

SUNBORN INTERNATIONAL OYJ

22.08.2025 8.45 EEST



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

SEURANNAN ALOITUS



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Kulurakenne ja taloudellinen tilanne	14-15
Toimiala ja kilpailu	16-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Sijoitusprofiili	20-21
Ennusteet	22-28
Arvonmääritys ja suositus	29-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Laiva on lastattu kasvuodotuksilla

Aloitamme jahtihotelleja omistavan ja hallinnoivan Sunborn Internationalin seurannan myy-suosituksella ja 0,20 euron tavoitehinnalla. Muusta toimialasta erottautuvalla jahtihotelleihin nojaavalla liiketoimintamallilla on nähdäksemme monia vahvuuksia ja edellytykset merkittävään kasvuun tulevien jahtihotelliprojektien myötä. Nykyinen arvostustaso hinnoittelee mielestämme kasvuun liittyvää potentiaalia reippaasti sisään, mikä yhdessä lyhyen aikavälin likviditeettiriskin kanssa kallistaa osakkeen tuotto-riskisuhteen selvästi väärään suuntaan.

Kelluvien rakenteiden edelläkävijä

Sunborn International suunnittelee, rakennuttaa, omistaa ja hallinnoi kelluvia rakenteita. Liiketoimintamalli keskittyy toistaiseksi yhtiön Lontoossa ja Gibraltarilla sijaitseviin jahtihotelleihin, mutta yhtiön on tulevaisuudessa tarkoitus laajentaa laajemmin kelluviin rakenteisiin. Jahtihotellit ovat suuria aluksia, jotka rakennetaan alusta pitäen hotellitoimintaa varten. Laivahotellien vahvuudet nivoutuvat niiden liikuteltavaan luonteeseen, maltillisten rakennus- ja vuokratkustannusten ja jahtihotellien rakennuttamisen yhteydessä hyödynnettävän vientirahoituksen ympärille. Maltillisten rakennuskustannusten myötä Sunborn International tavoittelee tuleville jahtihotelleilleen huomattavasti perinteisiä hotelleja korkeampia nettovuokratuottoja. Jahtihotellien houkuttelevat jälleenmyyntiarvot mahdollistavat puolestaan vanhojen jahtihotellien myymisen ja uusien kasvuinvestointien rahoittamisen muita rahoitusinstrumentteja edullisemmalla vientirahoituksella.

Lontoon neljätähtinen jahtihotelli on 138 hotellihuoneen alus, joka sijaitsee Lontoon Royal Docks –alueella. Alus on suoriutunut todella hyvin ja se tuo puolet konsernin liikevaihdosta. Lontoon jahtihotelli on kuitenkin tarkoitus korvata uudella 225 huoneen jahtihotellilla sijainnin täysmääräisen potentiaalın ulosmittaamiseksi. Konsernin toinen alus, Gibraltarin

jahtihotelli, on suurempi, 189 huoneen alus. Gibraltarin jahtihotelli on kuitenkin alisuoriutunut potentiaaliinsa nähden ja huonekohtaiset tunnusluvut ovat edelleen melko selvästi koronaa edeltävien tasojen alapuolella.

Tavoitteet edellyttävät Gibraltarin jahtihotellin myymistä tai muuta uutta rahoitusta

Sunborn International tavoittelee 60 MEUR:n liikevaihtoa ja 24 MEUR:n käyttökattetta vuoteen 2028 mennessä. Tavoitteet edellyttävät merkittäviä investointeja ja yhtiö on julkisesti viestinyt uudesta Lontoon jahtihotellista, nykyisen Lontoon aluksen siirtämisestä Sevillaan ja uudesta jahtihotellista Vancouveriin. Kyseiset investoinnit vaativat merkittävän määrän pääomaa, minkä seurauksena pidämme maaliskuussa tiedotettua Gibraltarin jahtihotellin ehdollista kauppaa tai uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta yhdessä vientirahoituksen kanssa edellytyksenä kyseiselle investointiaallolle. Kyseisten projektien ohella yhtiöllä on huomattava määrä muita potentiaalisia sijainteja työn alla, joskin kyseisten hankkeiden menestys määrittää nähdäksemme pidemmän aikavälin kasvutarinan mielekkyyden.

Tuotto-odotus kallistuu vahvasti väärään suuntaan

Käänteisen listautumisen jälkeen Sunborn Internationalin osakekurssi on heilunut rajusti ja näkemyksemme mukaan erkaantunut yhtiön fundamenteista. Rajallisista historiallisista kasvunäytöistä ja rahoitusriskistä huolimatta yhtiötä hinnoitellaan EV/EBITDA-pohjaisesti merkittävällä preemiolla hotellialan parhaimpiinkin toimijoihin nähden. Merkittävät kasvuinvestoinnit oikeuttavat lyhyellä aikavälillä tavallista korkeamman tulospohjaisen arvostuksen, mutta investointisyklin yli katsova 17x tasolle asettuva 2030 EV/EBITDA-kerroin jättää nähdäksemme odotukset tulevaa kehitystä kohtaan turhan korkealle. DCF-mallimme indikoi puolestaan osakkeelle 0,22 euron osakekohtaista arvoa hyvää suoritustasoa edellyttävistä ennusteista huolimatta.

Suositus

Myy

(aik.)

Tavoitehinta:

0,20 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

0,43 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	25,1	25,0	25,7	41,0
kasvu-%	5 %	0 %	3 %	60 %
EBIT oik.	2,3	2,4	2,5	0,7
EBIT-% oik.	9,2 %	9,7 %	9,7 %	1,8 %
Nettotulos	-9,6	-12,3	-12,5	-19,5
EPS (oik.)	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02

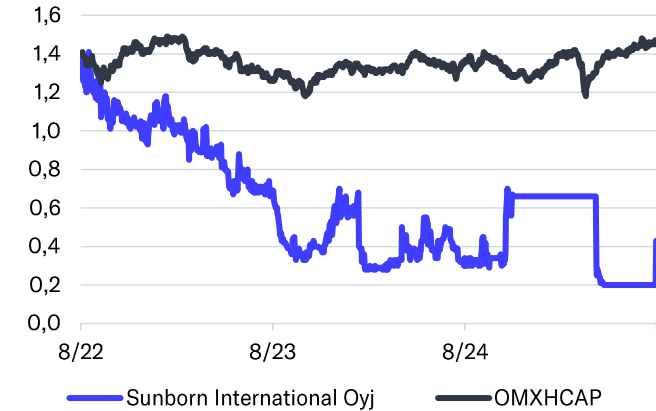
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/B	4,0	5,0	8,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	>100
EV/EBITDA	68,9	91,0	66,1
EV/Liikevaihto	13,8	17,6	12,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

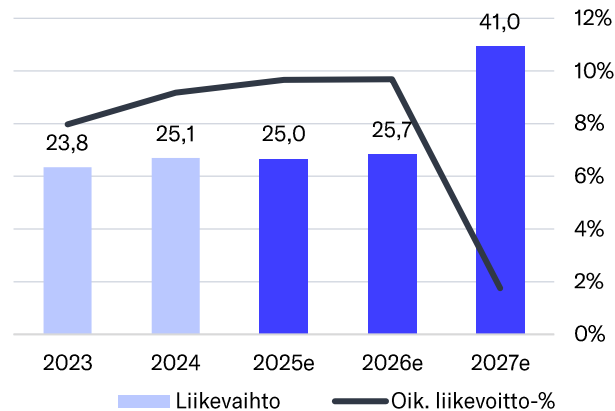
(Ennallaan)

Osakekurssi



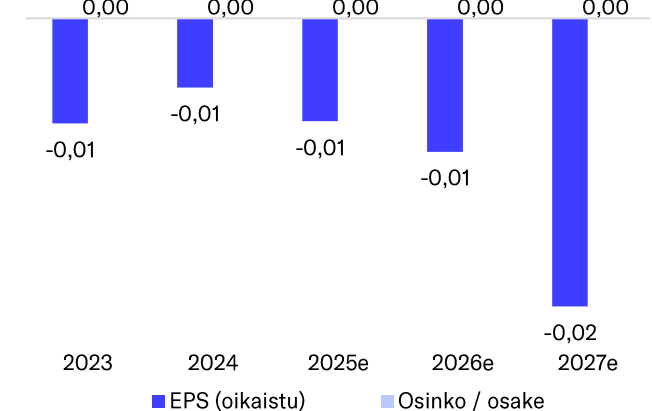
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Gibraltarin jahtihotellin osittainen myyminen ja siirtäminen
- Pääoman kustannuksen laskeminen vientirahoituksen avulla
- Erottautunut liiketoimintamalli, jolla on toimialalle ainutlaatuisia vahvuuksia

Riskitekijät

- Gibraltarin jahtihotellin ehdollisen kaupan kariutuminen ja sen aiheuttama rahoitusriski
- Riski hallitsemattomasta kasvusta kunnianhimoisten kasvutavoitteiden myötä
- Keskittynyt päätäntävalta ja avainhenkilöriski
- Kasvu ei luo arvoa ilman tasokorjausta pääoman tuotoissa

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,43	0,43	0,43
Osakemäärä, milj. kpl	568,6	568,6	568,6
Markkina-arvo	246	246	246
Yritysarvo (EV)	346	452	496
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	4,0	5,0	8,4
P/S	9,8	9,6	6,0
EV/Liikevaihto	13,8	17,6	12,1
EV/EBITDA	68,9	91,0	66,1
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Kelluvien rakenteiden edelläkävijä

Sunborn International suunnittelee, rakennuttaa, omistaa ja operoi kelluvia rakenteita. Nykyliiketoiminta painottuu kahteen jahtihotelliin: viiden tähden Sunborn Gibraltar Yacht Hotel & Resortiin sekä vanhempaan, Lontoossa sijaitsevaan neljän tähden Sunborn London Yacht Hoteliin. Jahtihotelleissaan yhtiö operoi yhteensä 327 hotellihuonetta, minkä lisäksi sen tarjoomaan kuuluu ravintola- ja kokoustilat. Sunborn Internationalin liiketoiminta nivoutuu toistaiseksi vahvasti jahtihotellien ympärille, mutta käsityksemme mukaan yhtiön on tarkoitus hyödyntää osaamistaan laajentamalla myös muihin kelluviin rakenteisiin, mikä mahdollistaisi laajemman palvelutarjooman.

Jahtihotellit ovat liiketoiminnan ytimessä

Jahtihotellit ovat suuria aluksia, jotka rakennetaan alusta pitäen hotellitoimintaa varten. Rakenteiden siirrettävyyden ansiosta jahtihotellia ei tarvitse rakennuttaa sen lopullisen sijainnin läheisyydessä, ja sitä voi tarpeen tullen siirtää. Tämän takia jahtihotellit tarjoavat erityisen kiinnostavan vaihtoehdon rantaviivallisissa sijainneissa, joissa maa-alue on arvokasta, rakennuskustannukset korkeat ja rakennuslupaprosessit pitkät. Liikuteltavasta luonteestaan huolimatta kynnys jahtihotellien siirtämiseksi on kuitenkin korkea ja vuokrasopimukset satamapaikoista tyypillisesti pitkiä. Vuokrasopimusten ehtojen puitteissa jahtihotellin voi näin ollen siirtää, mikäli niiden sijainti menettää houkuttelevuuttaan asiakkaiden silmissä. Jahtihotellien siirrettävyys mahdollistaa lisäksi hotellien korvaamisen uudemmalla tai eri kokoisella laivalla kyseisen markkinan kysynnän tyydyttämiseksi. Jahtihotellien siirtokustannusten

takia ne eivät kuitenkaan sovellu ratkaisuksi kaupungin väliaikaiselle yöpymiskapasiteettitarpeelle esimerkiksi olympialaisten kaltaisten tapahtumien yhteydessä.

Jahtihotellien vahvuudet rakennuttamisvaiheessa ovat ilmeiset

Sunborn Internationalin tulevat jahtihotellit on tarkoitus rakentaa yhteistyössä telakoiden kanssa. Konserni rakensi ennen itse jahtihotellinsa, mutta uusien jahtihotellien parantuneen rahoituksen saatavuuden myötä rakennuttamisen ulkoistaminen telakoille on muuttunut houkuttelevammaksi vaihtoehdoksi niin kustannusten kuin riskien näkökulmasta. Tausta laivojen rakentamisesta on kuitenkin kerryttänyt Sunborn Internationalille arvokasta tietotaitoa, joka yhtiön mukaan sujuvoittaa projektien suunnittelua, laskee niiden kustannuksia ja helpottaa yhteistyötä telakoiden kanssa. Jahtihotellit rakennetaan tiiviissä yhteistyössä telakoiden kanssa Sunbornin laatimia suunnitelmia noudattaen. Rakennusvaiheessa telakkakumppanit vastaavat rakentamiseen liittyvistä riskeistä, minkä seurauksena arvoketjuaseman supistaminen on nähdäksemme laskenut Sunborn Internationalin riskiprofiilia.

Rakennuttamisessa jahtihotellien vahvuudet perinteisiin hotelleihin nähden kiteytyvät niiden lyhyempien rakennusaikojen ja alhaisempien rakennuskustannusten ympärille. Jahtihotellien liikuteltavuus mahdollistaa sen, että jahtihotelli rakennetaan telakalla, joka sijaitsee maassa, jossa rakentamisen hintataso on matalampi kuin hotellin lopullisessa sijoituspaikassa. Hotellin liikuteltavuus vähentää myös sen rakentamisen aiheuttamaa häiriötä kaupungille, johon ne on tarkoitus sijoittaa.

Sunborn London -jahtihotelli



Sunborn Gibraltar- jahtihotelli



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Kolmas vahvuus jahtihotellien rakennuttamisessa liittyy niiden rahoitukseen. Useat valtiot tukevat paikallista laivanrakennustoimintaa erityisillä vientiluottojärjestelmillä. Kelluvina rakenteina jahtihotellit voivat perinteisistä hotelleista poiketen hyödyntää kyseisiä järjestelmiä, mikä laskee uuden jahtihotelli-investoinnin vieraan pääoman kustannusta. Samalla jahtihotellien liikuteltavuus mahdollistaa telakoiden kilpailuttamisen sekä rakennuskustannusten että tarjolla olevan vientirahoituksen näkökulmasta. Käsityksemme mukaan jahtihotellit ovat edelleen jossain määrin vieras omaisuuserä pankeille, minkä seurauksena pankkirahoituksen saatavuus ja ehdot ovat kuitenkin perinteisiä hotelleja heikommät.

Liikevaihto syntyy pääosin hotellitoiminnasta

Sunborn Internationalin liiketoimintamallin keskiössä on jahtihotellien omistaminen ja operoiminen. Liikevaihto syntyy käytännössä täysin omien jahtihotellien operoimisesta, sillä yhtiö ei ainakaan toistaiseksi vuokraa hotelleja konsernin ulkopuolelle eikä hallinnoi muiden omistamia rakennuksia. Vuonna 2024 Iso-Britannian jahtihotelliliiketoiminnan liikevaihto oli 12,5 MEUR, kun taas Gibraltarin jahtihotelli toi 12,6 MEUR). Liikevaihdosta noin 63 % syntyy hotellitoiminnasta, 30 % ruoka- ja juomamyynnistä ja noin 7 % muusta myynnistä. Käsityksemme mukaan muu myynti on pääosin tapahtumista, markkinointiyhteistyökumppanuuksista sekä sponsoroinneista syntyvää liikevaihtoa. Liikevaihto riippuu vahvasti hotellien asiakasvirrasta, joten liikevaihdon kehitystä ajatellen huoneiden määrä, niiden päivähinta ja käyttöaste ovat kriittisiä ajureita.

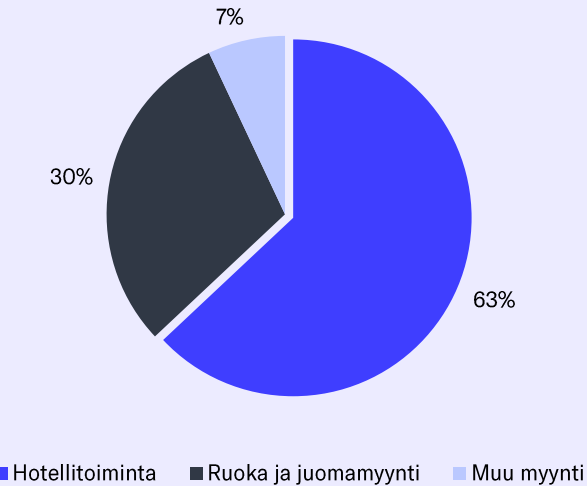
Hotellialalla tyypillisesti keskeisemmät tunnusluvut ovat ADR (keskimääräinen päivähinta tai hotelliliikevaihto per varattu huone), RevPAR (huonekohtainen päivähinta tai

hotelliliikevaihto per huoneiden määrä) sekä huoneiden käyttöaste, joka kuvastaa aikajakson huonekohtaista varausastetta. Tunnusluvut linkittyvät toisiinsa suoraan, sillä RevPAR on ADR:n ja käyttöasteen tulo. Huonekohtaiset tunnusluvut huomioivat ainoastaan hotellihuoneiden liikevaihdon eivätkä esimerkiksi ruoka- ja juomamyyntiä tai muuta liikevaihtoa.

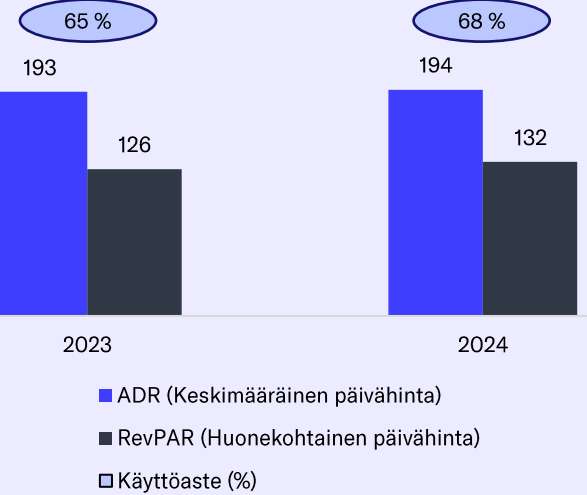
Vuonna 2024 konsernin kaikki kolme huonekohtaista tunnuslukua vahvistuivat edellisvuodesta, mikä ajoi liikevaihdon kasvua. Myönteinen kehitys painottui Sunborn Gibraltar -jahtihotelliin, jonka käyttöastetta saatiin nostettua. Hotelliliiketoiminnassa sopimuskaudet ovat huomattavasti esimerkiksi kiinteistösektoria lyhyemmät, mikä laskee omaisuuserien käyttöastetta, mutta nostaa käyttökustannusta (ADR). Käsityksemme mukaan hotellialalla 60-70 %:n käyttöaste on hyvä taso, kun taas 80-90 % on erinomainen. Tässä valossa Sunborn Internationalin viime vuosien 65-68 %:n käyttöasteet ovat hyvällä tasolla, mutta Lontoon jahtihotelli saavuttaa jopa erinomaisia lukuja. Teoriassa mahdollisimman korkea käyttöaste vaikuttaa hotellitoimijan kannalta houkuttelevalta, mutta todellisuudessa RevPARin kehitys on keskeisempi mittari kehitykselle, sillä se huomioi myös huonekohtaisen hinnan.

Sunborn International altistuu tietylle kausiluontoisuudelle. Tyypillisesti vuoden ensimmäinen neljännes on kysynnän osalta heikoin tammikuun ollessa koko vuoden hiljaisin kuukausi. Liikevaihto ja tulos jakautuvat tyypillisesti melko tasaisesti alku- ja loppuvuoden välillä, joskin loppuvuosi on tyypillisesti aavistuksen verran vahvempi. Kausiluonteisuuteen vaikuttaa myös turismin tukemat loppukesän korkeat huonekohtaiset käyttöasteet, joskin huonekohtaiset hinnat ovat tuolloin tavallista heikommät maltillisen liikematkustamisen takia.

Sunborn Internationali liikevaihdon jakauma



Huonekohtaiset tunnusluvut (€/vuorokausi)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Lontoon jahtihotelli on konsernin silmäterä

Lontoon jahtihotelli on Sunborn Internationalin paras omaisuus erä käytännössä kaikilla avainluvuilla mitattuna. Hotellilla on neljän tähden luokitus ja yhteensä 138 huonetta, joista viisi ovat sviittejä. Hotellissa on myös konferenssi- ja auditoriotilat 200 henkilölle, ravintola ja kaksi anniskeluravintolaa. Lontoon jahtihotelli sijaitsee Lontoon Royal Docks -alueella, lähellä Lontoon messukeskusta (ExCeL London). Lähistöllä sijaitsee myös The O2 Arena -monitoimihalli, Emirates Cable Car -ilmaköysirata ja Canary Wharf -liikekeskus.

Euroopassa hotellien käyttöasteet ovat olleet koronapandemian puhkeamisesta lähtien paineessa, mutta Lontoon jahtihotellin käyttöaste on elpynyt hieman yli 80 %:iin, lähes koronapandemiaa edeltävälle tasolle (2019 käyttöaste oli jopa 85 %). Vuotta 2019 matalammasta käyttöasteesta huolimatta Lontoon jahtihotellin huonekohtaiset hinnat ovat nousseet huomattavasti (ADR 153 punttaa 2024, vrt. 136 punttaa 2019, 2% vuosikasvu). Sunborn Internationalin mukaan Lontoon laivahotelli on suoriutunut paikallisia verrokkeja paremmin niin käyttöasteen kuin huonekohtaisen hinnan näkökulmasta. Hotelli on viime vuosina ylläpitänyt hotellialan kontekstissa korkeaa 34-39 %:n EBITDAR-marginaalia (käyttökate ennen vuokratuluj).

Royal Docks -alue on kehittynyt huomattavasti Lontoon jahtihotellin käyttöön oton aikana

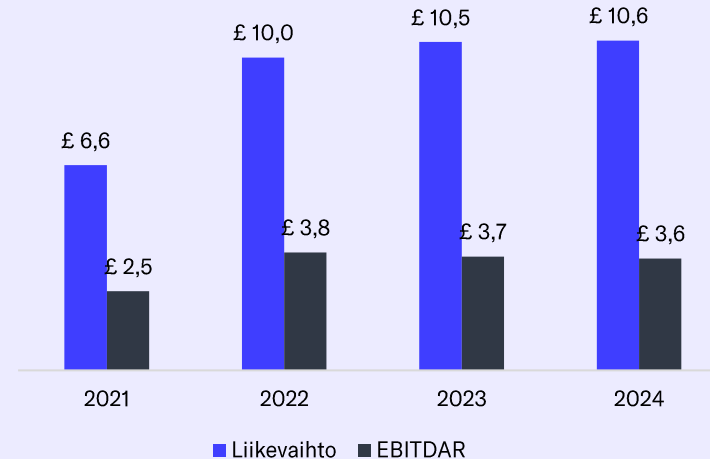
Lontoossa sijaitseva laivahotelli on rakennettu alun perin Saksassa vuonna 2003. Vuodesta 2003 vuoteen 2014 sitä operoitiin Naantalissa, kunnes hotellia uudistettiin merkittävästi ja siirrettiin Lontooseen. Alus korvasi tuolloin

siellä sijainneen Sunborn Yacht Hotel 1 –aluksen. ISS vastasi hotellin operoinnista vuoteen 2020 saakka, kunnes Sunborn UK otti koronapandemian aikana toiminnan vastuulleen.

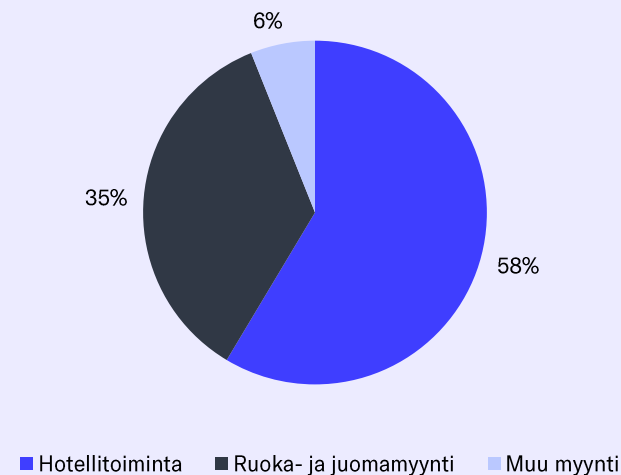
Lontoon Royal Docks -alue on kehittynyt huomattavasti siitä, kun nykyinen laivahotelli alun perin siirrettiin sinne. Tuolloin messukeskus oli hiljattain avattu ja jahtihotelli oli ensimmäinen hotelli sen yhteydessä. Sittemmin alueelle valmistuneet uudet kohteet sekä sataman ja keskustan yhdistänyt uusi metroasema ovat nostaneet alueen arvoa ja kysyntää majoituskohteena. Tämä on viime vuosina tukenut Lontoon jahtihotellin kysyntää, mutta kehityksen myötä vanha alus ei enää kykene täysmääräisesti vastaamaan sijainnin potentiaaliin. Vastatakseen kysyntään Sunborn International suunnittelee Lontoon jahtihotellin korvaamista uudella, suuremmalla ja korkeamman standardin omaavalla Evolution-sarjan jahtihotellilla.

Nykyinen alus on tarkoitus korvata uudella 225 huoneen jahtihotellilla. Samalla nykyiselle alukselle tehdään parannustöitä (kunnostusta, minkä lisäksi on tarkoitus tuoda neljä uutta sviittiä), ja se siirretään Sevillan satamaan lähelle Muelle de las Delicias –puistoa. Uudistamalla Lontoon alusta Sunborn Internationalin johto näkee edellytykset 75 %:n liikevaihdon kasvuun kyseisessä sijainnissa. Alueen suotuisan kysyntädynamiikan ansiosta Sunborn International näkee nykyisen neljän tähden palvelutarjoaman korvaamisen viiden tähden hotellilla perusteltuna. Kasvanut huonekapasiteetti, korkeampi palvelutaso ja modernimpi, laadukkaampi alus huomioiden näemme kyseisen liikevaihtoloikan realistisena, mutta se edellyttää huonekohtaisen päivähinnan kasvua ilman oleellista pudotusta huoneiden käyttöasteessa.

Lontoon laivahotellin kasvu ja kannattavuus (MGBP)



Lontoon jahtihotellin liikevaihdon jakauma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Gibraltarin jahtihotelli on konsernin suurin alus...

Vuonna 2013 rakennettu Gibraltarin 189 huoneen alus on toistaiseksi konsernin ainoa viiden tähden hotelli. Huoneista 22 on sviittejä, minkä lisäksi hotellissa on 400 hengen tapahtumatila, lukuisia ravintoloita, kolme anniskeluravintolaa, kuntokeskus ja kylpylä. Hotellissa on myös konferenssitilat 250 henkilölle, mikä tekee siitä Gibraltarin ainoan merkittävän kokoushotellin.

..., mutta se on alisuoriutunut potentiaaliinsa nähden

Gibraltarin hotelli tekee suuremmasta koostaan huolimatta saman suuruista liikevaihtoa kuin Lontoon alus. Hotellien välinen ero tehokkuudessa korostuu päivähinnan ja käyttöasteen huomioivassa huonekohtaisessa liikevaihdossa, joka on Lontoon jahtihotellilla noin 30 % korkeampi. Lontoon jahtihotellista poiketen Gibraltarin aluksen huoneiden käyttöasteet eivät ole elpyneet lähelle koronapandemiaa edeltäviä tasoja. Alusten liikevaihdon rakennetta vertailtaessa havaitaan, että Gibraltarin liikevaihto painottuu vahvasti hotelliliiketoimintaan, kun taas Lontoon jahtihotellissa ruoka- ja juomamyyntillä on suurempi rooli. Osittain tämä johtuu siitä, että Lontoon jahtihotelli houkuttelee ravintolavieraita myös hotellin ulkopuolelta. Toinen tekijä on nähdäksemme vieraille tarjottavat oheispalvelut, joiden potentiaalia Gibraltarin alus ei kykene täysimääräisesti ulosmittaamaan. Esimerkkinä oheispalveluiden supistumisesta on Gibraltarin jahtihotellin kasinolisenssi, jota ei enää koronapandemian jälkeen uusittu kutistuneen asiakasvirran takia.

Lontoon alukseen verrattuna heikompi suoritustaso näkyy myös liiketoimintojen suhteellisessa kannattavuudessa. 2021-2024 EBITDAR-marginaali (käyttökate ennen vuokrakuluja) oli Gibraltarin hotellin osalta 28 %, kun taas Lontoo ylsi 36 %:iin. Gibraltarin supistuneen kysynnän ja kiristyneen kilpailun takia nykyinen jahtihotelli on turhan

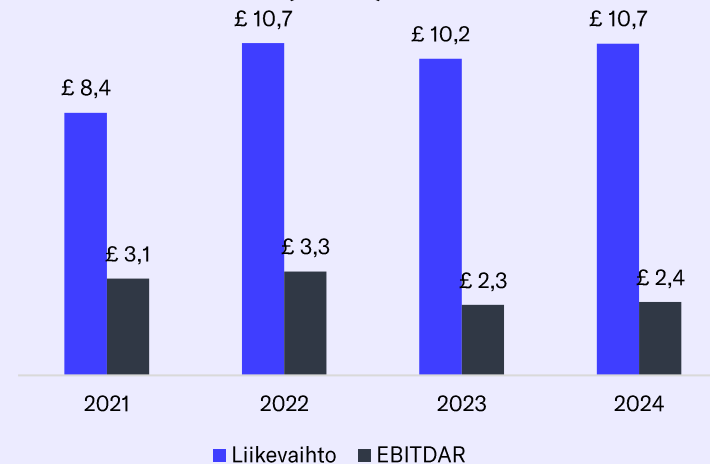
suuri kyseiseen sijaintiin. Sunborn Internationalin arvion mukaan hotelli voisi toisessa sijainnissa saavuttaa 2-5 MEUR:n parannuksen käyttökatteeseen.

Sunborn Gibraltarin nykyinen satamapaikan vuokrasopimus on voimassa elokuuhun 2028 saakka. Sopimuksen päättyessä olisi luonnollinen hetki siirtää nykyinen jahtihotelli sijaintiin, jossa se kykenee ulosmittaamaan täyden potentiaalinsa. Sunborn International pyrkii kuitenkin jatkamaan liiketoimintaansa nykyisessä sijainnissa, mutta uudella aluksella, joka on suunniteltu vastaamaan alueen kysyntädynamiikkaan.

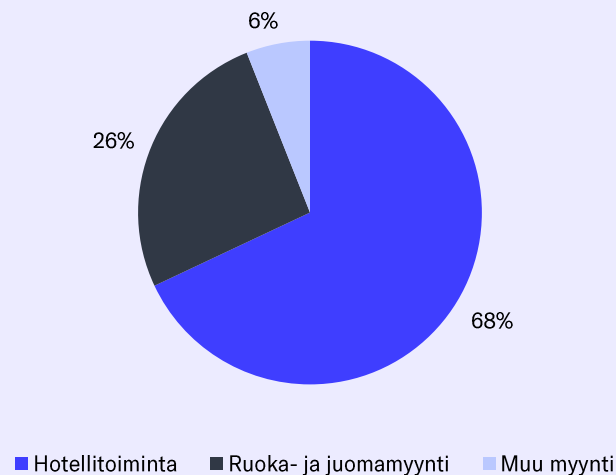
Gibraltarin aluksen ehdollinen kauppa vapauttaisi arvoa

Maaliskuussa 2025 Sunborn International [tiedotti](#) ehdollisesta kaupasta, jossa se myisi 58 % Gibraltarin jahtihotellin omistuksestaan ja perustaisi yhteisyrityksen singaporelaisen XNS Holdingsin kanssa. Sunborn International omistaisi yhteisyrityksestä 42 % Kyseinen transaktio hinnoittelee aluksen 133,6 MEUR:n (155 MUSD) osissa maksettavalla kokonaisarvolla, joka maksetaan osissa. Tämä ylittää sekä aluksen 91,7 MEUR:n tasearvon että kolmannen osapuolen arvioiman 136 MUSD:n käyvän arvon. Kyseisiin lukuihin, ja aluksen avainlukuihin nähden kaupan hinnoittelu vaikuttaa mielestämme Sunborn Internationalin näkökulmasta houkuttelevalta. Nähdäksemme Gibraltarin aluksen kaupan toteutuminen tiedotetuilla ehdoilla olisi konsernin näkökulmasta myönteinen asia, sillä se purkaisi potentiaaliinsa nähden alisuoriutuvan omaisuusarvon piiloarvoa ja vahvistaisi konsernin taseasemaa merkittävästi. Kaupan piti alun perin toteutua 4.7.2025 mennessä, mutta aikataulua lykättiin heinäkuun 2025 loppuun. Käsityksemme mukaan transaktio edistyy edelleen aikatauluviivästyksistä huolimatta.

Gibraltarin laivahotellin kasvu ja kannattavuus (MGBP)



Gibraltarin jahtihotellin liikevaihdon jakauma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Asiakaskunta on hajautunut

Hotelliliiketoiminnan luonteen myötä Sunborn Internationalin asiakaskunta on luonnollisesti hyvin hajautunut. Jahtihotellien asiakkaat ovat tyypillisesti vapaa-ajan tai konferensseja varten matkustavia. Yhtiön arvion mukaan noin puolet asiakkaista ovat vapaa-ajan matkustajia ja puolet yritysasiakkaita. Tapahtumaliiketoiminnan puolella asiakkaat ovat tyypillisesti yritysryhmiä tai yksityishenkilöitä, jotka osallistuvat omien asiakkaidensa tai Sunborn Internationalin järjestämiin tapahtumiin jahtihotellien yhteydessä.

Hotellien kysyntä on vahvasti sidoksissa lähialueiden elinvoimaisuuteen, ja Lontoon Docklands -alueen kasvanut suosio on tukenut Sunborn Londonin kehitystä, kun taas Gibraltarin markkina on kehittynyt päinvastaiseen suuntaan. Jahtihotellit pyritään sijoittamaan lähelle paikallisia turistinähtävyyksiä, mikä varmistaa alueen kävijävirran ja mahdollistaa jahtihotellien mainostamisen kohteiden kautta. Sunborn markkinoi jahtihotellejaan esimerkiksi paikallisen messukeskuksen tai tapahtumatalon kautta tavoittaakseen yhtiölle relevantin asiakaskunnan.

Suurin osa Sunborn Internationalin hotellipalveluista ostetaan suoraan yhtiön omien varauskanavien kautta (ts. matkanvälittäjien painoarvo on rajallinen), mikä tukee varauskohtaista katetta. Käsityksemme mukaan tämä johtuu osittain toistuvien asiakkaiden korkeasta painoarvosta (yli 10 % asiakasvirrasta), mutta myös jahtihotellien erikoisuudesta tuotteena. Sekä Lontoon että Gibraltarin jahtihotellit ovat saaneet tunnustusta eri kilpailuissa, ja niillä on yleisesti hyvät arviot tunnettujen matkatoimistojen sivuilla. Tämä puhuu hotellien hyvän palvelulaadun puolesta, joskin konsernin keskeisin vahvuus nivoutuu

silmissämme jahtihotellien mahdollistamien erottautumistekijöiden ympärille.

Vientirahoitus laskee uusien alusten pääomakustannusta

Sunborn on toistaiseksi rakentanut laivahotellinsa itse, mutta vientirahoituksen saatavuuden myötä yhtiön on tarkoitus ulkoistaa rakentaminen telakoille jatkossa. Vientirahoitus on vientiteollisuuden tukemiseksi suunniteltu rahoitusmekanismi, joka siirtää ostajan riskiä vientitakuulaitokselle. Suomessa Finnvera toimii vientitakuulaitoksena, mutta vastaavia löytyy käytännössä kaikista teollisuusmaista. Pankit toimivat usein vientirahoituksen myöntäjänä, kun taas vientitakuulaitokset ovat taustalla takaamassa myönnettyä lainaa. Globaalisti suurin osa aluksille myönnetystä vientirahoituksesta myönnetään kuitenkin Euroopassa. Telakoiden näkökulmasta vientirahoitus mahdollistaa alusten rakentamisen kansainvälisille asiakkaille tarjoamalla rahoitusta, aluksen valmistukseen liittyviä vakuutuksia tai takuita. Vientitakuulaitos voi laivan rakentamisen yhteydessä rahoittaa joko ostajaa tai laivan rakennuksesta vastaavaa telakkaa. Vientiluotot ovat alusten valmistuksen kannalta keskeisessä roolissa alusten merkittävän rahoitustarpeen ja valmistuksen yhteydessä sitoutuvan pääoman takia. OECD:n mukaan vientirahoitus voi tyypillisesti kattaa 80-85 % sopimuksen arvosta, ja lainojen takaisinmaksuaika on tyypillisesti 2-12 vuotta laivan toimituksesta, mutta enimmillään jopa 15-17 vuotta. Ostaja tarvitsee vientirahoituksen ohella myös muuta rahoitusta rakennuttamisen alkumaksua varten ja vientirahoituksen takaisinmaksamiseksi. Laivan rakennuttamisen ajaksi telakat tarjoavat tyypillisesti asiakkaalle (pankin tai vakuutusyhtiön myöntämän) suoritustakuun, joka varmistaa takaisinmaksun telakan toimitusongelmien varalta.

Jahtihotellien arvostelut matkanvälittäjien sivuilla¹

		
	8,7/10	8,5/10
	9,0/10	9,2/10
	4,3/5	4,5/5

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Sunborn Internationalin liiketoimintamallissa vientirahoitus toimii eräänlaisena markkinaepätehokkuuden lähteenä, minkä vuoksi uusien jahtialusten rahoituskustannus on vanhempia aluksia matalampi, ja rahoituksen saatavuus parempi. Käsitksemme mukaan erotus vientirahoituksen ja pankkirahoituksen lainamarginaaleissa voi olla jopa 2-4 % (Gibraltarin ja Lontoon jahtihotellien vaihtovelkakirjalainojen korot ovat 3 kk euribor +5-5,5 %). Täten pääoman kustannuksen optimoiminen edellyttää pyrkimystä pitää mahdollisimman suuri osuus hotelleista vientirahoituksen piirissä ja myydä vanhoja laivoja uusien ennakkomaksujen ja vientirahoituksen takaisinmaksun mahdollistamiseksi. Nähdäksemme Gibraltarin aluksen ehdollinen kauppa on ensimmäinen askel kyseisen rahoitukseen liittyvän vauhtipyörän käynnistämiseksi.

Jahtihotellit ovat säilyttäneet hyvin arvonsa

Historiallisesti Sunborn Internationalin jahtihotellit ovat säilyttäneet arvonsa erittäin hyvin laivoihin ja lentokoneisiin verrattuna. Konsernin ensimmäinen, vuonna 1998 rakennettu Sunborn 1 –alus, myytiin vuonna 2008 35 %:n preemiolla aluksen rakennuskustannuksiin nähden 10 vuoden käytön jälkeen. Myös Sunborn Gibraltarin ehdollinen kauppa puhuu toteutuessaan jahtihotellien houkuttelevien jälkimarkkinahintojen puolesta. Käsitksemme mukaan alusten rakennuttamisen vaatiman tietotaidon puute on syy, miksi muut matkailualan toimijat ovat kiinnostuneita käytettyjen jahtihotellien ostamisesta oman rakennuttamisen ja vientirahoitukseen liittyvän rahoitusedun hyödyntämisen sijaan.

Uusi Evolution-laivasarja kasvatavoitteiden keskiössä

Sunborn International on kehittänyt uuden Evolution-nimisen jahtihotellimallin, joka on teknisesti edeltäjiään

kehittyneempi. Sunborn Internationalin johdon arvion mukaan jahtihotellien tekniset ratkaisut mahdollistavat nykyisille aluksille vähintään 50 vuoden eliniän ja tuleville Evolution-sarjan aluksille jopa 100 vuoden eliniän. Uuden alustyyppin rakennusajaksi on arvioitu keskimäärin 22 kuukautta. Konsernin arvion mukaan uuden Evolution-laivasarjan rakennuskustannukset ovat vain 0,35-0,55 MUSD/huone, kun vastaavien luksushotellien rakennuskustannukset ovat Yhdysvalloissa Cushman & Wakefieldin arvion mukaan 1,63 MEUR/huone, mikä mahdollistaa potentiaalisesti merkittävän kustannusedun. Matalamman rakennuskustannuksen siivittämänä Sunborn International tavoittelee tulevilla aluksillaan 12 %:n tuottoa prime-sijainneilla, vastaavien Yhdysvalloissa sijaitsevien luksushotellien tuottojen ollessa 4-6 %. Jahtihotellien arvioitu matala kustannustaso voi nähdäksemme luoda Sunborn Internationalille kestävän kustannusedun, mutta toistaiseksi uuden laivamallin korkeat tuotot ja yhtiön kyky rakennuttaa jahtihotelleja tehokkaasti telakoilla on vielä todistamatta.

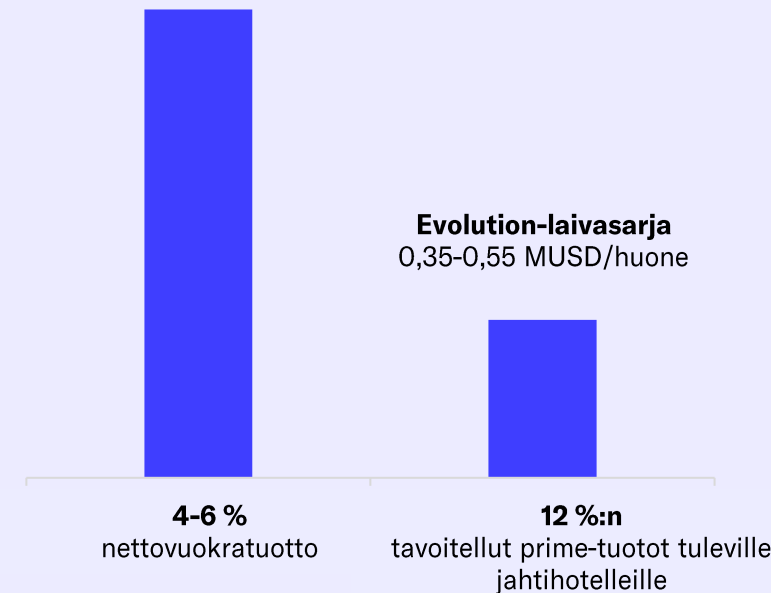
Energiatehokkuus toimii erottautumistekijänä, mutta teknologian lisensointimahdollisuudet ovat konsernin ulopuolella

Sunborn Internationalin osaaminen laivanrakennuttamisessa edesauttaa laivojen tehokasta rakennuttamista, mutta konsernin osaamisen hyödyt korostuvat yhtiön mukaan etenkin laivojen energiatehokkuusteknologioissa, joita telakat eivät kykene itsenäisesti sisällyttämään kelluviin rakennelmiin. Sunborn Internationalin johto arvioi, että uudet innovaatiot mahdollistaisivat jopa 85 %:n vähennyksen jahtihotellien energiakulutuksessa vanhempiin laivamalleihin verrattuna.

Uusien jahtihotellien ja vastaavien luksushotellien rakennuskustannus

Luksushotelli Yhdysvalloissa
1,63 MUSD/huone

Evolution-laivasarja
0,35-0,55 MUSD/huone



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Energiasäästön lähteitä ovat mm. hotelleihin asennettava vesilämpöpumppujärjestelmä, aurinkosähköjärjestelmä ja Sunborn Energy:n kehittämä vuorovesienergiageneraattori. Kyseisten lähteiden avulla pyritään tuottamaan suurin osa uusimman alusmallin käyttämästä energiasta. Vuorovesienergiajärjestelmä on innovatiivinen ratkaisu, jolla pyritään tuottamaan aluksessa energiaa vuorovedestä jatkuvasti. Huomautamme, ettei vuorovesienergiajärjestelmän immateriaalioikeudet omistava Sunborn Energy kuulu Sunborn International – konserniin, vaan Sunborn International hyödyntää innovaatiota yhtiöiden välisen sopimuksen nojalla. Täten innovaatioon liittyvät lisensointimahdollisuudet ovat konsernin ulkopuolella. Tulevien jahtihotellien matalat päästöt voivat kuitenkin nähdäksemme vedota markkinointimielessä asiakkaisiin, laskea jahtihotellien operointikustannuksia ja mahdollistaa vihreän rahoituksen saatavuuden.

Kehityspuutuksessa on erittäin paljon kohteita

Nykyisten Lontoon ja Gibraltarin sekä aiemmin mainitun tulevan Sevillan jahtihotellin ohella Sunborn Internationalilla on kelloviin rakenteisiin liittyviä hankkeita käynnissä Vancouverissa, Dublinissa, Islannissa, Lähi-idässä, Shanghaissa, Hongkongissa ja Oseaniassa. Yhtiöllä on suunnitelmissa rakennuttaa yli 3 500 hotellihuonetta uuden Evolution-laivasarjan mukaisesti seuraavan 5-10 vuoden aikana. Tulevan Lontoon Evolution -sarjan jahtihotellin 225 huoneen kapasiteetilla tavoite edellyttäisi yhteensä 16 jahtihotellin rakennuttamista tai 1-2 uutta jahtihotellia vuodessa seuraavan 10 vuoden ajan. Sunborn Internationalin arvioimalla 350-550 TUSD:n huonekohtaisella kustannuksella 3 500 uuden hotellihuoneen kapasiteetin rakennuttaminen maksaisi 1,2-1,9 miljardia dollaria. Suunnitelman erittäin suuren

pääomatarpeen takia siihen ei mielestämme voi nykyisellä taseella tukeutua yhtiön kehitystä ennustaessa. Yli 3 500 hotellihuoneen rakennuttamisen lisäksi yhtiöllä on suunnitteilla myös uudentyyppiset kelluvat rakenteet, jotka soveltuvat jahtihotelleita laajemmin erityyppisiin kohteisiin. Vancouverin laivahankkeen yhteyteen yhtiö on viestinyt suunnitelmista ensimmäiseen kelluvaan ja siirrettävään kylpylään ja ravintolaan liittyen. Käsityksemme mukaan kelluvia rakenteita on tulevaisuudessa tarkoitus tuoda myös muiden laivahotellien yhteyteen. Arviomme mukaan kelluvat rakenteet voivat tulevaisuudessa kattaa myös asuinrakentamista ja tapahtumatiloja.

Tarkoitus siirtyä pidempiin vuokrasopimuksiin

Sunborn International on historiallisesti toiminut 5-15 vuoden vuokrasopimuksilla. Jatkossa on kuitenkin tarkoitus varmistaa vähintään 30 vuoden mittaisia sopimuksia. Syyskuussa 2024 yhtiö allekirjoitti 30 vuoden vuokrasopimuksen Lontoon jahtihotellin laivapaikasta. Tämän ohella konserni on neuvotellut 30 vuoden laivapaikan vuokraoikeudesta jatko-optiolla Sevillassa, jonka odotetaan varmistuvan lähiaikoina. Nykyinen Lontoon jahtihotelli on tarkoitus siirtää sinne. Pitkät vuokrasopimukset lisäävät liiketoiminnan ennustettavuutta ja mahdollistavat siihen liittyvän pitkäjänteisen suunnittelun. Sunborn International pyrkii neuvottelemaan laivapaikkojen vuokrasopimuksiin lausekkeet, jotka mahdollistavat sopimuksista irtautumisen korvausta vastaan, mikäli sijainti ei menesty toivotusti. Vuokrasopimuksen aikana kohteen hotellia voi myös vaihtaa yhteistyössä sataman kanssa alueen muuttuneen tarpeen mukaisesti. Esimerkkinä tästä on Lontoon Royal Docks –alue, jossa Sunbornilla oli aluksi 104 huoneen jahtihotelli ja nyt 138 huoneen jahtihotelli, joka on tarkoitus korvata 225 huoneen luksusluokan jahtihotellilla.

Laivapaikkojen hankkiminen on kallista ja niiden vaatimat lupaprosessit vievät paljon aikaa. Tämä puoltaa mielestämme pidempien vuokrasopimusten solmimista, ja Sunborn Internationalin vuosien saatossa keräämä osaaminen voi osaltaan tehostaa prosessia. Käsityksemme mukaan laivapaikkojen vuokrat hinnat ovat lähtökohtaisesti vastaavia maalla sijaitsevia tonttivuokria edullisemmat, mikä luo edun kulurakenteessa vastaaviin vuokratonteilla toimiviin hotelleihin nähden. Gibraltarin jahtihotellin nykyinen vuokrasopimus on 15 vuoden mittainen ja voimassa elokuuhun 2028 saakka. Laivapaikan hinta oli aluksi 0,48 MGBP, josta se on noussut vuosittaisten inflaatiokorotusten myötä. Lontoon laivapaikalla on perusvuokra, jonka lisäksi yhtiöltä peritään liikevaihtoon sidottu 2,3 %:n osuus, mikäli tämä ylittää perusvuokran. Tämän lisäksi Lontoon jahtihotelli hyödyntää Lontoon messukeskuksen infrastruktuuria, josta se maksaa 2,8 %:n osuuden liikevaihdostaan. Käsityksemme mukaan hotellialalla yleinen liikevaihtoon sidottu tonttivuokra on noin 5-10 %. Liikevaihtoon sidotut vuokrat rajaavat liiketoimintamallin operatiivista vipua ja lisäävät iskunkestävyyttä taantumien ja pandemioiden kaltaisessa heikon kysynnän ympäristössä, joskin hyvin suoriutuvalle hotellille kiinteä vuokra on käsityksemme mukaan pidemmän päälle edullisempi vaihtoehto.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Perheyhtiötausta näkyy Sunborn Internationalin omistusrakenteessa

Jahtihotelleihin keskittyvä Sunborn International on syntynyt Niemen perheen perustaman matkailu-, tapahtuma-, terveydenhuolto-, media- ja kiinteistönkehitysalalla toimivan Sunborn Oy:n sisällä. Sunborn Oy:n osaamista onkin hyödynnetty Sunborn Internationalin liiketoiminnassa monipuolisesti mm. laivanrakennuksessa, hotelli- ja tapahtumaliiketoiminnassa sekä energiatehokkuuteen liittyvissä ratkaisuissa. Operatiivisten vahvuusalueiden ohella perheyhtiötausta näkyy selvästi myös Sunborn Internationalin omistusrakenteessa. Sunborn Oy oli vielä 2024 lopussa Sunborn Internationalin ainoa osakkeenomistaja, mutta sittemmin omistuspohja on laajentunut Rush Factoryn kanssa toteutetun osakevaihdon sekä 11 MEUR:n osakeannin myötä, josta suurimpiin osakkeenomistajiin kuuluvat PM Ruukki, Jerovit Investment ja Haapalandia Invest merkitsivät yhteensä 9 MEUR.

Sunborn Oy ja Saga Palvelut Oy ovat Niemen perheen omistamia yhtiöitä, joista Hans Niemi omistaa 47 %. Sunborn Oy:n ja Saga Palvelut Oy:n merkittävän osakeomistuksen myötä Niemen perheellä on yhteensä lähes 63 %:n omistusosuus Sunborn Internationalista ja täten päätäntävalta yhtiössä. Nähdäksemme Niemen perheen merkittävä omistus kannustaa pitkäjänteiseen arvonluontiin ja sitouttaa toimitusjohtajaa vahvasti yhtiöön. Hans Niemen toimiessa Sunborn Internationalin toimitusjohtajana ja hallituksen puheenjohtajana vaikutusvalta yhtiössä on kuitenkin poikkeuksellisen keskittynyt. Sijoittajan kannalta keskittynyt päätäntävalta voi olla kaksiteräinen miekka. Lähtökohtaisesti se mahdollistaa

liiketoiminnan erittäin pitkäjänteisen johtamisen ja suunnittelun, mutta se rajaa hyvässä ja pahassa ulkopuolista vaikutusvaltaa yhtiöön liittyvään päätöksentekoon.

Jahtihotellien laivapaikkojen neuvottelu vaatii pitkäjänteistä työtä, paikallisen markkinan tuntemista ja suhteiden syventämistä paikallisiin päätöksentekijöihin. Tämän seurauksena näemme, että Sunborn-perheyhtiöissä pitkään toiminut toimitusjohtajana ja hallituksen puheenjohtajana toimiva Hans Niemi on yhtiön kehityksen kannalta avainhenkilö.

Muun johdon omistusosuus on toistaiseksi vielä vaatimaton

Toimitusjohtaja Niemen ohella Sunborn Internationalin muulla johtoryhmällä ei ole omistusta yhtiössä. Tämä ei nähdäksemme ole yllättävää, ottaen huomioon yhtiön historiallisen omistusrakenteen ja lyhyen pörssitaipaleen. Suhtautuisimme myönteisesti, mikäli muu johtoryhmä kasvattaisi omistustaan yhtiössä. Johtoryhmän kannustamiseksi pidämme kohtuullisia osakepalkkiojärjestelmiä Sunborn Internationalin kannalta perusteltuna. Toistaiseksi yhtiöllä ei ole osakepohjaista kannustinjärjestelmää käytössä, mutta käsityksemme mukaan sellaista suunnitellaan.

Hans Niemen ohella yksi Sunborn Internationalin neljästä hallituksen jäsenestä omistaa osakkeita yhtiössä. Hallituksen jäsen, Jussi Majamaa omistaa noin 0,2 %:n osuuden yhtiöstä.

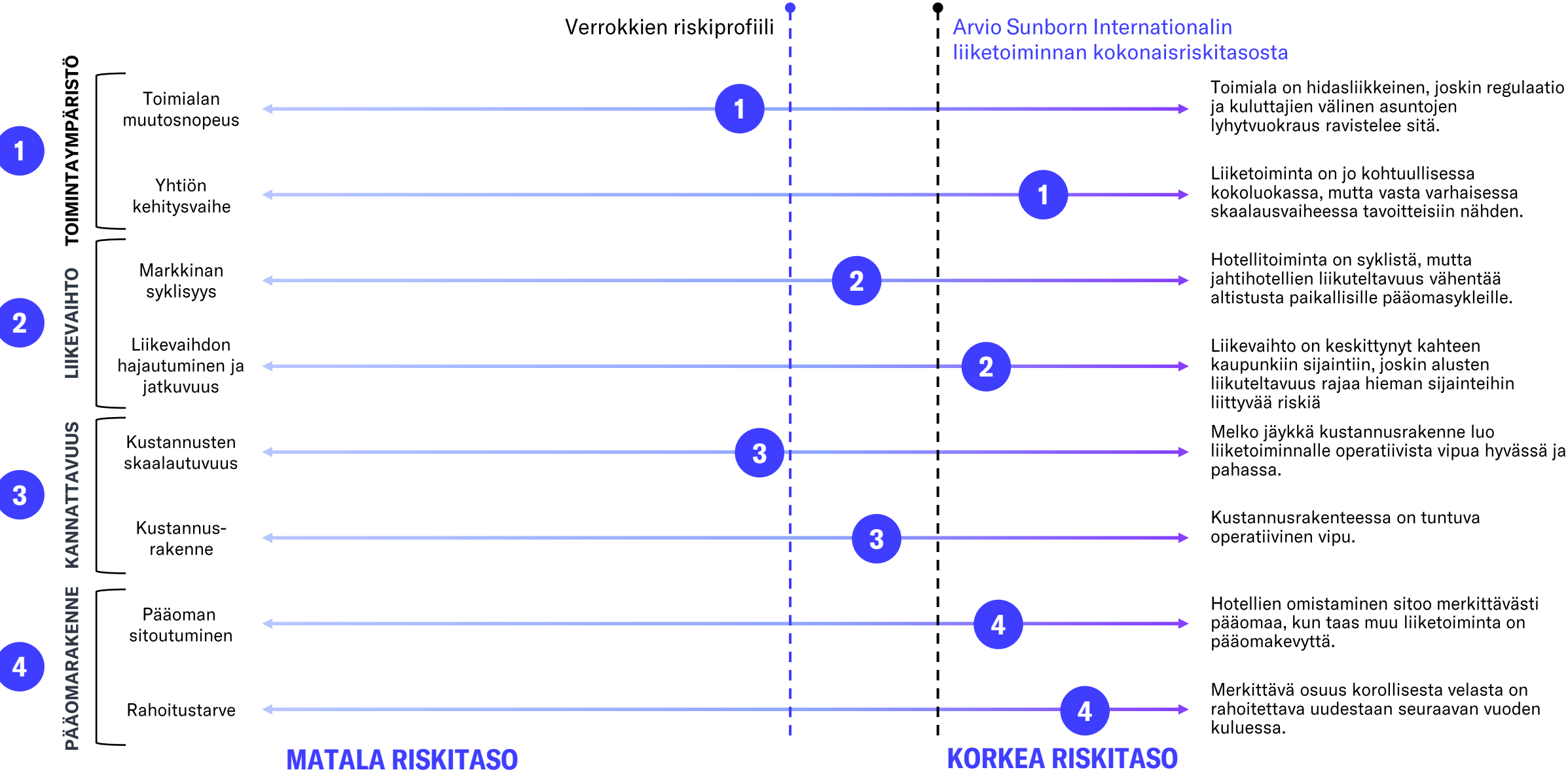
Johdon ja hallituksen osakeomistukset	Osakkeiden lukumäärä	Omistusosuus
Jakob Eliasson (Hallituksen jäsen)	0	0,0 %
Jussi Majamaa (Hallituksen jäsen)	1 310 931	0,2 %
Hans Niemi (Toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja) ¹	0	0 % (63 %)
Karen Thomson (Hallituksen tarkkailijajäsen ja Iso-Britannian maajohtaja)	0	0,0 %
Xavier Valero (Hallituksen jäsen, varatoimitusjohtaja ja lakiasiainjohtaja)	0	0,0 %
Jenni Saario (Talousjohtaja)	0	0,0 %
Marc Skvorc (Operatiivinen johtaja)	0	0,0 %
Yhteensä	1 310 931	0,2 %

Suurimmat osakkeenomistajat 31.7.2025	Osakkeiden lukumäärä	Omistusosuus
Sunborn Oy	271 555 009	47,8 %
Saga Palvelut Oy	85 759 958	15,1 %
PM Ruukki Oy	56 744 839	10,0 %
Jerovit Investment Oy ²	31 259 515	5,5 %
Oy Haapalandia Invest Ltd	29 259 068	5,1 %
Peter Jaari	10 292 060	1,8 %
Hannu Lehto	7 551 684	1,3 %
Keskenäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	5 579 184	1,0 %
Kankaala Invest Oy	4 393 339	0,8 %
Big Bets Finland Holding Oy	4 358 924	0,8 %
10 suurinta yhteensä	506 753 580	89,1 %
Osakkeet yhteensä	568 596 697	100,0 %

1) Niemi omistaa 47 % Sunborn Oy:stä ja Saga Palvelut Oy:stä, jotka omistavat yhteensä 63 % osakkeista

12

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

FAS-kirjanpito ja osakevaihto hankaloittavat kulurakenteen tulkitsemista

Nähdäksemme Sunborn Internationalin Rush Factoryn osakevaihdon huomioivat 2023-2024 pro forma -tuloslaskelmat antavat tarkimman kuvan yhtiön tilanteesta tulevaa kehitystä ajatellen. Materiaalit ja palvelut ovat noin 18 % Sunborn Internationalin liikevaihdosta. Kuluerä on muuttuva ja syntyy jahtihotellien operoimisesta pääosin ruokaan, juomaan ja ulkopuolisiin palveluihin liittyen. Näemme kuluerässä rajallisesti skaalautumisvaraa, ja suhteessa liikevaihtoon se voi kasvaa, mikäli Gibraltarin jahtihotellin oheismyynnin taso nousisi. Konsernin henkilöstökulut syntyvät pääosin jahtihotellien operoimisen aiheuttamasta henkilöstötarpeesta.. Henkilöstökulut ovat olleet 35-36 % liikevaihdosta, mikä on käsityksemme mukaan alalla yleinen taso. Arviomme mukaan kuluerä on pääosin puolikiinteä, joten käyttöasteiden paraneminen lisäisi myös henkilöstötarvetta. Liiketoiminnan muut kulut ovat viime vuosina olleet 27-28 % liikevaihdosta. Hotellitoimijalle taso on korkea, mutta tämä johtuu FAS-kirjanpidosta, jonka alla laivapaikkojen vuokratulot kirjataan osaksi liiketoiminnan muita kuluja poistojen ja rahoituskustannusten sijaan (kuten IFRS:n alla). Jahtihotellien operatiivinen vipu poikkeaa toisistaan vuokratulujen osalta, sillä Lontoon liikevaihtoon sidotut vuokratulot kehittyvät myynnin mukaan, kun taas Gibraltarin kiinteä vuokrasopimus korostaa liikevaihtokehityksen aiheuttamaa heiluntaa tulokseeseen.

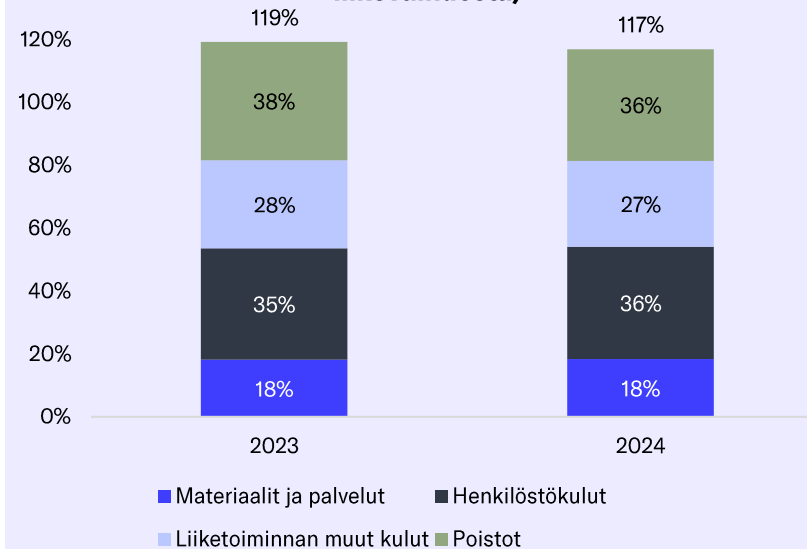
Sunborn Internationalin poistot ovat pro forma -luvuissa erittäin korkealla tasolla liikearvon poistoista johtuen. Poistotaso on viime vuosina ollut 8,9-9,0 MEUR (36-38 %) liikevaihdosta, josta liikearvon poistojen osuus on 6,5 MEUR. Liikearvon poistoilla ei ole kassavirtavaikutusta, minkä seurauksena tämä antaa todellisuutta heikomman

kuvan operatiivisesta kannattavuudesta. Konsernin muut poistot liittyvät lähes täysin taseen jahtihotelleihin, joita poistetaan 25 vuoden poistoaikataululla. Laivahotellien arvioitu elinkaari on taloudellista käyttöikää pidempi, jopa yli 70 vuotta, minkä seurauksena laivoihin liittyvä investointitarve on poistoja maltillisempi. 10-15 vuoden välein laivoihin tehdään kuitenkin suurempi kunnostusinvestointi. Poistojen ja investointien merkittävän eron vuoksi kannattavuuskehitystä on hyvä tarkastella myös käyttökate- ja kassavirtapohjaisesti.

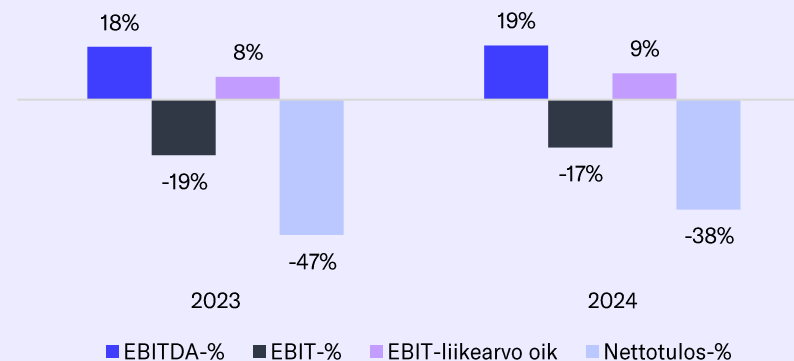
Operatiivinen kannattavuus on terveellä tasolla, mutta rahoituskustannukset vesittävät tuloksen

Sunborn Internationalin viime vuosien käyttökatemarginaali on ollut 18-19 %. Lontoon jahtihotelli on viime vuosina tehnyt noin 34-39 %:n käyttökate ennen vuokratulua, kun taas Gibraltarin marginaali on heilunut 22-37 %:issa. Konserni ei emoyhtiön yleiskulujen takia luonnollisesti yllä vastaavalle tasolle, mutta tytäryhtiöiden marginaalitasot antavat nähdäksemme kiintopisteen, jota kohti konsernin marginaalitasoon voi odottaa hakeutuvan mittakaavan kasvaessa. Konsernin käyttökate on viime vuosina ollut 18-19 % liikevaihdosta. Merkittävät poistot painavat liike tuloksen tappiolliseksi, mutta liikearvosta oikaistuna Sunborn Internationalin liike tulostusmarginaali on kohtuullinen 8-9 % ja ilman osakevaihdon vaikutusta 13 %. Taseen hitaan kierron takia liikearvosta oikaistu sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt viime vuosina 2 %:iin. Kannattavuuden kannalta keskeisin haaste on viime vuosina kuitenkin nivoutunut rahoituskustannuksiin, jotka ovat olleet 34-35 % liikevaihdosta ja painaneet nettotuloksen selvästi tappiolliseksi. Listautumisen myötä konsernin rahoitusta on käsityksemme mukaan tarkoitus järjestää jatkossa emoyhtiötasolla ja yhtiö pyrkii hyödyntämään vihreää rahoitusta.

Sunborn Internationalin pro forma kulurakenne (% liikevaihdosta)



Sunborn Internationalin pro forma suhteellinen kannattavuus



Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Jahtihotellit dominoivat tasetta

Merkittävin erä Sunborn Internationalin Rush Factoryn osakevaihdon huomioivassa pro forma -taseessa 2024 lopussa oli 106 MEUR:n aineelliset hyödykkeet. Ne, koostuvat lähes täysin Lontoon (6,7 MEUR) ja Gibraltarin (91,7 MEUR) jahtihotelleista. Kyseiset arvot vähättelevät kuitenkin omaisuuserien todellista arvoa. Lontoon jahtihotellin arvo oli kolmannen osapuolen maaliskuussa tekemän valuaatioarvion mukaan noin 50 MEUR, kun taas Gibraltarin jahtihotellin arvo oli noin 136 MEUR. Jahtihotellien ylläpitoinvestointeja korkeampien poistojen takia niiden pääoman tuotot vaikuttavat omaisuuserän elinkaaren alkupäässä todellista heikommalta ja elinkaaren loppupäässä todellista korkeammalta (esim. Lontoon jahtihotelli saavuttaa matalan tasearvonsa takia erittäin korkeita pääoman tuottoja). Vastaavasti jahtihotellien ylläpitoinvestoinneille tarve kasvaa niiden iän myötä.

Rush Factoryn kanssa toteutettu osakevaihto aiheutti merkittävän määrän liikearvoa, joka asettui 2024 lopun pro forma –taseessa 52,2 MEUR:oon. FAS-kirjanpidon mukaan konserni poistaa liikearvoa 10 vuoden ajan, mikä nakertaa lähivuosina omaa pääomaa. Hotelliliiketoiminta ei juurikaan sido käyttöpääomaa. Vaihto-omaisuutta ja saamisia Sunborn Internationalilla on hyvin rajallisesti liiketoiminnan kokoon nähden. Kohtuullinen määrä korottomia velkoja painaa liiketoiminnan nettokäyttöpääoman negatiiviseksi. Pääomatarpeen näkökulmasta aineelliset investoinnit jahtihotelleihin ovatkin liiketoimintamallin kannalta keskeisin pullonkaula kasvulle.

Tuntuva määrä velkaa on pian rahoitettava uudelleen

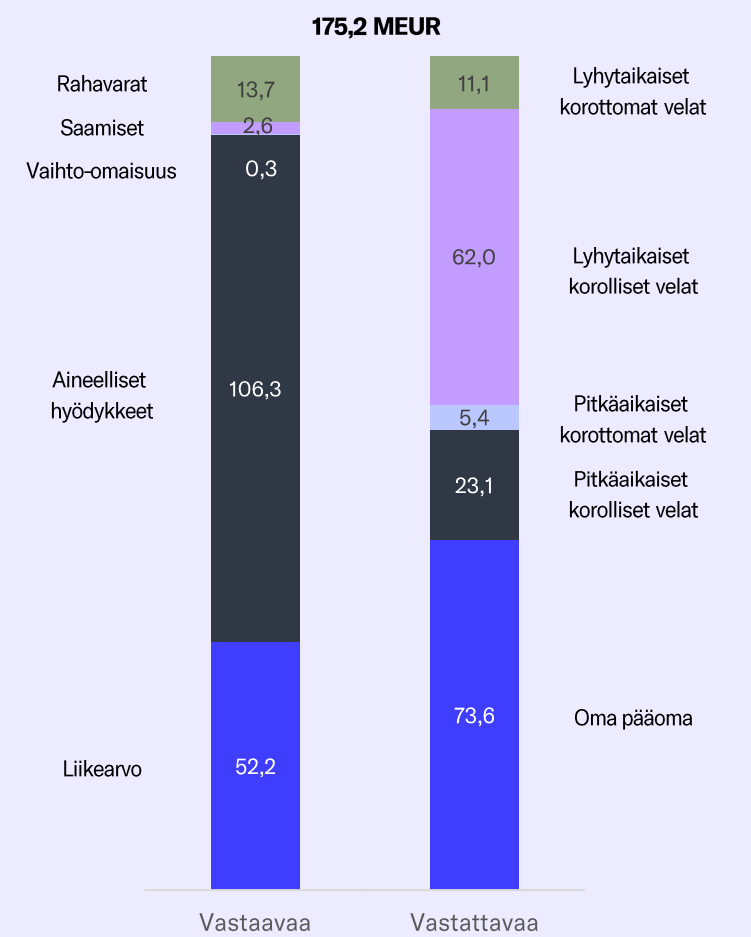
Sunborn International hyödyntää tuntuva velkavipua, mikä on hotellialalle ominaista. Nettovelka oli 2024 lopussa noin 71,4 MEUR, mikä oli noin 15x konsernin pro forma

käyttökatteen (13x ilman Rush Factoryn vaikutusta), mikä on erittäin korkea taso. Kiinteistöomaisuuden käypään arvoon nähden (LTV) lainamäärä oli kuitenkin huomattavasti maltillisempi 0,54x. FAS-kirjanpidossa yhtiö ei kirjaa laivapaikkoihin liittyviä vuokravelkoja taseeseensa, mikä nostaisi nettovelkaa.

Sunborn Internationalin nettovelkaan kuuluu kaksi joukkovelkakirjalainaa: Sunborn Gibraltarin 15.9.2025 erääntyvä 58 MEUR:n laina ja Sunborn Londonin 5.2.2026 erääntyvä 25,5 MEUR:n laina. Taseaseman kannalta näemme lähiaikoina erääntyvät joukkovelkakirjalainat riskiprofiilia selvästi nostavina tekijöinä, sillä yhtiö tarvitsee uutta rahoitusta selvitäkseen niistä ja velkakirjojen korkomaksut ovat historiassa aiheuttaneet tytäryhtiöille haasteita. Sunborn Gibraltarin joukkovelkakirjalainan marginaali on kolmen kuukauden euribor korko +5 %.n marginaali, kun taas Lontoon jahtihotellin korko on kolmen kuukauden euribor korko +5,5 %. Toistaiseksi vivutettu tase toimii rajoitteena investointikyvyille, mutta Gibraltarin aluksen ehdollisen kaupan toteutuminen mahdollistaisi alukseen liittyvän joukkovelkakirjalainan lunastamisen ja antaisi uutta pääomaa kasvuinvestointeja varten.

Sunborn Internationalin pro forma taseen oma pääoma asettui 2024 lopussa 73,6 MEUR:oon. Omaa pääomaa analysoidessa on huomioitava Lontoon ja Gibraltarin jahtihotellit, joiden tasearvot alittavat niiden todellisen markkina-arvon, mikä painaa omaa pääomaa. Samalla taseessa on merkittävä määrä liikearvoa, jonka poistot heikentävät tulevaisuudessa omaa pääomaa. Jahtihotellien markkina-arvoilla ja liikearvosta oikaistuna Sunborn Internationalin oma pääoma asettuu 109 MEUR:oon, mikä antaa nähdäksemme todenmukaisemman kuvan yhtiön vakaavaraisuudesta.

Sunborn Internationalin pro forma -taserakenne 2024 lopussa



Toimiala ja kilpailu 1/2

Kilpailu hotellialalla on hyvin paikallista

Hotellialan kysyntää ajaa matkustaminen ja kuluttajien ostovoiman kehitys. Koronapandemian aikana hotelliala koki merkittävän kriisin matkustamisen romahdettua, mutta sittemmin Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinat ovat pääosin elpyneet koronaa edeltävien tasojen yläpuolelle.

Sunborn Internationalin keskeisimmät kilpailijat ovat muut hotellit ja vaihtoehtoiset yöpymismuodot. Hotellialalla kilpailu on hyvin paikallista, minkä seurauksena jahtihotellien sijainnit määrittävät käytännössä niiden kilpailukentän. Kilpailukenttä koostuu Hiltonin, Marriottin ja InterContinentalin kaltaisista suurista, laajan palveluvalikoiman omaavista hotelleista. Lisäksi yhtiö kilpailee pienten ja keskisuurten paikallisten hotellien sekä palveluvalikoimaltaan erikoistuneiden hotellien kanssa. Myös asuntojen lyhytvuokraaminen on enenevästi yleistynyt vaihtoehtona hotelliyöpymiselle, mikä on kasvattanut kaupunkien majoituskapasiteettia ja kiristänyt kilpailua. Yhtiön mukaan kiinteistöalalla ei kuitenkaan ole vastaavia kelluvia hotelleja rakentavia, omistavia ja operoivia kilpailijoita.

Hotellialan suuret investoinnit ja hotellihuoneiden pitkä elinkaari tekevät alasta alttiin paikallisille investointisykleille, ja paikallinen ylikapasiteetti voi painaa alueellista kannattavuutta useita vuosia. Käsityksemme mukaan¹ tyypillinen suhdannesykli on reilun 7 vuoden mittainen, joka on historiallisesti koostunut keskimäärin 5,7 vuoden kapasiteetin laajennusjaksosta ja 1,7 vuoden supistumisjaksosta. Sunborn Internationalin hotellien liikuteltavuus rajaa kuitenkin hieman yhtiön altistusta alueellisen ylikapasiteetin riskeille, mutta yhtiö ei

luonnollisesti ole niille immuuni.

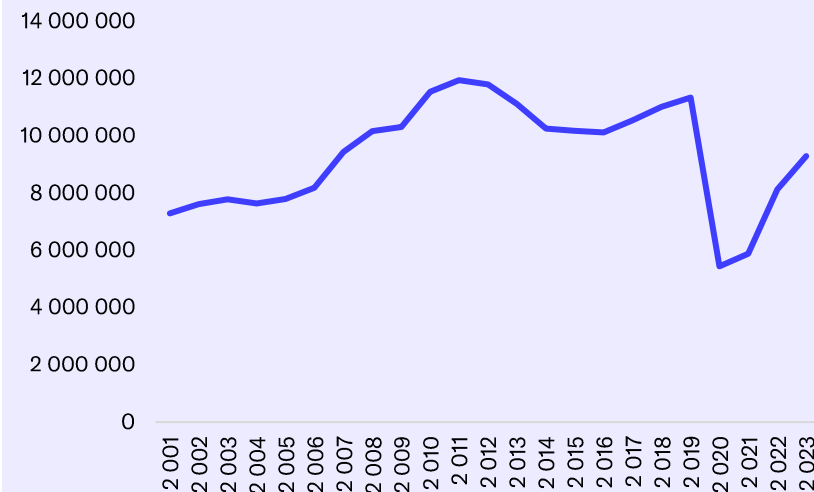
Gibraltarin markkina on elpynyt muuta Eurooppaa heikommin

Koronapandemia oli erittäin raskas isku koko hotellialalle, mutta Gibraltarilla elpyminen on ollut erityisen verkkaisaa. Osittain tämä johtuu alueen hitaasti elpyneestä kävijämäärästä, mikä selittyy vähentyneen turismin ohella myös paikallisen elinkeinoelämän heikkenemisellä. Brexitin myötä useat monikansalliset yritykset ovat siirtäneet liiketoimintojaan pois alueelta ja rajan ylitys on vaikeutunut, mikä on vaikuttanut negatiivisesti etenkin liikematkailuun. Vierailijamäärän ohella Gibraltarin matkailussa on syytä seurata alueelle saapuvia lentoja, sillä niiden korrelaatio myytyjen hotellioiden kanssa on yhteenlaskettua matkustajamäärää korkeampi (moni maateitse saapuva viipyy alueella vain päivän).

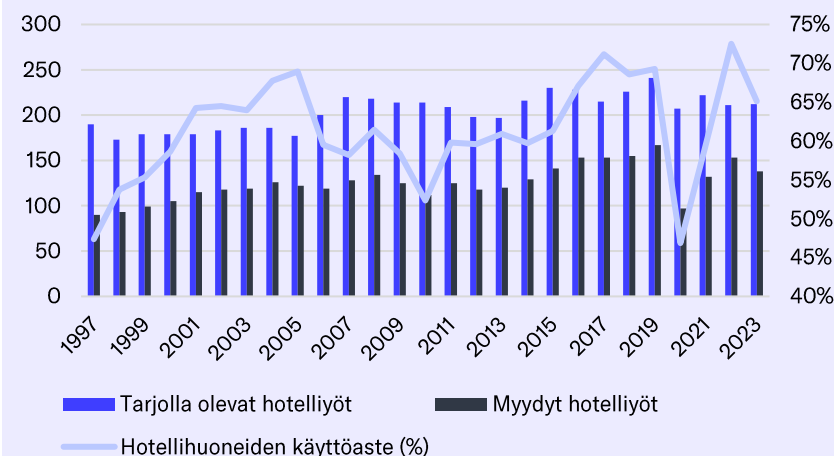
Viisi keskeistä hotellitoimijaa Gibraltarilla

Käsityksemme mukaan Gibraltarin hotellimarkkinan nykyinen kapasiteetti on yhteensä 593 huonetta, josta 189 kuuluu Sunborn Internationalille. Sunborn Gibraltar on alueen ainut viiden tähden hotelli, mikä auttaa sitä erottautumaan paikallisesta kilpailusta. Yhtiön ohella alueella on neljä muuta hotellia: The Elliott Hotel, Rock Hotel Gibraltar, Holiday Inn Express Gibraltar ja Bristol Hotel. Toimialan käyttöasteiden näkökulmasta Gibraltar on 2000-luvulla ollut melko keskinkertainen markkina. 1997-2023 alueen hotellihuoneiden keskimääräinen käyttöaste oli 61 %. Vuonna 2020 alueen hotellien käyttöaste romahti 47 %:iin, josta se on kuitenkin parissa vuodessa elpynyt koronaa edeltäville tasoille.

Gibraltarin vuotuinen kävijämäärä



Gibraltarin tarjolla olevat hotelliyöpymiset (tuhatta)



Toimiala ja kilpailu 2/2

Viime vuosina Gibraltarin hotellimarkkinoilla käyttöastetta suurempi haaste on ollut huonekohtaiset hinnat ja asiakkaiden oheiskulutus, joiden elpyminen on jäänyt vaisummaksi. Gibraltarilla yleistynyt asuntojen lyhytaikaisvuokraus on lisännyt yöpymispaikkojen tarjontaa, mikä on asettanut painetta myös hotellien huonekohtaiseen hinnoitteluun. Arviomme mukaan lyhytaikaisvuokrauksen yleistymisen kiristämä kilpailu on kuitenkin korostunut etenkin matalamman luokituksen omaavien hotellien keskuudessa

Lontoon Docklands-alue profiloituu vahvasti messukeskuksen ympärille

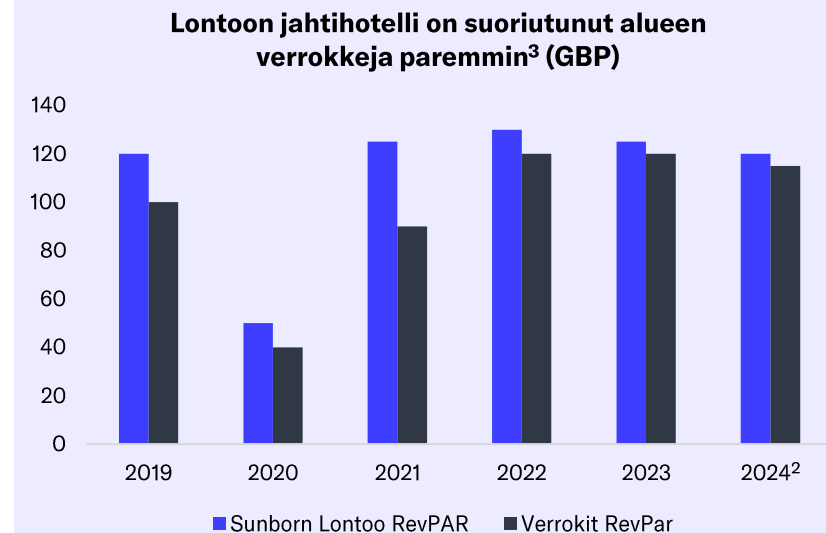
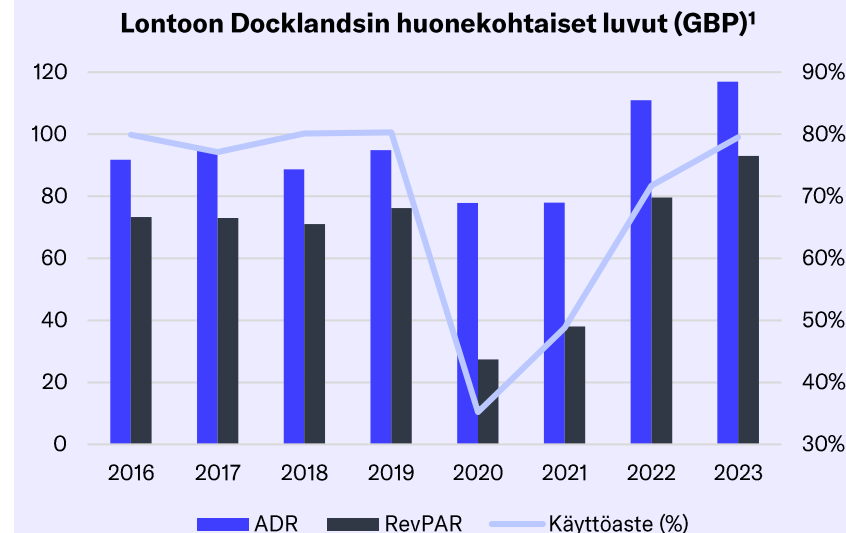
Lontoon Docklands profiloituu alueena vahvasti Lontoon messukeskuksen ympärille. Messukeskus järjestää noin 400 tapahtumaa vuodessa ja houkuttelee nykyisin yli 4 miljoonaa kävijää vuosittain (yli 10 % enemmän kuin 2019). Vuonna 2023 joka neljäs Lontoon kansainvälisistä liikematkailijoista osallistui messukeskuksen tapahtumaan. Vastatakseen kasvavaan kysyntään messukeskus laajensi tilojaan 25 000 neliömetrillä 125 000 neliömetriin syksyllä 2024. Messukeskuksen menestyksen ohella koko Lontoon Docklands on kehittynyt alueena huomattavasti viime vuosina parantuneiden kulkuyhteyksien ja laajentuneen palvelutarjonnan myötä. Messukeskuksen keskeisestä roolista huolimatta Sunborn Internationalin arvion mukaan vain 20 % Sunborn Londonin yöpymisistä liittyy messukeskukseen.

Docklands-alue on elpynyt hyvin koronapandemian vaikutuksista

Gibraltarin hotellimarkkinaan nähden Lontoon Docklands – alue on elpynyt koronapandemian jälkeen erittäin vahvasti.

Alueella on Gibraltariin verrattuna korkeammat käyttöasteet ja huonekohtaiset hinnat. Alueen hotellihuoneiden käyttöasteet olivat 2016-2019 korkealla 77-80 %:n tasolla, ja tämä taso saavutettiin jälleen vuonna 2023.

Koronapandemia painoi selvästi alueen avainlukuja vuosina 2020-2021, mutta vuonna 2022 alueen toimijoiden RevPAR ylitti jo koronapandemiaa edeltäneet tasot. Vuosina 2016-2023 alueen RevPAR on kasvanut keskimäärin terveet 3 % vuodessa. Suurin osa Lontoon Docklandsin hoteleista sijaitsee messukeskuksen läheisyydessä. Travelodgen mukaan 24 hotellia sijaitsee muutaman kilometrin säteellä Lontoon messukeskuksesta, ja niiden yhteenlaskettu huonekapasiteetti on noin 7 800 huonetta. Samalla alueella sijaitsee myös noin 200-300 Airbnb -listausta. Lontoon Docklands -alueella Sunborn Londonin keskeisiä kilpailijoita ovat mm. Crowne Plaza London Docklands, Double Tree by Hilton Hotel London Excel, Novotel London Excel ja Aloft Hotel London Excel. Lontoon jahtihotelli on suoriutunut 2019-2024 vuosittain kyseisiä verrokkeja paremmin sekä huoneiden käyttöasteen että RevPAR:in näkökulmasta.



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Visiona maailmanlaajuisen markkinajohtajan asema kelluvissa majoitus-, matkailu- ja tapahtumakiinteistöissä

Sunborn Internationalin strategia keskittyy maailman tärkeimpiin metropoleihin. Niissä on tarkoitus varmistaa pitkäaikaiset laivapaikat ja tuottaa hotelli-, tapahtuma- ja ravintolapalveluita monistettavalla konseptilla. Laivahotellit on tarkoitus sijoittaa turistikohteiden läheisyyteen, mikä luo orgaanista asiakasvirtaa. Strategia edellyttää jatkuvasti uusien kohteiden arviointia ja nykyisten sekä tulevien jahtihotellien sijaintien optimointia. Perinteiseen hotelliliiketoimintaan nähden Sunborn Internationalin hotellien liikuteltavuus tuo uuden ulottuvuuden hotellisalkun hallintaan. Oman hotelliverkoston kasvaessa kanta-asiakkuusohjelman arvolupaus paranee laajemman tarjooman ja maantieteellisen peiton myötä. Kanta-asiakasohjelmat ovat yksi kilpailuedun lähde suuremmille hotelliketjuille pienempiin paikallisiin toimijoihin nähden.

Toistaiseksi Sunborn Internationalin on tarkoitus omistaa ja operoida hotellejaan, mutta pidemmän päälle hotellien vuokraaminen muille tahoille ja franchising-liiketoiminta ei ole käsityksemme mukaan poissuljettua. Franchising-liiketoiminta vaatisi nykyistä suurempaa hotellisalkkua ja kansainvälistä tunnettuutta yhteistyökumppaneiden houkuttelemiseksi. Nähdäksemme kyseinen liiketoiminta toisi uuden, erittäin houkuttelevan ulottuvuuden sijoitustarinaa, mutta edellytykset sen ulosmittaamiselle ovat vasta pidemmällä tulevaisuudessa.

Tytäryhtiökohtaiset strategiat poikkeavat toisistaan

Konsernin laajemman strategian ohella Sunborn International toteuttaa myös hotellikohtaista strategiaa. Lontoon jahtihotellin osalta yhtiön strategiana on nykyisen aluksen korvaaminen uudella Evolution-sarjan mallilla, jotta

se palvelisi aluetta paremmin. Tämän yhteydessä Lontoon nykyinen alus on tarkoitus kunnostaa ja siirtää Sevillaan.

Gibraltarin jahtihotellin osalta nykyinen strategia edellyttää aluksen myymistä XNS Holdingsin kanssa perustettavalle yhteisyritykselle ja laivan siirtämistä uuteen toimipaikkaan ennen nykyisen laivapaikan sopimuksen umpeutumista. Toteutuessaan järjestely mahdollistaa investoinnit uuteen Gibraltarille asetettavaan ja kyseisen markkinan tarpeiden ympärille suunniteltuun 140-160 huoneen laivahotelliin. Siirtämällä nykyisen laivahotellin Sunborn Internationalin johto näkee edellytykset 2-5 MEUR:n käyttökatteen parannukselle aluksen operatiivisessa käyttökatteessa. Transaktion toteutuessa Sunborn Internationalin on tarkoitus jatkaa hotellin operoimista, kunnes se siirretään uuteen kohteeseen. 42 %:n omistusosuudella yhtiö menettäisi päättäväisellä Gibraltarin jahtihotellista, mutta järjestelyn osakassopimus velvoittaisi yhteisyritystä maksamaan vähintään 70 % tilikauden voitostaan osinkoina, mikä mahdollistaa tasaisen tulon Sunborn Internationalille. Konserni haluaa kuitenkin jatkaa laivahotelliliiketoimintaa Gibraltarilla, mikäli uudesta laivapaikasta saadaan sopimus aikaiseksi 2028 päättyvän sopimuksen erääntyessä. Tässä tapauksessa nykyinen jahtihotelli olisi tarkoitus korvata uudella, pienemmällä Evolution-sarjan jahtihotellilla.

Tapahtumaliiketoiminnan strategia

Rush Factory –fuusion myötä Sunborn International laajensi osaamistaan tapahtuma-alalta. Kyseistä osaamista on tarkoitus hyödyntää tapahtumaliiketoiminnan harjoittamiseen ulko- ja sisätiloissa järjestettävien festivaalien, tapahtumien, konserttien ja niihin liittyvän infrastruktuurin rakentamiseen, kuljettamiseen ja varastointiin. Sunborn International jatkaa myös omien tapahtumien tuotantoa, ja palveluita voidaan tarjota myös

muiden tapahtumatuottajien käyttöön. Rush Factory –kaupasta saatua Maskussa sijaitsevaa kiinteistöä on tarkoitus hyödyntää kyseisten tapahtumien tuottamiseen, varastointiin ja kaluston huoltoon. Sunborn Internationalilla on omaa osaamista tapahtumajärjestämisestä perheyhtiö Sunborn Oy:n kautta, jonka tytäryhtiö Sunborn Live on esimerkiksi Turun Kesärauha-festivaalin taustalla ja Sunborn Events tuottaa tapahtumiin catering-palveluita.

Rush Factoryn kansainvälisestä tapahtumaosaamisesta huolimatta Sunborn Internationalin tapahtumaliiketoiminta keskittyy käsityksemme mukaan vahvasti omien jahtihotellien yhteyteen ja tulevaisuudessa laajemmin kelluviin rakenteisiin. Kyseiset kelluvat rakenteet voivat arviomme mukaan harjoittaa ravintola-, hyvinvointi- ja muita palveluita Sunborn Internationalin jahtihotellien yhteydessä.

Nähdäksemme Sunborn Internationalin vahvuudet nivoutuvat kelluvien rakenteiden rakennuttamisen, omistamisen ja operoimisen ympärille. Kyseisissä liiketoiminnoissa yhtiöllä on nähdäksemme ainutlaatuisia vahvuuksia, joita tapahtumien järjestäminen ei kuitenkaan hyödynnä jahtihotelleista irrallisena. Täten opportunistinen kasvu tapahtumaliiketoiminnassa hotelliliiketoiminnan ajamana on mielestämme perusteltua. Kasvun tavoittelu tapahtumaliiketoiminnasta erillään hotelliliiketoiminnasta herättäisi mielestämme kuitenkin huolen siitä, että konserni ohjaa resurssejaan tehottomasti ydinvahvuusalueidensa ulkopuolelle.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet ulottuvat vuoteen 2028

Sunborn International tavoittelee 60 MEUR:n liikevaihtoa ja 24 MEUR:n operatiivista käyttökatetta vuoteen 2028. Liikevaihtotavoite nojaa arviomme mukaan nykyisiin Lontoon ja Gibraltarin jahtihotelleihin sekä kahteen uuteen Evolution-laivasarjan jahtihotelliin. Toinen uusista jahtihotelleista on tarkoitus sijoittaa Vancouveriin ja toinen Lontooseen. Lontoon uuden jahtihotellin saapuessa kaupungin nykyinen jahtihotelli siirretään Sevillaan, jossa sen tuleva laivapaikka on jo tiedossa. Uudella Lontoon jahtihotellilla tavoitellaan 22,1 MEUR:n liikevaihtoa ja 8,6 MEUR:n operatiivista käyttökatetta hotellin neljänteen toimintavuoteen mennessä, mikä tarkoittaa hotellialalle korkeaa 39 %:n käyttökatemarginaalia. Johdon mukaan uusi Lontoon jahtihotelli voi saavuttaa kypsän käyttöasteen jopa nopeammin, sillä hotellin asiakaskunta, henkilöstö ja toimintamallit ovat jo olemassa. Suunniteltujen Lontoon (225 huonetta) ja Vancouverin (250 huonetta) jahtihotellien toteutuessa Sunborn International saavuttaisi yhteensä 802 hotellihuoneen kapasiteetin. Kyseisellä kapasiteetilla 60 MEUR:n liikevaihtotavoitteen saavuttaminen edellyttäisi 75 MEUR:n huonekohtaista liikevaihtoa, mikä alittaa vuosien 2023-2024 tasot yli 40 %:lla. Tästä näkökulmasta kehityspotenssissa olevat hankkeet riittävät hyvin liikevaihtotavoitteen saavuttamiseksi. Käsityksemme mukaan uusi hotelli saavuttaa kypsän käyttöasteensa noin 2-5 vuodessa, minkä seurauksena uudet sijainnit eivät oletettavasti ehdi saavuttaa potentiaaliaan vielä 2028 mennessä. Tämän myötä kasvutavoitteen saavutettavuus riippuu uusien hotellien avausajankohdasta, mutta viestitty huonekapasiteetti on hotellien kypsyessä riittävä tavoitteen saavuttamiseksi jopa ilman Gibraltarin kontribuutiota.

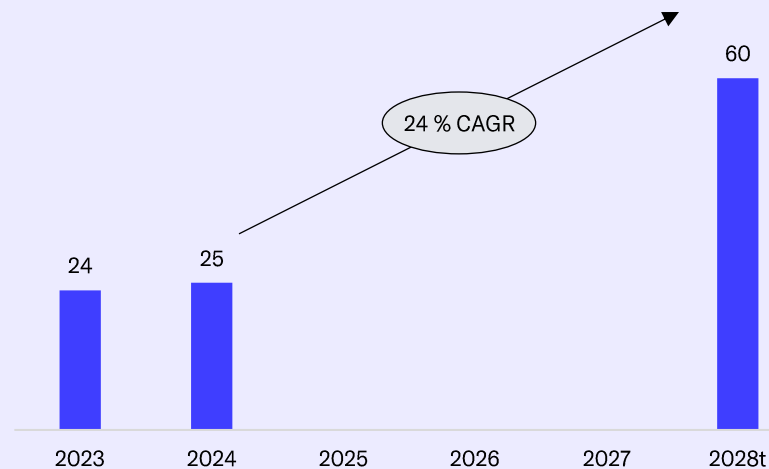
Kannattavuustavoite edellyttää hyvää suorittamista

2028 tavoiteltu 24 MEUR:n operatiivinen käyttökatte sivuttaa käsityksemme mukaan vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät, mikä on perusteltua. Tavoite kytkeytyy vahvasti liikevaihtotavoitteeseen, sillä sen saavuttaminen edellyttää korkean käyttöasteen saavuttamista yhtiön tulevissa hotellihankkeissa. 2028 tavoitetasoillaan konsernin käyttökatemarginaali asettuisi 40 %:iin, mikä on todella korkea taso hotellien omistamisen ja operoinnin kattava liiketoimintamalli huomioiden ja edellyttäisi 50 %:n vuosikasvua 2024 tasosta. Kannattavuustavoite vaikuttaa kasvutavoitetta haastavammalta, sillä yhtiön viitoittamalla tavoitetasolla uusi Lontoon jahtihotelli saavuttaisi tavoitetasoa matalamman 39 %:n vakiintuneen käyttökatemarginaalin.

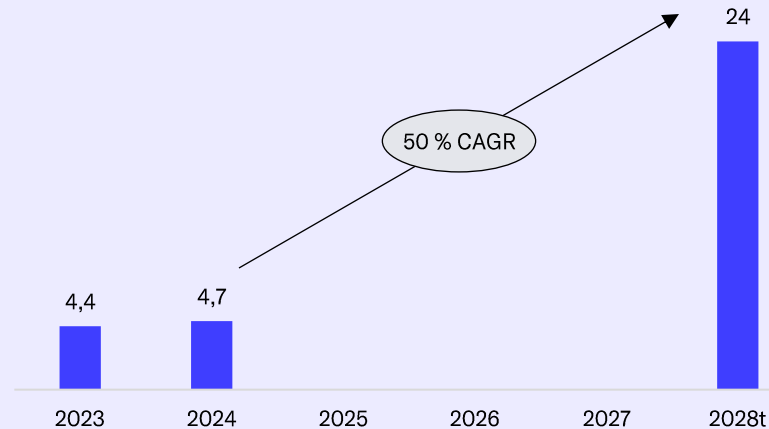
Rahoitus ratkaisee kasvun edellytykset

Nähdäksemme Sunborn Internationalin kasvutavoitteet ovat erittäin aggressiiviset, kun huomioi velkaisen taseaseman asettamat rajoitteet investointikyvyille. Strategiakaudellaan Sunborn Internationalin on tarkoitus investoida noin 160 MEUR, josta suurin osa on tarkoitus rahoittaa vientirahoituksella. 160 MEUR:n investointiarviolla tulevien Lontoon ja Vancouverin jahtihotellien huonekohtaiset rakennuskustannukset asettuvat johdon arvioiman 0,35-0,55 MUSD:n haarukan alapäähän. Sunborn Internationalin taseasema ei kestäisi taloudellisten tavoitteiden mukaista investointisykliä, minkä seurauksena ehdollinen sopimus Gibraltarin aluksen osittaisesta myynnistä ja vapautuva pääoma lisäisivät viitoitetun investointisuunnitelman uskottavuutta. Transaktion toteutuessa Sunborn International ei enää konsolidoisi Gibraltarin jahtihotellia lukuihinsa ja joutuisi luultavasti mukauttamaan tavoitteensa tämän huomioimiseksi. Kyseinen muutos olisi lähinnä kirjanpidollinen, ja suhtaudumme järjestelyyn myönteisesti kasvustrategiaa ajatellen.

Sunborn Internationalin liikevaihdon kasvutavoite (MEUR)



Sunborn Internationalin EBITDA-tavoite(MEUR)1



1) 2024 käyttökatte olisi 5,5 MEUR ilman Rush Factory -osakevaihtoa

Sijoitusprofiili

Sunborn International profiloituu kasvuyhtiöksi

Sijoitusprofiililtaan Sunborn International profiloituu kasvuyhtiöksi, joka on siirtymässä liiketoiminnan vahvaan skaalausvaiheeseen. Uuden Evolution-laivasarjan, tunnistettujen uusien laivapaikkojen ja tarjolla olevan vientirahoituksen myötä yhtiö näkee edellytykset historiallisia tasoja houkuttelevampiin investointeihin nykyistä taserakennetta matalammalla pääoman kustannuksella. Mielestämme kasvutarinassa on useita houkuttelevia elementtejä, joskin yhtiöllä on vielä paljon todistettavaa arvonluontimallin toimivuudesta. Lähtövalaisuuden osalta keskeisin ajuri sijoitustarinan edistämiseksi on alisuoriutuvan Gibraltarin aluksen ehdollisen kaupan toteuttaminen, sillä se mahdollistaisi hotellin erääntyvän vaihtovelkakirjalainan lunastamisen ja vapauttaisi pääomaa uusiin jahtihotelli-investointeihin. Merkittävien tulevien investointitarpeiden takia tulokasvu ajaa osakkeen tuotto-odotusta, eikä osinkoa ole syytä odottaa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa.

Vahvuudet ja mahdollisuudet

Sunborn Internationalin vahvuudet nivoutuvat nähdäksemme jahtihotellien ominaispiirteiden ympärille. **Liikuteltava luonne** mahdollistaa jahtihotellien siirtämisen alueelta, jonka houkuttelevuus heikkenee joko muuttuneen kysynnän tai kiristyneen kilpailun takia. Tämä mahdollistaa myös hotellin korvaamisen uudemmalla tai alueelle sopivammalla hyvin rajallisilla häiriöillä liiketoiminnalle.

Jahtihotellien matala kulurakenne mahdollistaa vertailukelpoisia hotelleja edullisemman huonehinnottelun tai korkeamman kannattavuuden vastaavilla käyttöasteilla. Sunborn Internationalin johdon mukaan kustannusedun

pitäisi syntyä sekä investointikustannuksista että operatiivisten kulujen kautta, mikä luo lähtökohdat hotelli-investointien korkeille tuotoille ja arvonluonnille.

Vientirahoitus laskee uusien hotellien

pääomankustannusta, parantaa rahoituksen ehtoja ja saatavuutta. Käsityksemme mukaan vientirahoituksen lainamarginaalit voivat olla useita prosenttiyksiköitä pankkilainaa edullisemmat, minkä seurauksena uusilla jahtihotelleilla on vanhempia matalampi rahoituskustannus ja vanhempien jahtihotellien myyminen ja korvaaminen uusilla aluksilla voi olla erittäin houkutteleva vaihtoehto pääoman vapauttamiseksi ja uusien investointien mahdollistamiseksi.

Jahtihotellien historiallisesti houkutteleva

jälleenmyyntiarvo tuo uusia ulottuvuuksia hotelliverkoston hallintaan, sillä vanhemmista aluksista irtautuminen hyvällä kauppahinnalla mahdollistaa uusiin jahtihotelli-investointeihin ja vientirahoitukseen liittyvän vauhtipyörän ruokkimisen.

Laaja kirjo tunnistettuja laivapaikkoja ja vuosia edistetyt lupaprosessit luovat edellytykset liiketoiminnan nopeaan kasvattamiseen rahoituksen varmistuessa.

Heikkoudet ja riskit

Sunborn Internationalin liiketoimintamallissa on useita tunnistettavia vahvuuksia, mutta historiallisten lukujen perusteella liiketoimintamallin kilpailuedut ovat toistaiseksi vielä konsernitasolla todistamatta eikä yhtiön nykyinen taseasema mahdollista uuden investointisyklin aloittamista ilman Gibraltarin aluksen myyntiä tai uuden pääoman keräämistä.

Rahoituksen takalukko on avattava: Sunborn Internationalin nykyinen taseasema ei mahdollista investointeja uusiin jahtihotelleihin, ja merkittävä määrä lähiaikoina erääntyvää velkaa nostattaa taseen rahoitusriskiä. Gibraltarin jahtihotellin ehdollisen kaupan toteutuminen on kriittisessä asemassa taseen vahvistamiseksi ja rahoituksen takalukon avaamiseksi. Muuten yhtiö voi pahimmassa tapauksessa joutua turvautumaan osakkeenomistajien kannalta heikompiin rahoitusratkaisuihin.

Rahoituskustannusta on laskettava, sillä lainarahoituksen nykyisellä kustannuksella (nykyisten vaihtovelkakirjojen korkotaso on 3 kk euribor + 5-5,5%:n marginaali) riittävän kannattavuustason saavuttaminen oleellisen taloudellisen lisäarvon luomiseksi on nykyisellä liiketoimintamallilla haastavaa.

Historialliset näytöt arvonluonnista ovat vielä rajalliset, sillä Gibraltarin jahtihotellin heikon suoritustason ja turhan velkaisen rahoitusrakenteen takia konsernin pääoman tuotto on viime vuosina jäänyt selvästi pääoman kustannuksesta. Nykyisen laivueen suunnitellut muutokset ja uuden Evolution-laivasarjan parempien teknisten ominaisuuksien pitäisi kuitenkin parantaa kannattavuutta.

Pieni toimija hotellialan jättien ympärillä: Sunborn Internationalin globaalisti keskeiset kilpailijat ovat tyypillisesti huomattavasti yhtiötä suurempia, mikä mahdollistaa niille yleisesti rahoituksen paremman saatavuuden, paremmat edellytykset ulosmitata skaalaetuja kanta-asiakasohjelmistaan ja mahdollisuuden keskittyä pääomakevyeen franchising-liiketoimintaan.

Sijoitusprofiili

- 1 Erottautunut liiketoimintamalli tunnistettavilla vahvuuksilla
- 2 Gibraltarin alisuoriutuvan aluksen myyminen voi vahvistaa tasetta merkittävästi
- 3 Sijoitustarina siirtymässä merkittävän kasvun vaiheeseen
- 4 Vientirahoitus avaa edullisen rahoituslähteen, mutta kasvu vaatii myös muuta pääomaa
- 5 Liiketoiminta on toistaiseksi riippuvainen kahdesta sijainnista

Potentiaali

- Jahtihotellien liikuteltavuus ja etu kustannusrakenteessa luovat vahvuuksia perinteisiin hotelleihin nähden
- Edellytykset merkittävään kasvuun, mutta se edellyttää rahoituksen takalukon avaamista
- Pääoman kustannuksen laskeminen vientirahoituksen avulla

Riskit

- Rahoitusriski
- Nykyinen taseasema ei mahdollista koko yhtiön investointisuunnitelmaa
- Toistaiseksi yhtiöllä ei ole näyttöjä laivojen rakennuttamisesta telakoilla tai vientirahoituksen hyödyntämisestä
- Kasvu ei luo arvoa, jollei pääoman tuottoja saada nostettua
- Keskittynyt päätäntävalta ja avainhenkilöriski

Ennusteet 1/5

Geopoliittiset jännitteet sumentavat näkymiä

CBRE:n katsauksen mukaan Euroopan hotelli- ja matkailualan näkymät ovat kuluvan vuoden osalta rohkaisevat ja koronapandemian jälkeisen elpymisen odotetaan jatkuvan. Geopoliittiset jännitteet ovat toistaiseksi alan keskeisin epävarmuustekijä, sillä niiden ennakoidaan heikentävän yhdysvaltalaisen turistien matkailua Eurooppaan. Euroopan sisäisen matkailun odotetaan kuitenkin paikkaavan kyseisen vaikutuksen ja ajavan Euroopan RevPAR-kasvua. Kansainvälinen ilmakuljetusliitto (IATA) ennustaa Euroopan lentomatkustajien kokonaismäärän kasvavan 5,5 % kuluvana vuonna. Tammi-heinäkuussa Lontoon Heathrow’n lentokentän matkustajamäärä oli edellisvuoden tasolla, kun taas Lontoon messukeskusta lähempänä sijaitsevan (mutta huomattavasti pienemmän) London City -lentokentän matkustajamäärä on kasvoi tammi-kesäkuussa 4 % edellisvuodesta. Raportoidut matkustajamäärät sisältävät sekä saapuvat että lähtevät matkustajat, mikä heikentää niiden informaatioarvoa potentiaalisen asiakasvirran näkökulmasta. Gibraltar puolestaan erittelee kuukausitasolla ilmateitse saapuvien turistien määrän, joka on tammi-toukokuussa jäänyt 1 %:n edellisvuodesta ja korreloi vahvasti hotelliyöpymisten kanssa.

Ennustemalli rakentuu yleisten tunnuslukujen ympärille

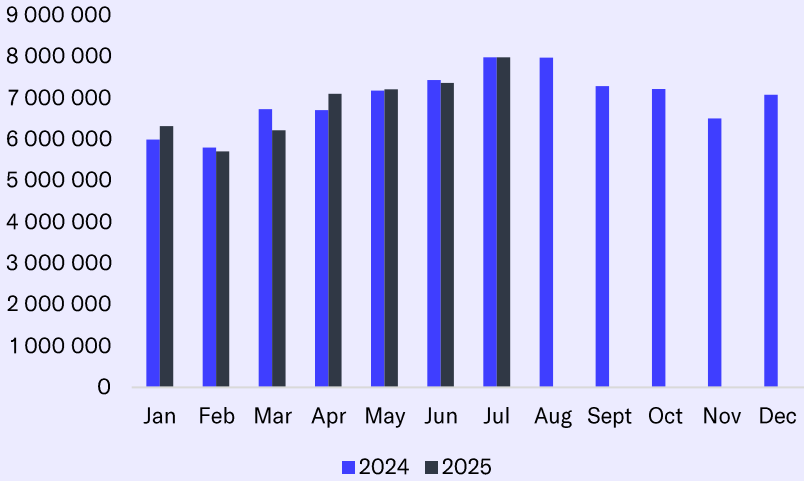
Mallinnamme Sunborn Internationalin kehitystä konsernitasolla hyödyntäen hotellialan yleisiä tunnuslukuja. Keskeisimmät tunnusluvut ovat huoneiden lukumäärä, niiden käyttöaste, päiväkohtainen hinta ja liikevaihto huonetta kohden. Konserni ei käsityksemme mukaan tule jaottelemaan kyseisiä tunnuslukuja sijaintikohtaisesti, minkä seurauksena mallinnamme huonekantaa yhtenä kokonaisuutena. Konsernin muuta liikevaihtoa mallinnamme

suhteessa hotelliliikevaihtoon. Kannattavuutta mallinamme kuluriveittäin konsernitasolla. Ennusteemme eivät huomioi jahtihotellien käyvän arvon muutoksia tai niiden solmimattomia myyntitransaktioita. Tämän myötä ennusteet aliarvioivat tulevaa arvonluontia, mikäli yhtiö kykenee myymään vanhoja jahtihotelleja houkuttelevin hinnoin.

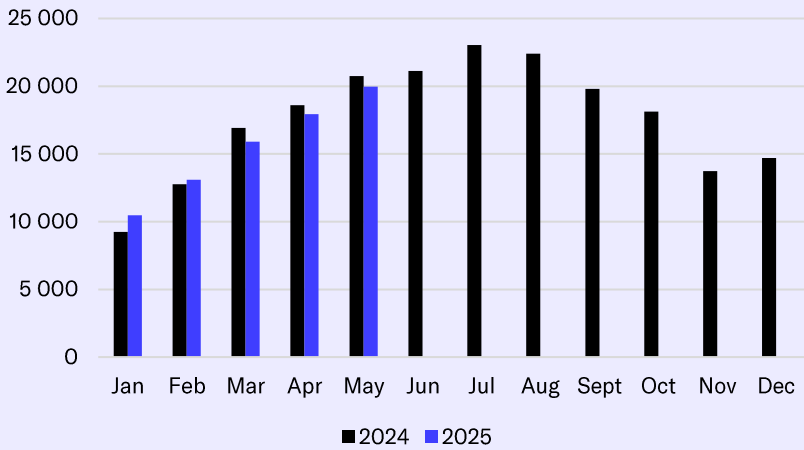
Vuonna 2025 emme odota oleellista eroa edellisvuoteen

Sunborn International ei ole antanut ohjeistusta kuluvalla vuodelle. Johto odottaa kuitenkin vuoden 2025 alkupuoliskon käyttäytyvän Lontoon jahtihotellin osalta edellisvuoden tapaan ja tuottotason sekä käyttöasteen säilyvän vakaana, mikä on nähdäksemme linjassa asiakasvirtojen kehityksen kanssa. Odotamme alkuvuonna valmistuneen ExCel Londonin laajennuksen tukevan alueen asiakasvirtoja Q2:sta lähtien. Sunborn Internationalin H1’25 liikevaihto laskee ennusteissamme 2 % 11,3 MEUR:oon. Ennusteissamme Gibraltarin jahtihotellin laskeva liikevaihto peittää H1:llä Lontoon myönteisen kehityksen alleen. H1:n käyttökate-ennusteemme asettuu 1,2 MEUR:oon. Yhtiö arvioi listautumisen kulujen asettuneen 1,4 MEUR:oon, joista 1,2 MEUR:illa on kertaluontoinen tulosvaikutus. Olemme kirjanneet kyseiset kulut kertaluontoisiksi operatiivisiksi kuluiksi, jotka painavat H1:n käyttökate-ennustettamme. Samalla ennakoimme lievää painetta kulurakenteeseen listautumisen myötä. 2025 liikevaihtoennusteemme asettuu 25,0 MEUR:oon, mikä on vertailukauden tasolla. Odotamme huonekohtaisen hinnan kasvavan 1,5 % Lontoon ajamana, mutta 67 %:iin supistuvan huoneiden käyttöasteen (2024 käyttöaste: 68 %) tasapainottavan kehitystä. 2025 käyttökate-ennusteemme asettuu 3,8 MEUR:oon (2024 pro forma -käyttökate: 4,7 MEUR). 2025 jälkipuoliskolla odotamme Gibraltarin joukkovelkakirjalainan lunastukseen liittyvien rahoituskustannusten painavan yhtiön nettotulosta.

Lontoo Heathrown matkustajamäärä



Gibraltariin ilmateitse saapuvien matkustajien määrä



Ennusteet 2/5

Ennusteiden kokonaiskuva

Sunborn International on siirtymässä merkittävän kasvun vaiheeseen. 2026-2031 ennusteemme huomioivat yksinkertaistetusti tulevan Lontoon jahtihotellin vuoden 2027 alusta alkaen, nykyisen Lontoon jahtihotellin siirron Sevillaan (ja siirron yhteydessä tehtävät kunnostus- ja laajennusinvestoinnit) sekä suunnitellun Vancouverin jahtihotellin vuoden 2028 alusta lähtien. Kyseiset investoinnit nostavat huoneiden kokonaismäärän aluksi 556:een ja siitä vielä 806:een vuonna 2028 Vancouverin jahtihotellin myötä. Tässä vaiheessa vuotta näemme kuitenkin riskin Lontoon jahtihotellin viivästymisestä alkuperäisestä aikataulusta konsernin taseasemaa vahvistavan Gibraltarin jahtihotellin myynnin viivästymisen myötä. Lähtökohtana oletamme ennusteissamme uusien jahtihotellien saavuttavan ensimmäisenä toimintavuotenaan

50 %:n käyttöasteen, toisena 60 %:n, kolmantena 68 %:n ja neljäntenä kypsän käyttöasteensa. Uuden Lontoon jahtihotellin osalta odotamme kuitenkin ripeämpää käyttöasteen nousua hotellin paikallisen tunnettuuden, hotellin valmiiksi vakiintuneiden toimintatapojen ja alueen vahvan kysyntädynamiikan ansiosta. Myös Vancouverin jahtihotellin käyttöasteet kypsyvät ennusteissamme kyseistä käyrää jyrkemmin markkinan vahvan kysyntädynamiikan ansiosta.

Uudet jahtihotellit ajavat kasvuennusteitamme

Odotamme Sunborn Internationalilta pientä kasvua vuonna 2026 huonekohtaisen keskihinnan ja hieman vahvistuvan käyttöasteen ajamana. Suurempi loikka syntyy kuitenkin vasta vuonna 2027, uuden Lontoon jahtihotellin ja Sevillan jahtihotellin käyttöönoton yhteydessä. Aluksen päivittämisen

pitäisi johdon arvion mukaan aiheuttaa rajallisesti häiriöitä Lontoon liiketoiminnalle ja vain muutaman viikon edestä menetettyä myyntiä. Lontoon jahtihotellin menetetty myynti sekä Sevillan uuden jahtihotellin hiljaisempi ylösajajakso ajavat kuitenkin 2027 ennusteissamme konsernin heikkenevää huonekohtaista käyttöastetta.

Sevillan hotellimarkkinoilla huonekohtaiset käyttöasteet eivät käsityksemme mukaan ole vielä elpyneet vuoden 2019 tasoille, mutta huonekohtaiset hinnat ovat kasvaneet. Tästä huolimatta ne ovat selvästi Lontoon ja Vancouverin alapuolella, mutta niin ovat myös henkilöstökulut. Alueen kysyntädynamiikka tekee siitä kuitenkin nähdäksemme sopivan Lontoon nykyiselle, iäkkäämmälle jahtihotellille ja konsernin johto vaikuttaa luottavaiselta aluksen kannattavuuspotentiaalin suhteen.

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Huoneiden lukumäärä	327	327	327	327	556	806	806	806	806
Käyttöaste	65 %	68 %	67 %	68 %	63 %	62 %	68 %	72 %	73 %
ADR (€)	193	194	197	200	204	212	227	235	240
RevPAR (€)	126	132	132	136	128	132	154	169	175
RevPAR kasvu		5 %	0 %	3 %	-6 %	4 %	16 %	10 %	3 %
Hotelli liiketoiminnan liikevaihto (MEUR)	15,0	15,8	15,8	16,2	26,0	39,0	45,3	49,9	51,5
Muu liikevaihto (MEUR)	8,8	9,3	9,2	9,4	15,1	23,4	28,1	30,9	31,9
Konsernin liikevaihto	23,8	25,1	25,0	25,7	41,0	62,3	73,3	80,8	83,5
Käyttökate (MEUR)	4,4	4,7	3,8	5,0	7,5	14,9	21,1	25,7	26,9
Käyttökate-%	18 %	19 %	15 %	19 %	18 %	24 %	29 %	32 %	32 %

Ennusteet 3/5

Vuonna 2028 Vancouverin jahtihotellin käyttöönotto ja uusien jahtihotellien vahvistuvat käyttöasteet ajavat ennakoimaamme kasvua uuteen kokoluokkaan. Odotamme kyseisen hotellin nostavan konsernin keskimääräistä päivähintaa (ADR) markkinan hintataso ja kysyntädynamiikka huomioiden. Vancouverin hotellimarkkina on Kanadan houkuttelevin niin käyttöasteiden kuin huoneiden päivähintojen näkökulmasta. Vancouverin markkinalla on noin 200 hotellia ja 26 000 hotellihuoneen kapasiteetti. Tämä ei kuitenkaan riitä tyydyttämään markkinan kysyntää, mikä heijastuu kaupungin hotellihuoneiden lähes 78 %:n käyttöasteissa. Vancouverin Waterfront -alueella hotellihuoneiden ja lyhytaikaisuokra-asuntojen käyttöasteet ovat vuositasolla korkeat. Alueen toimijoita tukee tiukka sääntely, joka rajoittaa etenkin asuntojen lyhytaikaisuokraamista, mutta myös hotellihuoneiden määrä on alueella supistunut viimeisen kymmenen vuoden aikana Marcus & Millichapin mukaan. Kyseisistä

lähtökohdista odotamme Vancouverin nostattavan konsernin käyttöastetta ja päivähintaa (ADR), joskin emme odota jahtihotellin saavuttavan Lontoon kaltaista menestystä. Vancouverin jahtihotellin avaamisen yhteydessä odotamme konsernin muun liikevaihdon kasvun kiihtyvän hotellin yhteyteen avattavan ravintolan kelluvan ravintolan ja kylpylän myötä. Ennusteemme eivät toistaiseksi vielä huomioi investointeja muihin ravintoloiden ja kylpylöiden kaltaisiin palveluihin, mutta tunnistamme ne potentiaalisiksi kasvuajureiksi, mikäli ne menestyvät Vancouverin jahtihotellin yhteydessä.

Yhtiö saavuttaa ennusteissamme kasvutavoitteensa, mutta ennusteet huomioivat vielä Gibraltarin aluksen

Vuoden 2028 liikevaihtoennusteemme asettuu 62 MEUR:oon, mikä on linjassa yhtiön 60 MEUR:n liikevaihtotavoitteen kanssa. Ennusteissamme on kuitenkin

huomioitava, että ne sisältävät täysmääräisesti Gibraltarin jahtihotellin, jota ei enää konsolidoitaisi konsernin lukuihin XNS Holdingsin kanssa sovitun ehdollisen kaupan toteutuessa Sunborn Internationalin omistusosuuden laskiessa 42 %:iin. Kasvuennusteemme ovat kaiken lisäksi alisteisia kaupan myötä vahvistuvalle taseelle ja paranevalle investointikyvykkyydelle. Täten kaupan peruuntuminen aiheuttaisi laskupainetta ennusteisiimme, kunnes yhtiö saisi uusia rahoituslähteitä neuvoteltua. Tunnistamme myös riskin kasvuinvestointien lykkääntymiselle, sillä Gibraltarin aluksen myynti on jo toistamiseen viivästynyt kommunikoidusta aikataulusta. Vuoden 2028 käyttökate-ennusteemme asettuu 15 MEUR:oon, mikä jää melko selvästi yhtiön 24 MEUR:n tavoitteesta. Arviomme mukaan tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi odotuksiamme nopeampaa käyttöasteiden ylösjoa uusissa jahtihotelleissa tai tulevien kasvuinvestointien toteuttamista ennusteitamme aikaisemmin.

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Huoneiden lukumäärä	327	327	327	327	556	806	806	806	806
Käyttöaste	65 %	68 %	67 %	68 %	63 %	62 %	68 %	72 %	73 %
ADR (€)	193	194	197	200	204	212	227	235	240
RevPAR (€)	126	132	132	136	128	132	154	169	175
RevPAR kasvu		5 %	0 %	3 %	-6 %	4 %	16 %	10 %	3 %
Hotelli liiketoiminnan liikevaihto (MEUR)	15,0	15,8	15,8	16,2	26,0	39,0	45,3	49,9	51,5
Muu liikevaihto (MEUR)	8,8	9,3	9,2	9,4	15,1	23,4	28,1	30,9	31,9
Konsernin liikevaihto	23,8	25,1	25,0	25,7	41,0	62,3	73,3	80,8	83,5
Käyttökate (MEUR)	4,4	4,7	3,8	5,0	7,5	14,9	21,1	25,7	26,9
Käyttökate-%	18 %	19 %	15 %	19 %	18 %	24 %	29 %	32 %	32 %

Ennusteet 4/5

Kasvava kokoluokka ajaa paranevaa kannattavuutta

2026 ennusteissamme odotamme Sunborn Internationalin kannattavuuden vahvistuvan kuluvan vuoden tasosta kasvavan liikevaihdon ja normalisoituvan kulurakenteen myötä (listautumiseen liittyvät kulut painavat kannattavuutta 2025 osalta). Lähivuosien kannattavuuskehitystä painaa kuitenkin Lontoon jahtihotellin vuokrasopimuksen hinnankorotukset laivapaikan uuden sopimuksen yhteydessä (12 %:n korotus sopimuksen perusvuokraan toisena vuonna ja edelleen 34 %:n korotus kolmantena vuonna). Vuonna 2027 odotamme selvää parannusta yhtiön käyttökatteeseen ja liiketulokseen, kun uusi Lontoon jahtihotellin otetaan käyttöön ja kaupungin nykyinen alus siirretään Sevillaan. Nähdäksemme käyttökatteen kehitys antaa liiketulosta todenmukaisemman kuvan yhtiön tuloskehityksestä, sillä yhtiön poistot ovat huomattavasti ylläpitoinvestointeja suuremmat 6,5 MEUR:n vuosittaisten liikearvopoistojen sekä jahtihotellien ylläpitoinvestointeja suurempien aineellisten poistojen takia. Vuonna 2027 odotamme uusien hotellien myötä nousseen kulurakenteen, mutta kypsää tasoa heikompien käyttöasteiden kuitenkin aiheuttavan painetta yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen. Nettotulostasolla suhteellisen kannattavuuden kehitystä hidastaa Lontoon jahtihotelli-investoinnista seurannut tasokorjaus nettovelkaan ja sen myötä kasvaneet korkokulut.

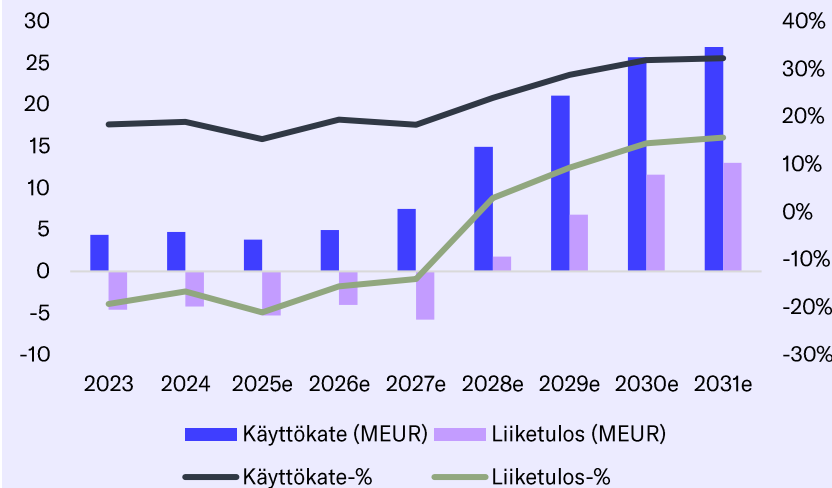
Jahtihotellien kasvu on ensimmäisen vuoden jälkeen erittäin kannattavaa

Ensimmäisen toimintavuoden jälkeen jahtihotellien kasvu on ennusteissamme erittäin kannattavaa vuosina 2-4, kun kustannusrakenne skaalautuu hotellikohtaisten huoneiden käyttöasteiden kypsyessä kohti niiden normalisoituja tasoja. Vancouverin jahtihotellien kypsyttyä (vuonna 2030)

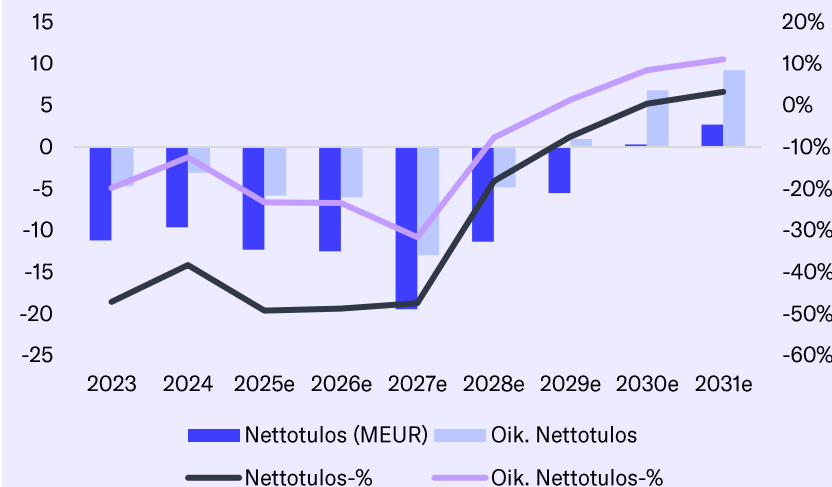
Sunborn International saavuttaa ennusteissamme 32 %:n käyttökatetason. Taso on hieman keskivertoa korkeampi yhtiön kansainväliseen, verrannollisen liiketoimintamallin omaavaan hotelliverrokkiryhmään nähden, kun huomioi Sunborn Internationalin verrokkeja pienemmän kokoluokan ja FAS-kirjanpidon aiheuttamat eroavaisuudet käyttökatteessa (vuokrakulut kirjataan poistoihin ja rahoituskustannuksiin IFRS:n alla, mutta FAS:in alla ne ovat osana liiketoiminnan muita kuluja). Täten ennusteemme eivät jätä varaa keskinkertaiselle suorittamiselle tulevien jahtihotellien osalta. Käsityksemme mukaan jahtihotellien operatiiviset ylläpitoinvestoinnit ovat noin 1-3 % liikevaihdosta riippuen niiden iästä. Täten ennusteemme povaavat noin 29-30 %:n käyttökatetasoa ylläpitoinvestointien jälkeen. Arviomme mukaan Sunborn Internationalin nykyliiketoiminnassa sijoitettu pääoma kiertää noin 0,25-0,33 kertaa vuodessa. Tästä näkökulmasta ennakoitu käyttökatetaso ylläpitoinvestointien jälkeen mahdollistaisi noin 7-10 % sijoitetun pääoman tuottotason. Tämä nähdäksemme alleviivaa pääomakevyyden franchising-liiketoiminnan keskeistä roolia, korkeiden pääoman tuottojen saavuttamiseksi hotelliliiketoiminnassa.

Ennusteissamme Sunborn Internationalin nettotulos kääntyy voitolliseksi Vancouverin jahtihotellin tukemana vuonna 2030. Raportoitu nettotulos antaa kuitenkin todellisuutta heikomman kuvan operatiivisesta kannattavuudesta, ja liikearvon poistoista oikaistuna liiketoiminta kääntyy voitolliseksi vuonna 2029. Sunborn Internationalin merkittävän investointitarpeen, tuntevan velkavivun ja vaihtuvakorkoisen rahoitusrakenteen takia yhtiön kulurakenne on nykyisellään korostetun herkkä muutoksille euribor-koroissa, mikä voi heiluttaa näkymää kannattavuuden osalta.

EBITDA- ja EBIT-kehitys



Nettotulos ja nettotulos-%¹



1) Liikearvon poistot oikaistu

Ennusteet 5/5

Gibraltarin jahtihotellin transaktio on edellytys kasvuinvestointien rahoitukselle

Sunborn Internationalin sijoitustarinan keskeisin rajoite on toistaiseksi velkainen taseasema, joka ei mahdollista taloudellisten tavoitteiden mukaista investointisykliä (johto on arvioinut liiketoiminnan laajennusinvestointien olevan noin 160 MEUR vuoden 2028 loppuun mennessä). Osakevaihdon yhteydessä yhtiö toteutti rajoitetulle sijoittajaryhmälle 11 MEUR:n osakeannin tulevan Lontoon jahtihotellin omarahoitusosuuden kattamiseksi (lopun tarkoitus rahoittaa vientirahoituksella). Kyseiset varat eivät kuitenkaan riitä Gibraltarin tytäryhtiön syyskuussa erääntyvän 58 MEUR:n velkakirjalainan lunastamiseen. Täten Gibraltarin jahtihotellin ehdollinen yhteisyritystransaktio ja siitä saatava 90 MEUR:n käteisvastike ovat kriittisessä roolissa taseaseman vahvistamiseksi ja tulevien kasvuinvestointien mahdollistamiseksi.

Ennustemme eivät toistaiseksi huomioi Gibraltarin jahtihotellitransaktion vaikutusta konsernin lukuihin, mutta ennustemme ovat mahdollisia sen myötä poistuvilla investointirajoitteilla. Tästä syystä kaupan peruuntumisella olisi negatiivinen vaikutus ennusteisiimme sen aiheuttamien investointirajoitteiden takia. Mikäli kauppa toteutuu, Sunborn Internationalin omistusosuus aluksesta laskisi 42 %:iin eikä sitä enää konsolidoitaisi osaksi konsernin lukuja, vaan yhtiö kirjaisi ainoastaan sen tulososuuden konsernin lukuihin. Ennustemme eivät toistaiseksi huomioi myöskään Gibraltarin jahtihotellin 2-5 MEUR:n parannusta operatiiviseen käyttökatteeseen, joka olisi johdon arvion mukaan saavutettavissa alusta siirtämällä. Täten kaupan toteutuminen muovaisi ennusteamme huomattavasti,

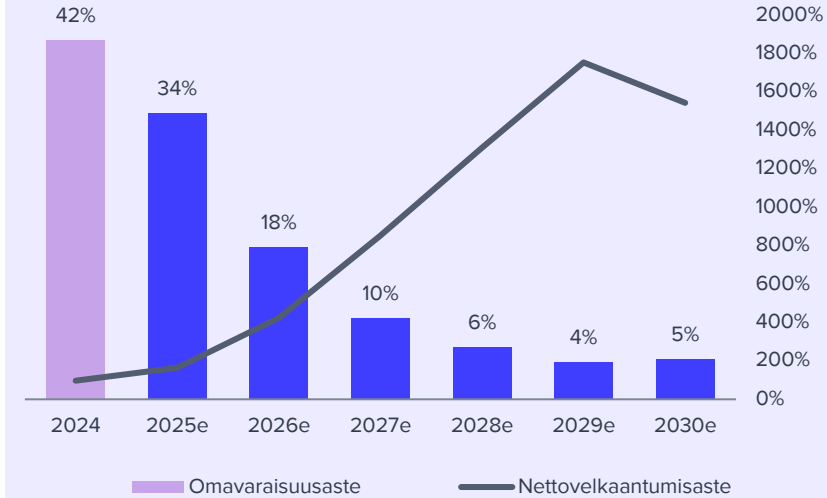
mutta keskeisimpänä se vapauttaisi arvoa alisuoriutuvasta omaisuuserästä ja poistaisi nykyisen taseaseman aiheuttaman rahoitusriskin sekä investointikyvykkyyden rajoitteet.

Ennusteissamme Sunborn Internationalin nettovelkaantumisaste nousee erittäin korkealle tasolle nykyisen strategiakauden investointisyklin myötä. Todellisuudessa taseasema vahvistuisi kuitenkin oletettavasti merkittävästi tätä ennen Gibraltarin aluksen myynnin tai oman pääoman ehtoisen rahoituksen ansiosta.

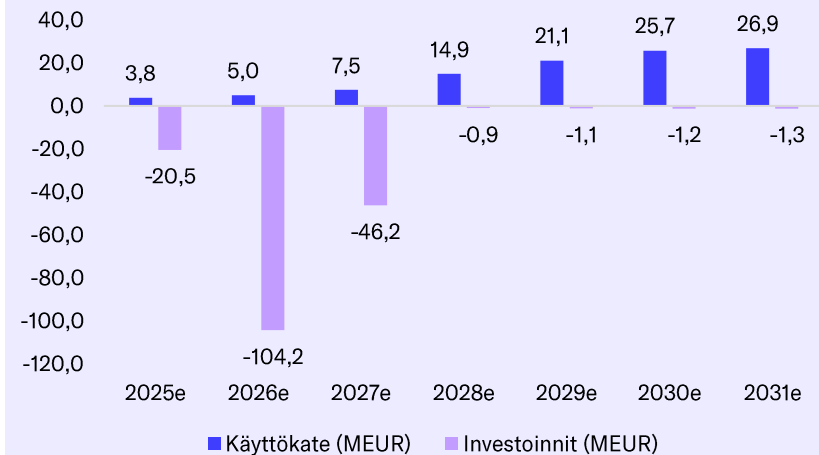
Edessä merkittävä investointisykli

Olemme olettaneet Sunborn Internationalin lähivuosien ylläpitoinvestointien olevan noin 1,5 % yhtiön liikevaihdosta. Tämän ohella olemme huomioineet merkittävät, noin 166 MEUR:n kasvuinvestoinnit tulevaan kapasiteetinlaajentamiseen liittyen 2025-2027 ennusteissamme. Käsityksemme mukaan jahtihotelli-investointien rahavirtavaikutus realisoituu asteittain aluksen valmiusasteen mukaan (ts. asteittain noin 22 kuukauden rakennuttamisurakan aikana), mutta vientirahoituksen edellyttämä omavastuuosuus maksetaan ensimmäiseksi. Merkittävien lähivuosien investointien takia Sunborn Internationalin kannalta on kriittistä, missä määrin yhtiö kykenee laskemaan velkarahoituksensa kustannusta siirtämällä rahoitustaan enenevästi edullisemman vientirahoituksen piiriin. Olemme ennusteissamme olettaneet uusien kasvuinvestointien rahoituksen koostuvan 80 %:sesti vientirahoituksesta. Vientirahoituksen marginaalin olemme olettaneet olevan 2,5 % + 3 kk euribor, mikä laskee vieraan pääoman kustannusta merkittävästi yhtiön nykyisiin rahoitusmuotoihin nähden.

Taseen avainlukujen kehitys



Käyttökate ja investoinnit



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	23,8	25,1	11,3	13,7	25,0	25,7	41,0	62,3
Käyttökate	4,4	4,7	1,2	2,6	3,8	5,0	7,5	14,9
Poistot ja arvonalennukset	-9,0	-8,9	-4,6	-4,6	-9,1	-9,0	-13,3	-13,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	2,3	1,1	1,3	2,4	2,5	0,7	8,3
Liikevoitto	-4,6	-4,2	-3,3	-2,0	-5,3	-4,0	-5,8	1,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-6,6	-5,5	-2,7	-4,3	-7,0	-8,5	-13,7	-13,1
Tulos ennen veroja	-11,2	-9,7	-6,0	-6,3	-12,3	-12,5	-19,5	-11,3
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-11,2	-9,6	-6,0	-6,3	-12,3	-12,5	-19,5	-11,3
EPS (oikaistu)	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,01
EPS (raportoitu)	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,02

Tunnusluvut	2023	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%		5,4 %			-0,3 %	2,6 %	59,8 %	52,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		21,3 %			5,0 %	2,8 %	-71,1 %	1053,0 %
Käyttökate-%	18,4 %	18,8 %	10,9 %	18,8 %	15,3 %	19,4 %	18,3 %	23,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,0 %	9,2 %	10,0 %	9,4 %	9,7 %	9,7 %	1,8 %	13,3 %
Nettotulos-%	-47,1 %	-38,3 %	-53,2 %	-45,9 %	-49,2 %	-48,7 %	-47,5 %	-18,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	102	159	170	265	298
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	52,2	45,7	39,2	32,7
Käyttöomaisuus	102	106	124	226	265
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,5	16,6	12,9	9,4	8,5
Vaihto-omaisuus	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
Muut lyhytaikaiset varat	1,1	1,5	1,5	1,5	c
Myyntisaamiset	1,1	1,1	1,1	1,2	1,8
Likvidit varat	3,0	13,7	10,0	6,4	6,2
Taseen loppusumma	108	175	183	275	308

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	-2,0	73,6	61,3	48,8	29,3
Osakepääoma	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-5,1	-15,4	-27,7	-40,2	-59,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	88,8	88,8	88,8	88,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,2	28,5	22,1	42,6	51,2
Laskennalliset verovelat	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	23,1	22,1	42,6	51,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,9	4,2	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	103	73,1	99,5	183	228
Korolliset velat	82,5	62,0	88,2	170	205
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,3	11,1	11,3	12,8	22,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	108	175	183	275	308

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Haasteet Sunborn Internationalin arvonnäärityksessä

Sunborn Internationalin arvonnääritystä hankaloittaa mielestämme muutama tekijä. Ensinnäkin yhtiön nykyinen taseasema ei mahdollista suunniteltua investointisykliä, minkä seurauksena ennakoitu kasvu on Gibraltarin aluksen myymisen tai uuden pääoman varassa. Alisuoriutuvan Gibraltarin jahtihotellin ehdollisen myynnin toteuttaminen muuttaisi konsernin arvostuskuvaa huomattavasti, sillä se vapauttaisi pääomaa alisuoriutuvasta omaisuuserästä, poistaisi taseen rahoitusriskin ja mahdollistaisi vientirahoitukseen nojaavan uuden investointisyklin aloittamisen. Toiseksi, sijoitustarina on edennyt merkittävän kasvun kynnykselle, joka nojaa vahvasti uuteen Evolution-laivasarjaan ja vientiluottoihin rahoitusmuotona. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole historiallisia näyttöjä Evolution-laivasarjan rakennuttamisesta tai vientiluottojen hyödyntämisestä, mikä lisää tulevaan kehitykseen liittyvää ennusteriskiä. Kolmanneksi, Sunborn Internationalin noudatteleman FAS-kirjanpidon alla lukujen vertailukelpoisuus heikkenee verrokkiryhmään nähden. FAS-kirjanpidossa jahtihotellien arvoa poistetaan taseesta. Tämä heikentää yhtiön lukujen vertailukelpoisuutta IFRS:n tai GAAP:in alla raportoiisiin verrokkeihin nähden, sille ne kirjaavat hotellinsa tasearvot käypiin arvoihin. FAS-kirjanpidon myötä Sunborn International ei myöskään verrokeista poiketen kirjaa vuokrasopimusvelkoja taseelleen, mikä puolestaan laskee nettovelkaa ja käyttökatetta. Käsityksemme mukaan yhtiö suunnittelee IFRS-kirjanpitoon siirtymistä, mikä parantaisi lukujen vertailtavuutta muihin hotellialan toimijoihin.

Tuloskerroimet ovat erittäin korkeat nykyrakenteella

Sunborn Internationalin arvostustasoa arvioidessa suosimme tulospohjaisista kerroimista nettotulospohjaista P/E-kerrointa sekä yritysarpohjaista EV/EBITDA-kerrointa.

FAS-kirjanpidosta johtuen EV/EBIT-kertoimen vertailukelpoisuus on erityisen heikko IFRS 16 -vuokrasopimusoikeuksien käsittelyn takia. Tuloksen vertailukelpoisuuden parantamiseksi oikaisemme käänteisestä listautumisesta aiheutuvat liikearvon poistot tulosen nusteistamme, sillä kyseiset puhtaasti kirjanpidolliset kulut vääristävät kokonaiskuvaa liiketoiminnan kannattavuudesta.

Tappiollisen tulostason takia P/E-kerrointa ei voi lähivuosien ennusteillamme soveltaa Sunborn Internationaliin. Vertailukelpoiset EV/EBITDA-kertoimet (listautumiseen liittyvät kulut painavat raportoitua 2025 käyttökatetta) asettuvat 2025-2026 ennusteillamme 69-91x tasolle, jotka ovat erittäin korkeita liiketoimintamallin pääomantuottopotentiaali, lyhyen aikavälin rahoitusriski ja kansainvälisten hotellitoimijoiden arvostustasot huomioiden. Sunborn Internationalin arvostus muuttuu kuitenkin huomattavasti, mikäli alisuoriutuvan Gibraltarin jahtihotellin ehdollinen transaktio toteutuu. Mikäli Gibraltarin myynnistä vapautuvat 90 MEUR:n rahavarat, jäljellejäävän 42 %:n omistuksen tulososuuden Gibraltarin noin 2,6 MEUR:n normalisoidusta käyttökatteesta ja johdon arvioima jahtihotellin siirron myötä saavutettava noin 3,5 MEUR:n tulosparannus huomioidaan arvostuksessa, olisivat ennusteidemme mukaiset 2026-2027 EV/EBITDA-kertoimet noin 51-73x kasvuinvestointien nostaessa lähivuosien yritysarvoa. Huomautamme, että laskelma on havainnollistava ja yksinkertaistava, sillä todellisuudessa Gibraltarin jahtihotellin tulososuus kirjattaisiin konsernin tuloslaskelmalla vasta nettotulostasolla. Transaktion toteutuminen muuttaisi huomattavasti konsernin arvostuskuvaa, joskin arvostus jättäisi edelleen huomattavia odotuksia tuloskasvun varaan.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,43	0,43	0,43
Osakemäärä, milj. kpl	568,6	568,6	568,6
Markkina-arvo	246	246	246
Yritysarvo (EV)	346	452	496
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	4,0	5,0	8,4
P/S	9,8	9,6	6,0
EV/Liikevaihto	13,8	17,6	12,1
EV/EBITDA	68,9	91,0	66,1
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

1) Liikearvon poistot oikaistu

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Sunborn Internationalin suunnittelemat merkittävät kasvuinvestoinnit nostavat ennusteissamme huomattavasti lähivuosien nettovelkaa ja yritysarvoa, mutta niiden tulosvaikutus realisoituu vasta vuosien viiveellä. Merkittävä kasvu ja kyseinen vaikutus nostavat mielestämme lähivuosien osalta yhtiön hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Tästä huolimatta yhtiön arvostus vaikuttaa mielestämme korkealta myös investointisyklin yli katsoessa 2030 EV/EBITDA-kertoimen ollessa 17x.

Verrokkeihin nähden arvostus on haastava

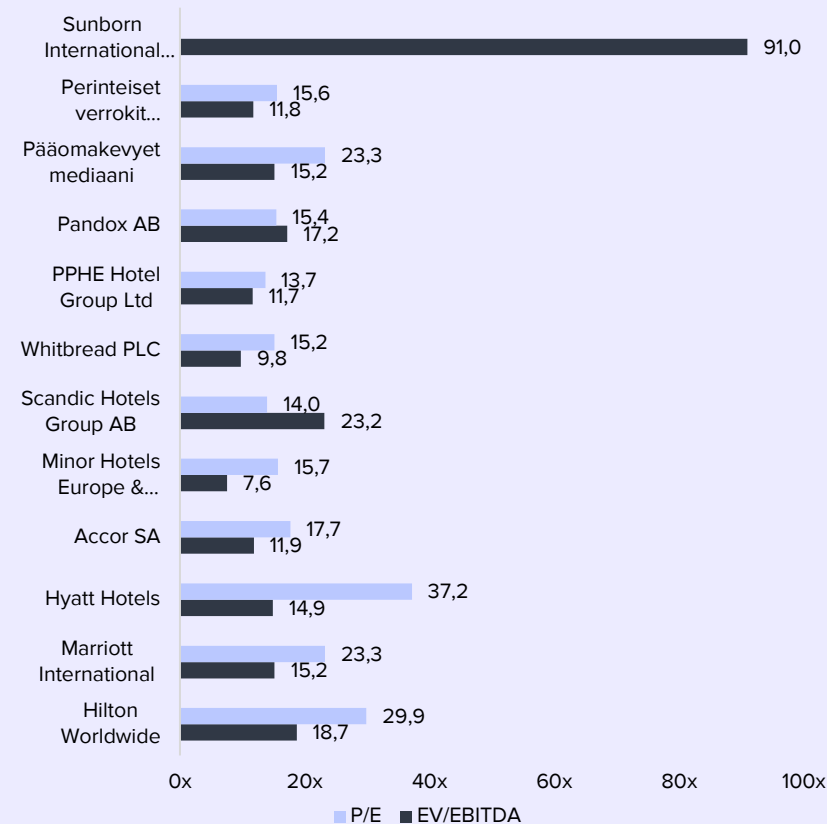
Sunborn Internationalin jahtihotellien ainutlaatuisten ominaispiirteiden (mm. liikuteltavuus ja vientirahoituksen saatavuus) ja yhtiön pienen kokoluokan takia arvostuksen suhteuttaminen verrokkeihin on jossain määrin haastavaa. Yhtiön verrokeiksi olemme valikoineet Amerikasta ja Euroopasta hotellialan toimijoita, joiden liiketoiminta painottuu Sunborn Internationalin tapaan pääosin hotellien omistamiseen ja operoimiseen. Verrokeilla on myös vaihtelevasti franchising-liiketoimintaa. Tämän myötä verrokkien liiketoimintamallit ovat Sunborn Internationalin tapaan pääosin pääomaraskaita ja nojaavat kykyyn hallinnoida hotelleja tehokkaasti. Verrokkiryhmän liiketoimintamalleissa on luonnollisesti huomattavia eroja jahtihotelleihin keskittyvään Sunborn Internationaliin nähden, mutta tämä luo tietyn kehikon, jonka raameissa Sunborn Internationalin arvostusta voi lähestyä. Verrokkien 2025-2026 EV/EBITDA-kertoimet ovat mediaanitasolla noin 13-11x. Sunborn Internationalin arvostusta suhteuttaessa verrokkeihin on huomioitava, että siirtymä IFRS-kirjanpitoon laskisi hieman EV/EBITDA-kerrointa ja yhtiö suunnittelee kokoonsa nähden erittäin merkittäviä investointeja. Tämä nostaa hyväksyttävää arvostustasoa, mutta siitä huolimatta näemme tulos pohjaisesti selvää painetta kohti verrokkien arvostustasoja.

Sunborn Internationalin ja verrokkien liiketoimintamallien eroavaisuuksien takia olemme koonneet myös toisen verrokkiryhmän, joka koostuu Hiltonista, Marriottista ja Hyatt Hotelsista. Kyseisten yhtiöiden enenevästi lisenssituloihin ja globaalisti tunnettuihin brändeihin nojaavat liiketoimintamallit ovat nähdäksemme hotellialalla ylivertaisia niiden pääomakevyyden luonteen, skaalaetujen ja hajautuneiden tulovirtojen takia. Arviomme mukaan kyseisiin pääomakevyyksiin tulonlähteisiin laajentaminen olisi myös Sunborn Internationalin kannalta houkuttelevaa, mutta se vaatisi huomattavasti nykyistä suurempaa kokoluokkaa ja jahtihotellien tunnettuuden parantamista. Kyseisten pääomakevyyksiin liiketoimintamalleihin nojaavien yhtiöiden 2025-2026 EV/EBITDA-kertoimet asettuvat 15x ja 20x välille, johon nähden Sunborn Internationalin merkittävää preemiohinnoittelua on vaikea oikeuttaa.

Tasepohjainen arvostus vaatii oikaisuja

Sunborn Internationalin ennusteidemme mukainen 2025 P/B-kerroin on hotellialan verrokkeihin nähden erittäin korkealla 4,0x tasolla. Tunnusluvussa on kuitenkin huomioitava jahtihotellit, joiden tasearvot eivät vastaa niiden markkina-arvoja yhtiön noudattaessa FAS-kirjanpitoa. Toinen tekijä, joka vääristää yhtiön omaa pääomaa on 52 MEUR:n liikearvo. Mikäli yhtiön jahtihotellit kirjaa niiden käypiin markkina-arvoihin (käytämme Gibraltarin kohdalla XNS Holdingsin kanssa sovittua 155 MEUR:n ehdollista kauppahintaa ja Lontoon jahtihotellin kohdalla kolmannen osapuolen 50 MEUR:n arviota) ja käänteisen listautumisen yhteydessä syntyneen liikearvon oikaisee taseelta, on yhtiön P/B-kerroin 2025 ennusteillamme 2,1x. Mielestämme taso on koholla liiketoimintamallin pidemmän aikavälin normalisoituun kannattavuustasoon nähden, mutta huomattavasti maltillisempi.

Verrokkiryhmän 2026 P/E ja EV/EBITDA-kertoimet



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Mikäli Sunborn Internationalin 346 MEUR:n ennusteidemme mukaisesta 2025 yritysarvosta oikaisee Gibraltarin jahtihotellin ehdollisen kaupan viitoittavan 155 MEUR:n arvon, nykyinen kurssitaso antaisi Lontoon jahtihotellille ja tuleville kasvuinvestoinneille 191 MEUR:n arvon, mikä vaikuttaa korkealta rajalliset näytöt arvoa luovasta kasvusta huomioiden. Lontoon jahtihotelli suoriutuu Gibraltarin jahtihotellia paremmin sijaintinsa ansiosta, mutta pienemmän kokonsa ja ikänsä vuoksi sen jälleenmyyntiarvo on huomattavasti matalampi.

DCF-malli indikoi pidemmän aikavälin potentiaalia

Nähdäksemme DCF-malli on toimiva työkalu Sunborn Internationalin arvonmääritykseen, sillä malli huomioi hyvin pidemmän aikavälin potentiaalin tulevan investointisyklin yli. Mallimme keskipitkän aikavälin kasvuoletukset ovat yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisesti aggressiiviset. DCF-mallimme ei huomioi Gibraltarin ehdollisen transaktion suoraa vaikutusta Sunborn Internationaliin, minkä seurauksena kaupan toteutuminen nykyehdoilla aiheuttaisi nousupainetta mallimme viitoittavaan arvoon. Mallimme ei vielä tässä vaiheessa huomioi uusia Vancouverin hankkeen jälkeisiä hotelli-investointeja, sillä niiden toteutettavuus nojaa tässä vaiheessa turhan vahvasti Gibraltarin jahtihotellin myyntiin ja tulevien jahtihotellien menestykseen. Mikäli suunnitellut hotellihankkeet suoriutuvat hyvin, näemme Sunborn Internationalilla edellytykset merkittävään kasvuun vielä 2030-luvulla. DCF-mallimme odottaa yhtiön kasvun vakiintuvan 2 %:iin ja pidemmän aikavälin käyttökatemarginaalin olevan 28 %. DCF-mallimme viitoittaa yhtiölle 0,22 euron osakekohtaista arvoa. Olemme soveltaneet yhtiölle 10,2 %:n oman pääoman tuottovaadetta, mutta yhtiön korkea velkavipu painaa pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) 7,2 %:iin. Pääoman kustannus nojaa etupainotteisesti yhtiön

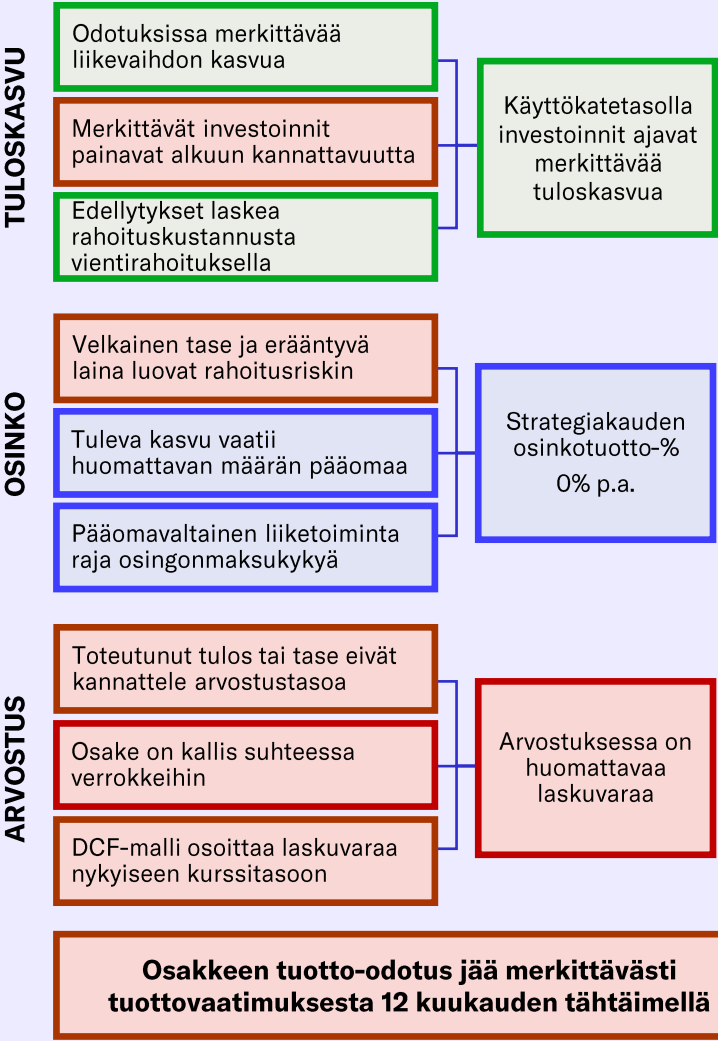
kykyyn laskea pääoman kustannustaan vientirahoituksen avulla, joten taseen uudelleenrahoittaminen on keskeisessä roolissa mallin viitoittaman arvon realisoimiseksi. Huomautamme mallin viitoittavan arvon painottuvan 2030-luvulle, mikä lisää siihen liittyvää epävarmuutta.

Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Sunborn Internationalin seurannan 0,20 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Osakkeen arvostus nojaa odotuksiin vahvasta kasvusta ja sen myötä paranevasta kannattavuudesta sekä laskevasta rahoituksen kustannuksesta. Yhtiö on siirtymässä vahvan kasvun vaiheeseen, joka tulee vaatimaan merkittäviä investointeja ja muovaamaan sijoitustarinan täysin uusiksi. Mielestämme liiketoimintamallin ominaispiirteet luovat edellytykset kilpailijoista erottautumiselle tai jopa kilpailueduille, mutta rajallisten historiallisten näyttöjen perusteella niiden varaan ei voi vielä täysimääräisesti nojata. Lyhyellä aikavälillä Gibraltarin syyskuussa erääntyvä joukkovelkakirjalaina nostaa osakkeen riskiprofiilia, sillä taseasema ei mahdollista lainan lunastamista ilman Gibraltarin jahtihotellin ehdollista kauppaa. Korostamme Gibraltarin ehdollisen kaupan tärkeyttä sijoitustarinan kannalta, sillä se poistaisi kasvun rajoitteita ja lyhyen aikavälin taseriskin, minkä lisäksi se validoi toteutuessaan väitettä jahtihotellien houkuttelevista jälleenmyyntihinnoista. Näkemyksemme osakkeen käyvistä arvosta asettuu DCF-mallin ja sen herkkyyksianalyysin, suhteellisen arvostuksen sekä yhtiön absoluuttisten arvostuskertoimien perusteella 0,14-0,24 euron haarukkaan. Nähdäksemme merkittävät Gibraltarin aluksen ehdolliseen kauppaan nojaavat kasvuodotukset ja yhtiön rajalliset historialliset näytöt strategiakauden mukaisesta erittäin vahvasta kasvusta lisäävät käypään arvoon liittyvää epävarmuutta.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

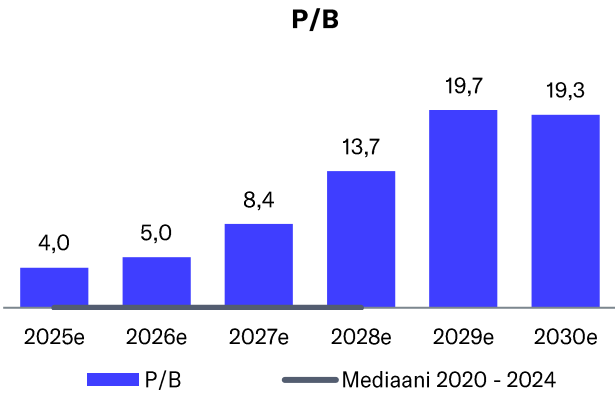
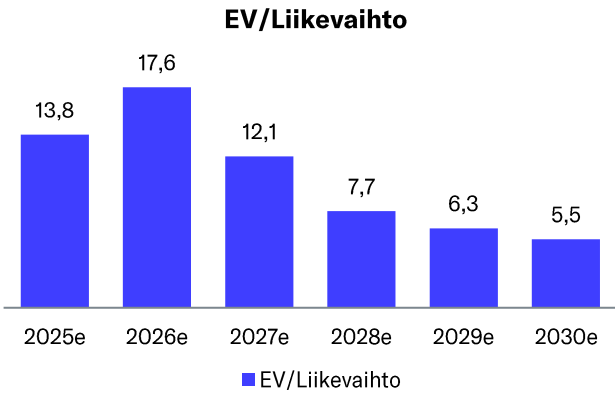
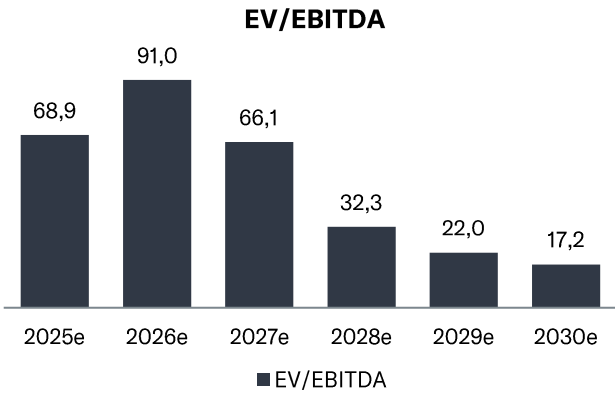
Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Osakekurssi			0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Osakemäärä, milj. kpl			568,6	568,6	568,6	568,6	568,6	568,6
Markkina-arvo			246	246	246	246	246	246
Yritysarvo (EV)			346	452	496	481	464	442
P/E (oik.)			neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100
P/E			neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta			neg.	neg.	neg.	8,9	8,3	7,5
P/B			4,0	5,0	8,4	13,7	19,7	19,3
P/S			9,8	9,6	6,0	3,9	3,4	3,0
EV/Liikevaihto			13,8	17,6	12,1	7,7	6,3	5,5
EV/EBITDA			68,9	91,0	66,1	32,3	22,0	17,2
EV/EBIT (oik.)			>100	>100	>100	58,1	68,4	38,1
Osinko/tulos (%)			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Accor SA	10889	15254	17,9	16,1	12,9	11,9	2,6	2,5	20,4	17,7	3,0	3,3	2,4
Minor Hotels Europe & Americas SA	2811	5115	13,6	13,8	7,5	7,6	2,1	2,1	15,0	15,7			2,1
Scandic Hotels Group AB	1682	5652	27,2	25,1	24,8	23,2	2,8	2,7	16,2	14,0	3,3	3,8	4,4
Whitbread PLC	6245	11671	15,9	15,8	10,1	9,8	3,5	3,5	15,5	15,2	3,2	3,3	1,6
PPHE Hotel Group Ltd	810	2267	20,0	17,3	13,0	11,7	4,2	3,9	18,0	13,7	2,5	3,2	2,1
Pandox AB	3011	6482	19,2	19,2	18,1	17,2	9,8	9,5	16,8	15,4	2,6	2,7	0,9
InterContinental Hotels Group PLC	15821	18754	17,5	16,3	16,5	15,3	8,9	8,4	23,9	21,4	1,6	1,8	
Wynn Resorts Ltd	9941	16561	16,2	14,8	9,4	8,9	2,8	2,7	24,3	20,3	0,9	0,9	
Sunborn International Oyj (Inderes)	246	346	143,0	181,8	68,9	91,0	13,8	17,6			0,0	0,0	4,0
Keskiarvo			18,4	17,3	14,0	13,2	4,6	4,4	18,8	16,7	2,4	2,7	2,3
Mediaani			17,7	16,2	13,0	11,8	3,1	3,1	17,4	15,6	2,6	3,2	2,1
Erutus-% vrt. mediaani			709 %	1023 %	432 %	674 %	341 %	470 %			-100 %	-100 %	89 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Pääomakevyiden verrokkien arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Hilton Worldwide	54425	63460	23,9	21,0	20,2	18,7	6,2	5,8	33,8	29,9	0,2	0,2	
Marriott International	61334	74181	19,2	17,9	16,2	15,2	3,3	3,1	26,2	23,3	1,0	1,1	
Hyatt Hotels	11279	15939	36,6	25,5	16,2	14,9	2,6	2,5	57,9	37,2	0,4	0,5	3,4
Keskiarvo			26,5	21,5	17,5	16,3	4,1	3,8	39,3	30,1	0,5	0,6	3,4
Mediaani			23,9	21,0	16,2	15,2	3,3	3,1	33,8	29,9	0,4	0,5	3,4
Erutus-% vrt. mediaani			499 %	765 %	326 %	500 %	320 %	466 %			-100 %	-100 %	18 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

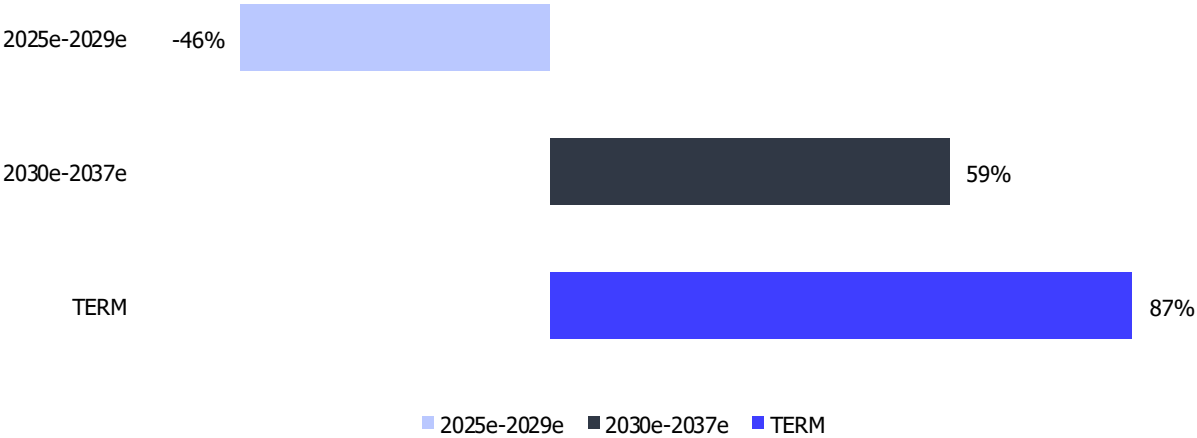
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,4 %	-0,3 %	2,6 %	59,8 %	52,0 %	17,6 %	10,2 %	3,3 %	3,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Käyttökate-%	18,8 %	15,3 %	19,4 %	18,3 %	23,9 %	28,7 %	31,8 %	32,2 %	32,7 %	31,8 %	31,9 %	28,3 %	28,0 %	27,7 %	27,7 %
Käyttökate (EBITDA)	4,7	3,8	5,0	7,5	14,9	21,1	25,7	26,9	28,2	28,0	28,6	25,9	26,2	26,4	
- Maksetut verot	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	-3,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	-1,9	-1,6	-1,4	-1,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-9,6	0,2	1,5	8,8	13,6	9,6	8,5	1,7	1,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	
Operatiivinen kassavirta	-4,9	4,0	6,5	16,3	28,6	30,7	34,1	28,6	30,0	27,0	27,9	25,5	25,9	22,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,7	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-65,1	-20,5	-104,2	-46,2	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-71,7	-20,6	-97,7	-29,9	27,6	29,6	32,9	27,4	28,7	25,7	26,6	24,1	23,9	20,6	
+/- Muut	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	
Vapaa kassavirta	-71,7	-20,6	-97,7	-29,9	27,6	29,6	32,9	27,4	28,7	25,7	26,6	24,1	23,9	20,6	403
Diskontattu vapaa kassavirta		-20,1	-88,9	-25,3	21,9	21,9	22,7	17,6	17,2	14,3	13,8	11,7	10,8	8,7	171
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		197	217	306	331	309	288	265	247	230	216	202	190	179	171
Velaton arvo DCF		197													
- Korolliset velat		-85,1													
+ Rahavarat		13,7													
-Vähemmistöosuus		0,0													
-Osinko/pääomapalautus		0,0													
Oman pääoman arvo DCF		125													
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,22													

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	60,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

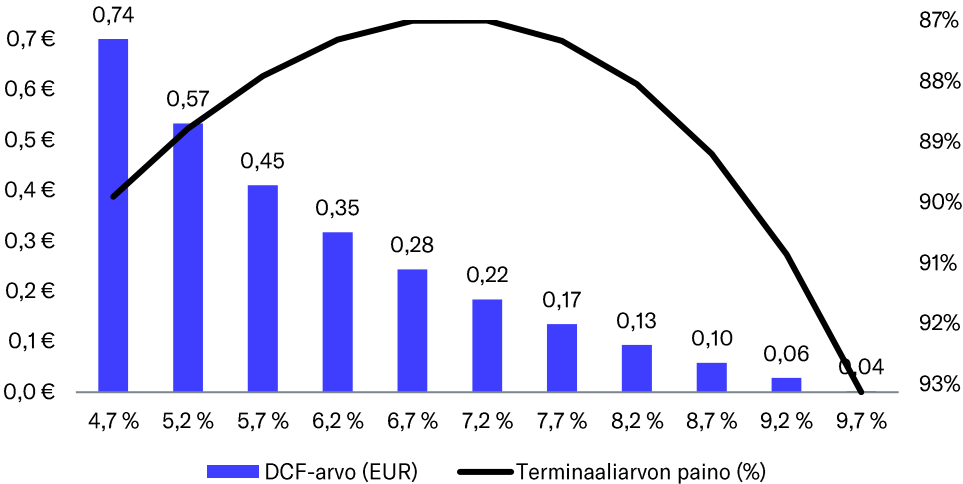
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

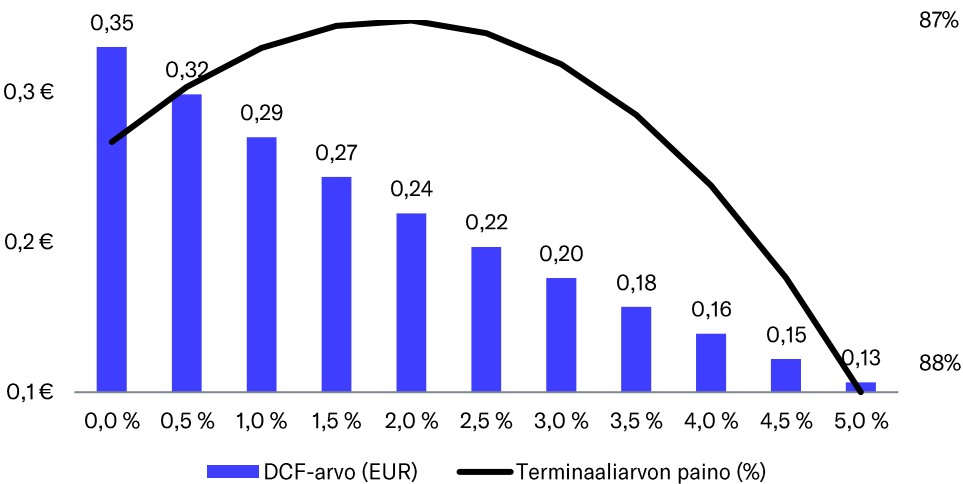


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

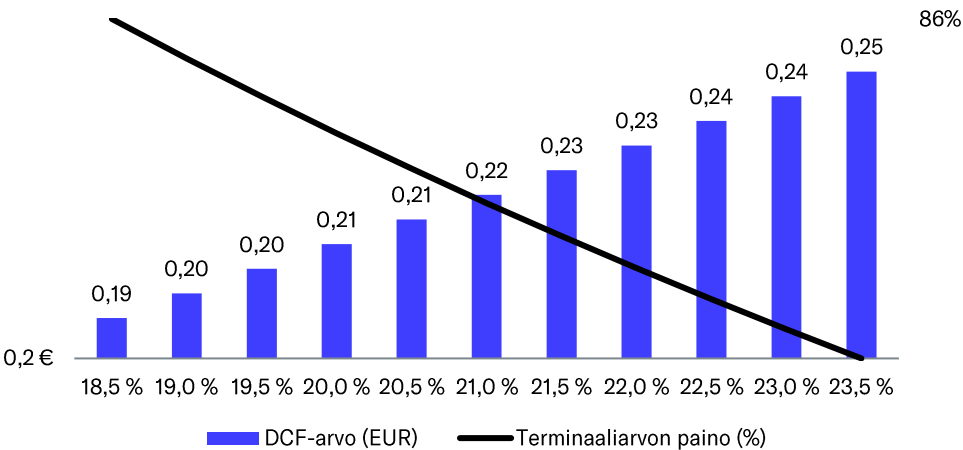
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



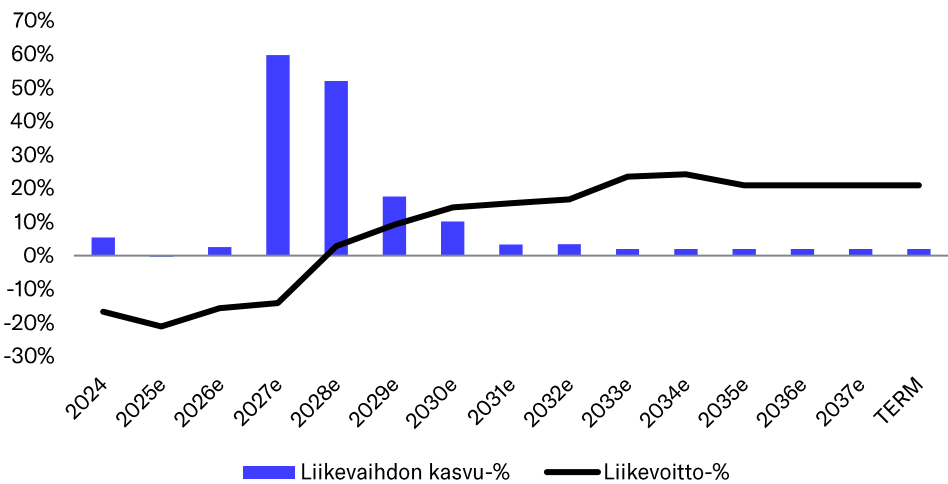
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	23,8	25,1	25,0	25,7	41,0
Käyttökate	4,4	4,7	3,8	5,0	7,5
Liikevoitto	-4,6	-4,2	-5,3	-4,0	-5,8
Voitto ennen veroja	-11,2	-9,7	-12,3	-12,5	-19,5
Nettovoitto	-11,2	-9,6	-12,3	-12,5	-19,5
Kertaluontoiset erät	-6,5	-6,5	-7,7	-6,5	0,0

Tase	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Taseen loppusumma	107,9	175,2	182,9	274,5	308,1
Oma pääoma	-2,0	73,6	61,3	48,8	29,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	79,5	71,4	100,3	206,5	250,0

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Käyttökate	4,4	4,7	3,8	5,0	7,5
Nettokäyttöpääoman muutos	17,8	-9,6	0,2	1,5	8,8
Operatiivinen kassavirta	23,4	-4,9	4,0	6,5	16,3
Investoinnit	-111,4	-65,1	-20,5	-104,2	-46,2
Vapaa kassavirta	-82,1	-71,7	-20,6	-97,7	-29,9

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EV/Liikevaihto			13,8	17,6	12,1
EV/EBITDA			68,9	91,0	66,1
EV/EBIT (oik.)			>100	>100	>100
P/E (oik.)			neg.	neg.	neg.
P/B			4,0	5,0	8,4
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,03
EPS (oikaistu)	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
Operat. Kassavirta / osake	0,04	-0,01	0,01	0,01	0,03
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,14	-0,13	-0,04	-0,17	-0,05
Omapääoma / osake	0,00	0,13	0,11	0,09	0,05
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	595400 %	5 %	0 %	3 %	60 %
Käyttökatteen kasvu-%		8 %	-19 %	30 %	51 %
Liikevoiton oik. kasvu-%		21 %	5 %	3 %	-71 %
EPS oik. kasvu-%		-34 %	48 %	30 %	116 %
Käyttökate-%	18,4 %	18,8 %	15,3 %	19,4 %	18,3 %
Oik. Liikevoitto-%	8,0 %	9,2 %	9,7 %	9,7 %	1,8 %
Liikevoitto-%	-19,3 %	-16,7 %	-21,1 %	-15,6 %	-14,1 %
ROE-%	1104,6 %	-26,9 %	-18,3 %	-22,7 %	-49,8 %
ROI-%	-11,4 %	-3,5 %	-3,2 %	-1,8 %	-2,1 %
Omavaraisuusaste	-1,9 %	42,0 %	33,5 %	17,8 %	9,5 %
Nettovelkaantumisaste	-3914,1 %	97,0 %	163,6 %	423,2 %	852,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22/08/2025	Myy	0,20 €	0,43 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**