille, sillä arviomme mukaan osa yhtiön risteilyreiteistä eivät olisi nykyisellään kannattavia ilman tukia. Viime vuonna yhtiön Suomesta ja Ruotsista saaman tuen määrä oli noin 40 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. Markkinan hidas kasvu

2. Korkea markkinaosuus

3. Vakaa liiketoiminta

4. Maltillinen riskiprofiili

5. Matala hyväksyttävä arvostus

## Potentiaali

- Tunnettu brändi ja vahva markkina-asema
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu
- Vahva tase ja osingon-jakopotentiali
- Mahdollisuus avata uusia reittejä pitkällä tähtäimellä

## Riskit

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



# Liiketoimintamalli (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 konseptiaan ja 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 brändätyt konseptit on toistakymmentä ravintoloista ja kahviloista yökerhoihin sekä vähittäiskauppoihin. 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 laivoilla lisää mielestämme laivojen houkuttelevuutta, mutta emme usko yhtiön saavuttavan merkittävää lisäarvoa operoimalla vaateliikkeitä mailla.

Tallink on panostanut omiin brändeihinsä ja muodostanut 4 hotellin keskittymän, johon majoittaa ihmisiä. Yhtiöllä on näin arviomme mukaan mahdollisuudet huolehtia asiakkaasta koko matkan ajan tarjoten asiakkaalle myös majoitusmahdollisuuksia mailla 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

Kuluttajatuote-yhtiölle tyypillisesti Tallinkilla on miljoonia asiakkaita eikä yksikään asiakkaista ole konsernin mittakaavassa merkittävä. Toisaalta yhtiöllä ei ole toistuvaa liikevaihtoa ja myös asiakasuskollisuus on ollut sektorilla tyypillisesti matala varsinkin siirtymäliikenteessä, sillä lippu on homogeeninen tuote, jonka vertailtavuus suhteessa kilpaileviin tuotteisiin on helppoa. Risteilymatkoilla myös laatu, aikataulut ja muut tarjottavat palvelut sekä laivan varustelu vaikuttavat ostopäätökseen ja asiakasuskollisuutta sekä jatkuvuutta on mahdollista parantaa. Yhtiöllä on Club One -asiakasuskollisuusohjelma, jossa on noin 2,3 miljoonaa jäsentä. Yhtiö lanseerasi myös uusitun mobiilisovelluksen vuonna 2017, joka lisäsi selvästi jäsenien määrää ja lipunmyyntiä sovelluksen kautta. 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 ja lippuhinnoittelu 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, joissa keskiostos luultavimmin laskee talouden ostoivoiman mukana. Rahdissa yhtiö hyödyntää matkustajalauttojen kapasiteettia, mutta kysyntä rahdille on hyvin riippuvaista yleisen taloustilanteen ja maailmankaupan kehityksestä. Eniten Tallinkin rahtiliikenteeseen näkemyksemme mukaan vaikuttaa Suomen vienti ulkomaille ja tuonti ulkomailta, jota taas ajaa muun maailmantalouden kasvu.

Kokonaisuudessaan liiketoiminta on suhteellisen vakaata eivätkä talouden taantumukset 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.

# Liiketoimintamalli (2/2)

## 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 tähtämällä kiinteä kulurakenne selittää myös liiketoiminnan voimakasta kausiluonteisuutta (merkittävä osa tuloksesta tehdään Q2:n lopun ja Q3:n alun lomakauden aikana). Lyhyellä tähtämällä kiinteän kulurakenteen ja matkustajamäärän sekä vähittäiskauppavolyymien linkin takia laivayhtiöillä 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 kuitenkin ollut historiallisesti negatiivinen ja oli vuoden 2017 lopussa -7 % liikevaihdosta, mikä tarkoittaa, että yhtiön juoksevaan liiketoimintaan ei sitoudu rahaa. Negatiivinen käyttöpääoma on sijoittajille positiivinen asia, sillä se keventää tasetta ja helpottaa yrityksen investointien rahoitusta sekä parantaa oman pääoman tuottoa. Siten käyttöpääoman kehitys ja ennen kaikkea sen pysymisen negatiivisena on sijoittajien perspektiivistä seuraamisen arvoinen tekijä.

## 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 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 osaa (1 kpl Q3'18) laivastostaan pitkäaikaisilla leasing-sopimuksilla. Tallinkin kiinteän omaisuus (valtaosin laivoja) vastaa noin 84 % 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.

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso



Inderesin arvio Tallinkin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Strategia

## Strategian kulmakivet

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 laivoissa on jäälasit, jotka mahdollistavat ympärivuotisen operoinnin itämerellä joistain kilpailijoista poiketen.
- 2. Laaja reittiverkosto** mahdollistaa yhtiölle jalansijan useissa talousalueissa. Yhtiön neljästä reitistä pääpaino on kuitenkin Viro-Suomi -reitissä.
- 3. Vahva brändi** yhtiön Tallink ja Silja Line -konsepteilla, jotka ovat pohjoismaiden tunnetuimmat risteilybrändit ja 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** noin 2,3 miljoonalla One Club -jäsenellä tekee noin 35 % kaikista matkoista. Lisäksi 80 % shuttle-matkoista tehdään pienestä otoksesta, joka mahdollistaa räätälöidyn markkinoinnin omille kohderyhmilleen. 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 ainoasta reitistään ja sen vetovoimasta. Uusia strategisia linjauksia tarvittaisiin mielestämme myös muiden reittien elävöittämiseen. Ankara hintakilpailu ja ylikapasiteetti reiteillä voisi poistua kysynnän kasvun kautta, mutta strategiassa on vähän linjauksia risteilyn houkuttelevuuden lisäämiseksi Suomen ja Ruotsin tai Ruotsin ja Baltian maiden välillä.

## 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 asiakastyytyväisyys**
- 3. Optimaalinen velka-asema mahdollistaakseen kestävä 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. Näkemyksemme mukaan markkinaosuuksissa ei ole kovinkaan suurta nostovaraa, elleivät kilpailijat ajaudu isompiin ongelmiin. Yhtiöllä on yli 50 %:n markkinaosuus kaikilla reiteillään markkinan ollessa jakautunut periaatteessa 2-3 pelurin kesken. Näin ollen kasvu tulee näkemyksemme mukaan asettumaan 1-3 %:n välimaastoon, ellei risteilyn ja reittien houkuttelevuutta saada parannettua. Kannattavuuden osalta pidämme pitkällä aikavälillä 8 %:n historiallista liikevoittomarginaalin tasoa realistisena. Suuren pääomaintensiivisyyden myötä pääoman tuotto jäisi tällä marginaalitasolla kuitenkin alle yhtiölle ennustamamme pääoman kustannuksen (WACC-%: 7-8 %), jolloin yhtiö ei luo taloudellista lisäarvoa sijoittajilleen. Taseen osalta arvioimme yhtiön nykyisen yli 50 %:n omavaraisuusasteen olevan yhtiölle korkeahko ja mielestämme yhtiön mukavuusalue on 40-50 %:n haarukassa.

Tallink tavoittelee mielestämme selvästi osinkoyhtiön asemaa ja on viestinyt osinkopolitiikkansa olevan vakaata lähivuosina. Tarkoituksena on nostaa minimiosinko 0,05 euroon per osake (aik. 0,03 euroa per osake), jos yhtiön taloudellinen tila sen sallii vuodesta 2019 eteenpäin (ts. 2018 tuloksesta jaettava osinkoa). Lisäksi yhtiö on kommentoinut pienentävänsä osakepääomaa ja jakavansa pääomanpalautusta osakkeenomistajille noin 0,07 euroa per osake ensi keväänä, joka nostaa tämän vuotisen osinkoennusteemme noin 0,12 euroon. Näkemyksemme mukaan yhtiön vakaa liiketoiminta, selvästi parantunut velka-asema ja tehokkaampi laivasto mahdollistaa uusimman investoinnin jälkeen vakaamman kassavirran jolla ylläpitää 0,05 euron osinkoa, mutta osingon kasvattaminen ilman tuloskasvua on vaikeaa.

# Tallinkin strategian yhteenveto



# Markkinat ja kilpailu 1/5

## Risteily vakaata rahdin heilahdella talouden tuulien mukana

Laiva- ja risteilytoiminta on suhteellisen defensiivinen toimiala, varsinkin Itämeren alueella. Risteilyä ei ole pohjoismaissa tai Baltian maissa ylellisyustuote, kuten esimerkiksi Karibialla tai Välimerellä. Lippujen hinnat ovat suhteellisen halpoja moniin muihin vapaa-ajan toimintoihin tai vaikka lentomatkamiseen nähden. Tämä voi johtaa laman tai talouden epävarmuuden aikana kysynnän kasvuun, kun ihmiset preferoivat lyhyempiä ja kustannuksiltaan halvempia matkoja. Rahtimarkkinat liikkuvat yleisen taloustilanteen mukaan ja siitä tärkeimpänä on seurata eri maiden vienti- ja tuontilukuja sekä talouskasvua. Tärkeimpänä Tallinkin kasvulle näemme kuitenkin kuluttajien ostovoiman ja sen kehityksen näkymät, sillä suurin osa yhtiön liikevaihdosta ja tuloksesta muodostuu asiakkaiden ostoksista.

## Kulutusnäkymät hyvät

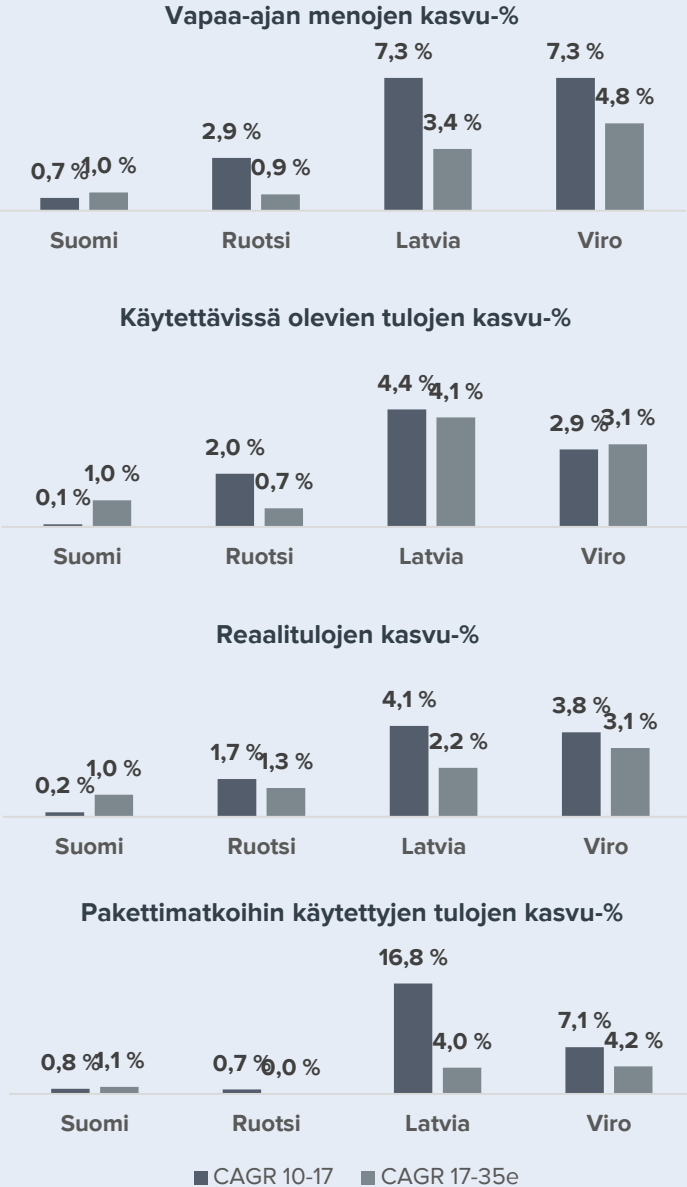
Tallinkille tärkeät kuluttajien ostovoimaan ja vapaa-ajan menoihin liittyvät talousluvut ovat kehittyneet toimintamaissa pääosin myönteiseen suuntaan.

Ruotsissa vahvan talouskasvun ansiosta vapaa-aikaan käytettävä rahasumma on kasvanut vuodesta 2010 noin 2,9 % vuosittain, mutta hidastumista on tulevina vuosina odotettavissa. Ruotsissa löysä rahapolitiikka ja talouden ylikuumentuminen varjostavat näkymiä poliittisen epävarmuuden lisäksi. Suomessa vapaa-aikaan käytettävät tulot ovat kasvaneet 2010-2017 noin 0,7 % vuosittain ja odotetaan nousevan vuosittain 1,0 %:n vuoteen 2017 asti. Suomessa alakuloinen vuosikymmenen alku on hidastanut kehitystä, mutta viime vuosien vahva

kasvu tukee tulevaisuuden näkymiä. Latviassa vuosina 2010-2017 vapaa-ajan menot kasvoivat jopa 7,3 %. Latviassa vuosittaisen kasvun edellä mainitussa odotetaan myös hidastuvan noin 3,5 %:n tietämiin, mutta olevan vielä yleisesti ottaen vahvaa. Virossa vapaa-ajan menot ovat kasvaneet jopa 7,3 % vuosina 2010-2017. Vuoteen 2035 vapaa-ajan menojen odotetaan Virossa kasvavan noin 4,8 % vuosittain. Viron palkkatason nousu ja keskiluokkaistuminen näkyy selvästi vapaa-aikaan käytettävien tulojen kasvuna. Vahvana jatkunut yritysaktiiviteetti ja julkiset investoinnit tukevat kasvua eteenpäin mentäessä yhdessä eteenpäin katsovan viranomaisääntelyn sekä politiikan kanssa.

Reaalisen ostovoiman kehitys on ollut kaikissa maissa viimeisen 7 vuoden ajan positiivista ja käytettävissä olevat tulot ovat kasvaneet. Suomi erottuu maista heikkona poikkeuksena, missä reaaliset tulot ovat kasvaneet vaivaiset 0,2 % ja käytettävissä olevat tulot 0,1 % keskimäärin vuosittain vuosien 2010-2017 aikana. Pakettimatkoihin käytetään toimintamaissa per asukas noin 90-240 euroa, jossa vahvinta kasvua on odotettavissa Latvian ja Viron suunnilta, kun Suomen ja Ruotsin osalta kasvu on luultavimmin alle inflaatiovahdin.

Ostovoiman kehityksen ja käytettävissä olevien tulojen kasvun myötä ihmiset käyttävät enemmän rahaa vapaa-aikaan ja näin ollen myös ostoksiin tai palveluihin laivalla. Vapaa-ajan vieton kilpailevien vaihtoehtojen myötä ihmiset pitäisi kuitenkin saada ensin laivalle, joka on näkemysmme mukaan vaikeampaa.



Lähde: Inderes, Tallink, Oxford Economics

# Markkinat ja kilpailu 2/5

## Ro-ro -rahti liikkuu talouskasvun mukana

Tallinkille tärkeä rahtimarkkina, ro-ro -rahti, tarkoittaa roll on-roll of -tyyppistä rahtia, mikä koostuu pääosin rekoista ja rekkojen trailereista. Yhtiö ei ole mukana varsinaisessa kuivarahtaamisessa tai konttirahdissa, vaan keskittyy matkustaja-alusten kapasiteetin hyödyntämiseen. Yhtiö toimii rahdin osalta vain kahdella täysin rahtiin suunnitellulla aluksella ja se on vain hieman yli 10 % yhtiön liikevaihdosta.

Itämeren alue vaatii jäävahvistetut alukset ja se on ainakin yksi iso alalletulon este muille esimerkiksi Aasiassa toimiville toimijoille. Lisäksi esimerkiksi suhteet satamiin ovat nykyisillä toimijoilla vahvat ja pitkäaikaiset sekä satamien kapasiteetti on vallitsevilla toimijoilla, ja uusien laivojen tuominen satamaan vaatisi molemminpuolisia investointeja.

## Suomen vienti ja tuonti merkittävässä osassa

Tallinkin toimintamaiden viennin ja tuonnin kasvu sekä kehitys voidaan nähdä isoimpana ajurina ro-ro -markkinan kehitykselle Itämerellä. Viennin ja tuonnin kasvun ennustetaan olevan 1,6-3,7 % Tallinkin toimintamaissa vuosina 2017-2035. Ruotsissa viennin ennustetaan kasvavan noin 2,5 % vuosittain, Suomessa 1,6 %, Latviassa 3,6 % ja Virossa 3,7 %, joka tukee markkinakasvua tulevinakin vuosina, mutta yksittäisten vuosien poikkeamat pitkän aikavälin trendistä voivat olla suuria. Rahtimarkkinaan vaikuttaa myös öljyn ja kuljetuksen hinnat, ja sitä kautta myös tuottajahintojen nousu, joka on madellut viimeisen 5 vuoden aikana toimintamaissa nollan molemmin puolin. Hintojen noustessa kapasiteettia syntyy lisää, mutta näkemyksemme mukaan ala on myös

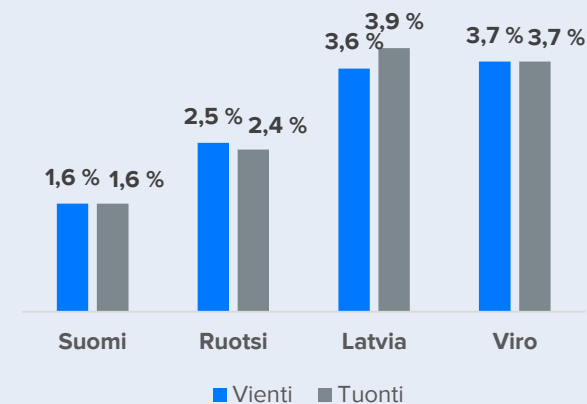
oppinut finanssikriisistä eikä investointeja tehdä kovinkaan nopeilla tai hätiköidyillä päätöksillä, jotta ylikapasiteettia ei pääsisi syntymään merkittävästi. Laivat ovat lisäksi hyvin pitkäikäisiä (20-40 vuotta), eikä uutta kapasiteettia tarvita korvaamaan vanhentuvaa laivastoa näkemyksemme mukaan lähivuosina.

Uusia investointeja ajaa kuitenkin teknologian ja tehokkuuden parannus, jota kokonaan tai osittain LNG:n (Liquid Natural Gas) avulla toimivat alukset tuovat. Tallinkin kaksi uusinta ro-pax -alusta (rahti- ja matkustaja-alus) toimii maakaasulla ja ovat edeltäjiään energiatehokkaampia muun muassa CO<sub>2</sub>-päästöjen osalta. Polttoaineena LNG:n CO<sub>2</sub>-päästöt ovat noin 25 % laivapolttoöljyä alemmat ja raaka-aineena LNG on tällä hetkellä pörssissä noin puolet halvempaa verrattuna vähärikkiseen laivapolttoöljyyn (MGO), mutta kun LNG:hen lisätään jakelun kustannusvaikutus, on se enää vain hieman edullisempaa. Huomattavaa on, että LNG-infrastruktuurin kehittyessä voi jakelunkin kustannus laskea tulevaisuudessa parantaen investoinnin kannattavuutta. Yhtiön mukaan LNG-laivat ovat kuitenkin jo nyt tehokkaampia ja halvempia operoida kuin vanhat laivat, vaikka infran ja jakelun rakentaminen on vielä kesken. Infran parantamiseksi Tallinkin pääomistaja Infotar on tilannut LNG-tankkausaluksen hollantilaiselta Damen Groupilta ja sen pitäisi aloittaa kuljettaa LNG:tä Suomenlahdella liikennöiville aluksille arviolta vuonna 2020, joka pienentää kustannuksia entisestään.

## Toimintamaiden reaalin BKT:n kasvu

	CAGR 15-17	CAGR 18-23e
Suomi	2,6 %	1,6 %
Ruotsi	2,8 %	2,2 %
Latvia	3,4 %	2,9 %
Viro	3,4 %	3,6 %

## Viennin ja tuonnin kasvu CAGR 17-35e





# Markkinat ja kilpailu 3/5

## 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 Line, toimii yhdellä aluksellaan Viron ja Suomen välisellä reitillä. Lisäksi kilpailukentässä on pienempiä toimijoita, joilla on esimerkiksi siirtymiin erikoistuneita aluksia, kuten Linda Line.

Kuten seuraavan sivun taulukosta näkee, Tallink on suurempi toimija laivoilla, reiteillä, matkustajamäärillä ja rahtimäärillä mitattuna laivojen keski-ikänsä ollessa samalla kilpailijoita matalampi. Rahtiliikenteessä Tallinkin kanssa kilpailee myös DFDS, Stena Line ja osana Grimaldi Groupia toimiva Finnlines. Tämän pohjalta Tallinkin liikevaihto oli vuonna 2017 967 MEUR, Viking Linen 523 MEUR:oon ja Eckerö Linen 233 MEUR:oon nähden. Näin ollen Tallinkilla on puolellaan liiketoiminnassa melko selvä skaalaetu, josta on arvioimme mukaan tiettyjä hyötyjä kilpailussa. Tämä näkyy myös yhtiöiden kannattavuuksissa, sillä historiallisesti vuodesta 2013 Tallinkin keskimääräinen EBIT-% on ollut 8,5 %, kun Viking Linellä se on ollut 3,7 % ja Eckerö Linellä 7,2 %.

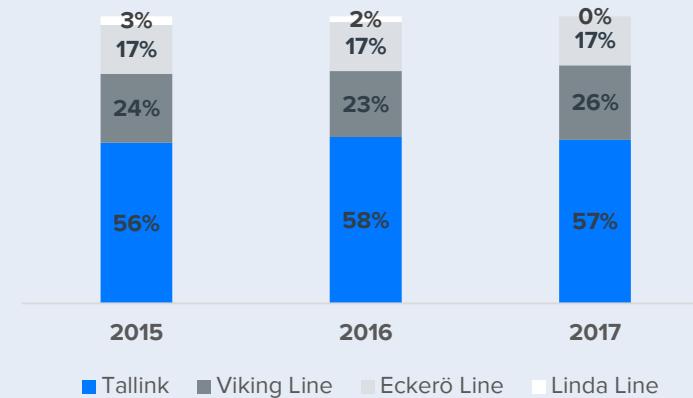
## Markkinaosuudet korkeat

Markkinaosuuksia reiteittäin ja matkustajamäärittäin katsottuna Tallink on yleisesti pystynyt pitämään kiinni niistä viimeisien vuosien aikana. Tärkeimmällä Viro-Suomi -reitillä Tallinkilla oli vuoden 2017 lopussa noin 57 %:n markkinaosuus, kun se vuonna 2015 oli 56 %. Emme näe erittäin kilpailulla reitillä isoja mahdollisuuksia markkinaosuuden kautta kasvamiseen, vaan kasvua on haettava

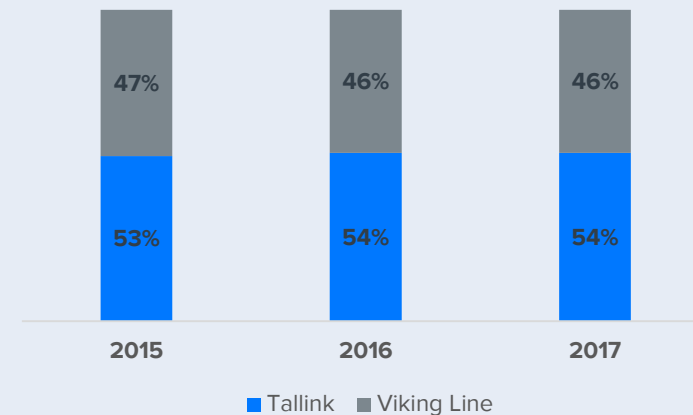
markkinan kasvusta. Reitin kannalta olisi tärkeä, että tilanne ei kärjistyisi toimijoiden välillä entisestään tiukempaan hintakilpailuun, mutta markkinakasvun ollessa vakaata 1-2 %:n luokkaa syntyy toimijoille väijäämättä tarve etsiä kasvua markkinaosuuden valtaamisesta. Loputtomasti lippujen hinnat eivät kuitenkaan voi laskea ja Tallinkin suhteellinen asema on mielestämme hyvä tehokkuuden ja jo korkeiden markkinaosuuksien ansiosta. Suomi-Ruotsi markkinalla Tallink oli vuonna 2017 markkinajohtaja 54 %:n markkinaosuudellaan, kun se vuonna 2015 oli 53 %. Suomi-Ruotsi -reitti on kahden kauppa, kun Viking Linen markkinaosuus on 46 %. Reitin kasvu nojaa myös hyvin pitkälti markkinakasvuun, kun emme näe markkinaosuuksissa olevan merkittävää parannusvaraa suuntaan tai toiseen. Toisen hävitessä osuutta, reagoi toinen aggressiivisesti kunnes on vallannut takaisin osuutensa. 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. Siten kasvun on tultava markkinoilta.

## Markkinaosuuksien kehitys

### Viro-Suomi -reitti



### Suomi-Ruotsi -reitti





# Keskeiset kilpailijat

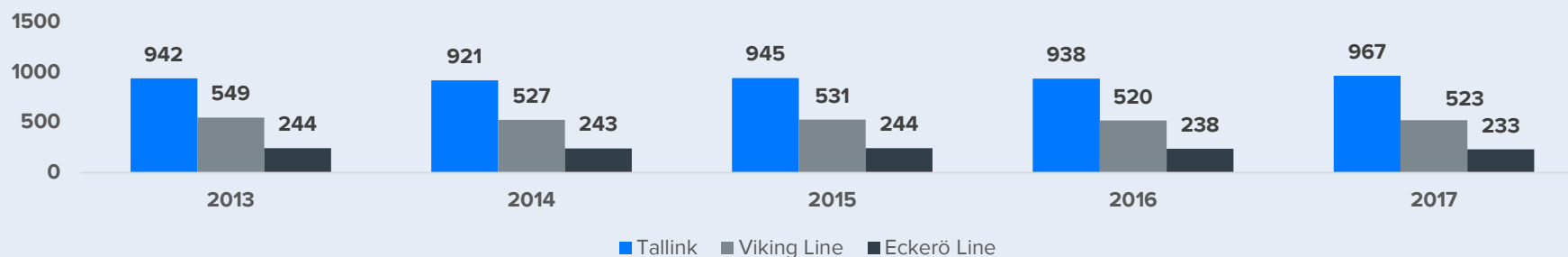
**TALLINK**

**VIKING LINE**

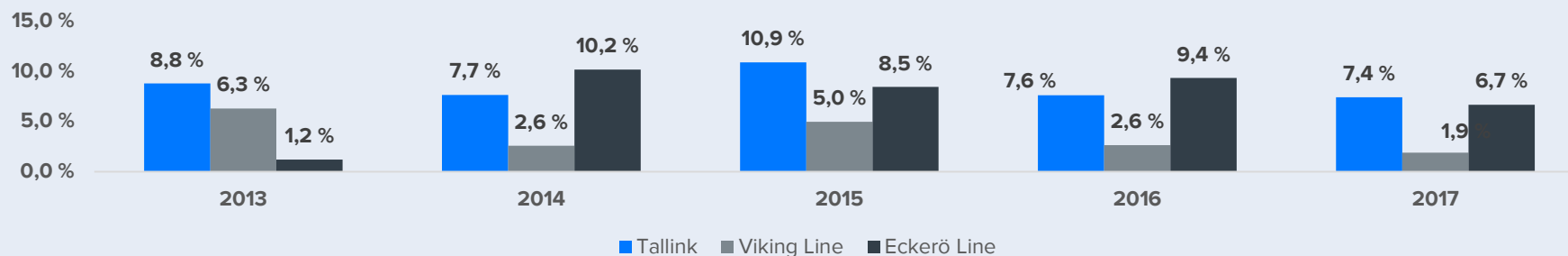
**ECKERÖLINE**

Laivat	14	7	5
Laivojen keski-ikä	19	25	25
Reittien määrä	5	3	3
Matkustajat (2017 milj.)	9,8	6,9	3,1
Cargo-yksiköt (2017 milj.)	0,36	0,13	0,08
Ajoneuvot (2017 milj.)	1,1	0,8	0,35

Liikevaihto



Liikevoitto-%



# Markkinat ja kilpailu 4/5

## Raskas tase laskee tuottolukuja

Vaikka yhtiön 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 nostaessa Eckerö Linen ja Viking Linen tuottolukuja. Raportoitu keskimääräinen ROE-% on vuodesta 2013 ollut Tallinkilla noin 6 %, kun Viking Linellä ja Eckerö Linellä se on ollut paljon volatiilimpaa ja keskimäärin noin 9 %.

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 6 % ja Eckerö Linellä noin 4 %, jotka ovat jo lähempänä Tallinkin 6 %:n tasoa.

Tallinkin ja pääkilpailijoiden pääoman tuottoluvut kertovat, että alan tuottopotentiaali on erittäin heikko. Yhtiöt tekevät joka vuosi alle keskimääräisen pääoman kustannuksen verran omistajilleen tuottoa, mikä tarkoittaa, että yhtiöt tuhoavat omistaja-arvoa sen luonnin sijaan.

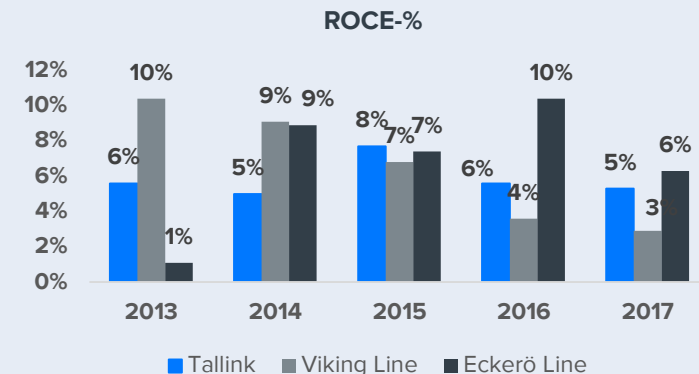
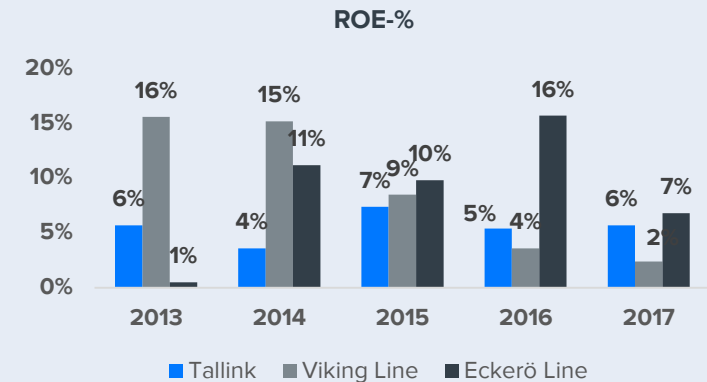
## Tunneli voisi lisätä kilpailua

Tallinnan ja Helsingin välille on suunnitteilla tunneli, jonka myötä kilpailu Suomi-Viro -reitillä tulisi kasvamaan, mutta todennäköisesti tunneli olisi valmis noin 2030 ja siihen asti kasvava matkustajamäärä tulee liikkumaan laivalla lahden yli. Huomioitavaa kuitenkin on, että mitään päätöksiä tunnelista ei kuitenkaan ole

tehty ja koko projektin taloudellisuus on vielä hyvin epävarmalla pohjalla. Myös sen mahdollisia vaikutuksia on toistaiseksi vaikea arvioida.

Jos tunneli rakennettaisiin, perusskenaariossa Tallink odottaa tunnelimatkustajia olevan vuonna 2050 noin 12 miljoonaa kappaletta, mistä 3,5 miljoonaa siirtyisi laivoilta tunneliin. Tällöin perusskenaariossa laivoille jäisi noin 10,8 miljoonaa matkustajaa. Ilman tunnelia matkustajamäärä olisi vuonna 2050 noin 14 miljoonaa. Näkemyksemme mukaan tunneli tulisi toteutuessaan viemään matkustajia Tallinkilta selvästi, mutta sen ennakoiminen ja kauaskantoisuus aiheuttaa laskelmiin ja vaikutukseen epävarmuutta. Lisäksi näemme myös Tallinkin osittain hyötyvän tunnelista, ja jopa investoivan siihen mahdollisen päätöksen varmistuessa. Kokonaisuudessaan tunneli lisäisi kuitenkin matkustajien virtaa reittien välillä ja voisi olla, että osa matkustajista tekee paluumatkan laivalla tai jää kuluttamaan Tallinkin tarjoamia palveluita maihin.

## Pääoman tuotto vs. pääkilpailijat



# Markkinat ja kilpailu 5/5

## Alalletulon esteet

Alalletulon esteet rajaavat uusien toimijoiden tuloa alalle, mutta myös heikko tuottopotentiaali isoine investointeineen rajaa uutta kilpailua. Esimerkki esteistä on, että satamilla on rajattu määrä kapasiteettia ja lähtöpaikkoja, ja ne ovat pääosin täyskäytössä. Uudet laivat ja satamapaikat vaativat 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. Muilla reiteillä lentomatkustaminen on kuitenkin suositumpi vaihtoehto, eikä laivamatkustamisesta saa niin selkeää etua.

## Itämeren olot tuovat pientä kilpailuetua

Itämeren markkinatilanne on hintakilpailun myötä kiristynyt selkeästi viime vuosien aikana. Reiteille on tullut toimijoita nopeilla Katamaraani-aluksillaan, jotka ovat syöneet hitaampien alusten reittimatkustajia. Kaikille ei kuitenkaan riitä asiakkaista ja myös konkursseja on alueellisesti nähty, kun Linda Line asetettiin konkurssiin vuoden 2018 alussa. Yhtiö kuitenkin jatkoi toimintaansa kesällä uudestaan, eikä hintapaine näytä alueella helpottuvan lähitulevaisuudessa. Itämeren poikkeavat olosuhteet ja kalustovaatimukset vaikeuttavat kuitenkin uusien kilpailijoiden esiintuloa. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia

huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia. Näin ollen osa väylällä käytettävistä alustyypeistä ei sovellu Itämerellä ympärivuotiseen käyttöön ja esimerkiksi nopeat katamaraanit ovat telakalla kovan jään aikaan. Tallinkilla kaikki laivat ovat jäävahvistettuja, joten ne pystyvät operoimaan koko vuoden ympäri ja näin pystyen hyödyntämään kapasiteettia myös talvella ja tämä on yksi Tallinkin selkeistä kilpailueduista. Lisäksi Tallinkin on nopein vuoden ympäri kulkeva peluri Tallinnan ja Helsingin välillä (2h) ja tarjoaa myös kilpailijoita enemmän lähtöjä.

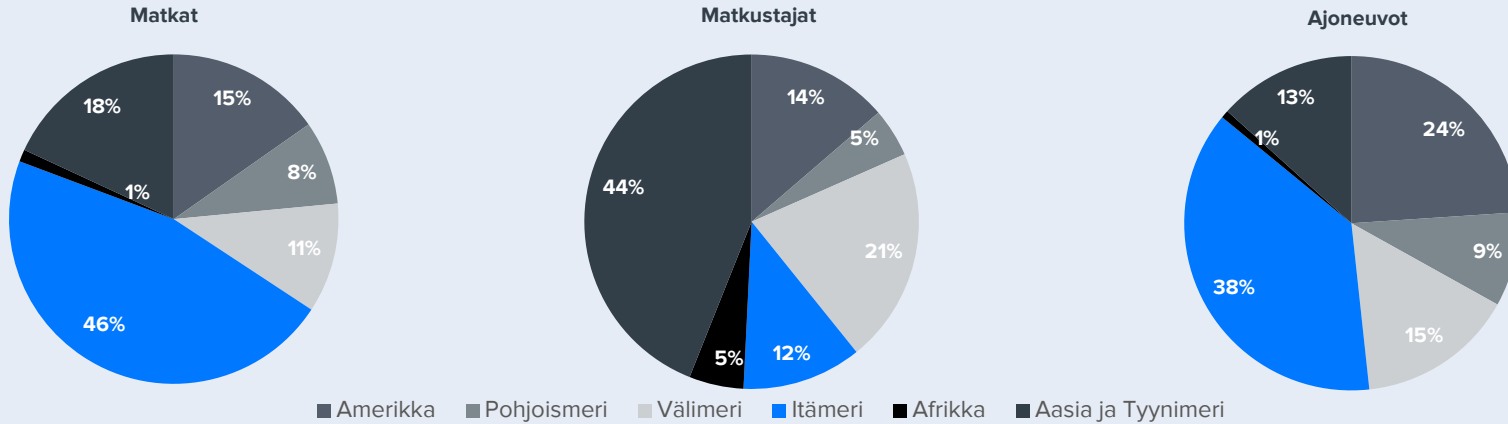
## Markkinassa vain pieni kasvuvara

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 %. Kolmen yhtiön yhteenlaskettu liikevaihto ei ole vuodesta 2013 kasvanut yhtään, joka kertoo markkinakasvun olemattomuudesta eikä myöskään tulevaisuuden kasvu meidän näkemyksemme mukaan tule olemaan toimintamaiden BKT:n kasvua vahvempaa.

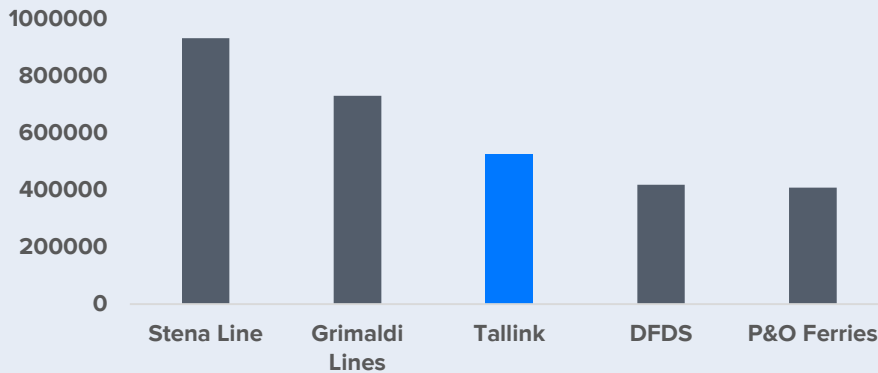
Emme odota myöskään dramaattisia muutoksia Itämeren kilpailutilanteeseen, vaan odotamme sen pysyvän verrattain vakaana tai hieman kiristyvänä. Lipputulot tulevat arviomme mukaan pysymään vakaana tai laskemaan kilpailun edetessä, mutta tärkeintä on mitä lisäpalveluja asiakkaalle on mahdollista tarjota, ja kuinka keskiostos näissä kehittyy. Rahtiin emme odota isoja muutoksia kilpailussa, mutta talouskasvun tyssäminen voisi aiheuttaa volyymin laskua. Rahdissa kasvu tulee pitkällä aikavälillä olemaan näkemyksemme mukaan lähellä Suomen vientiä ja tuontia, mutta vuosittaiset vaihtelut voivat olla suuriakin.

# Lauttaliikenteen globaaleja lukuja

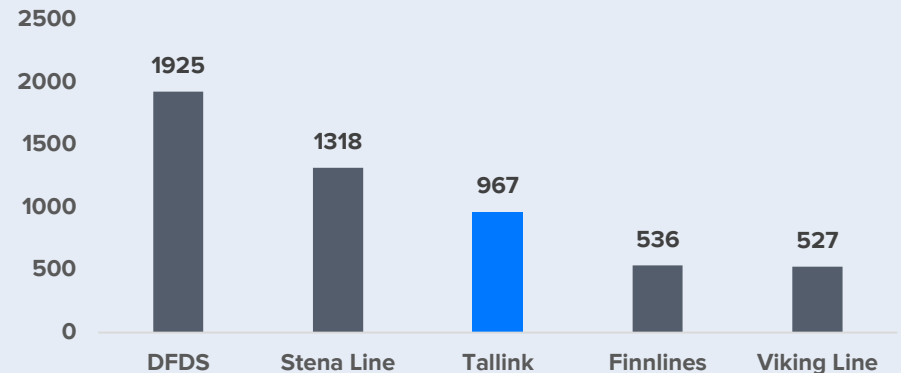
Globaali lauttaliikenne (ferry)



Lauttaoperaattorit bruttotonnien mukaan, 3/2018



Lauttaoperaattorit liikevaihdon mukaan, 2017 MEUR



# Taloudellinen tilanne 1/3

## Tallinkin kulurakenne on melko 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 vuositason ja tätä kautta vuositason kustannusrakenteesta on saatavilla melko hyvä kuva.

## Ostot on suurin kuluerä

Tallinkin kuluista valtaosa kuuluu supistetun tuloslaskeman erään myyntiä vastaavat kulut. Suurin yksittäinen kuluerä tässä potissa on myytyjä tuotteita vastaavat kulut eli käytännössä vähittäismyytavien tuotteiden ja ravintoloiden materiaalien ostot. Tämä täysin muuttuva kuluerä oli viime vuonna noin 24 % 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 katearakeen (esim. alkoholi) segmenteissä on lievää laskupainetta kiristävän politiikan 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 yhteensä noin 39 MEUR vuodessa palkkatukea. 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, joskin keskipalkka riippuu jonkun verran ”työntekijämixistä” henkilöstöryhmien kesken. Henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtäimellä melko kiinteä kuluerä, mutta pidemmällä tähtäimellä siinä on myös jonkun verran joustovaraa.

## Kolmanneksi suurin kuluerä on 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 matkustajavolyymien ja operoidun reittivolyymien kanssa. Näin ollen tämä erä sisältää sekä kiinteitä että muuttuvia elementtejä lyhyellä tähtäimellä ja kohtaa todennäköisesti maltillista inflaatiopainetta myös jatkossa.

## Poistotaso on taseeseen nähden kohtuullinen

Neljänneksi 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 taseeseen merkittävästä

omaisuusmassasta huolimatta. Poistot ovat lyhyellä tähtäimellä kiinteitä ja pitkällä tähtäimelläkin niiden joustovara on varsin heikko (ts. vaatii laivojen omistusjärjestelyitä).

## Polttoainelasku heiluu markkinatilanteen mukana

Tallinkin viidenneksi suurin kuluerä oli viime vuonna polttoainekulut, joiden osuus liikevaihdosta oli 9 % vuonna 2017. 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 eikä yhtiö tietoisesti valintansa myötä tasoita tätä volatiliiteettia suojauksilla. Suhteellisesti Tallink on mielestämme modernin laivastonsa ansiosta kilpailukykyinen polttoaineen kulutuksen suhteen, mutta liikevaihtopuolen haastavan dynamiikan takia polttoaineen hintojen muutokset heiluttavat tyypillisesti konsernin kannattavuutta.

## 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.

# Taloudellinen tilanne 2/3

## Loput kuluista koostuvat pienistä puroista

Loput Tallinkin kuluerät ovat pakettimatkoihin liittyvät kulut, markkinointikulut sekä muut kulut. Näiden osuus on noin 1,5-5 % liikevaihdosta. Arviomme mukaan näissä kuluerissä on lyhyellä tähtämellä 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.

## 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 kvartaalitason 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 matkakohteen 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 kesikorkoa (taustalla rahoittajien silmissä laskenut riskiprofiili). Korkojen lisäksi rahoituskuluihin voi sisältyä arviomme mukaan nettona maltillisia tuottoja tai kuluja valuuttariskien hallinnasta. Kokonaisuutena rahoituskulut vastaa noin 2 % yhtiön liikevaihdosta, mitä pidämme siedettävänä tasona, kun huomioidaan liiketoiminnassa tarvittava velkavipu. Yhtiön velkasalkun kesikoron arvioimme olevan noin 3-4 %: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 Q3'18:n lopussa yhtiöllä oli taseessaan 1,2 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 etenkin tavaramerkin arvoa (poistetaan) ja pienessä mittakaavassa liikearvoa (ei poisteta), yhtiön taseessa oli Q3'18:n lopussa 46 MEUR. Myöskään tässä erässä emme näe akuutteja alaskirjaustarpeita. Muut pitkäaikaiset omaisuuserät olivat pieniä.

Lyhytaikaisessa omaisuudessa suurin erä oli kassa, jota yhtiöllä oli Q3'18:n lopussa 93 MEUR. Tämä on mielestämme lähellä yhtiön normaalia likviditeettitarvetta, joskin on huomioitava, että kassapositio heiluu vuoden aikana jonkun verran liiketoiminnan kausiluonteisuuden mukaan. Saamia yhtiöllä oli noin 50 MEUR, kun taas polttoainevarastoihin ja myytävien tuotteiden ja materiaalien varastoihin oli sitoutunut 38 MEUR. Loput erät lyhytaikaisessa omaisuudessa ovat arviomme mukaan pieniä.

# Taloudellinen tilanne 3/3

Taseen toisella puolella yhtiön osakkeenomistajille kuuluja omapääoma oli Q3'18:n lopussa 859 MEUR. Korollisia velkoja oli 515 MEUR, joka koostui pankkilainoista ja joukkovelkakirjalainoista. Joukkovelkakirjan (yhteensä 120 MEUR) yhtiön maksoi kuitenkin pois lokakuun puolella, minkä yhtiö rahoitti pääosin uudella pankkilainalla ja pieneltä osin kassasta. Arviomme mukaan liike laskee Tallinkin rahoituskuluja edelleen, sillä joukkovelkakirjan korko oli korkeahko 5 %. Ostovelkoja (sis. vähittäismyytavät tuotteet ja ravintoloiden materiaalit) yhtiöllä oli Q3'18:n lopussa 100 MEUR. Muut taseen vastuut ovat yhtiön taseen kokoluokkaan suhteutettuna melko pieniä.

## **Tase on erittäin raskas, mutta hyvässä kunnossa**

Tallinkin taseen loppusumma oli Q3'18:n lopussa 1535 MEUR. Taso on melko korkea jopa suhteessa moniin muihin Helsingin pörssin pääomavaltaisiin yhtiöihin, kun sen suhteuttaa yhtiön liikevaihdon tämänhetkiseen vajaan miljardin euron juoksuvauhtiin. 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. ROCE-% > WACC-%). 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.

Q3'18:n lopussa Tallinkin omavaraisuusaste oli 56 % ja nettovelkaantumisaste 50 %. Arviomme mukaan taserakenne on jo yhtiön mukavuusalueella eikä velkavipua ole mielestämme perusteltua ajaa selvästi alemmas liiketoiminnan raju pääomavaltaisuus huomioiden. Näkemyksemme mukaan johto ei vaikuta tätä suunnitteilla olevan 0,07 euron pääoman palautuksen huomioiden kaavailevankaan. 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.

## **Investoinnit ja osinkopotentiaali**

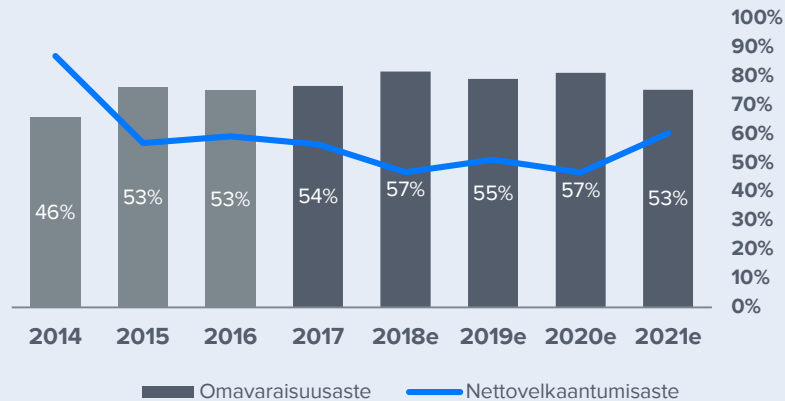
Kuten todettua Tallinkin liiketoiminta vaatii toistuvia investointeja laivoihin, jotta yhtiön tarjoama pysyy kuluttajille kilpailukykyisenä laivasto pysyy polttoainetehokkaana. Investoinnit uusiin laivoihin tulevat tyypillisesti portaittain. Seuraavan uuden laivan yhtiö saa vuonna 2021 (merkittävä osa 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 valmistuu. Investoinnin rahoitusmallit ovat vielä auki, mutta arviomme mukaan yhtiö selviää investoinnista ilman uutta omaa pääomaa tasepuskureidensa turvin. 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 normaaleinakin vuosina ja suurinvestointien aikaan yhtiön vapaa kassavirta on luonnollisesti raskaasti negatiivinen.

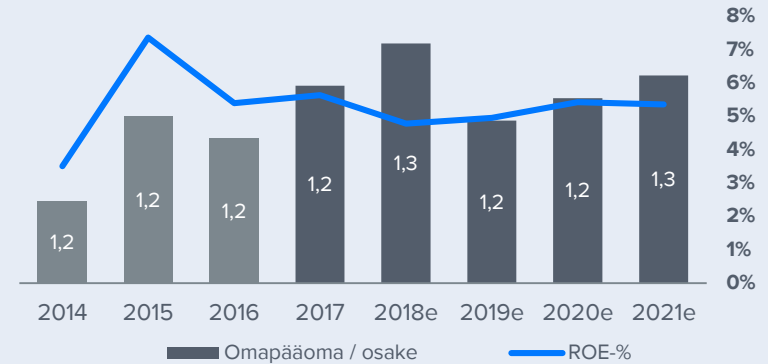
Kroonisesti korkeista investointitarpeista huolimatta Tallinkin osinkopotentiaali on mielestämme kohtuullinen, sillä yhtiön velkataso on jo mukavuusalueella eikä yhtiön tarvitse arviomme mukaan allokoida merkittäviä pääomia velkojen lyhentämiseen. Näin ollen yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset nostaa lähivuosien pohjaosinkonsa tavoitteidensa mukaisesti 0,05 euroon (2017: 0,03 euroa) osakkeelta ja toteuttaa myös ensi kevääälle kaavailtu 0,07 euron pääoman palautus. Lähivuosien osinkotason kannalta kriittistä on kuitenkin tulokunto, sillä tuloksen sakatessa yhtiön olisi vaikea ylläpitää osinkoaan, kun huomioidaan myös lähestyvä suuri laivainvestointi.

# Taloudellinen tilanne

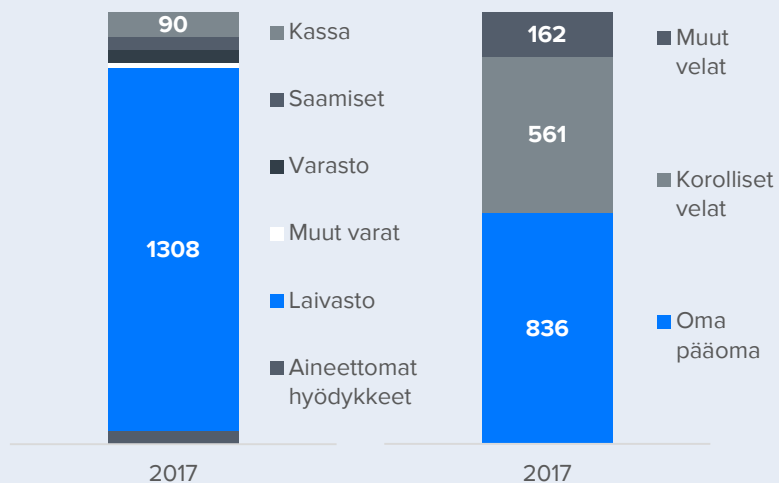
Taseen avainlukujen kehitys



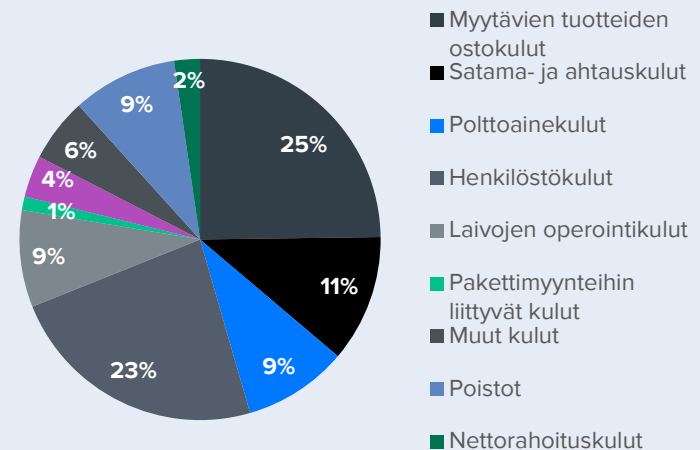
Oma pääoma / osake ja ROE-%



Vastaavaa ja vastattavaa



Kokonaiskustannukset





# 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 ennusteemme muodostuvat odottamastamme Tallinkin toimintamaiden vakaasti kehittyvästä, mutta hidastuvasta talouskasvusta sekä viennistä. Tämä ei vaikuta oleellisesti Tallinkin matkustajaliiketoimintaan, mutta se hidastaa rahdin kasvuvauhtia tulevaisuudessa. Ennustamme matkustajamäärien kasvavan muutamilla prosenttiyksiköillä ja tukevan kasvua lähivuosina yhtiön pääreiteillä. Kannattavuusparannus syntyy korkeampien volyymien kautta, vaikka samalla kustannusinflaatio pitää operointikustannukset myös kasvu-uralla. Selkein epävarmuustekijä liittyy kannattavuuden osalta polttoaineen (ts. öljyn) hinnan muutokseen, joka voi liikuttaa yhtiön kannattavuutta suuntaan tai toiseen huomattavasti lyhyellä aikavälillä.

## Talouskasvu hidastuu

Tallinkin toimintamaiden talouskasvu on ollut viime vuodet muun maailmantalouden ja etenkin euroalueen piristyneen kasvun myötä vahvaa, mutta tulee ennustelaitoksien mukaan heikentymään seuraavina vuosina. Reaalinen bruttokansantuote on vuosien 2015-2017 välillä kasvanut 2,6-3,4 %:n keskimääräistä vuosivauhtia yhtiön toimintamaissa. Ruotsissa kasvu on ollut keskimäärin 2,8 % ja Suomessa noin 2,6 %. Virossa ja Latvissa kasvu on yltänyt

molemmissa noin 3,4 %:iin.

Näkemyksemme mukaan laiva- ja risteilymarkkinan kasvu tulee jäämään BKT:n kehityksestä yhtiön toimintamaissa. Ennusteissa vuosille 2018-2023 BKT:lle odotetaan vakaata, mutta selvästi hidastuvaa kasvua Ruotsissa (18-23e: 2,2 %) ja Suomessa (18-23e: 1,6 %). Virossa vuosittaisen kasvun odotetaan jopa kiihtyvän 3,4 %:iin ja Latviassakin olevan 3 %:n tuntumassa (18-23e: 2,9 %). Näkemyksemme mukaan yhtiön suuren Suomi-painoarvon myötä kasvu tulee olemaan lähempänä 1-2 % vuosittain.

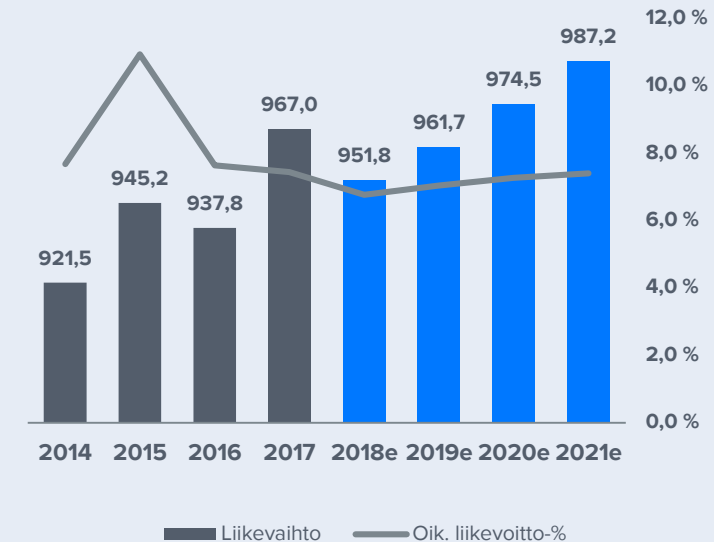
## Vuonna 2018 liikevaihto laskee

Ennustamme Tallinkin liikevaihdon laskevan vuonna 2018 pääosin heikon ravintola- ja vähittäismyynnin ja alusten vuokraus liiketoiminnan laskun takia ja lisäksi majoitustoiminnan lopetettu hotelli heikentää kasvua loppuvuonna. Odotamme liikevaihdon laskevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 1,6 % noin 952 MEUR:oon viime vuoden 967 MEUR:sta. Kannattavuuden ennustamme myös olevan edellisvuotta heikompi laskeneen volyymin, nousseiden polttoainekustannusten ja kertaluonteisten kulujen myötä. Yhtiön liikevoitto laskee arviomme mukaan tänä vuonna 64,4 MEUR:oon viime vuoden 71,9 MEUR:sta ja liikevoittomarginaali asettuu 6,8 %:iin (2017: 7,4 %).

## Toimintamaiden reaalin BKT:n kasvu

	CAGR 15-17	CAGR 18-23e
Suomi	2,6 %	1,6 %
Ruotsi	2,8 %	2,2 %
Latvia	3,4 %	2,9 %
Viro	3,4 %	3,6 %

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet 2/3

Pääsyy liikevaihdon laskulle on yhtiön tärkein palvelusegmentti, Ravintolat ja kaupat, missä alkuvuosi on ollut selvästi heikompi kuin viime vuonna. Koko vuodelle ennustamme segmentin liikevaihdon laskevan noin 2 % 526 MEUR:oon 537 MEUR:sta vuonna 2017. Lipputuloissa liikevaihto pysyy tasaisena pienen matkustajamäärän kasvun tukien lippuihin kohdistuvaa ankaraa hintakilpailua. Lisäksi liikevaihdon laskuun vaikuttaa, että aluksia on vuokralla ulkopuolelle tänä vuonna yksi viime vuotta vähemmän. Majoitustoiminnassa Pirita Spa -hotelli lopetti toimintansa 15.11.2018 ja se tulee vaikuttamaan hieman liikevaihtoon vuonna 2018, mutta enemmän lähivuosina. Rahdissa liikevaihto vielä kuitenkin kasvaa ennusteillamme noin 7 % viime vuodesta 126 MEUR:oon hyvän taloustilanteen siivittämänä. Muut-segmentin liikevaihto pysyy tasaisena edellisvuoteen nähden.

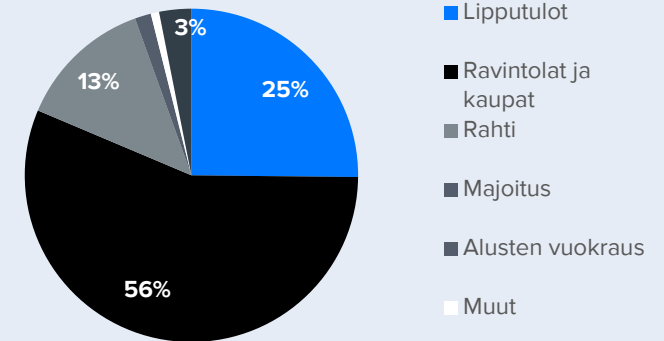
Kannattavuus heikkenee yhtiön volyymin laskun myötä, kun suurin osa yhtiön kustannuksista on lyhyellä aikavälillä kiinteitä. Isoin ja merkittävin paine kannattavuudelle kohdistuu öljyn hinnannoususta. Raakaöljyn hinta on ollut kuluvana vuonna pahimmillaan yli 30 % korkeammalla viime vuodesta, joka tulee näkymään yhtiön kustannuksissa ja kannattavuudessa selvästi. Polttoainekustannukset olivat vuonna 2017 noin 11 % yhtiön kustannuksista ja ovat selvästi liikkuvin osa yhtiön kustannusrakenteesta. Kertaluonteisten kulujen on arvioitu myös heikentävän hieman tulosta, sillä yhtiö lopetti strategisten vaihtoehtojen arvioinnin alkuvuonna, johon kului noin 3,6 MEUR jo vuonna 2017. Lisäksi rinnakkaislistautuminen Suomeen tulee heikentämään tulosta myös arviomme mukaan hieman. Poistojen ennustamme olevan noin 80 MEUR vuonna

2018. Poistot pienevät viime vuoden 86 MEUR:sta kahden myydyin laivan myötä. Nettorahoituskulujen odotamme pienenevän noin 20,2 MEUR:oon viime vuoden 21,2 MEUR:sta pienentyneen velkamäärän ja uusittujen lainojen myötä. Veroja yhtiöt Virossa maksavat vain, jos he nostavat rahaa ulos yrityksestä eli maksavat osinkoa omistajilleen. Yhtiö joutuu maksamaan netto-osingoistaan 20 %:n veron ja tänä vuonna yhtiö maksoi toisella kvartaalilla veroja noin 3,6 MEUR jakamastaan 20 MEUR:n osinkopotistaan.

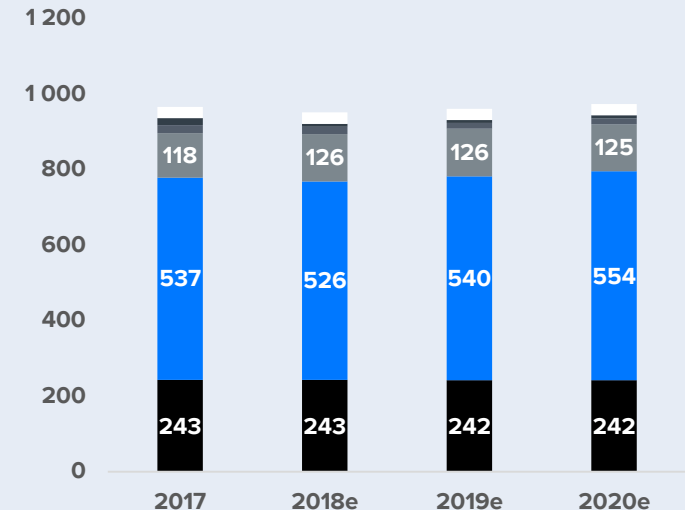
Alentuneen kannattavuuden myötä osakekohtainen tulos laskee edellisvuoden tasosta, vaikka rahoituskulut ja verot ovat edellisvuotta pienemmät. Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2018 0,06 euroa, kun se vuonna 2017 oli 0,07 euroa. Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon nousevan 0,12 euroon viime vuoden 0,03 eurosta. Osinkoennusteeseen kuuluu yhtiön minimiosinkotavoitteena oleva 0,05 euroa per osake sekä yhtiön suunnittelema pääoman palautus 0,07 euroa.

Taseen osalta ennusteissa esille nousee yhtiön noin 250 MEUR:n investointi, jonka pitäisi realisoitua vuonna 2022. Olemme ennustaneet lähivuosille noin 50 MEUR:n investoinnit, josta laivojen ylläpitoinvestoinnit ovat noin 15-30 MEUR ja loput uuden laivan investointeihin meneviä kustannuksia. Tämän investoinnin myötä ennustamme myös korollisen velan kasvavan ja nettovelkaantumisasteen nousevan lähivuosina kohti 60 % viime vuoden 56 %:sta. Omavaraisuusasteen ennustamme olevan hieman yli 50 % lähivuosina, kun arvioimamme vaihteluväli yhtiölle olisi noin 40-50 %.

Liikevaihdon jakautuminen 2018e

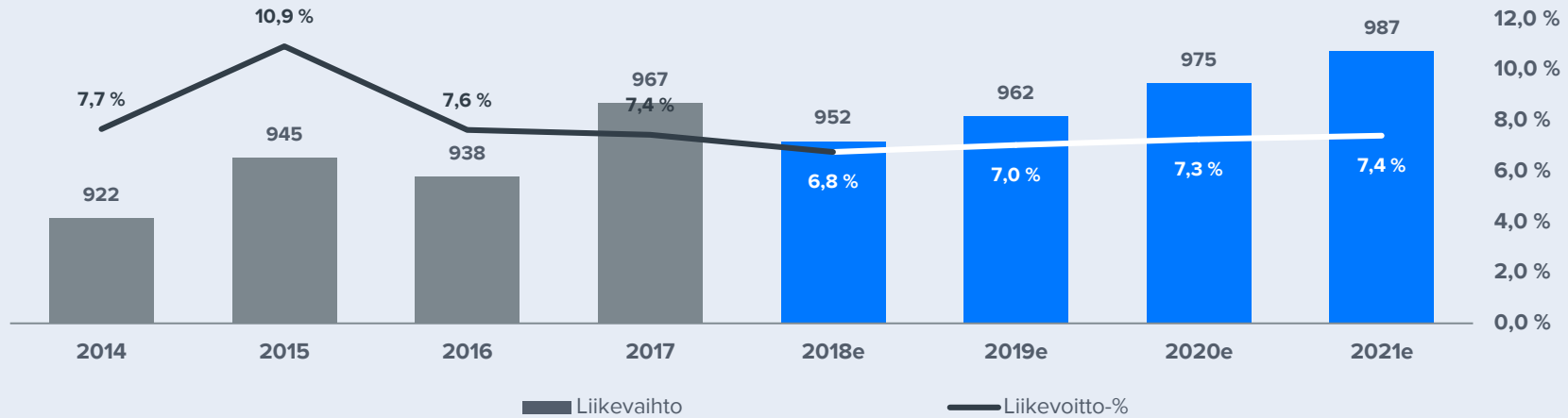


Liikevaihdon kehitys segmenteittäin

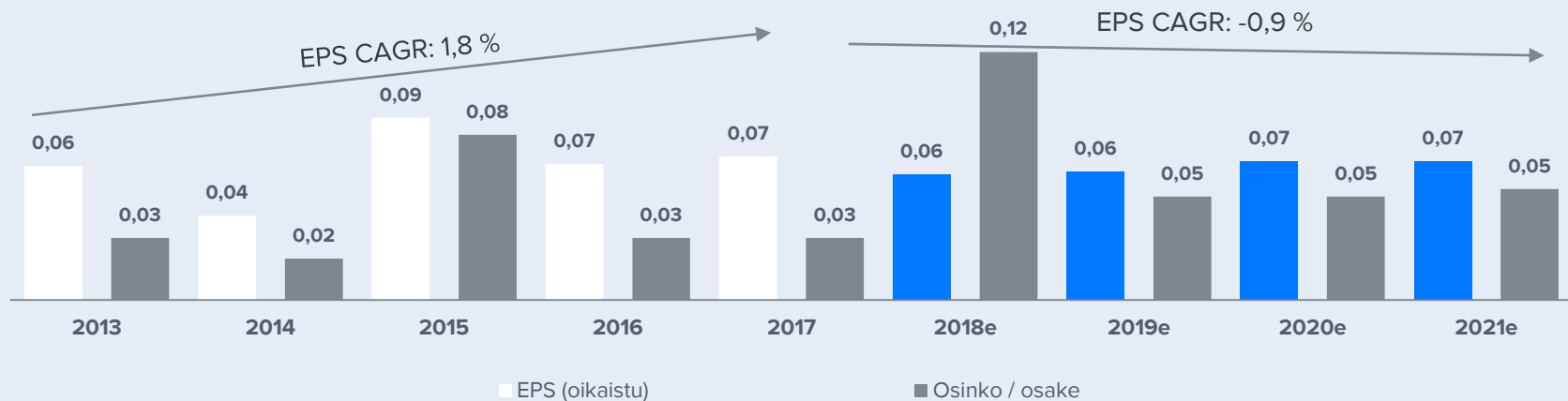


# Ennusteet

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

## Lähivuosina hidasta kasvua

Vuosien 2019 ja 2020 aikana ennustamme yhtiön osittaisen hinnoitteluvoiman ja hieman kasvavien matkustajamäärien myötä saavuttavan noin 1 %:n liikevaihdon kasvun molempina vuosina, mikä tukee myös kannattavuuden nousua. Vuonna 2019 ennustamme liikevaihdon kasvavan 1,0 % 962 MEUR:oon ja edelleen vuonna 2020 noin 1,3 % 975 MEUR:oon. Kasvu syntyy pääosin yhtiön parantaessa suoritustaan Ravintola ja kauppa - segmentissä viime vuodesta keskiostoksen nousun myötä. Majoitustoiminnassa liikevaihto laskee noin 20 % Pirita Spa -hotellin poistumisen myötä. Rahtiliiketoiminta tulee näkemyksemme mukaan kärsimään maailmantalouden ja etenkin Suomen viennin heikentymisestä lähivuosina, eikä suurta nousunvaraa segmentissä mielestämme ole ilman uusia laivoja tai reittejä. Vuodesta 2021 alkaen näemme yhtiölle realistisena kasvuna 1-2 %:n vuotuisen kasvun. Ennusteissamme odotamme noin 1,3 %:n kasvua vuonna 2021, josta se hieman hidastuu 1,2 %iin vuonna 2024 ja pitkällä aikavälillä näemme terminaalikasvun olevan 1 %.

## Kannattavuus paranee volyymikasvun myötä

Pieni volyymikasvu yhdessä ennusteissa suhteellisen tasaisena pysyvän polttoaineen hinnan kanssa nostaa yhtiön liikevoittomarginaalin vuonna 2019 6,9 %:iin ja vuonna 2020 7,5 %:iin. Polttoaineen hinnan kehitykseen liittyy kuitenkin paljon riskejä molempiin suuntiin. Talouskasvun hidastuessa selvästi, voi polttoaineen hinnassa olla selvästi laskuvaraa, mikä voisi nostaa yhtiön kannattavuutta selvästi nopeammin. Muissa kustannuksissa emme näe selkeätä

parannusvaraa kustannusinflaation nostaessa palkkakustannuksia ja muiden ollessa suhteellisen kiinteitä luonteeltaan. Pidemmällä aikavälillä kannattavuuden osalta ennustamme yhtiön pystyvän tekemään historiallista noin 8 %:n liikevoittomarginaalia tasaisesti kehittyvän liiketoiminnan myötä. Isoimpana riskinä kannattavuudelle näemme kuluttajatrendien muutoksen tai alkoholipolitiikan kiristymisen aiheuttaman myyntimixin selkeän heikentymisen ja/tai Suomi-Viro -reitit volyymikasvun hidastumisen.

Näkemyksemme mukaan toimintamaiden talouskasvu tulee lähivuosina hidastumaan. Ennusteistamme voi päätellä, että Tallink osin hyötyy talouskasvun hidastumisesta tai ei ainakaan selvästi heikennä suoritustaan. Näin ollen Tallink on ennusteillamme hieman vastasyklinen ja toimii defensiivisenä osakkeena talouskasvun hidastumista vastaan. Jos talouskasvu tästä vielä selvästi piristyy ja panoshinnat hinnat jatkaisi kovaa nousuaan, voi Tallinkille puolestaan tulla kustannusten kanssa ongelmia. Yhtiön kustannustehokkuustoimet ja pääosin nesteytetyllä maakaasulla toimivat uudet laivat kuitenkin pehmentävät yksittäisen polttoaineen aiheuttamia kustannuspaineita ja tukevat yhtiön suhteellista kilpailuasemaa. Näin ollen yhtiön kilpailijat ajautuivat vaikeuksiin kustannusten nousun kanssa ennen Tallinkia.

# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	<b>938</b>	<b>192</b>	<b>260</b>	<b>283</b>	<b>233</b>	<b>967</b>	<b>184</b>	<b>255</b>	<b>284</b>	<b>229</b>	<b>952</b>	<b>962</b>	<b>975</b>	<b>987</b>
Tickets	236	42,1	65,2	83,8	51,7	243	40,2	64,3	87,5	50,8	243	242	242	245
Restaurants and shops	522	108	146	150	134	537	105	141	148	132	526	540	554	561
Cargo	104	28,2	29,7	28,9	30,9	118	29,2	32,8	30,7	33,1	126	126	125	127
Accommodation	19,5	3,3	5,8	7,1	4,6	20,8	3,3	5,3	6,8	4,0	19,4	15,1	15,2	15,4
Leases of Vessels	25,5	4,8	4,8	4,9	4,3	18,8	2,0	2,0	2,0	1,8	7,8	7,8	7,9	8,0
Other	31,3	5,4	8,6	8,3	7,9	30,2	4,4	10,0	8,3	7,1	29,8	30,0	30,3	30,7
<b>Käyttökate</b>	<b>149</b>	<b>6,0</b>	<b>48,8</b>	<b>74,6</b>	<b>28,9</b>	<b>158</b>	<b>4,2</b>	<b>43,5</b>	<b>71,1</b>	<b>25,3</b>	<b>144</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>147</b>
Poistot ja arvonalennukset	-77,8	-21,5	-21,5	-21,5	-21,9	-86,4	-19,4	-19,7	-19,8	-20,8	-79,7	-77,2	-75,8	-74,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>71,6</b>	<b>-15,5</b>	<b>27,3</b>	<b>53,1</b>	<b>7,0</b>	<b>71,9</b>	<b>-15,2</b>	<b>23,8</b>	<b>51,3</b>	<b>4,5</b>	<b>64,4</b>	<b>67,7</b>	<b>70,8</b>	<b>73,1</b>
Nettorahoituskulut	-26,8	-4,8	-5,3	-5,3	-5,8	-21,2	-4,3	-5,0	-5,2	-5,7	-20,2	-22,0	-21,6	-23,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>44,8</b>	<b>-20,3</b>	<b>22,0</b>	<b>47,8</b>	<b>1,2</b>	<b>50,7</b>	<b>-19,5</b>	<b>18,8</b>	<b>46,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>44,2</b>	<b>45,7</b>	<b>49,2</b>	<b>49,4</b>
Verot	-0,7	0,0	-4,1	0,0	-0,1	-4,2	0,0	-3,6	0,0	0,0	-3,6	-4,1	-4,3	-4,4
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
<b>Nettotulos</b>	<b>44,1</b>	<b>-20,3</b>	<b>17,9</b>	<b>47,8</b>	<b>1,1</b>	<b>46,5</b>	<b>-19,5</b>	<b>15,2</b>	<b>46,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>40,6</b>	<b>41,6</b>	<b>44,8</b>	<b>44,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,07</b>	<b>0,00</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>
EPS (raportoitu)	0,07	-0,03	0,03	0,07	0,00	0,07	-0,03	0,02	0,07	0,00	0,06	0,06	0,07	0,07
<b>Tunnusluvut</b>														
Liikevaihdon kasvu-%	-0,8 %	-0,6 %	5,9 %	3,3 %	3,0 %	3,1 %	-3,8 %	-1,7 %	0,3 %	-1,8 %	-1,6 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-30,7 %	364 %	63,2 %	10,9 %	-32,0 %	0,4 %	-1,8 %	-12,7 %	-3,5 %	-35,1 %	-10,4 %	5,1 %	4,6 %	3,2 %
Käyttökate-%	15,9 %	3,1 %	18,8 %	26,4 %	12,4 %	16,4 %	2,3 %	17,1 %	25,1 %	11,1 %	15,1 %	15,1 %	15,0 %	14,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,6 %	-8,1 %	10,5 %	18,8 %	3,0 %	7,4 %	-8,3 %	9,3 %	18,1 %	2,0 %	6,8 %	7,0 %	7,3 %	7,4 %
Nettotulos-%	4,7 %	-10,6 %	6,9 %	16,9 %	0,5 %	4,8 %	-10,6 %	6,0 %	16,3 %	-0,5 %	4,3 %	4,3 %	4,6 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/5

Käytämme Tallinkin arvonmäärityksessä hyväksemme pääsääntöisesti arvostuskertoimia, niiden vertailua verrokkiryhmään ja DCF-laskelmaa. Yhtiön suuren ja kurantin taseen ansiosta käytämme tulos pohjaisten kertoimien lisäksi tase pohjaista arvostusmenettelyä ja vakaan liiketoiminnan 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 Tallinkille mielestämme voidaan käyttää suoraan hintaa ja tulosta käyttävää P/E-kerrointa ja myös EV/EBIT-kerrointa. Parhaiten mielestämme Tallinkille sopii eri yhtiöiden investointivaiheen huomioon ottava EV/EBITDA-kerroin. Verrokkeihin nähden EV/EBITDA on mielestämme myös käyttökelpoisempi, 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 yritys arvoon (EV) pohjautuvat kertoimet, joiden avulla vertailu osittain velkaisempiin verrokkeihin myös helpottuu.

## Tallinkin arvostukseen liittyviä tekijöitä

Tallinkin on arvostuksessa on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

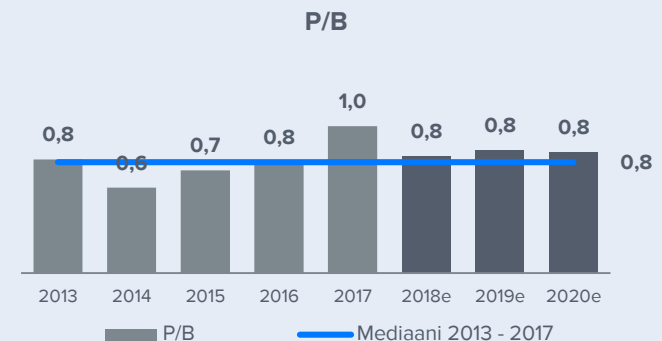
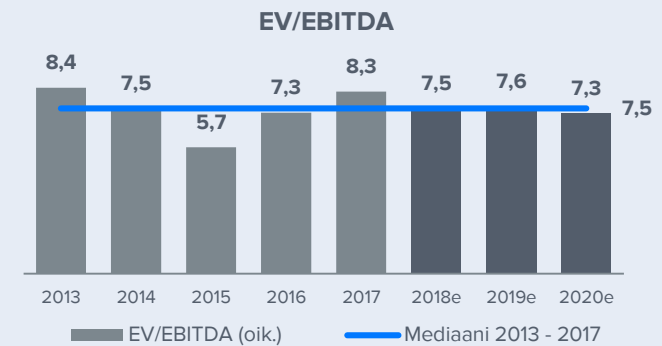
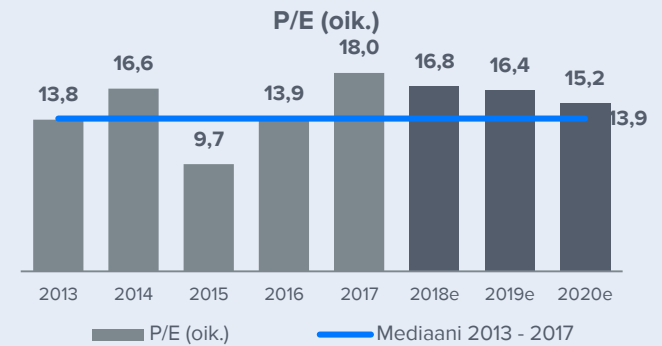
- Suurin osa Tallinkin liikevaihdosta tulee Suomen ja Viron väliseltä reitiltä ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen maiden liikenteen kehityksestä

- Tallinkin heikko 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, jonka myötä niiden riskiprofiili on erilainen
- Yhtiön ja alan pääoman tuottoluvut ovat olleet läpi historian todella heikkoja, joka madaltaa selvästi hyväksyttävää arvostuskertoimia
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tase pohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Tallinkin osakkeen likviditeetti tulee paranemaan rinnakkaislistautumisen myötä, mutta omistuksen keskittyminen lisäävät omistukseen (free-float noin 38 %) ja arvonmuodostumiseen liittyviä riskejä

## Arvostus kokonaisuudessaan neutraali

Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso liikkuu tulos pohjaisesti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 6-8x tasolla heikon tuloskasvuodotusten vuoksi. Volyymipohjaisesti emme näe yli 1x EV/S-kertoimen olevan perusteltua markkinan ja yhtiön heikkojen kasvunäkymien myötä. Tase pohjaisesti Tallink tulisi mielestämme hinnoitella 20-30 %:n alennuksella suhteessa oman pääoman tase arvoon, kunnes yhtiön sijoitetun pääoman tuotto saavuttaa ja ylittää pääoman kustannuksen. Yhtiön 5 vuoden historialliset EV/EBITDA-kerroin ja P/B-luku myös tukevat hyväksyttävää arvostustasoa.

## Arvostuskertoimet



# Arvonmääritys 2/5

2013-2017 välisen ajan historialliset arvostuskertoimet näyttävät Tallinkin olevan suhteellisen neutraalisti hinnoiteltu tasepohjaisesti, mutta osittain tulokertoimissa arvostus on noussut liian korkeaksi. P/B-luku on historiallisesti ollut noin 0,7-0,8x, P/E-luku noin 14x ja EV/EBITDA-kerroin nykyisellä noin 7,5x tasolla. Yhtiön osinkotuotto on tällä hetkellä selvästi yli historiallisen noin 3 %:n tuoton yläpuolella.

Kuluvan ja lähivuosien kertoimilla Tallink on hinnoiteltu näkemyksemme mukaan tulospohjaisesti selvästi yli sen käyvän arvon, mutta tasepohjaisesti suhteellisen neutraalisti osinkotuoton tarjoten tukea. Vuosien 18-20e EV/EBIT-kerroin on 17-15x, P/E-kerroin 17-15x ja EV/EBITDA-kerroin 8-7x. Tulokertoimet ovat Tallinkin nollassa olevat tuloskasvuodotukset huomioon ottaen mielestämme korkealla tasolla.

Tasepohjainen P/B-kerroin on vuosille 18-20e noin 0,7x ja antaa näkemyksemme mukaan yhtiölle neutraalin arvostuksen. Vuodelle 2018 ennustamamme 12 %:n osinkotuotto muodostuu kertaluonteisesta 0,07 euron pääoman palautuksesta ja ennustamastamme 0,05 euron osingosta. Osinkotuotto antaa selvää tukea osakkeelle nyt ja lähitulevaisuudessa, kun yhtiö on indikoinut aikovansa pitää osingon vähintään 0,05 eurossa per osake, joka tarkoittaa tästä eteenpäin noin 5 %:n osinkotuottoa. Yhtiö joutuu nykyisillä ennusteilla kuitenkin jakamaan lähes kaiken tuloksen ulos omistajilleen tai pienentämään omaa pääomaansa, mikä on kuitenkin vahvan taseen ansiosta näkemyksemme mukaan mahdollista.

Tallinkin nykyinen arvostustaso viestii näkemyksemme mukaan tulospohjaisesti selvää parannusta lähivuosille, mutta näemme markkinoiden seuraavan tarkemmin tasepohjaisen arvon ja osinkotuoton kehitystä,

eikä korkeilla tulospohjaisilla kertoimilla ole niin suurta merkitystä. Yhtiön aineettoman omaisuuden oikaiseva P/TBV-kerroin (Price/Tangible Book Value) kuvaa yhtiön myytävissä olevia varoja yleisesti P/B-lukua paremmin, mutta pienen aineettoman omaisuuden myötä se asettuu myös vuonna 2018 myös 0,8x tietämille. Osinkotuotto on näkemyksemme mukaan kohtuullinen, mutta ei anna selvää tukea osakkeen arvostukselle.

## 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. Risteily- ja laivayhtiöistä verrokeiksi valikoitui Viking Line, DFDS AS, Carnival Corp, Royal Caribbean Cruises ja Norwegian Cruise Line. Tanskalainen DFDS on rahtiin ja logistiikkaan erikoistunut, jolla on myös laiva- ja lauttatoimintaa Pohjois-Euroopassa. Carnival on yli 100 risteilyalusta ja 10 risteilybrändiä omistava yhtiö, joka toimii maailmanlaajuisesti.

## Tallinkin arvostus

	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	1,25	1,02	1,02	1,02
Osakemäärä, milj. kpl	669,9	669,9	669,9	669,9
Markkina-arvo	837	683	683	683
Yritysarvo (EV)	1309	1085	1102	1071
P/E (oik.)	18,0	16,8	16,4	15,2
P/E	18,0	16,8	16,4	15,2
P/Kassavirta	17,6	6,1	8,2	8,1
P/B	1,0	0,8	0,8	0,8
P/S	0,9	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,5	7,6	7,3
EV/EBIT (oik.)	18,2	16,8	16,3	15,1
Osinko/tulos (%)	43,2 %	197,8 %	80,5 %	74,7 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	11,8 %	4,9 %	4,9 %

Lähde: Inderes

## Verrokkien arvostus 2019e

2019e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Carnival Corp	14,3	8,7	12,7
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	12,4	8,4	9,6
Royal Caribbean Cruises Ltd	14,7	9,5	10,8
DFDS A/S	10,0	6,5	7,2
Beijing Airport Co Ltd	10,2	7,1	13,3
Fraport AG Frankfurt Airport	13,8	9,0	15,0
Flughafen Wien AG	14,6	9,2	19,6
<b>Mediaani</b>	<b>13,8</b>	<b>8,7</b>	<b>12,7</b>
<b>Tallink (Inderes)</b>	<b>12,9</b>	<b>8,3</b>	<b>12,6</b>



# Arvonmääritys 3/5

Royal Caribbean on toiseksi isoin risteilytoimija Carnivalin jälkeen ja omaa myös maailmanlaajuisen verkoston. Norwegian Cruise Line omaa 26 laivan laivaston ja on maailman kolmanneksi suurin risteily-yhtiö. Lisäksi verrokkiryhmässä on neljä lentokenttää: Beijing Capital International Airport Co Ltd, Auckland International Airport Ltd, Fraport AG Frankfurt Airport sekä Flughafen Wien AG.

Globaalit risteily- ja laivayhtiöt ovat kasvaneet Tallinkia nopeammin ja ovat olleet kannattavampia EBITDA-tunnusluvulla mitattuna. Sijoitetun pääoman tuolla (ROCE-%) mitattuna risteily-yhtiöt ovat suoriutuneet suurinpiirtein samalla tasolla Tallinkin kanssa. Lentokenttäyhtiöt ovat liiketoimintarakenteensa ansiosta kannattavampia kuin laivayhtiöt käyttökatteella mitattuna, ja kasvu on myös ollut globalisaation ja maailmanlaajuisen liikkuvuuden lisääntymisen myötä vahvempaa.

## Tallink verrokkien arvostus

Käytämme verrokkianalyyysissa pääosin tulos pohjaisia kertoimia. Tallinkin verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT 18-19e kerroin on 14x ja P/E-kerroin 12x. EV/EBITDA-kerroin asettuu 9x tienoille. Tase pohjainen P/B-luku on tälle vuodelle mediaanitasolla noin 1,7x ja on kaikilla verrokeilla (pois lukien Viking Line) selvästi yli yhden. Tallink on arvostettu tulos pohjaisesti P/E- ja EV/EBIT-luvuilla noin 20-40 % yli verrokkiryhmän. Investointivaiheen ja poistojen suuruuden vuoksi Tallink on kuitenkin EV/EBITDA-kertoimella arvostettu yli 10 % alle verrokkien. Volyymipohjaisesti yhtiö on selvästi alle verrokkien heikon kohdemarkkina- ja yhtiökasvun myötä.

Viking Linen kertoimista käytämme historiallisia lukuja, koska yhtiöllä ei ole analyytikoiden seurantaa, eikä näin ollen eteenpäin katsovia kertoimia voi käyttää. Yhtiön P/E-kerroin on vaihdellut voimakkaasti 12-33x välillä vuodesta 2014 alkaen. EV/EBITDA-kerroin on tasaisempi ja keskiarvo on ollut noin 6,5x vuodesta 2014 lähtien. Tase pohjainen P/B-luku on ollut 0,7-1,0x välillä kertoen samanlaista tarinaa, kuin Tallinkin tapauksessa. Yhtiön pääomat tuottavat heikosti, eikä yhtiölle hyväksytä tällä hetkellä yli tase pohjaisen arvostuksen kertoimia. Osinkotuotto-% on laskenut vuoden 2014 yli 4 %:sta noin 1 %:n pintaan. Samalla aikajaksolla Tallinkin kertoimet on arvostettu historiallisesti Viking Linen tasolle tai hieman yli, joka on näkemyksemme mukaan oikeutettua. P/E-luvun osalta Viking Line on aina ollut korkeammalla tasolla, mutta P/E-luku heiluu tuloksen mukana eikä sille voi antaa mielestämme kovinkaan

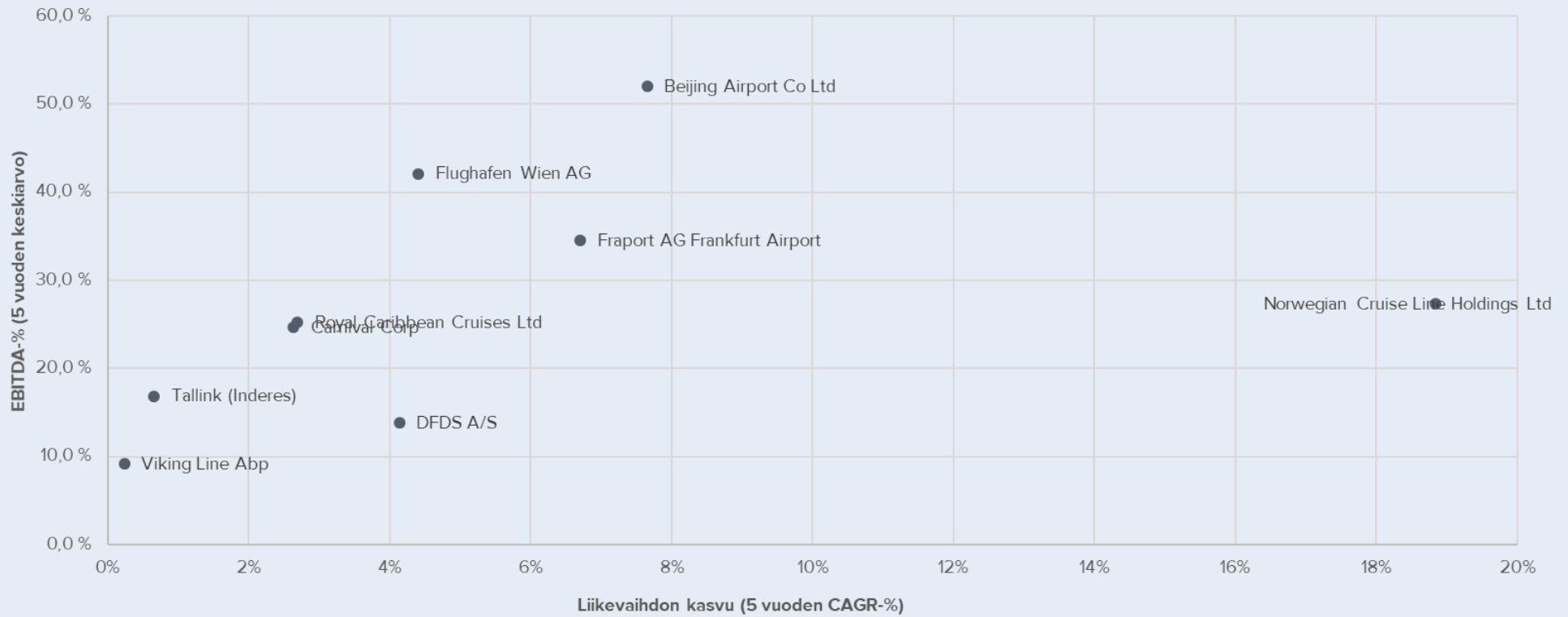
suurta painoarvoa laivayhtiöiden arvonmäärityksessä. EV/EBITDA-kerroin on ollut pienellä, keskimäärin noin 10 %:n, preemiolla ja P/B-luku on nyt näkemyksemme mukaan oikeutetusti noin 10 %:n preemiolla Viking Lineen nähden. Yhtiön pääomien tuottoluvut eivät eroa toisistaan merkittävästi kertaluonteiset erät huomioon ottaen, mutta Tallink on ollut selvästi vakaampi ja kannattavampi kuin Viking Line.

Tallink ansaitsee mielestämme tällä hetkellä kansainvälistä verrokkiryhmää alhaisemmat kertoimet tulos pohjaisesti heikomman historiallisen kasvun ja näkemyksemme mukaan heikompien kasvumahdollisuuksien ansiosta. Viking Lineen verrattuna pidämme preemiota kuitenkin hyväksyttävänä, koska yhtiön kannattavuus ja kasvu on ollut kilpailijaa parempi viime vuosina.

	Markkina-arvo	ROCE-%
Yhtiö	MEUR	5-vuoden keskiarvo
Carnival Corp	36044	5,8 %
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	9717	4,8 %
Royal Caribbean Cruises Ltd	19669	5,7 %
DFDS A/S	1956	10,3 %
Beijing Airport Co Ltd	4248	6,9 %
Fraport AG Frankfurt Airport	6362	3,8 %
Flughafen Wien AG	2880	6,0 %
Viking Line Abp	142	4,4 %
<b>Tallink (Inderes)</b>	<b>670</b>	<b>5,8 %</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>9076</b>	<b>6,0 %</b>
<b>Mediaani</b>	<b>4248</b>	<b>5,8 %</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-84 %</b>	<b>1,6 %</b>



# Verrokkiryhmän kasvu ja kannattavuus



# Verrokkiryhmän arvostus

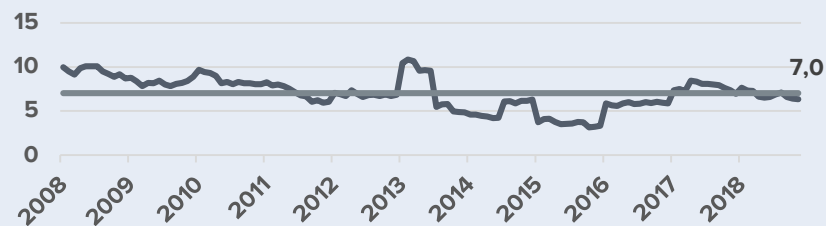
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Carnival Corp	59,55	36044	44097	15,1	14,3	9,3	8,7	2,6	2,5	13,9	12,7	3,3	3,5	1,7
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	50,42	9717	15270	13,0	12,4	9,1	8,4	2,8	2,7	10,2	9,6			1,8
Royal Caribbean Cruises Ltd	106,24	19669	28640	16,9	14,7	11,0	9,5	3,4	3,0	12,0	10,8	2,4	2,6	2,0
DFDS A/S	255,40	1956	3073	11,5	10,0	7,4	6,5	1,4	1,3	8,0	7,2	1,6	3,2	1,6
Beijing Airport Co Ltd	8,67	4248	4497	8,1	10,2	6,1	7,1	3,2	3,4	10,6	13,3	3,8	3,2	1,4
Fraport AG Frankfurt Airport	68,64	6362	10550	14,3	13,8	9,3	9,0	3,2	3,1	15,0	15,0	2,6	2,7	1,5
Flughafen Wien AG	34,00	2880	3304	15,3	14,6	9,5	9,2	4,1	4,0	20,5	19,6	2,4	2,7	2,3
<b>Tallink (Inderes)</b>	<b>1,02</b>	<b>683</b>	<b>1085</b>	<b>16,8</b>	<b>16,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,4</b>	<b>11,8</b>	<b>4,9</b>	<b>0,8</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>13,5</b>	<b>12,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>12,9</b>	<b>12,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,3</b>	<b>13,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>18 %</b>	<b>18 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-64 %</b>	<b>-62 %</b>	<b>40 %</b>	<b>30 %</b>	<b>373 %</b>	<b>67 %</b>	<b>-53 %</b>

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

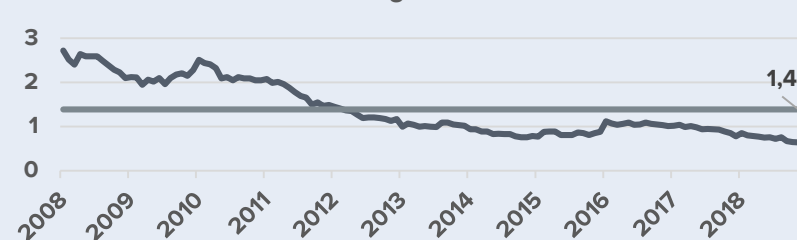
Viking Line	2014	2015	2016	2017	2018e
P/E	20,5	11,9	27,3	33,1	25
EV/EBITDA	6,4	5,7	7,1	7,3	6
P/B	0,8	1	1	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,6 %	2,0 %	1,2 %	1,5 %

Tallink	2014	2015	2016	2017	2018e
P/E	16,6	9,7	13,9	18,0	16,8
EV/EBITDA	7,5	5,7	7,3	8,3	7,5
P/B	0,6	0,7	0,8	1,0	0,8
Osinkotuotto-%	3,0 %	9,3 %	3,3 %	2,4 %	11,8 %

Viking Line EV/EBITDA



Viking Line P/B



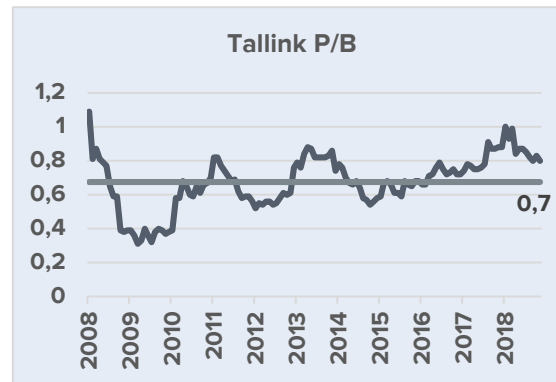
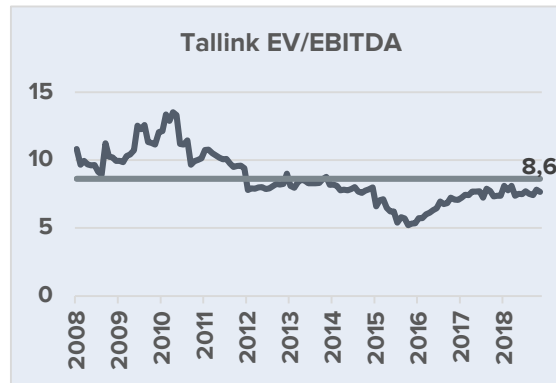
# Arvonmääritys 4/5

## Tavoitehinnan muodostuminen

Olemme koostaneet Tallinkin osakkeelle tavoitehinnan eri tekijöiden todennäköisyyksien summana. Perustekijänä ja vahvimman painoarvon arvonmäärityksessämme saa hyväksyttävien arvotuskertoimien ja kassavirtamallin kautta määritetty osakkeen arvo. Arvotuskertoimien kautta määrittelyssä arvossa on huomioitu yhtiön tasepohjainen P/B-luku, EV/EBITDA ja osinkotuotto-%. Toiseksi suurimman painoarvon annamme DCF-kassavirtalaskelmalle ja kolmanneksi suurimman verrokkiryhmäanalyysille. Verrokeissa olemme ottaneet huomioon pääosin tulostulkintoimia, sillä yhtiöiden taserakenteet vaihtelevat merkittävästi toisistaan.

## Arvotuskertoimet

Arvotuskertoimien mukaan osakkeelle saatu käypä arvo muodostuu noin 7,5x EV/EBITDA ja 0,8x P/B-lukujen kautta. Yhtiön viimeisen 10 vuoden historian aikana P/B-luku on ollut noin 0,7x ja EV/EBITDA lähellä 8,6x tasoa, johon perustamme kertoimien tasot. Yhtiön käyttökatteella mitattu kannattavuus on heikentynyt vuosien saatossa ja laskee hyväksyttävää arvotustasoa, mutta taseen vahvistuminen ja varallisuuden kurantti tason takia hyväksyimme historiallista hieman korkeamman P/B-kertoimen. Emme anna osinkotuotolle minkäänlaista hyväksytyä tasoa emmekä näe nykyisen 5 %:n osinkotuoton olevan vielä tarpeeksi houkutteleva perustellaksemme myönteistä suositusta. Noin 7-10 % tasolle asettava kestävä osinkotuotto voisi mielestämme toimia yhtiölle alaspäin mentäessä tukena nykyisessä markkinatilanteessa yhdessä alhaisen tasepohjaisen arvostuksen kanssa.



## DCF-arvonmääritys

Käytämme yhtiön arvonmäärityksessä tukena kassavirtamallia yhtiön vakaa 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 realisointiin.

DCF-mallin arvo, 0,94 euroa, osoittaisi myös osakkeen olevan suhteellisen neutraalisti tulevaisuuden ennustettuihin kassavirtoihin nähden hinnoiteltu. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin hieman yli 1 %:n kasvun jälkeen terminaaliarvoksi 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali pysyy noin 8 %:ssa. Mallissa lähivuosien painoarvo kassavirtojen arvosta on odotetun matala (noin 23 %) johtuen heikommasta kasvusta ja kannattavuudesta lähivuosina. Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,0 % ja oman pääoman kustannus on 8,5 %. 7,0 %:n taso on varsin matala ja heijastelee yhtiön matalaa riskiä. Matalassa pääoman kustannuksessa ei ole näkemysmme mukaan pidemmällä aikavälillä laskuvaraa, joten parannuksen on synnyttävä kassavirtojen kasvun kautta.

## Verrokkiryhmä

Tallinkin verrokkiryhmän avulla määritelty osakkeen käypä arvo muodostuu Tallinkille hyväksymällämme noin 10 %:n diskontolla kansainväliseen verrokkeihin nähden. Yhtiön markkinan ja oman toiminnan kasvupotentiaali yhdistettynä heikompaan historialliseen suorituskykyyn riittää mielestämme perusteluksi diskonttoon. Viking Lineen nähden pidämme pientä preemiota oikeutettuna ja yhtiö on myös hinnoiteltu historiallisesti esimerkiksi EV/EBITDA-luvulla noin 10 % yli Viking Linen vastaavan. Tällä hetkellä tasepohjaisen P/B-luvun osalta Tallink on hieman yli 10 % vastaavaa Viking Linen kerrointa yläpuolella, joka antaa yhtiölle mielestämme suhteellisen neutraalin arvostuksen.

# Arvonmääritys 5/5

## Suositus ja tavoitehinta

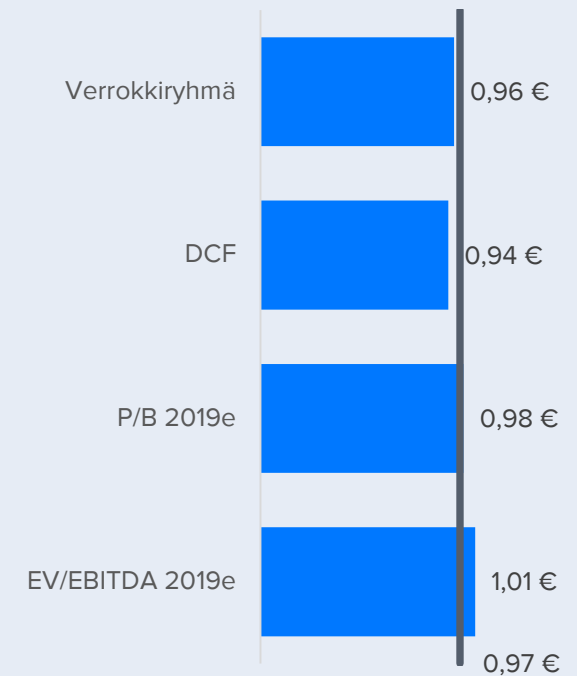
Aloitamme Tallinkin seurannan 0,97 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Mielestämme Tallinkin osakkeen arvostustaso on hieman haastava ja osakkeen tuotto/riski-profiili ei ole tällä hetkellä mielestämme tarpeeksi houkutteleva. Yhtiön tulos ei ennusteillamme tule kasvamaan seuraavina vuosina ja lähivuosille ennustettu noin 5 %:n osinkotuotto ei itsestään pysty toimimaan osakkeelle tarpeeksi houkuttelevana nousuajurina. Alhainen tasepohjainen arvostus voi toimia osakkeelle tukena, jos yhtiö pystyy tulevaisuudessa nostamaan tehokkuuttansa sekä sitä kautta nostamaan pääoman tuottolukunsa yli pääoman kustannuksen. Ennen sitä yhtiö käytännössä tuhoaa omistaja-arvoa omilla investoinneillaan ja näkemyksemme mukaan yhtiön strateginen päätös osinkojen jakamisesta on paras valinta.

Ilman uusia strategisia linjauksia tai kasvuaihoita merkittävää potentiaalia nykyisistä markkinoista on arviomme mukaan vaikea löytää. Uusien asiakasryhmien onnistunut houkuttelu Suomeen, Ruotsiin tai Baltian maihin voisi tukea yhtiön kasvua, mutta sen edistäminen ei ole Tallinkista itsestään kiinni, vaan vaatii panostuksia kansallisella tasolla. Alaspäin mentäessä kuitenkin yhtiön taseessa olevat alukset ja vakaa noin 0,05 euron osinko per osake tukee arvostusta, eikä oikeuta tässä vaiheessa alhaisempaan suositukseen.

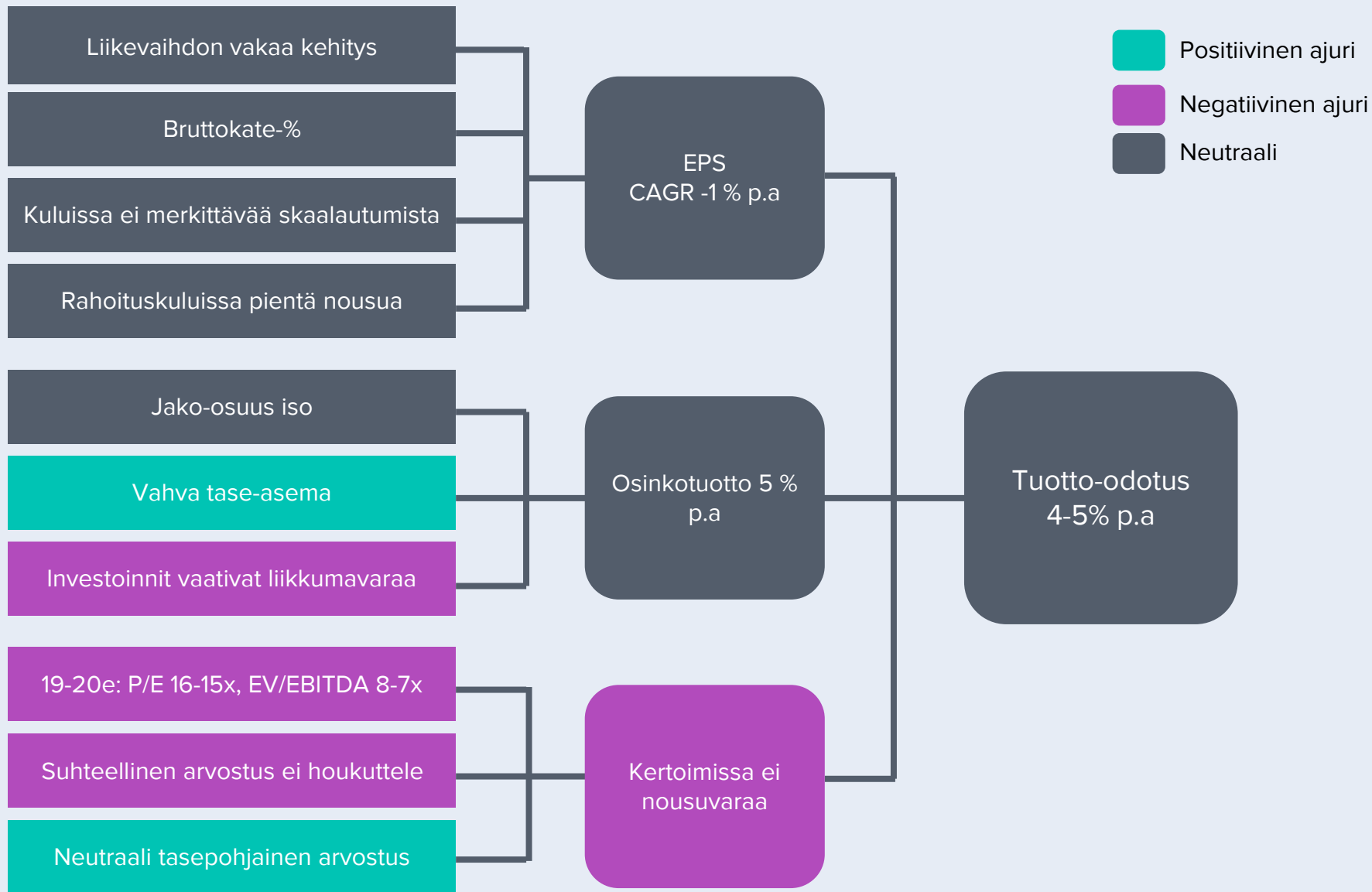
Osakkeen käypä hinta tai arvostustaso voisi mielestämme nousta, jos yhtiö pääsisi selvästi meidän ennusteita parempaan kannattavuuteen tai liikevaihdon kasvuun, ja sitä kautta

tulosennusteet nousisivat ja yhtiötä voitaisiin hinnoitella selvemmin tulospohjaisilla kertoimilla. Kannattavuusparannuksen tulisi kuitenkin myös alkaa näkymään pääoman tuottoluvuissa, mutta pääomaintensiivisellä alalla tuottolukujen nostaminen on haastavaa. Velkarahan optimaalinen käyttö voisi nostaa oman pääomantuottoa selvästi, jolloin osakkeen tasepohjainen arvostustaso voisi nousta. Tuottolukujen tai kasvunäkymien parantuessa, voisi myös verrokkeihin nähden hyväksyttävä alennus pienentyä. Kansainvälisen verrokkiryhmän markkinan tai näkymien kohentuessa nousee myös yleinen alan yhtiöille hyväksyttävä arvostustaso, mutta emme näe sen suoraan nostavan Tallinkille hyväksyttäviä kertoimia maantieteellisesti ja rakenteeltaan erilaisten liiketoimintojen myötä.

## Arvonmäärityksen yhteenveto



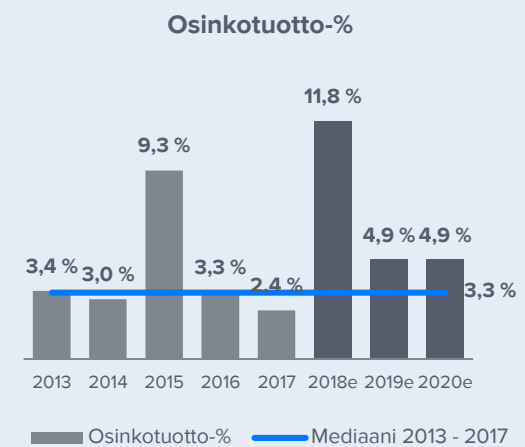
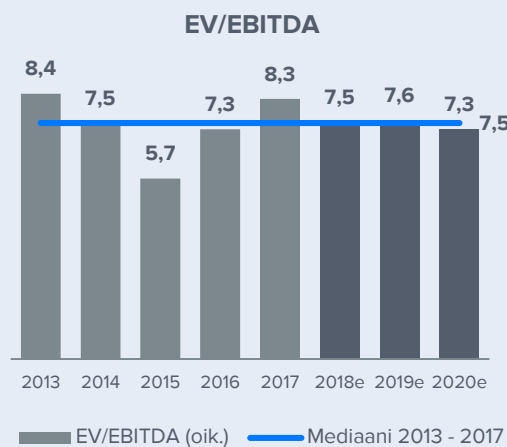
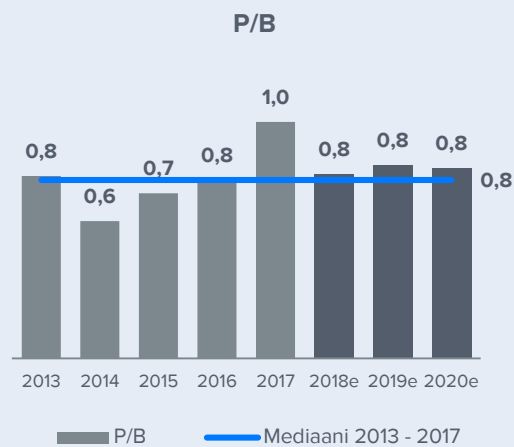
# Tallinkin arvoajurit 2018e-2020e



# Arvostus yhteenveto

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,89	0,68	0,86	0,91	1,25	1,02	1,02	1,02
Osakemäärä, milj. kpl	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9	669,9
Markkina-arvo	596	452	574	612	837	683	683	683
Yritysarvo (EV)	1319	1130	1041	1092	1309	1085	1102	1071
P/E (oik.)	13,8	16,6	9,7	13,9	18,0	16,8	16,4	15,2
P/E	13,8	16,6	9,7	13,9	18,0	16,8	16,4	15,2
P/Kassavirta	neg.	4,5	2,2	8,9	17,6	6,1	8,2	8,1
P/B	0,8	0,6	0,7	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8
P/S	0,6	0,5	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,2	1,4	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,5	5,7	7,3	8,3	7,5	7,6	7,3
EV/EBIT (oik.)	15,9	16,0	10,1	15,2	18,2	16,8	16,3	15,1
Osinko/tulos (%)	46,4 %	49,1 %	90,8 %	45,6 %	43,2 %	197,8 %	80,5 %	74,7 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,0 %	9,3 %	3,3 %	2,4 %	11,8 %	4,9 %	4,9 %

Lähde: Inderes



# DCF-kassavirtalaskelma

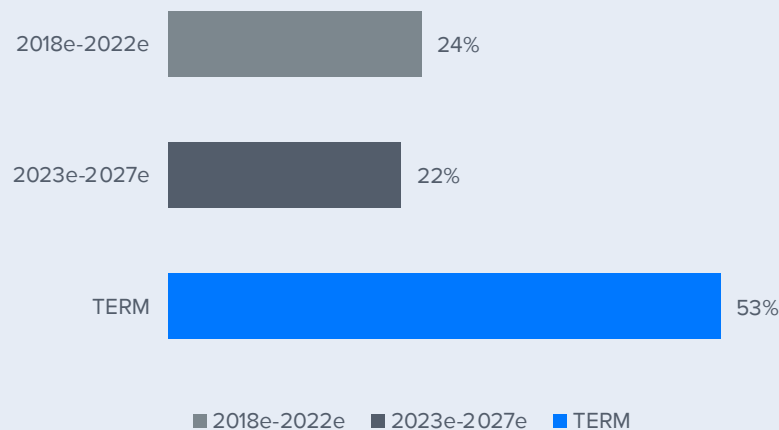
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>71,9</b>	<b>64,4</b>	<b>67,7</b>	<b>70,8</b>	<b>73,1</b>	<b>80,0</b>	<b>81,0</b>	<b>82,0</b>	<b>82,9</b>	<b>83,7</b>	<b>84,6</b>	
+ Kokonaispoistot	86,4	79,7	77,2	75,8	74,2	81,0	80,4	79,7	78,8	78,5	78,6	
- Maksetut verot	-4,1	0,0	-4,1	-4,3	-4,4	-4,3	-4,5	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	
- verot rahoituskuluista	-1,8	-1,6	-2,0	-1,9	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	
+ 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	11,7	5,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>164</b>	<b>148</b>	<b>139</b>	<b>141</b>	<b>141</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>156</b>	<b>157</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-27,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-88,8	-35,9	-56,0	-56,0	-206,0	-70,3	-67,4	-64,8	-72,6	-81,1	-91,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>47,6</b>	<b>112</b>	<b>83,0</b>	<b>84,5</b>	<b>-65,2</b>	<b>84,5</b>	<b>87,7</b>	<b>90,4</b>	<b>82,7</b>	<b>74,5</b>	<b>65,0</b>	
+/- Muut	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	47,6	113	83,0	84,5	-65,2	84,5	87,7	90,4	82,7	74,5	65,0	1102
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>112</b>	<b>76,9</b>	<b>73,3</b>	<b>-52,8</b>	<b>64,0</b>	<b>62,1</b>	<b>59,9</b>	<b>51,2</b>	<b>43,2</b>	<b>35,2</b>	<b>597</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1122	1010	933	860	913	849	787	727	675	632	597
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1122</b>										
- Korolliset velat		-560,9										
+ Rahavarat		88,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-20,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>630</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>0,94</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	10,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksotta

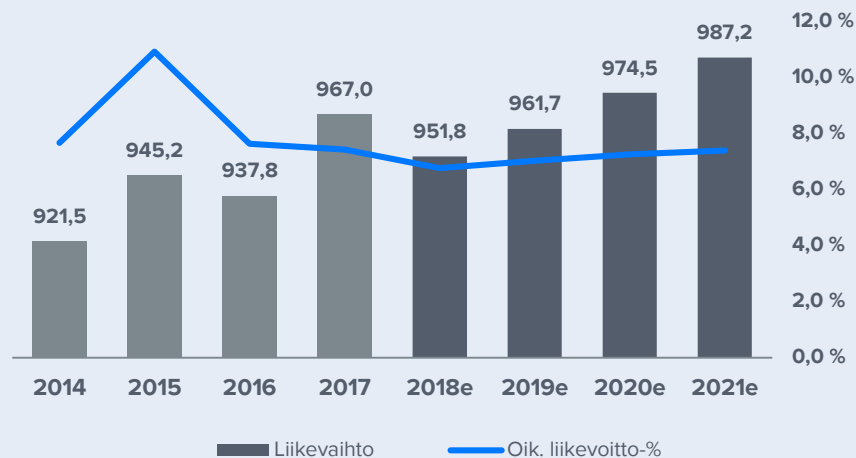




# Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma	2016	2017	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>938</b>	<b>967</b>	<b>952</b>
Tickets	236	243	243
Restaurants and shops	522	537	526
Cargo	104	118	126
Accommodation	19,5	20,8	19,4
Leases of Vessels	25,5	18,8	7,8
Other	31,3	30,2	29,8
<b>Käyttökate</b>	<b>149</b>	<b>158</b>	<b>144</b>
Poistot ja arvonalennukset	-77,8	-86,4	-79,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>71,6</b>	<b>71,9</b>	<b>64,4</b>
Nettorahoituskulut	-26,8	-21,2	-20,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>44,8</b>	<b>50,7</b>	<b>44,2</b>
Verot	-0,7	-4,2	-3,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>44,1</b>	<b>46,5</b>	<b>40,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>
EPS (raportoitu)	0,07	0,07	0,06

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1385</b>	<b>1375</b>	<b>1377</b>	<b>1333</b>
Liikearvo	11,1	11,1	11,1	11,1
Aineettomat hyödykkeet	41,7	39,1	37,8	36,1
Käyttöomaisuus	1311	1305	1308	1266
Muut sijoitukset	0,8	0,8	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,2	0,1
Laskennalliset verosaamiset	19,4	18,8	18,7	18,7
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>154</b>	<b>164</b>	<b>182</b>	<b>167</b>
Vaihto-omaisuus	35,7	46,7	46,1	47,6
Myyntisaamiset	36,6	38,7	46,5	38,1
Likvidit varat	82,0	78,8	88,9	80,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1539</b>	<b>1539</b>	<b>1559</b>	<b>1500</b>

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>821</b>	<b>810</b>	<b>836</b>	<b>857</b>
Osakepääoma	404	362	362	362
Kertyneet voittovarot	415	448	474	495
Muu oma pääoma	1,1	0,6	0,6	0,6
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>511</b>	<b>485</b>	<b>406</b>	<b>405</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	467	453	401	400
Muut pitkäaikaiset velat	43,1	32,4	4,7	5,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>208</b>	<b>244</b>	<b>317</b>	<b>237</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	81,9	106	160	82,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	92,2	104	93,5	95,2
Muut lyhytaikaiset velat	33,5	33,8	63,3	60,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1539</b>	<b>1539</b>	<b>1559</b>	<b>1500</b>

Lähde: Inderes

# 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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevastä. 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 neuvonantajia. 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvara 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 yhtiöissä. 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

## Suosituksihistoria (vähintään viimeiset 12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.11.2018	Vähennä	0,97 €	1,02 €

# Inderes Oy

## Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



THOMSON REUTERS  
STARMINE ANALYST AWARDS



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

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. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)