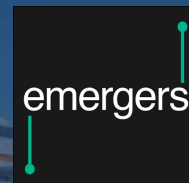


Tallink

Ingen oro inför lågsäsongen

Mattias Wallander | Datum: 2022-11-16 08:00 | Denna uppdragsanalys är framtagen i samarbete med Enlight Research. Analysen är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier.



Både omsättning och vinst var över våra estimat i Q3. Rekordhöga uthyrningsintäkter kan leda till det bästa lågsäsongresultatet på EBITDA-nivå på sju år. Högre räntekostnader döljer den operationella förbättringen nästa år, men blir synlig 2024, då vi också väntar oss att utdelningen återupptas.

Rekordhöga intäkter från uthyrning

Vi förväntar oss rekordhöga uthyrningsintäkter av fartyg på 59 MEUR för den stundande lågsäsongen (Q4/22-Q1/23). Starka uthyrningsintäkter förväntas leda till en EBITDA på 52 MEUR under lågsäsongen, den bästa sedan 2014/15.

Höga räntor döljer effektivisering

Under 2023 uppskattar vi en operationell förbättring (högre EBIT) på 28 MEUR, men vi prognostiserar även för att högre räntor kommer att öka räntekostnaderna med 18 MEUR, vilket skulle innebära en förbättring på 10 MEUR på EBT-nivå (+5 MEUR 2023E vs. -5 MEUR 2022E). För 2024E räknar vi med en EBT på 21 MEUR, vilken borde vara tillräcklig för att återuppta utdelningen till aktieägarna.

Överviner utmaningar

De senaste två åren har ledningen framgångsrikt navigerat genom en pandemi och höga bränslepriser. Vi tror därför att ledningen framgångsrikt kommer att anpassa bolaget även till högre räntor under nästa år. Vi ser ett starkare och mer effektivt Tallink resa sig ur senaste årens motgångar, där effektiviseringar bör ge effekt 2024, då vi också räknar med att få se en utdelning igen. Vårt motiverade värde i Base case baserat på DCF är 0,82 EUR per aktie (0,88 EUR).

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	442.9	476.9	765.6	803.6	856.8
Net sales growth	-53.3%	7.7%	60.5%	5.0%	6.6%
EBITDA	8.0	58.3	120.7	157.9	157.9
EBITDA margin	1.8%	12.2%	15.8%	19.7%	18.4%
EBIT	-92.6	-37.0	24.2	52.3	53.7
EBIT margin	-20.9%	-7.8%	3.2%	6.5%	6.3%
EV/Sales	2.6	2.3	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	145.7	18.7	10.2	7.3	6.0
EV/EBIT	-12.7	-29.5	50.8	22.0	17.8
P/E adj.	-4.6	-7.8	-180.9	69.6	18.8
P/BV	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EPS adj.	-0.16	-0.08	0.00	0.01	0.03
EPS growth adj.	nm	nm	nm	nm	270,99%
Div. per share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
Dividend yield	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.08%

Tallink

Fair Value, Range (EUR)

Bull	1,06
Base	0,82
Bear	0,58

Key data

Current Price (EUR)	0,49
Ticker	TALLINK
Country	FINLAND
Listed	Helsingfors

Market Capitalisation (MEUR)	364
Net Debt (MEUR)	864
	0
Shares	744
Free float	60%

Price range

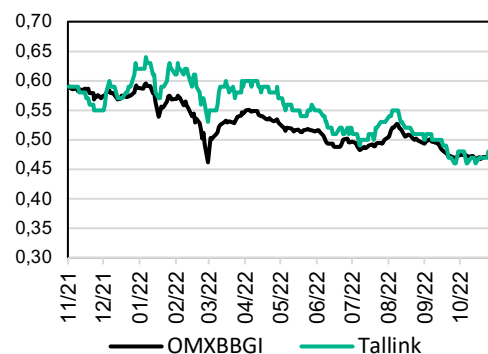
52-week high	0,64
52-week low	0,46

Analyst

ResearchTeam@enlightresearch.net

Coverage frequency

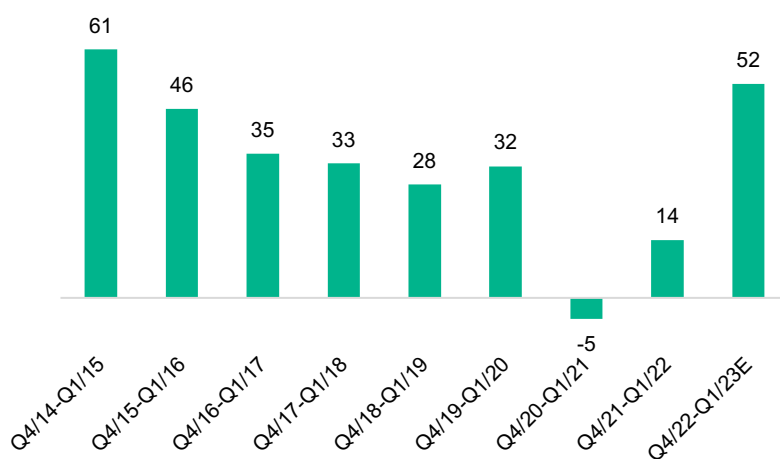
4x per year



Bästa lågsäsongen sedan 2014/15

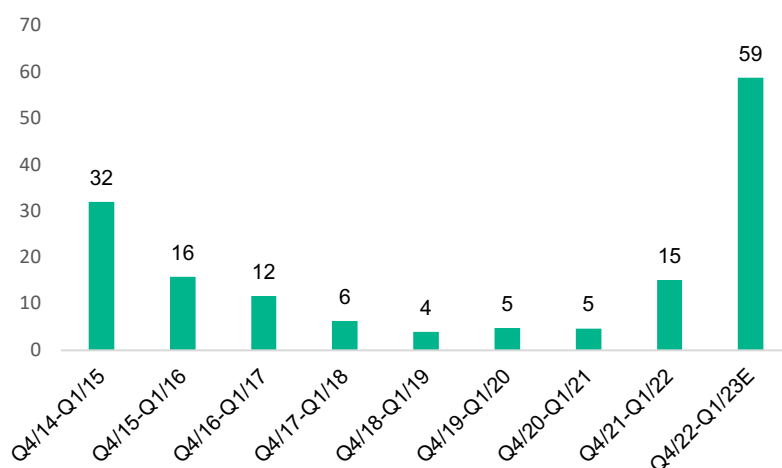
Vår prognostiserade EBITDA för den stundande lågsäsongen (Q4/22 – Q1/23) uppgår till 52 MEUR, vilket skulle innebära den bästa lågsäsongen sedan 2014/15 då den uppgick till 61 MEUR. Den huvudsakliga anledningen är den rekordhöga uthyrningen av fartyg. Under Q3/22 genererade Tallinks uthyrda fartyg (Victoria I, Isabelle, Romantika, Silja Europa, Galaxy, Atlanti Cision) 21 MEUR i intäkter. För Q4/22 uppskattar vi att antalet uthyrda dagar kommer öka till 521, från estimerade 416 i Q3/22, vilket innebär en ökning av förväntade intäkter till 31 MEUR. För Q1/23 räknar vi med att 450 dagar, utspritt på fem fartyg (antagande om att Isabelle ej längre är uthyrt) ska generera 28 MEUR i intäkter. Detta betyder att vi för den stundande lågsäsongen (Q4/22 – Q1/23) räknar med uthyrningsintäkter på rekordhöga 59 MEUR jämfört med genomsnittet för de senaste sju lågsäsongerna på 9 MEUR. Sammanfattningsvis räknar vi med att få se all-time high för intäkterna från uthyrningen vilket kommer resultera i den bästa lågsäsongen sedan 2014/15, på EBITDA-nivå.

Lågsäsong (Q4-Q1) EBITDA (MEUR)



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

Lågsäsong (Q4-Q1) Uthyrningsintäkter (MEUR)

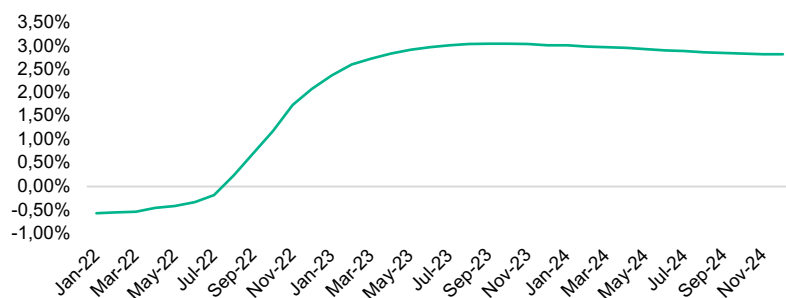


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Påverkan från högre räntor

I år räknar vi med att Tallinks räntekostnader kommer öka med 7 MEUR till 29 MEUR. Den relativt milda ökningen beror på att 3-månaders EURIBOR var negativ fram till augusti i år. Men sedan augusti har EURIBOR ökat från 0,246% till 1,185% i oktober, och baserat på terminkurvan förväntas räntan stabiliseras runt 2,9% under 2023 och 2024. Därav blir vår uppskattade räntekostnadsökning 18 MEUR till 47 MEUR under 2023, följt av en nedgång till 33 MEUR i 2024. Vår estimerade ökning av räntekostnaderna är också en konsekvens av de högre lånen kopplat till det nya fartyget MyStar (lån förväntas öka med 198 MEUR vid leverans i november 2022). Den lägre estimerade räntekostnaden 2024 beror snarare på amorteringar, än en nedgång i EURIBOR.

3M EURIBOR



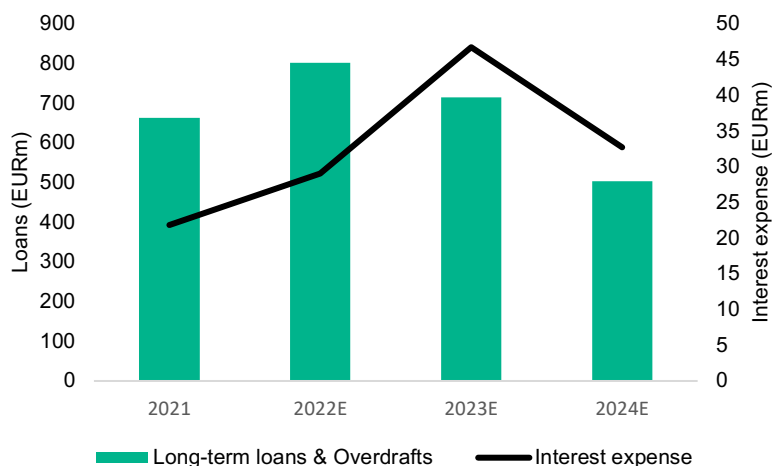
Källa: Chatham Financial

Räntekostnader, prognos

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Long-term loans & Overdrafts	510	476	603	663	803	715	503
Interest expense	20	18	17	22	29	47	33
Interest rate	3.88%	3.71%	2.86%	3.30%	3.63%	6.54%	6.51%
3-month EURIBOR (avg.)	-0.329%	-0.310%	-0.379%	-0.546%	-0.075%	2.888%	2.907%
Margin (pct points)	4.21	4.02	3.24	3.84	3.70	3.65	3.60

Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat), Chatham Financial (EURIBOR)

Lån och räntekostnader (MEUR)

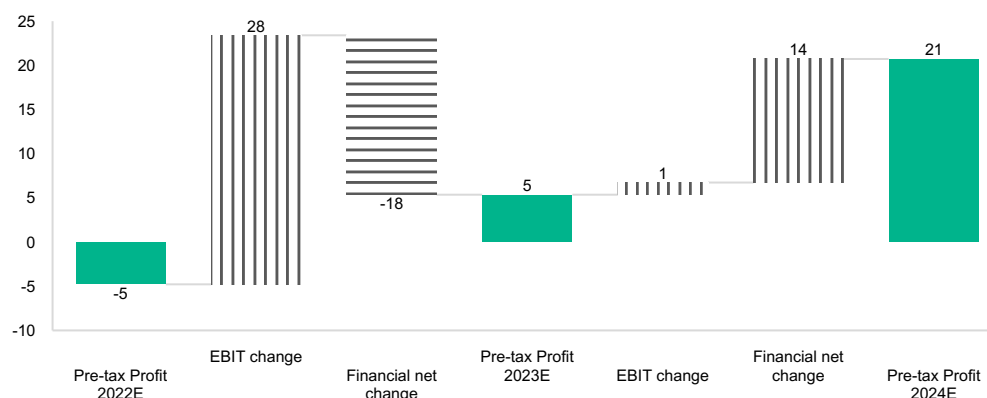


Källa: Bolagsrapporter (historiska), Enlight Research (estimat)

Operationell förbättring synlig först 2024

För 2023 räknar vi med en operationell förbättring på 28 MEUR (högre EBIT), vilket allt annat lika, skulle höja EBT till 23 MEUR från en uppskattad förlust på 5 MEUR 2022. Men, våra estimerade 18 MEUR i högre räntekostnader förtar det mesta av den operationella förbättringen. Under 2024 bedömer vi att en operationell förbättring på 1 MEUR plus en positiv effekt på 14 MEUR i lägre finansiella kostnader resulterar i en EBT på 21 MEUR (upp från en estimerad EBT på 5 MEUR i 2023). Ett annat sätt att se på det är att den signifikanta förbättring bolaget gjort operationellt kommer att bli synlig först 2024, eftersom de höga räntekostnaderna förtar stora delar av effekten för 2023.

Utveckling vinst före skatt



Källa: Bolagsrapporter (rapporterad Q2/22 nettovinst), Enlight Research (estimat)

Uppside finns för den långsiktiga investeraren

Med en DCF-approach, ser vi i vårt Base case stöd för ett motiverat värde på 0,82 EUR (0,88 EUR) per aktie, vilket indikerar en uppsida på runt 70%. Vi förväntar oss inte att uppsidan ska realiseras i närtid på grund av effekten från exempelvis högre räntor, därav borde investerare ha en investeringshorisont på minst två år i Tallinkaktien.

DCF, Scenarioanalys

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	6.5%	6.5%	6.5%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.0%	7.0%	8.0%
Fair Value per share	0.58	0.82	1.06
Upside/Downside (last price)	20%	70%	119%

Källa: Enlight Research

Känslighetsanalys

Sensitivity parameters	Current	Step	DCF Fair value sensitivity										
Equity beta	1.15	0.10	0.65	0.75	0.85	0.95	1.05	1.15	1.25	1.35	1.45	1.55	1.65
Fair value (DCF)	0.82		1.31	1.19	1.08	0.98	0.90	0.82	0.75	0.69	0.63	0.58	0.53
Target debt ratio*	60.0 %	2.0 %	50%	52%	54%	56%	58%	60%	62%	64%	66%	68%	70%
Fair value (DCF)	0.82		0.56	0.61	0.66	0.71	0.76	0.82	0.89	0.96	1.04	1.13	1.23
Risk-free IR	3.0 %	0.5 %	0.5 %	1.0 %	1.5 %	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %
Fair value (DCF)	0.82		1.35	1.21	1.09	0.99	0.90	0.82	0.75	0.68	0.63	0.57	0.52

Källa: Bolagsrapporter (rapporterad Q2/22 nettovinst), Enlight Research (estimat)

Prognos

Interim forecast

Income statement (EURm)	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	53.7	86.1	170.5	166.6	106.1	206.0	255.6	197.9	476.9	765.6	803.6	856.8
Cost of sales	-73.7	-94.8	-140.2	-146.6	-126.0	-180.5	-189.5	-166.2	-455.3	-662.3	-672.2	-715.4
Gross profit	-20.0	-8.7	30.3	20.0	-19.9	25.5	66.0	31.7	21.7	103.4	131.4	141.4
Marketing expenses	-5.1	-6.9	-8.3	-9.0	-7.3	-10.6	-9.5	-10.9	-29.3	-38.3	-38.6	-42.8
Administrative expenses	-10.0	-10.5	-11.9	-13.5	-11.1	-11.8	-12.2	-13.9	-45.7	-49.0	-49.0	-54.0
Other operating income	5.0	6.7	1.3	3.3	3.7	1.8	-0.5	3.3	16.3	8.4	8.8	9.4
Other operating expenses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.3	-0.3	-0.3
Operating profit	-30.0	-19.4	11.5	0.9	-34.6	4.9	43.9	10.0	-37.0	24.2	52.3	53.7
Interest income	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest expense	-4.7	-5.2	-6.2	-5.9	-5.7	-6.0	-6.2	-11.2	-21.9	-29.0	-47.0	-33.0
Other financial items	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
<i>Financial net</i>	<i>-4.7</i>	<i>-5.2</i>	<i>-6.2</i>	<i>-6.0</i>	<i>-5.7</i>	<i>-5.8</i>	<i>-6.3</i>	<i>-11.2</i>	<i>-22.0</i>	<i>-29.0</i>	<i>-47.0</i>	<i>-33.0</i>
Pre-tax profit	-34.7	-24.5	5.3	-5.1	-40.3	-0.9	37.6	-1.2	-59.0	-4.8	5.3	20.7
Income tax	0.2	0.2	0.2	1.8	0.3	0.2	0.2	1.5	2.4	2.3	-0.1	-1.2
Net profit	-34.4	-24.3	5.5	-3.3	-40.0	-0.7	37.9	0.3	-56.6	-2.5	5.2	19.4
Depreciation & Amortization	23.7	23.8	23.7	24.2	23.7	23.8	23.7	25.3	95.3	96.5	105.6	104.3
EBITDA	-6.3	4.4	35.1	25.1	-11.0	28.7	67.7	35.3	58.3	120.7	157.9	157.9

Sales growth	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
Sales growth seq.	-32.2%	60.2%	98.1%	-2.3%	-36.3%	94.1%	24.0%	-22.6%	na	na	na	na
Sales growth Y-on-Y	-65.3%	32.5%	18.6%	110.1%	97.5%	139.4%	49.9%	18.8%	7.7%	60.5%	5.0%	6.6%

Margins	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22E	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	-11.7%	5.1%	20.6%	15.1%	-10.3%	13.9%	26.5%	17.8%	12.2%	15.8%	19.7%	18.4%
Gross margin	-37.2%	-10.1%	17.8%	12.0%	-18.7%	12.4%	25.8%	16.0%	4.5%	13.5%	16.4%	16.5%
Operating margin	-55.8%	-22.5%	6.7%	0.5%	-32.6%	2.4%	17.2%	5.0%	-7.8%	3.2%	6.5%	6.3%
PTP margin	-64.5%	-28.5%	3.1%	-3.1%	-38.0%	-0.4%	14.7%	-0.6%	-12.4%	-0.6%	0.7%	2.4%
Net profit margin	-64.1%	-28.3%	3.2%	-2.0%	-37.7%	-0.3%	14.8%	0.1%	-11.9%	-0.3%	0.7%	2.3%

Källa: Bolagsrapporter, Enlight Research (estimat)

Värdering

Jämförelsevärdering

Jämförelsebolag handlas till en genomsnittlig EV/EBITDA/23E-multipel på ca 10,1x, baserat på konsensus 2023. Tallinks 2023E EV/EBITDA-multipel på 6,1x reflekterar en rabatt på ca 39%. Värt att notera är att jämförelsebolagen inte är fullt jämförbara i och med att de är betydligt större sett till börsvärde och är kryssningsoperatörer utan fraktverksamhet (utom Viking Line).

Jämförelsebolag

Company	Ccy	Price (last)	Mcap (m)	EV (m) (last)	EV/Sales	EV/Sales	EV/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA
					2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
Carnival	USD	8.84	11,123	40,972	21.5	3.3	1.9	1.7	neg	neg	9.1	7.0
Norwegian Cruise Line	USD	16.96	7,147	19,704	30.4	4.2	2.5	2.2	neg	-34.6	9.7	8.3
Royal Caribbean Cruises	USD	53.80	13,722	35,305	23.0	4.0	2.8	2.5	neg	47.5	9.8	8.3
Viking Line	EUR	11.85	205	355	1.4	0.8	0.7	0.6	13.6	14.2	11.8	10.1
Average					19.1	3.1	2.0	1.8	13.6	9.0	10.1	8.4
Tallink	EUR	0.48	360	969	2.0	1.3	1.2	1.1	16.6	8.0	6.1	6.1

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

DCF-värdering

Vår DCF-modell indikerar i vårt Base case ett motiverat värde på 0,82 EUR (0,88 EUR) per aktie. Motsvarande värde för Bear och Bull case är 0,58 EUR (0,63 EUR) och 1,06 EUR (1,14 EUR) respektive. Den enda skillnaden mellan våra scenarios är terminalvärdets EBIT-marginal, vilken är 7% i Base caset, och en procentenhet lägre/högre i våra Bear/Bull case. Se tabell nedan för känslighetsanalys. Den indikerade uppsidan är avsevärd i vårt Base och Bull case, men det är inget ovanligt i en sk Bear market.

DCF Valuation Scenarios	Bear	Base	Bull
WACC	6.5%	6.5%	6.5%
Terminal sales growth	3.0%	3.0%	3.0%
Terminal EBIT margin	6.0%	7.0%	8.0%
Fair Value per share (EUR)	0.58	0.82	1.06
Upside/Downside	18%	68%	116%
Share price (EUR)	0.49	0.49	0.49

Källa: Enlight Research, baserat på ett aktiepris på 0,48 EUR

Känslighetsanalys, DCF-värdering

Sensitivity parameters	Current	Step		DCF Fair value sensitivity									
Equity beta	1.15	0.10	0.65	0.75	0.85	0.95	1.05	1.15	1.25	1.35	1.45	1.55	1.65
Fair value (DCF)	0.82		1.31	1.19	1.08	0.98	0.90	0.82	0.75	0.69	0.63	0.58	0.53
Target debt ratio*	60.0 %	2.0 %	50%	52%	54%	56%	58%	60%	62%	64%	66%	68%	70%
Fair value (DCF)	0.82		0.56	0.61	0.66	0.71	0.76	0.82	0.89	0.96	1.04	1.13	1.23
Risk-free IR	3.0 %	0.5 %	%	1.0 %	1.5 %	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	5.5 %
Fair value (DCF)	0.82		1.35	1.21	1.09	0.99	0.90	0.82	0.75	0.68	0.63	0.57	0.52

Källa: Enlight Research

Risikfaktorer

Nedan risker är ej en fullständig lista av risker relaterat till Tallink, utan snarare en lista av risker som vi anser vara de viktigaste givet den rådande omgivningen.

Covidrestriktioner

Vår prognos antar ej att Covidrestriktioner kommer att återinföras på Tallinks kärnmarknader (Estland, Finland, Sverige, Lettland). Skulle nya restriktioner införas är vår prognos troligen för optimistisk.

Likviditet

Alla våra scenarios antar att en akut likviditetssituation inte uppstår, delvis beroende på hjälpen från statliga lån. Skulle våra scenarios vara för optimistiska kan en akut likviditetssituation inte uteslutas.

Lånevillkor

Om banker av någon anledning skulle bli mindre förlåtande när det kommer till lånevillkor och amorteringslättnader skulle kassaflöden påverkas negativt.

Personalbrist

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

Lönetryck

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

Hög inflation

Om den höga inflationen består kan människor behöva dra ner på resor och underhållning, vilket skulle skada Tallinks försäljning.

Bränslepriser

Om bränslepriserna ökar från redan höga nivåer, är vår prognos troligtvis för optimistisk.

Exponering mot Ryssland, Ukraina, Belarus

Tallink har inte någon direkt exponering mot Ryssland, Ukraina eller Belarus. Fraktverksamheten sker främst på hemmamarknaderna Estland, Finland, Sverige och Lettland. Den huvudsakliga negativa effekten från Ryssland-Ukraina är de högre bränslepriserna.

Höga räntor

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

Svår recession

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

Income Statement	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net sales	443	477	766	804	857
Total operating costs	-435	-419	-645	-646	-699
EBITDA	8	58	121	158	158
Depr. & Amort.	-101	-95	-96	-106	-104
One-off EBIT items	0	0	0	0	0
EBIT	-93	-37	24	52	54
Financial net	-18	-22	-29	-47	-33
Pre-tax profit	-111	-59	-5	5	21
Taxes	2	2	2	0	-1
Minority interest	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Net profit	-109	-56	-2	5	19

Balance Sheet	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash and cash equivalent	28	128	65	64	60
Receivables	25	29	34	36	39
Inventories	29	35	31	32	34
Other current assets	7	12	1	1	1
Total current assets	89	203	131	134	134
Tangible assets	1269	1215	1347	1271	1080
Goodwill & intangible assets	61	58	72	67	69
Lease & Investment properties	95	109	129	139	147
Long-term Investments	1	0	0	0	0
Associated companies	0	0	0	0	0
Other long-term assets	2	1	1	1	1
Total fixed assets	1427	1383	1548	1478	1296
Total Assets	1516	1586	1680	1612	1430
Accounts payable	73	92	38	40	43
Short-term IB debt	112	244	295	263	186
Other current liabilities	23	22	22	22	22
Total current liabilities	208	358	355	325	250
Long-term IB debt	491	419	505	452	318
Convertible & Lease liab.	103	117	129	139	147
Deferred tax liab.	0	0	0	0	0
Provisions	0	0	0	0	0
Other long-term liab.	0	0	0	0	0
Total long-term liab.	594	535	634	590	465
Total Liabilities	802	893	989	916	715
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	714	693	691	696	715
Total liabilities and equity	1516	1586	1680	1612	1430

DCF valuation		Cash flow, mEUR	
WACC (%)	6.50 %	NPV FCF (2022-2024)	161
Assumptions 2022-2028 (%)		NPV FCF (2025-2031)	418
Sales CAGR	4.14 %	NPV FCF (2032-)	685
Avg. EBIT margin	6.21 %	Non-operating assets	128
Fair value per share (EUR)	0.82	Interest-bearing debt	-780
Share price (EUR)	0.49	Fair value estimate	612

Free Cash Flow	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Operating profit	-93	-37	24	52	54
Depreciation	101	95	96	106	104
Working capital chg	-15	2	-44	-1	-2
Other Operating CF items	0	0	-5	-1	-3
Operating Cash Flow	-7	60	72	156	153
Net investments	-117	-35	-242	-25	85
Other items	17	0	0	0	0
Free Cash Flow	-107	25	-170	131	238

Capital structure	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Equity ratio	47.1%	43.7%	41.1%	43.2%	50.0%
Debt / Equity ratio	98.7%	112.6%	134.6%	122.7%	90.9%
Gearing %	94.8%	94.2%	125.1%	113.5%	82.6%
Net debt/EBITDA	84.2	11.2	7.2	5.0	3.7

Profitability	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	-14.1%	-8.0%	-0.3%	0.8%	2.8%
FCF yield	-21.6%	5.8%	-46.6%	35.8%	65.4%
EBITDA margin	1.8%	12.2%	15.8%	19.7%	18.4%
EBIT margin	-20.9%	-7.8%	3.2%	6.5%	6.3%
PTP margin	-25.0%	-12.4%	-0.6%	0.7%	2.4%
Net margin	-24.5%	-11.8%	-0.3%	0.7%	2.3%

Valuation	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	-4.6	-7.8	-180.9	69.6	18.8
P/E adjusted	-4.6	-7.8	-180.9	69.6	18.8
P/Sales	1.1	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/Sales	2.6	2.3	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	145.7	18.7	10.2	7.3	6.0
EV/EBIT	-12.7	-29.5	50.8	22.0	17.8
P/BV	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV tangible	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6

Per share ratios	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.16	-0.08	0.00	0.01	0.03
EPS, adjusted	-0.16	-0.08	0.00	0.01	0.03
Operating CF/share	-0.01	0.08	0.10	0.21	0.21
Free Cash Flow/share	-0.16	0.03	-0.23	0.18	0.32
BV/share	1.07	0.93	0.93	0.94	0.96
Tangible BV/share	1.05	0.92	0.91	0.92	0.95
Div. per share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
Div. payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	76.6%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%

Shareholders	Capital	Votes
Infortar AS	145.740	40.00 %
Baltic Cruises Hld, L.P.	40.078	11.00 %
ING LUX S.A. AIF Acct.	21.861	6.00 %
Baltic Cruises Inv. L.P.	21.861	6.00 %
Citi VC Int. G.P	14.574	4.00 %
Nordea Bank ABP / Clients FDR	14.574	4.00 %
Mersok OÜ	7.287	2.00 %
Clearstream Banking AG	3.643	1.00 %
Luksusjaht AS	3.643	1.00 %
LHV Pensionifond L	3.643	1.00 %

Key people	
CEO	Paavo Nõgene
CFO	Margus Schults
IR	Anneli Simm
Chairman	Enn Pant

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. För att undvika intressekonflikter har Emergers skribenter inga innehav i de noterade bolag vi skriver om. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.