

Rush Factory

Yhtiöraportti

16.11.2022 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uusi tukijalka työn alla

Laskemme Rush Factoryn tavoitehintamme 1,2 euroon (aik. 1,3 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Yhtiön sijoitustarina on edennyt kiinnostavaan taitekohtaan lanseerausvaiheessa olevan ja suuren potentiaaloin omaavan Utopia Nation Festival -tapahtumakonseptin myötä, mutta lyhyellä aikavälillä haastavan talousnäköymän ja heikon taseaseman luomat riskit painavat nähdäksemme mahdollisuuksia enemmän vaakakupissa. Teimme päivityksen yhteydessä ainoastaan marginaalisia tarkennuksia kuluvan vuoden ennusteisiimme.

Kiertuepohjainen tapahtumatuottaja dynaamisella vapaa-ajan markkinalla

Rush Factory suunnittelee, kehittää, markkinoi ja tuottaa kiertuepohjaisia elämys- ja tapahtumakonsepteja kansainvälisille markkinoille painottuen. Yhtiön liiketoimintamallin ytimessä ovat vahvat sisäiset prosessit ja koko tapahtumatuotannon arvoketjun hallinta, mikä vähentää yhtiön riippuvuutta alihankkijoista parantaen sekä kustannustenhallintaa että edellytyksiä konseptikohtaisen lisäarvon luomiselle. Rush Factory operoi luonteeltaan hyvin dynaamisella sekä kooltaan valtavalla vapaa-ajan markkinalla. Yhtiön keskeisimmät kilpailuedut nivoutuvat arviomme mukaan liiketoimintamallin operatiivisen syvyyden mahdollistama joustavuus sekä sen mahdollistama kustannustehokas toiminta. Pääriskit liittyvät puolestaan yhtiön riippuvuuteen sen suurimmasta tapahtumasta, rajallinen näkyvyys liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen ja kasvaneen velkataakan myötä syntyneet epäoptimaalinen pääomarakenne.

Kasvustrategia nojaa uusien tapahtumakonseptien kaupallistamiseen

Rush Factoryn strategia on hyvin kasvuhakuinen. Yhtiö pyrkii kasvamaan sekä jo tuotantovaiheessa olevien konseptien tapahtumamäärää kasvattamalla että uusia konsepteja suunnittelemalla ja kaupallistamalla. Pitkällä aikavälillä etenkin uusien konseptien suunnittelussa ja kaupallistamisessa onnistuminen on kriittistä yhtiön liikevaihtoa kannattelevan Color Obstacle Rush -tapahtumakiertueen (COR) lähestyessä asteittain sekä elinkaarensa että kysyntänsä saturaatiopistettä. Pilotointivaiheessa oleva Utopian Nation Festival -tapahtumakonsepti (UNF) voi onnistuessaan muodostaa yhtiölle toisen merkittävän tukijalan, mutta uuden konseptin onnistunut lanseeraaminen heikon kuluttajaluottamuksen värittämässä liiketoimintaympäristössä voi arviomme mukaan olla haastavaa. Samalla nousseet asiakashankinnan kulut heikentävät näkyvyyttä siihen, mille tasolle liiketoiminnan kannattavuus asettuu pidemmällä aikavälillä. Pidämme kuitenkin yhtiön strategian suuntaamista kasvuun perusteltuna arvonluonnin näkökulmasta, sillä yhtiön pääomakevyellä liiketoimintamallilla on arviomme mukaan edelleen edellytykset todella korkeaan pääomantuottoon.

Pidemmälle katsoessa osake on edullinen, mutta epävarmuus sietämätön

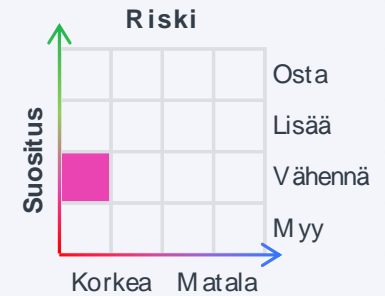
Ensi vuoden ennusteillamme Rush Factoryn P/E-kerroin on 8x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on 7x. Ensi vuoden historiallisiin tasoihin nähden heikolla kannattavuusennusteella osake vaikuttaa neutraalisti hinnoitellulta, kun taas vuoden 2024 tulosennusteella arvostus vaikuttaa jopa houkuttevalta. Vuoden 2024 ennusteeseen liittyy kuitenkin mielestämme liikaa epävarmuutta yhtiön tasetilanteeseen, suhteelliseen kannattavuuteen ja UNF-konseptin vastaanottoon liittyen. Rush Factoryn sijoitustarinassa tuotto-odotus nojaa vahvan kasvuhakuisuuden vuoksi toistaiseksi puhtaasti tuloskasvuun. DCF-mallimme indikoi edelleen nousuvaraa nykytasoilta, mutta skenaario edellyttää kohtuullista vastaanottoa UNF-konseptille ja lyhyen aikavälin tukalasta näköymästä selviytymistä ilman oleellista diluutiota

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

1,20 EUR
(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:
1,09



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	4,2	2,9	6,3	7,8
kasvu-%	2708 %	-32 %	116 %	25 %
EBITDA	0,6	-0,4	0,5	0,7
EBITDA-%	13,9 %	-15,2 %	7,3 %	9,1 %
Nettotulos	0,5	-0,6	0,3	0,5
EPS (oik.)	0,19	-0,26	0,14	0,20
P/E (oik.)	14,7	neg.	7,7	5,4
P/B	8,3	12,5	4,8	2,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	14,8	neg.	8,1	4,5
EV/EBITDA	11,4	neg.	6,9	3,9
EV/Liikevaihto	1,6	1,3	0,5	0,4

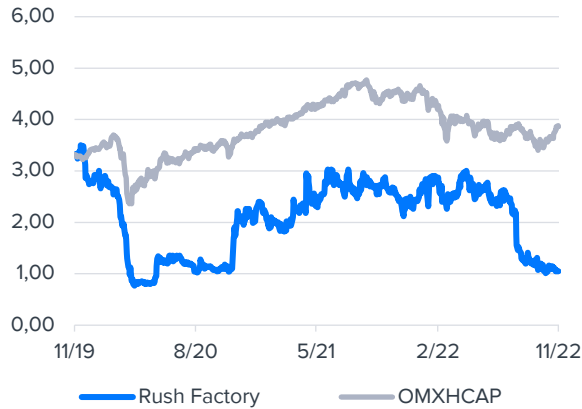
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

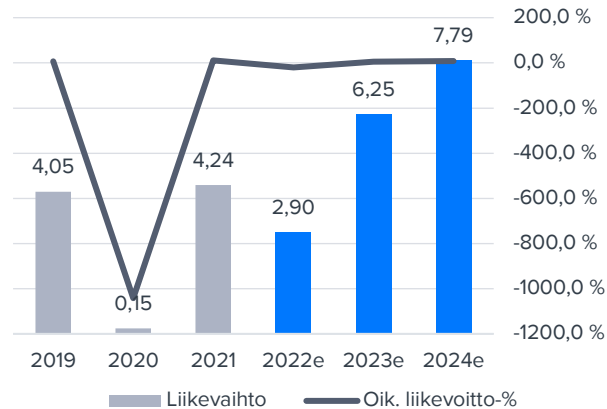
Koronapandemian aiheuttamasta poikkeuksellisesta epävarmuudesta johtuen yhtiö ei anna numeerista arviota vuoden 2022 liikevaihdosta eikä käyttökateesta.

Osakekurssi



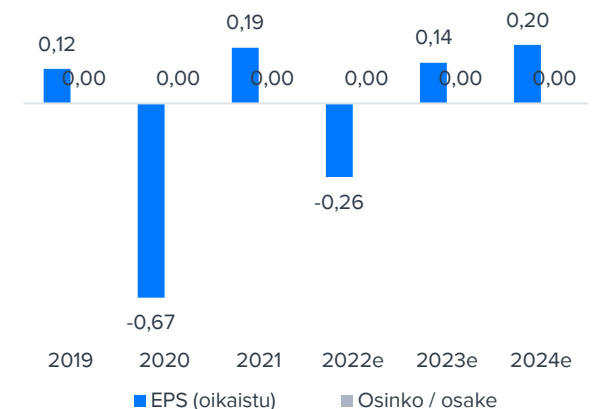
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Nykyisten konseptien tapahtumamäärän kasvattaminen ja tulonlähteiden laajentaminen
- Uusien konseptien kehittäminen ja onnistunut kaupallistaminen
- Joustava toimintamalli ja kevyt kustannusrakenne mahdollistavat korkean kannattavuustason



Riskitekijät

- Vahva riippuvuus yhdestä konseptista ja sen elinkaaren vaiheesta
- Näkyvyys liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen on heikko
- Konseptien suunnittelu- ja kehitystyössä epäonnistuminen
- Resurssit voivat muodostaa pullonkauloja kasvustrategian toteuttamiselle
- Rahoitusriski

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,09	1,09	1,09
Osakemäärä, milj. kpl	2,35	2,35	2,35
Markkina-arvo	2,6	2,6	2,6
Yritysarvo (EV)	3,7	3,1	2,8
P/E (oik.)	neg.	7,7	5,4
P/E	neg.	7,7	5,4
P/Kassavirta	neg.	4,6	6,7
P/B	12,5	4,8	2,5
P/S	0,9	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	1,3	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,9	3,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	8,1	4,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-13
Toimiala ja kilpailu	14-17
Strategia	18-19
Taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-27
Arvonmääritys	28-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Rush Factory lyhyesti

Rush Factory on kiertuepohjaisten ja kansainvälisten tapahtumakonseptien suunnitteluun, markkinointiin ja tuottamiseen keskittynyt yhtiö. Yhtiön tapahtumakonsepteja ovat mm. Color Obstacle Rush, Rush Workout, Dudesonit Funland ja pilotointivaiheessa oleva Utopia Nation Festival

2015

Ensimmäinen Color Obstacle Rush järjestetään

2018

Listautuminen First North -markkinapaikalle sekä nykymuotoisen konsernirakenteen ja emoyhtiö Rush Factoryn perustaminen

2,9 MEUR (-31 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022e

-0,4 MEUR

Käyttökate 2022e

8

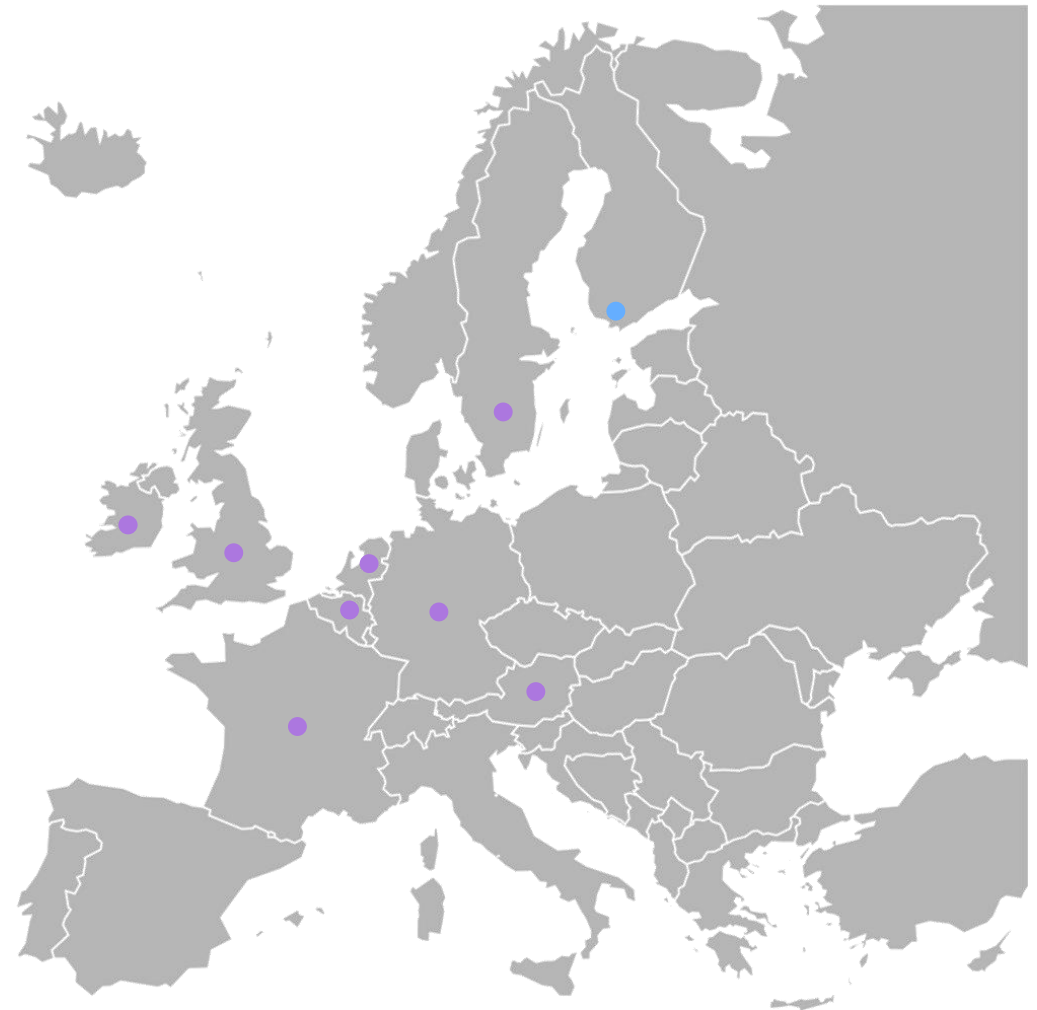
Tapahtumamaiden lukumäärä 2022

13

Henkilöstö keskimäärin H1'22

4

Nykyisten tapahtumakonseptien lukumäärä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Kiertuepohjaisten tapahtumien tuottaja

Rush Factory on yhtiö, joka kehittää, suunnittelee, markkinoi ja tuottaa kiertuepohjaisia tapahtumakonsepteja liki puhtaasti kansainvälisellä fokuksella. Luonteeltaan Rush Factoryn järjestämät tapahtumat ovat liikunnallisia viihde- ja elämyskokonaisuuksia. Tapahtumissa varsinaista (liikunta)suoritusta tärkeämpää on kuitenkin uusien kokemusten hankkiminen ja erilaisten ryhmien välinen yhdessäolo, mihin myös yhtiön asiakaslupaus arviomme mukaan tiivistyy. Koska Rush Factoryn toimintamalli on kiertuepohjainen, ei konsepteilla ole esimerkiksi perinteisten aktiviteetti- tai huvipuistojen tapaan yhtä kiinteää sijaintia. Täten jokainen tapahtuma rakennetaan aina erikseen sen tarpeisiin soveltuvalle tapahtumapaikalle, kuten laukkaradalle tai suurelle puistoalueelle. Pidämme kiertuepohjaisuutta järkevänä strategisena valintana, sillä se luo yhtiölle toiminnallista vapautta, laajentaa markkinapotentiaalia sekä tekee toiminnasta huomattavasti pääomakevyemmän. Kiertuepohjainen liiketoimintamalli laskee myös riskiprofilia verrattuna kiinteisiin toimipisteisiin, joiden elinvoimaisuus riippuu paikallisen elintason ja demografian kehityksestä.

Rush Factoryn liiketoiminta on erittäin kansainvälistä ja arviomme mukaan vuoden 2021 4,2 MEUR:n liikevaihdosta yli 95 % tuli Suomen rajojen ulkopuolelta. Yhtiölle suurimmat ja siten tärkeimmät markkina-alueet ovat Iso-Britannia, Ranska, Saksa ja Belgia, jotka käsityksemme

mukaan muodostivat viime vuoden pandemiasävytteisestä volyymistä yhteensä yli 80 %. Näistä alueista Iso-Britannia, Ranska ja Saksa ovat olleet kiertuekalenterin kulmakiviä käytännössä alusta asti, kun taas Belgian osalta viime vuosi oli päänavaus. Nopeasti merkittävän kokoiseksi nostettua Belgiaa voidaanakin mielestämme pitää konkreettisenä osoituksena niin yhtiön omasta markkina- ja markkinointiosaamisesta kuin COR-konseptin skaalattavuudestakin. Edellä mainittujen maiden ja Suomen lisäksi Rush Factory on tapahtumineen rantautunut myös Ruotsiin, Itävaltaan, Tanskaan, Puolaan ja Hollantiin.

Rush Factoryn toimitilat sijaitsevat Maskussa ja H1'22 lopussa yhtiö työllisti vakituisesti 13 ydintoimintoihin keskittyntä henkilöä. Tapahtumakiertueiden kokoonpano- ja purkuvaiheissa yhtiö hyödyntää runsaasti itse koottuja paikallisia tiimejä ja matalamman lisäarvon funktioissa (mm. valvontatehtävät) vastaavasti vuokrattua työvoimaa.

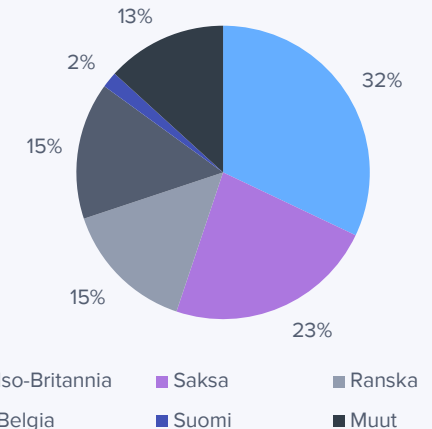
COR vielä ykköskonseptina

Yhtiön toistaiseksi tunnetuin ja luonnollisesti myös kaupallisesti menestynein tapahtumakonsepti on Color Obstacle Rush (COR) -väriestejuoksu. Vuodesta 2015 lähtien COR on järjestetty yli 300 kertaa kymmenessä eri maassa ja käsityksemme mukaan se on kerännyt yhteensä noin 550 000 osallistujaa. Konseptina COR on yhtiön asiakaslupausta mukaillen hyvän mielen ulkoilmatapahtuma, jossa osallistujat etenevät noin viiden kilometrin mittaisella radalla ylittäen ja

RUSH FACTORY

- Liikunnallisten elämys- ja tapahtumakonseptien suunnittelija, markkinoija ja tuottaja
- Kiertuepohjaisuus tuo yhtiölle joustoa ja vapauttaa kiinteän toimipisteen riskiprofilista
- Hallussa on koko tapahtumatuotannon arvoketju ja riippuvuus alihankkijoista on marginaalinen
- Normaaleissa olosuhteissa liiketoiminta on kassavirtatehokasta ja pääoman tuottokyvyltään korkeaa
- Konseptien toimivuus todistettu kansainvälisesti ja etenkin Keski-Euroopassa

Liikevaihdon arvioitu*
maantieteellinen jakauma 2021



*Inderesin arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

läpäisten erilaisia esteitä ja jauheväripisteitä musiikin soidessa taustalla. Vaikka COR on konseptina jo varsin iäkäs, on sen kiinnostavuus pysynyt kuitenkin erittäin hyvänä ja esimerkiksi viime vuoden tapahtumakiertue oli pandemiahaitoista huolimatta historian suurin. Tämän taustalla on arviomme mukaan ollut keskeistä kaksi tekijää: 1) säännöllisesti toteutetut kehittämis- ja parantamistoimet, jotka ovat tuoneet kaupallisen potentiaalinsa todistaneeseen konseptiin pieniä uudistuksia (mm. viihteellisuuden lisäys) ja siten sekä ylläpitäneet kiinnostavuutta että pidentäneet tapahtuman elinkaarta vakiintuneilla markkina-alueilla sekä 2) COR:n vieni kokonaan uusiin maihin ja vakiintuneiden maiden sisällä uusiin kaupunkeihin, minkä myötä konsepti on alueellisesti nähty ikään kuin uudenveroisena. Koska näiden molempien liikkeiden kaupalliset logiikat ovat olleet hyvinkin toimivia, uskomme yhtiön jatkavan COR:n osalta vastaavien toimien toteuttamista tulevaisuudessakin.

Ajallisesti COR:n kiertue alkaa yleensä maaliskuussa ja päättyy lokakuun loppuun mennessä. Kiertueen sisällä tapahtumakohtaiset kokoerot ovat huomattavia, sillä käsityksemme mukaan suurimmat yksittäiset tapahtumat voivat olla kävijämääriltään yli 7.000 osallistujan ja liikevaihdoltaan yli 300 TEUR:n kokoisia pienimpien jäädessä alle tuhanteen osallistujaan ja karkeasti 15-25 TEUR:n liikevaihtoon. Historiallisesti COR-kiertueen keskimääräisen tapahtuman kokoluokka on puolestaan arviomme mukaan ollut noin 2.400-2.900 kävijässä ja 85-105 TEUR:n liikevaihdossa. Yksittäisen tapahtuman ja

tapahtumakaupungin koon välinen suhde on varsin lineaarinen, joten suurimmat (ja kannattavimmat) tapahtumat järjestetään lähes poikkeuksetta väkiriikkaimmilla paikkakunnilla.

Toinen jo tuotannossa oleva konsepti on osana COR-kiertuetta (tyypillisesti arkena ennen viikonlopun COR-tapahtumaa) järjestettävä leikkimielinen liikuntatapahtuma Rush Workout (RW). Myös RW:ssa keskeisenä elementtinä on esterata, mikä mahdollistaa yhtiölle sekä logistisia että kalustollisia synergioita COR:n kanssa. Itsenäisenä tapahtumana RW:n taloudellinen merkitys (ml. potentiaali) on kuitenkin pieni ja pidämmekin sitä ensisijaisesti strategisena ja COR:a ajatellen eräänlaisena tukikonseptina. Sekä COR:n että RW:n kohderyhmänä ovat 18-40-vuotiaat naiset. Arviomme mukaan vuonna 2021 noin 80-90 % tapahtumien kaikista osallistujista kuuluivat tähän kategoriaan.

Rush Factoryn kolmas ja RW:n tapaan selvästi COR:ia pienemmän kokoluokan konsepti on vuonna 2019 lanseerattu Duudsonit Funland (DF) -sisäliikuntatapahtuma. DF on ensisijaisesti lapsille ja nuorille suunnattu tapahtuma, jonka tavoitteena on innostaa kohderyhmää aktiivisempaan liikkumiseen. Mielestämme DF täydentää muita tuotannossa olevia konsepteja varsin hyvin, sillä se sekä laajentaa potentiaalista asiakaspeittoa että parantaa jonkin verran kaluston käyttöastetta. Arviomme mukaan Suomi tulee pysymään DF:n ensisijaisena kohdemarkkinana Duudsonit-brändin vahvasta kotimaisesta tunnettavuudesta johtuen. Konseptitason kansainväliselle monistamiselle emme kuitenkaan näe esteitä.



Tapahtumakonseptit



Color Obstacle Rush
-väriestejuoksu



Rush Workout
-ryhmäliikuntatapahtuma



Duudsonit Funland
-sisäliikuntatapahtuma



Utopia Nation Festival
-sisäfestivaalitapahtuma

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Yhtiön neljäntenä ja pidemmän aikavälin arvonluontia ajatellen mielenkiintoisimpana konseptina pidämme huhtikuun lopussa julkaistua ja vuonna 2023 debyyttikiertueelleen etenevää Utopia Nation Festival –konseptia (UNF). Kyseessä on selvästi aikaisempia tapahtumia viihteellisempi elektroniseen musiikkiin keskittyvä ja elämystapahtuma. UNF tavoittelee laajempaa kohderyhmää ja se järjestetään isossa 4 000 m²:n siirrettävässä sisätalossa. Liikutteluvissa sisätiloissa järjestettävän tapahtuman luonteen vuoksi konsepti ei esimerkiksi COR:n tapaan ole riippuvainen vuodenajoista tai sääolosuhteista. Tämä antaa yhtiölle mahdollisuuden järjestää tapahtumia yhdellä kiertueella 30-40 viikonloppuna vuodessa, mikä tukee kaluston käyttöastetta ja pääoman tuottopotentiaalia. Maantieteellisesti fokus tulee olemaan puhtaasti Suomen ulkopuolella, mikä on mielestämme järkevää kotimaan ulkopuolisten alueiden merkittävästi suuremmat kohdemarkkinat huomioiden.

UNF:n kaupallinen potentiaali vaikuttaa varsin reippaasti COR:ia suuremmalta ja yhtiön mukaan tapahtuma vetää 4 000 ihmistä tapahtumapäivää kohden ja sijainnista riippuen tapahtumat ovat joko yksi- tai kaksipäiväisiä. Tapahtuman lipunmyynnissä hyödynnetään hintaportaita ja lippujen hinnat tulevat olevaan noin 40-80 euroa. UNF:n liikevaihto nojaa Rushin aiempia konsepteja enemmän juoma- ruoka- ja lisäpalvelumyyntiin, mikä tukee sen kannattavuuspotentiaalia.

Varsinaisen konseptitason potentiaalini lisäksi pidämme UNF:ää hyvin mielenkiintoisena myös kalustollisesta näkökulmasta katsottuna. Käsitteemme mukaan konseptia varten

suunniteltu kalusto on jo muiden tuotannossa olevien konseptien hyödynnettävissä, mikä tuo eri tapahtumakiertueiden yhteensovittamisiin tehokkuussynergioita. Toisaalta kaluston monikäyttöisyys ja -ulotteisuus mahdollistaa yhtiölle arviomme mukaan myös tehokkuushyötyjä kokonaan uusienkin konseptien suunnitteluun. Lisäksi konseptin kalusto soveltuu muiden tuottajien käyttöön. Rush Factoryn näkökulmasta tämä tarkoittaa omien konseptien ulkopuolisia liiketoimintamahdollisuuksia, mikä puolestaan jälleen parantaisi sekä kaluston käyttöastetta ja pääoman tuottoa. Samalla kaluston vuokraus vahvistaisi yhtiön jo ennestään vahvaa asemaa koko tapahtumatuotannon arvoketjussa ja laajentaisi sen liikevaihtopohjaa.

Liiketoimintamalli

Hallussa lähes koko arvoketju

Rush Factoryn liiketoimintamallin ydin nojaa sisäisiin kyvykkyyksiin ja prosesseihin, jotka ulottuvat läpi tapahtumatuotannon koko arvoketjun. Eri arvoketjun osien vahvat omistajuudet tarkoittavat operaatiotasolla sitä, että kolmansien osapuolien roolit yhtiön liiketoimintamallissa ovat hyvin rajallisia. Näin ollen käytännössä kaikki yhtiön ydintoiminnon konseptien suunnittelusta, kehittämisestä ja markkinoinnista aina tuotantovaiheeseen asti toteutetaan itsenäisesti ja juuri omia sisäisiä osaamisia / resursseja hyödyntämällä.

Koko arvoketjun kattavan toimintamallin keskeisimmät hyödyt liittyvät arviomme mukaan eri liiketoimintaprosessien kitkattomampaan



Rush Factoryn arvoketju

Konseptikehitys



- Uusien konseptien luominen ja nykyisten kehittäminen ovat kilpailukyvyyn ja kasvuun kannalta erittäin kriittisiä toimintoja
- Täysin uudenlaisten konseptien luominen on aikaa vievä prosessi
- Kehitystyössä keskiössä nykyisen kaluston hyödynnettävyys

Markkinointi



- Facebook ja Instagram tärkeimmät digitaaliset työkalut
- Ajallisesti panostukset painottuvat ensimmäiselle vuosipuoliskolle
- Fokus konsepti- ja aluetasolla, ei yksittäisissä tapahtumissa
- Toimet tiettyjen peruspisteiden jälkeen reaktiivisia ja tuotto/panos-suhdetta optimoivia

Tuotanto



- Tapahtumamailla on oma tuottaja, joka vastaa paikan valitsemisesta ja tuotannon organisoinnista
- Tehokkaat kokoonpano- ja purkuprosessit laskevat kulutasoa
- Tuotanto logistisesti hyvin kevyttä
- Konseptikehityksen ja tuotannon välinen yhteistyö on tiivistä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

yhteistyöhön (mm. suunnittelu ja tuotanto) sekä korkeampaan kulutehokkuuteen. Eri liiketoimintaprosessien tiiviin yhteistyön myötä Rush Factoryllä on edellytykset mukauttaa tai muuttaa konseptiaan hyvin nopeilla aikatauluilla ja siten miltei missä tahansa tuotannon vaiheessa. Tämän seurauksena yhtiö kykenee säilyttämään ja vahvistamaan konseptiansa kilpailukykyä sekä hallitsemaan kustannuksiaan huomattavasti tehokkaammin kuin tilanteessa, jossa kriittisten liiketoimintaprosessien omistajuudet ovat ulkopuolisten toimijoiden käsissä. Omien toiminnallisten joustojen ja kulutehokkaamman perustekemisen lisäksi eri arvoketjun osien hallitseminen luo yhtiölle arviomme mukaan mahdollisuudet toimia pitkällä aikavälillä myös muiden tarjoajien tapahtumien tuottajana. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä uskomme kuitenkin keskittymisen olevan vahvasti omien konseptien kehittämisessä ja järjestämisessä yhtiön operatiivinen historia ja oman konseptiportfolion mainio kannattavuusprofiili huomioiden.

Konseptit skaalautuvat maasta toiseen

Arviomme mukaan kaikki yhtiön nykyiset konseptit ovat skaalattavissa olevia. Toisin sanoen Rush Factoryllä on käsityksemme mukaan edellytykset monistaa yksittäinen tapahtuma sellaisenaan tapahtumapaikalta toiselle ilman suurempia paikkakuntakohtaisia muokkauksia. Nämä konseptitason rakenteelliset ominaisuudet sekä luovat hyvän pohjan kokonaisen kiertueen kulutehokkaalle toteuttamiselle että helpottavat täysin uusille markkina-alueille laajentumista.

Konseptitason skaalattavuus pohjautuu arviomme

mukaan kalustollisiin ja logistisiin tekijöihin. Itse suunniteltujen kalustojen myötä Rush Factory kykenee rakentamaan tapahtuman hyvin tehokkaasti 6-8 hengen tiimillä ja selvästi perinteisempiä toimijoita nopeammilla aikatauluilla. Lisäksi kaluston kuljettaminen on vaivatonta ja vaatii vain erikoisvalmisteisen rekan, pakettiauton ja peräkärryn.

Kassavirrat ovat hyvin etupainotteisia

Yhtiön ansaintamalli on ennakkomyyntiin pohjautuva, eikä lippuja siten myydä lainkaan varsinaisilla tapahtumapaikoilla. Lippujen hinnoittelu perustuu neliportaiseen malliin, jonka mukaan hinta on sitä korkeampi mitä lähempänä varsinaista tapahtuma-ajankohtaa ollaan. Looginen lopputulema tällaisen hinnoittelumallin soveltamiselle on ollut se, että suurimmat myyntipiikit ovat tyypillisesti osuneet juuri hintaportaiden vaihtumisten yhteyteen. Arviomme mukaan tällöin myös yhtiön markkinointitoimet ovat tyypillisesti valppaimmillaan ja tuotto/panosuhteet korkeimmillaan. Toisaalta markkinoinnista on mielestämme yleisesti ottaen oleellista huomata se, että toimenpiteet kohdistetaan yksittäisen tapahtuman sijaan aina konsepti- ja aluetasolle, eivätkä saman alueen hintaportaat myöskään välttämättä aina muutu yhtäaikaisesti.

Yhtiön kassatulojen ja -menojen välinen ajallinen kuilu on ansaintamallin vuoksi huomattava, sillä valtaosa tapahtumakiertueen lipuista myydään hyvissä ajoin ennen varsinaista h-hetkeä, kun taas iso osa kustannuksista realisoituu hyvin lähellä itse tapahtumaa tai vasta kokonaan sen jälkeen.



Liiketoiminnan dynamiikka



Ennakkomyynti

- Lipunmyynti alkaa ja valtaosa kassatuloista syntyy tyypillisesti useita kuukausia ennen tapahtumaa
- Ensimmäinen hintaporras on ajallisesti pisin ja ensimmäinen hinnannosto suhteellisesti suurin
- Hintaportaiden muutosten aikataulut ohjaavat kassavirran kotiuttamista



Tapahtumat

- Tapahtumakohtaiset kulut (pl. markkinointi) realisoituvat vasta lähellä tapahtumaa tai sen jälkeen
- Negatiivinen nettokäyttöpääoma tuotantovaiheen rahoitusinstrumentti
- Tapahtumapäivän tulovirrat (ts. oheismyynti) ovat toistaiseksi marginaalisia



Investoinnit

- Ennakkomyynnin kassavirtaa allokoidaan käynnissä olevan vuoden kiertueen tuottamiseen ja markkinointiin
- Vapaa operatiivinen kassavirta suunnataan konseptien kehitys- ja luomistyöhön sekä seuraavan vuoden kiertueen rakentamiseen

Kassavirran kertyminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Rush Factoryn ennakkomaksuihin nojaavaa ansaintamallia heijastellen yhtiön käyttöpääoma on liikevaihdon kasvaessa täysin asiakkaiden rahoittama. Tämä yhdistettynä hyvään peruskannattavuuteen ja matalaan pääomaintensiteettiin tekee puolestaan pääoman tuottopotentiaalista erittäin hyvän. Pidämmekin toimintamallin arvonluontiedellytyksiä hyvänä, sillä arviomme mukaan yhtiö pystyy investoimaan ennakkomyyntin muodossa tullutta kassavirta merkittävässä määrin takaisin liiketoimintaansa (mm. tapahtumakiertueen kasvattaminen) pääoman tuottovaadetta korkeammalla tuotto-odotuksella (RONIC > WACC). Pääoman rakenteellisesti korkeasta tuottokyvystä johtuen liikevaihdon kasvun onkin Rush Factorylle todella arvokasta, mikäli muissa tuottoajureissa ei tapahdu negatiivisia muutoksia.

Kassavirtaprofiilin lisäksi ennakkomyyntin toinen strateginen ja operatiivinen kannustin kiteytyy mielestämme taloudellisilta riskeiltä suojautumiseen. Myymällä liput ennakoon yhtiö suojautuu siltä, että tapahtumapäivän huono sää tai muut tekijät vaikuttaisivat negatiivisesti osallistujamäärään ja sitä kautta tapahtumakohtaiseen liikevaihtoon. Luonnollisesti ennakkomyynti toimii myös hyvänä mittarina tapahtuman kysynnälle helpottaen kulutason sopeuttamista ja asetetun kannattavuustavoitteen saavuttamista. Tätä taustaa vasten näemme, että yhtiöllä on melko hyvä näkyvyys niin tapahtumatason liikevaihdon kuin koko konsernitason tulosrivien kehittymiseen.

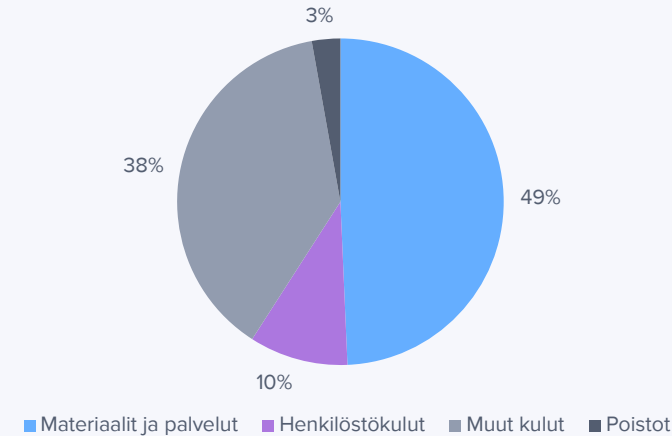
Kulurakenne on kevyt

Rush Factoryn kulurakenne on kevyt, sillä arviomme mukaan täysin muuttuvien ja muuttuvia piirteitä omaavien kulujen osuus normaaleista kokonaiskustannuksista on noin 70-80 %. Näistä kuluista materiaalit ja palvelut ovat käytännössä täysin muuttuvia, kun taas vastaavasti liiketoimintojen muita kuluja hallitsevissa markkinointimenoissa on sekä muuttuvia että kiinteitä vivahteita (ts. markkinointieuro per osallistuja ei ole vakio). Kevyt kulurakenne lisää jo ennestään toiminta- ja ansaintamallien tuomien operatiivisten joustopisteiden lukumäärää.

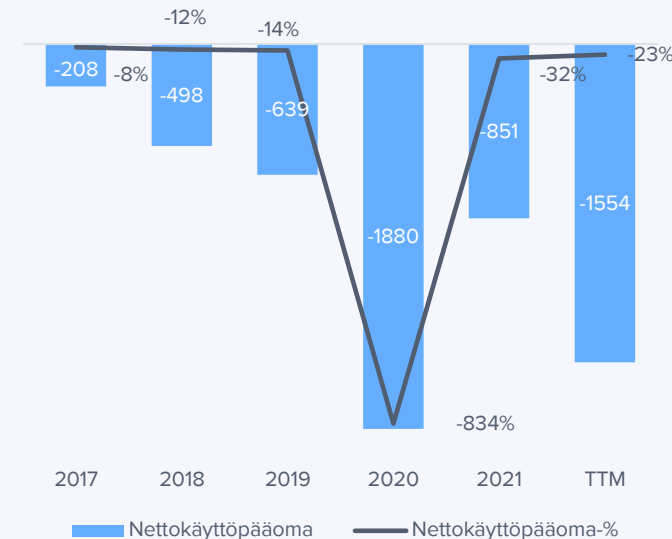
Toimintamalli tuo etumatkaa

Rush Factoryn tapahtumatuotannon koko arvoketjun omistamiseen ja vahvoihin sisäisiin prosesseihin pohjautuva liiketoimintamalli poikkeaa näkemyksemme mukaan merkittävästi tavanomaisen tapahtumien tuottamiseen keskittyneen yhtiön toimintamallista. Tyypillisesti tapahtumatuottajat ovat keskittyneet yhden tai korkeintaan muutaman ydintoiminnon, kuten varsinaisen tuotannon tai markkinoinnin, hallitsemiseen ja muut toiminnot on hankittu omien seinien ulkopuolelta. Koko arvoketjua hallitsemalla Rush Factory kykenee arviomme mukaan luomaan huomattavasti enemmän arvoa ja näemme liiketoimintamallin vertikaalisen syvyyden luovan yhtiölle tiettyä kilpailuetua. Täysin kestäväänä tätä etua emme kuitenkaan pidä toimintamallin henkilöriittisten ja osin kopioitavissakin olevien ominaisuuksien johdosta.

Kustannusrakenne (rullaava 12kk)



Pääoman sitoutumisen kehitys¹



1) Poikkeusolojen vuoksi 2020 ei ole vertailukelpoinen. Lähde: Rush Factory, Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Rush Factory on kasvuyhtiö

Rush Factory profiloituu nähdäksemme korkean riskin kasvuyhtiöksi. Näkemystämme tästä tukevat etenkin kuluttajatottumusten etenevä siirtymä perinteisestä materiasta kohti elämys- ja kokemuspohjaista kuluttamista, huhtikuussa julkaistu uusi tapahtumakonsepti sekä taloudellisten tavoitteiden kasvuhakuisuus. Myös pääoman allokoinnin näkökulmasta tekemämme profilointi on perusteltu, sillä yhtiön voitonjakohistorian ja -politiikan perusteella liiketoiminnan kasvattaminen on prioriteettillisella osinkoa korkeammalla. Yhtiön vahvan kassavirtapotentiaalini ja pääoman rakenteellisesti korkean tuottopotentiaalini takia pidämme kasvuun satsaamista järkevänä valintana pidemmän aikavälin arvonluontiakin ajatellen, vaikka viime vuosien ulkoisista haasteista johtuen kannattavuudessakin on selvää nostovaraa.

Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Rush Factoryn keskeisimmät pidemmän aikavälin vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Tapahtumakiertueiden kasvattaminen: Nykyisten konseptien hyvien skaalattavuuksien sekä vaivattomien logistiikkojen myötä yhtiön on arviomme mukaan edellytykset kasvattaa tapahtumakiertueiden kokoja tiettyyn pisteeseen asti ilman merkittäviä lisäpanostuksia. Käytännössä tapahtumakiertueiden kokoja on mahdollista kasvattaa kahdella tavalla: 1) nykyisissä tapahtumamaissa uusiin kaupunkeihin menemällä sekä 2) kokonaan uusiin tapahtumamaihin laajentamalla. Nykyisten maiden

sisällä (erityisesti suurilla alueilla) uusiin kaupunkeihin laajentumisen eräänlaisena haasteena on kuitenkin jo valmiiksi hyvänkokoiset kiertueet ja siten kaupalliselta potentiaaliltaan sopivien vapaiden paikkakuntien rajallinen lukumäärä. Kokonaan uusien tapahtumamaiden osalta pidämme houkuttelevimpina alueina toistaiseksi Keski-Euroopan kiertueen ulkopuolelle jääneitä, mutta niiden läheisyydessä olevia ja demografioiltaan jokseenkin samankaltaisia maita, kuten Tsekiä, Slovakiaa ja Unkaria. Euroopan ulkopuolelle katsottuna taas Pohjois-Amerikka on mielestämme ylivoimaisesti mielenkiintoisen alueen massiivisen koon tuoman potentiaalini vuoksi, joskin markkinan palveleminen vaatisi erillistä kiertuetta.

Uusien konseptien luominen: Uusien konseptien (joko täysin omien tai brändiyhteistyön tuloksia) luomisessa ja kaupallistamisessa onnistuminen laskisi riippuvuutta liikevaihtoa toistaiseksi vahvasti määrittävästä COR:sta. Uudet konseptit muodostaisivatkin yhtiölle uusia taloudellisia tukijalkoja, jotka puolestaan tukisivat orgaanisen kasvun tavoittelua, vähentäisivät altistumista yksittäisen konseptin elinkaaren vaiheelle, laajentaisivat potentiaalista asiakaspeittoa ja laskisivat näiden tekijöiden summana oleellisesti kokonaisriskitasoakin. Pienelle yhtiölle uusien konseptien luominen on kuitenkin aikaa vievä prosessi, eikä täysin uusien lähtöjen (pl. UNF) odottaminen ole lyhyellä aikavälillä perusteltua.

Toimintamallin uniikkisuus: Rush Factoryn toimintamalli on perinteisiin tapahtumajärjestäjiin verrattuna uniikki, sillä aikaisemmin mainittuun tapaan yhtiö hallitsee itse kaikkia kriittisiä

arvoketjun osia. Tämä virtaviivaistaa yhtiön ydinprosesseja ja tekee niistä arviomme mukaan myös toisiaan tehokkaalla tavalla tukevia (mm. suunnittelun ja tuotannon harmonia). Nämä tekijät yhdessä rajallisen alihankintatarpeen kanssa taas luovat hyvät edellytykset korkealle kulutehokkuudelle, aidolle konseptitason erottautumiselle ja siten sekä asiakas- että omistaja-arvon luomiselle.

Uudet liiketoiminta-alueet: Pitkällä aikavälillä yhtiön on näkemysemme mukaan mahdollista laajentua omia ydinosaamisia hyödyntämällä myös nykyisten liiketoimintojen ulkopuolisille alueille. Yksi tällainen mielenkiintoinen polku voisi mielestämme olla juuri UNF-konseptin mahdollistama tapahtumakaluston vuokraus. Tällainen liiketoiminta olisi ennustettavaa ja kassavirtaprofiililtaan hyvää. Toisaalta huonossa skenaariossa kaluston vuokraus voisi johtaa sen kunnan huononemiseen ja mahdollisesti täysin Rush Factoryn omiin käsiin jääviin kunnostuskuluihin sekä muihin ylimääräisiin harmeihin (mm. vaikutukset kaluston ensisijaisen käyttötarkoituksen tapahtumiin).

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Rush Factoryn keskeisimmät pidemmän aikavälin heikkoudet ja riskitekijät ovat:

Jatkuvuuden puute: Ennakkomyynnin tuoman ennustettavuuden seurauksena Rush Factoryn liiketoiminnan näkyvyys on vuoden aikaikkunassa varsin hyvä. Pidemmällä aikajänteellä tilanne on sen sijaan hieman vaikeampi, sillä seuraavan

Sijoitusprofiili 2/2

vuoden kiertueen rakentaminen ja lipunmyynti on aina aloitettava ikään kuin puhtaalta pöydältä. Miellämme tämän pidemmän aikavälin jatkuvuuden puutteen kokonaisriskitasoa nostavan tekijänä, vaikka COR:n verrattain pitkään pintansa pitänyttä suosiota voidaankin pitää tietyntasteisena laimentavana tekijänä.

Markkinatrendien muutokset:

Kohdemarkkinoiden trendit ja / tai kuluttajatottumukset voivat muuttua nopeastikin. Nämä muutokset voivat puolestaan heikentää tuotantovaiheeseen ehtineiden konseptien kiinnostavuutta ja rasittaa tätä kautta niin Rush Factoryn liikevaihtoa kuin tuloksenteekokykyäkin. Yhtiön joustava toimintamalli ja sen puitteissa säännöllisin väliajoin tehtävät konseptitason pienet parannustoimet luovat arviomme mukaan kuitenkin varsin hyvän reagointivaran erilaisille markkinatrendien muutoksille.

Konseptikehityksessä epäonnistuminen: Koska uusien konseptien luomisessa ja kaupallistamisessa onnistuminen on pidemmän aikavälin kasvun ja arvonluonnin kannalta kriittistä, olisi konseptikehityksessä epäonnistumisella tällöin tuntuja negatiivisia vaikutuksia. Uusien konseptien luomisen lisäksi Rush Factoryn on tärkeä onnistua myös jo tuotantovaiheessa olevien tapahtumien parannustoimissa ja siten elinkaarien pidentämisissä. Näiden liikkeiden epäonnistumiset mitä todennäköisimmin laskisivat nykyisten konseptien kilpailukykyä ja toisaalta realisoituneilla parannuspanostuksilla olisi myös suoria kannattavuustasoon kohdistuvia vaikutuksia.

Toiminnan jäykistyminen: Toiminnan jäykistyminen väistämättä rapauttaisi sekä Rush

Factoryn joustavaan liiketoimintamalliin perustuvaa etumatkaa että pidemmän aikavälin arvonluontikykyä. Operaatiotasolla toiminnan jäykistyminen tarkoittaisi mielestämme organisaation ylimääräistä paisuttamista, päätöksenteon hidastumista, kiinteän kulutason kasvua sekä tuotannollista ja logistista kankeutta. Useamman tekijän yhtäaikaisen toteutumisen täytyisi puolestaan olla seurausta yhtiön toimintakulttuurin dramaattisesta muutoksesta, mitä emme pidä erityisen todennäköisenä organisaation pienuus ja sen yrittäjähenkisyys huomioiden.

Avainhenkilön menettäminen: Yhtiön organisaatorakenteen ollessa hyvin kevyt ja pieni, on avainhenkilöiden rooli niin kasvussa onnistumisen kuin kilpailukyvyynkin säilyttämisen kannalta merkittävä. Arviomme mukaan yhden tai useamman avainhenkilön menettäminen heikentäisi käytettävissä olevien resurssien sekä määrää että laatua, mikä voisi muodostaa kimurantteja epäjatkuvuuksia / pullonkauloja liiketoimintamallin toimivuuden kannalta tärkeisiin ydinprosesseihin.

Kasvaneet asiakashankinnankustannukset:

Applen vuonna 2021 lanseeraaman yksityisyydensuojapäivityksen myötä Rush Factoryn Facebook-markkinointiin nojaavan asiakashankinnan kustannukset ovat nousseet, minkä odotamme aiheuttavan pysyvää rakenteellista painetta yhtiön kannattavuuteen. Kasvaneiden asiakashankinnan kulujen myötä yhtiön on saavutettava konseptitasolla muita tulonlähteitä ja tehokkuushyötyjä, jotta sen historiallinen kannattavuustaso olisi saavutettavissa.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Keskeisten arvoketjun osien itsenäinen hallinta ja toimintamallin uniikkisuus
- Operatiivisen historian tuomat kokemukset
- COR:n hyvä tunnettuus ja tuloksenteekokyky
- Kansainvälisesti leveä jalansija
- Matala pääomatarve ja hyvä kassavirtaprofiili

Heikkoudet

- Toistaiseksi toiminta on täysin COR:n varassa
- Pienet organisatoriset resurssit voivat rajoittaa kasvu- ja kehitystoimien toteuttamista
- Liiketoiminnan pidemmän aikavälin ennustettavuus on vaikeaa
- Heikko taseasema

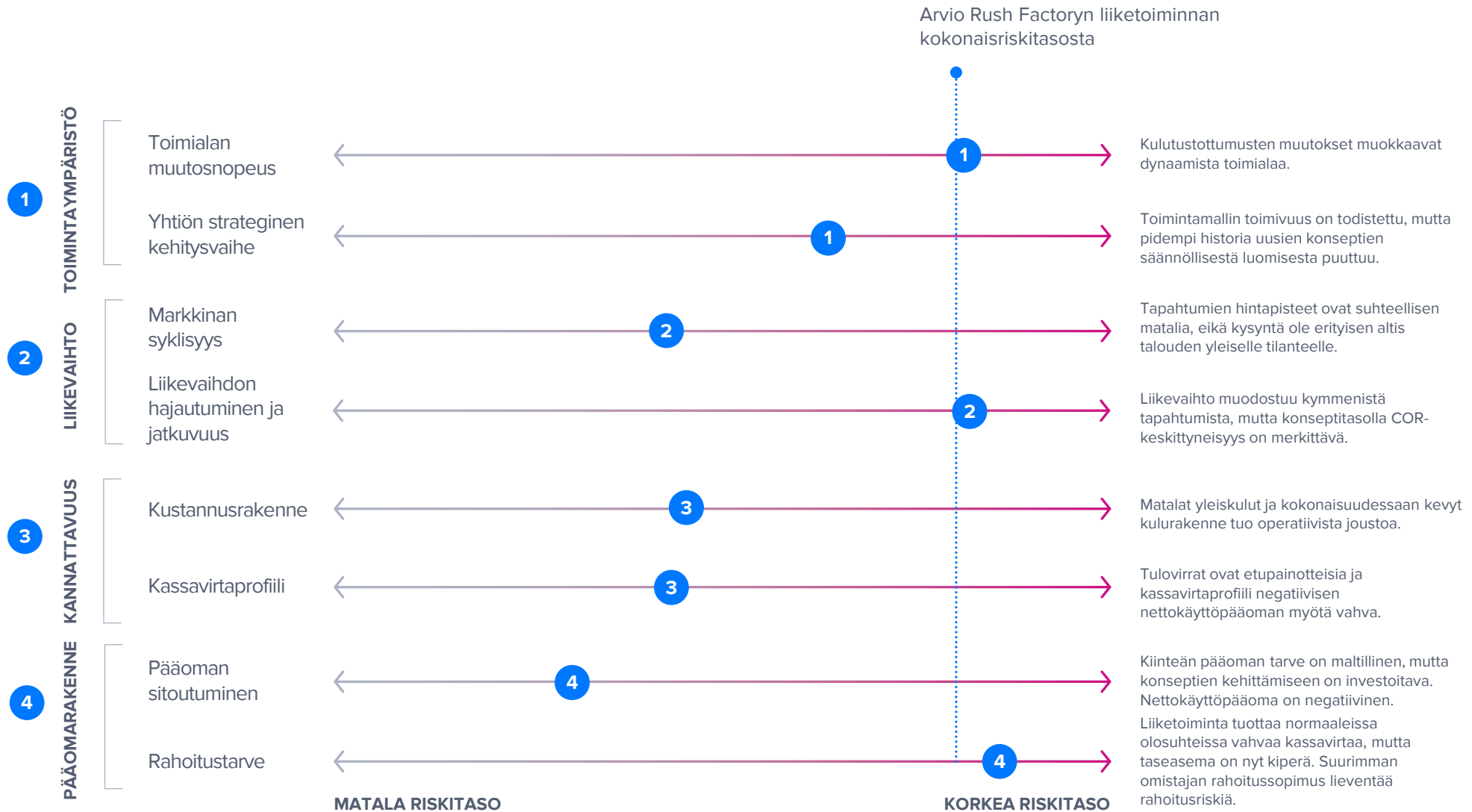
Mahdollisuudet

- Tapahtumakiertueiden kasvattaminen uusiin maihin ja kaupunkeihin menemällä
- Uusien konseptien luominen ja kaupallistamisessa onnistuminen
- Ydintekemisen ulkopuolelta löydettävät liiketoiminnat

Uhat

- Uusien konseptien luomisessa epäonnistuminen
- Markkinatrendien nopeat muutokset
- Toimintamallin rapistuminen
- Kasvavat asiakashankinnan kulut
- Avainhenkilön / -henkilöiden menetys
- Ulkoiset ja ennustamattomat asiat (mm. koronapandemia)

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/4

Tarkan markkinan määrittäminen vaikeaa

Kiertuepohjaisten tapahtumien tuottajana Rush Factory toimii vapaa-ajan aktiviteettien markkinalla. Tämä markkina on kokonaisuudessaan ja globaalissa mittakaavassa massiivinen, sillä se sisältää kaiken vapaa-ajan käytön sekä siihen liittyvän kulutuksen. Markkinan laaja-alaisen ja monitulkintaisen luokittelun johdosta sen tarkan koon määrittäminen on erittäin vaikeaa. Rush Factoryn omaa kokoluokkaa ja kasvumahdollisuuksia ajatellen markkinan tarkka koko ei kuitenkaan ole relevantti määre.

Kategorisesti koko vapaa-ajan markkina voidaan jakaa useisiin alalohkoihin, joista Rush Factorylle keskeisin on arviomme mukaan muun muassa matkailun, liikunta-, viihde- ja kulttuuritapahtumat sisältävä elämystalous. Näiden lisäksi elämystaloutteen voidaan lukea myös erilaiset ruoka- ja ravintolapalvelut. Vaikka Rush Factory itse toimii suoraan elämystalouden alle menevissä alueissa, kilpailee yhtiö kuluttajien vapaa-ajasta ja euroista (ts. osuus lompakosta) kuitenkin laajemmassa mittakaavassa. Näin ollen pidämme koko vapaa-ajan markkinan katsomista yhtiölle oikeana kohdemarkkinan perusteltuna valintana.

Maantieteellisesti katsottuna vapaa-ajan ja elämystalouden markkinat ovat arviomme mukaan suurimmat kehittyneissä maissa, joissa korkea elintaso on heijastunut kuluttajien käytettävissä oleviin tuloihin ja sitä kautta kehittyviä talouksia voimakkaampaan tuote- ja palvelukysyntään. Näin ollen näemme BKT:n ja käytettävissä olevien

tulojen kehitysten kokonaismarkkinan keskeisimpinä pidemmän aikavälin ajureina. Alla olevien yksittäisten markkinasegmenttien osalta taas pidämme kuluttajakäyttäytymisen muutoksia ja erilaisia trendejä oleellisimpina voimina.

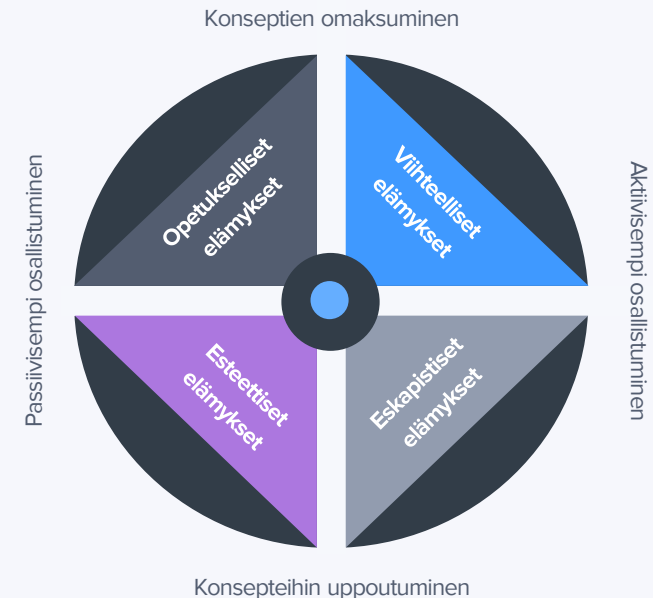
Normaalin ajan kasvukuva on mainio

McKinsey & Companyn ja Euromonitorin tutkimusten mukaan vapaa-ajan ja elämystalouden markkina on kahta viimeistä pandemiavuotta lukuun ottamatta ollut yksi maailman vauhdikkaimmin kasvaneista aloista ja sen kasvuvauhdin on arvioitu olleen noin 2-3 kertaa BKT:n kasvua rivakampaa. Lähivuosina markkinan kysyntäajureina toimivat etenkin yhteiskuntien normalisoitumiset, pandemia-aikana patoutuneeksi jääneiden kysyntöjen ja tarjontojen purkautumiset sekä muutokset kuluttajien taloudellisissa resursseissa ja käyttäytymisessä.

Mikrotason ajureista voimakkain on arviomme mukaan juuri muutokset kuluttajakäyttäytymisessä. Tässä keskeisin pidemmän aikavälin muutos on ollut painopisteen siirtyminen kovasta materiaasta elämysten kuluttamiseen. Siirtymän taustalla on arviomme mukaan ollut sekä kuluttajien holistisempi suhtautuminen onnellisuuteen että sosiaalisen median kehittyminen. Yksittäisistä ryhmistä käyttäytymismuutokset ovat olleet voimakkaimpia Y-sukupolven (1980-1995 syntyneet) edustajissa sekä nuoremmissa ja sosiaaliseen mediaan vielä vahvemmin integroituneissa Z-sukupolven edustajissa.



Elämysten nelikenttä



- Arviomme mukaan hyvin korkean lisäarvon piste, jossa elämysten eri osa-alueet yhdistyvät toisiinsa

Toimiala ja kilpailu 2/4

Taantuma ei lamautu

Arviomme mukaan vapaa-ajan markkina kestää taloudellista taantumaa kohtalaisen hyvin. Täysin defensiiviseksi kokonaismarkkinaa ei kuitenkaan voida sanoa kysynnän, käytettävissä olevien tulojen ja yleisen talouskehityksen välistä kolmikantaa heijastellen. Hyvää taantumakestävyyttä puoltaa kuitenkin se, että erilaisten vapaa-ajan ja elämyksellisten palveluiden luoma suhteellinen lisäarvo kuluttajien onnellisuuteen on tyypillisesti korkeampi lasku- kuin noususuhdanteessa. Lisäksi taloudellisesti vaikeampina aikoina kuluttaja tuppaavat suosimaan paikallista kuluttamista esimerkiksi matkustamisen sijaan, mikä tukee Rush Factoryn kiertuepohjaisen ja lähelle kuluttajaa menevän tarjoaman kysyntää.

Vallihautojen rakentaminen haastavaa

Ison kuvan taantumakestävyyydestään huolimatta vapaa-ajan ja elämystalouden markkina on hyvin nopeatempoinen ja dynaaminen. Tämän taustalla on se, että kuluttajien mieltymykset voivat muuttua nopeastikin ja tällöin tapahtumien / palveluiden tarjoajat ovat pakotettuja sopeuttamaan liiketoimintaansa vastaamaan näitä muutoksia. Elinkaariltaan kuluttajatrendit ovat yleensä varsin lyhyitä ja arviomme mukaan keskimäärin noin muutaman vuoden mittaisia, minkä seurauksena markkinoilla vallitsee eräänlainen jatkuva innovoinnin ja muokkaantumisen tila.

Markkinan dynaamisen luonteen ja ansaintamallien jatkuvuuden puutteen vuoksi näemme, että toimijoiden on hyvin vaikea luoda

täysin kestäviä kilpailuetuja. Näkemystämme vallihautojen rakentamisen vaikeudesta tukee lisäksi se, että toimialan alalle tulon esteet ovat muun muassa maltillisten pääomatarpeiden, kevyen regulaation ja matalien vaihdon kustannusten vuoksi matalat. Vaikka toimialalla täysin kestävien kilpailuetujen muodostaminen onkin haastavaa, ei kestävästi vahvan kilpailukyvyn ja sen myötä jonkinlaisten -etujen luominen ole arviomme mukaan kuitenkaan mahdotonta. Näiden ominaisuuksien keskeisimpinä pidämme esimerkiksi tehdyistä arvoketjuvalinnoista syntyvää kulu- ja prosessitehokkuutta sekä tiettyjä aineettomia omaisuuseriä (mm. brändi).

Kilpailua käydään alueellisesti

Toimialan sisällä kilpailu käydään alueellisesti, sillä vapaa-ajan käyttö on pääosin sidottu kuluttajan senhetkisen sijainnin tarjoamiin vaihtoehtoihin. Näin ollen myös Rush Factoryn kohtaama kilpailu vaihtelee aina kulloisenkin tapahtumapaikan muun tarjoaman mukaan. Vaikka konkreettiset kilpailijat vaihtelevatkin aina alueittain, on kilpailukentän rakenne arviomme mukaan kuitenkin hyvin samankaltainen tapahtumamaasta tai -paikkakunnasta huolimatta. Kokonaisuudessaan yhtiön kohtaama kilpailijajoukko on hyvin suuri ja laaja-alainen, eikä varsinaisia yksittäisiä kilpailijoita ole perinteisen kilpailudynamiikan kautta katsottuna (ts. hyvin samankaltainen tuote) oikeastaan edes olemassa.

Geneerisesti tarkasteltuna Rush Factorylle taas voidaan näkemyksemme mukaan koostaa



Toimialan rakenne

Nykyinen kilpailutilanne

- Erialaisten konseptien lukumäärä on suuri, mutta toisaalta toimialan yleiset kasvunäkymät ovat suotuisat
- Kulutuksen painopiste siirtymässä materiaasta elämyksiin, mikä lisää laatusensitiivisyyttä ja lieventää kilpailua
- Alalle tulon kynnykset ovat matalia

Toimittajien neuvotteluvoima

- Ulkoistettujen arvoketjujen liiketoimintamalleissa toimittajien neuvotteluvoima on suurempi kuin päinvastaisissa malleissa
- Toimittajilla (esim. artistit) voi olla merkittäväkin differoituskykyä, mikä lisää neuvotteluvoimaa
- Eteenpäin integroitumisen uhkaa ei ole merkittävässä määrin

Asiakkaiden neuvotteluvoima

- Asiakkaiden kohtaamat vaihdon kustannukset ovat liki olemattomat, mutta toisaalta myös palvelutarjoajien riippuvuudet yksittäisistä asiakkaista ovat marginaaliset
- Erialaisten konseptien kirjo on valtava ja differoituskyky konseptitasolla arviomme mukaan rajallinen
- Taaksepäin integroitumisen uhka on pieni

Uusien kilpailijoiden / substituuttien uhka

- Kulutustottumusten muutokset ja matalat alalle tulon kynnykset (mm. maltilliset pääomatarpeet) yhdessä hyvän kasvukuvan kanssa houkuttelevat toimialalle uusia toimijoita
- Havaittavissa olevat paradigman muutokset ovat toimialan pidemmän aikavälin kehittymisen kannalta suotuisia

Toimiala ja kilpailu 3/4

erilaisista ja kuluttajien vapaa-ajan käyttöä haalivista toimijoista koostuvia kilpailijajoukkoja. Liikunta- ja elämystapahtumien saralla tyypillisiä kilpailijoita ovat sekä tavanomaiset että hyvän mielen juoksutapahtumat (esim. IMG Worldwiden The Color Run), yleiset urheilu- ja viihdetapahtumat, musiikkifestivaalit, sirkusten kaltaiset kiertävät konseptit ja esimerkiksi pakohuoneiden kaltaiset sisäaktiviteetit. Vahvemmin kulttuuripuolella toimivina kilpailijoina pidämme puolestaan museoita, teattereita, muita vastaavanlaisia näyttelyitä sekä ruokaan ja juomaan liittyviä kokonaisuuksia (mm. messut).

Varsinaisten palvelu- ja tapahtumatoimijoiden sekä vapaa-ajan rahamääräisen kulutuksen lisäksi Rush Factory kilpailee mielestämme jossain määrin myös eräänlaisten näkymättömien kilpailijoiden kanssa. Tällaisia substituuteiksikin luonnehdittavia toimia ovat arviomme mukaan esimerkiksi erilaiset koti- ja harrastetyöt, ilmaisipalveluiden kuluttaminen (esim. kirjastot) tai kuntourheilun eri muodot. Rush Factoryn nykyisten konseptien kohderyhmiä eli Y- ja Z-sukupolvien kulutus- ja kokemuspreferenssejä heijastellen uskomme kuitenkin edellä mainittujen näkymättömien toimijoiden muodostaman kilpailupaineen jäävän yhtiön kontekstissa verrattain pieneksi.

Toimintamalleissa eroavaisuuksia

Markkinan ja kilpailukentän hajanainen rakenne on omalta osaltaan ollut vaikuttamassa myös tehtyihin liiketoimintamallivalintoihin. Toimialan tyypillisen mallin on arviomme mukaan sellainen, jossa iso osa alla olevasta arvoketjusta on kolmansien

osapuolien hallussa ja yhtiö itse on keskittynyt vain tiettyihin osa-alueisiin, kuten markkinointiin tai tuotantoon. Keskeisimmät tämän liiketoimintamallin hyödyt liittyvät mielestämme lähtökohtaisesti sekä pienempään resurssitarpeeseen että näiden tehokkaampaan hyödyntämiseen. Oleellimmat haasteet taas liittyvät kohtuulliseen alihankintariippuvuuteen ja siten niin ulkoistettujen toimintojen laadunvalvontaan kuin niihin liittyvien kustannusten hallintaan. Tyypillisiä tällaisilla liiketoimintamalleilla operoivia toimijoita ovat muun muassa musiikki- ja urheilutapahtumien järjestäjät.

Toinen vapaa-ajan ja elämystalouden markkinan yleinen toimintamalli on operoida kiinteän toimipisteen tai laajemman toimipisteverkoston kautta. Tehtyjen strategisten valintojen — muun muassa konseptitason päätökset — ohella tämän liiketoimintamallin teollinen logiikka nojaa näkemyksemme mukaan hyvin vahvasti tietyn maantieteellisen sijainnin (esim. suuremmat asutuskeskittymät) ja tähän liittyvien demograafisten tekijöiden, kuten elintason ja ikärakenteen jatkuvaluontoiseen hyödyntämiseen. Kiinteästä pisteestä käsin toimimisen suhteelliset haasteet puolestaan liittyvät kiinteämpään kulurakenteeseen ja pienempiin toiminnallisiin joustoihin. Lisäksi kiinteän toimipisteen / toimipisteverkoston kautta operoiva yhtiö altistuu paikallisen toimintaympäristön muutoksille niin hyvässä kuin pahassakin. Toimialalla etenkin ravintolat ovat suosineet tätä liiketoimintamallia. Muita tyypillisiä toimijoita ovat esimerkiksi sisäaktiviteetti- ja elokuvateatterit.



Kilpailukentän rakenne



Yllä olevan matriisin mukaisia havainnollistavia konsepteja

Lähde: konseptit, Rush Factory, Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/4

Edellä mainittuja toimintamalleja ja niiden yleisyyksiä heijastellen pidämmekin Rush Factoryn kiertuepohjaista ja koko arvoketjun hallintaan pohjautuvaa mallia varsin poikkeavana. Tämän taustalla on käsityksemme mukaan se, että kiertuepohjaisuus itsessään vaatii taakseen konseptitason helppoa skaalattavuutta ja koko arvoketjun hallinta vastaavasti sekä laajempia sisäisiä kyvykkyksiä että jossain määrin myös erilaista ajattelutapaa (ts. ei ajatella tuotettavaa tapahtumaa ja palvelua vain yksittäisenä toimena, vaan ennemminkin jatkuvasti kehitettävänä kokonaisvaltaisena prosessina). Kilpailukentän laajasta kirjosta muun muassa sirkusten liiketoimintamalleissa on mielestämme selkeimpiä samankaltaisuuksia suhteessa Rush Factoryyn.

Laatu hintaa tärkeämpää

Viime vuosien kuluttajakäyttäytymisen muutoksen sekä kuluttajien holistisemman onnellisuuskäsityksen perusteella emme pidä kilpailun luonnetta kovinkaan hintaherkkänä. Näin ollen kilpailu on mielestämme hyvin pitkälti laatusensitiivistä kuluttajien painottaessa erilaisten elämysten ja kokemusten elämää rikastuttavia vaikutuksia yli tapahtumien varsinaisten osallistumiskustannusten. Y- ja Z-sukupolvien vallitsevat preferenssit huomioiden uskomme kilpailun luonteen pysyvän jatkossakin tällaisena.

Laatua painottavassa kilpailuympäristössä tärkeimmät menestymistä määrittävät tekijät liittyvät arviomme mukaan sekä tarjoaman tasaiseen laatuun että kehitys- ja innovaatiotyön onnistumisiin. Erityisesti jatkuvat ja onnistuneet

panostukset kehitys- ja innovaatiotyöhön ovat kilpailukyvyyn säilyttämisen kannalta keskeisiä, sillä ne luovat edellytykset niin senhetkisen tarjoaman laadun säilyttämiselle ja parantamiselle kuin kokonaan uusienkin konseptien luomiselle. Lisäksi näihin toimintoihin panostaminen luo arviomme mukaan valmiudet markkinatrendien oikeanaikaiselle tunnistamiselle ja reagoimiselle. Kriittisissä toiminnoissa epäonnistumisella puolestaan olisi heikentäviä vaikutuksia varsinaisen tarjoaman kiinnostavuuden ohella myös itse tarjoajan maineeseen ja sitä kautta sekä liikevaihtoon että kannattavuuteen. Joustavaa ja vahvojen sisäisten prosessien varaan perustuvaa toimintamallia mukailien pidämme Rush Factoryn mahdollisuuksia onnistua menestymisen kannalta tärkeissä toiminnoissa oikeinkin hyvinä.

Kilpailun laatuvaraisuus luo mielestämme perustaa myös tietynasteisen hinnoitteluvoiman saavuttamiselle. Arviomme mukaan hinnoitteluvoima on hyvä etenkin sellaisilla toimijoilla, jotka pystyvät johdonmukaisesti luomaan lisäarvoa ja erityisesti ylittämään kuluttajien tarjoamalle etukäteen asettamat odotukset. Tällaisia toimijoita ovat arviomme mukaan vahvasti laatuorientoituneet ja konseptitasolla varsin pitkälle erikoistuneet toimijat (esim. Michelin-tähden ravintolat). Pitkällä aikavälillä hinnoitteluvoiman ylläpitäminen ja sen vahvistaminen vaatii taakseen kuitenkin sekä selkeitä että kestäviä kilpailuetuja, joiden luominen on dynaamisessa toimintaympäristössä aikaisemmin mainittuun tapaan vaikea harjoitus.



Rush Factoryn kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Pienen toimijan DNA:ssa oleva ketteryys yhdistettynä koko arvoketjun kattavaan liiketoimintamalliin
- COR:n operatiivinen historia ja sen myötä kertynyt oiva konseptitason tunnettuus
- Itse suunniteltuun kalustoon liittyvät innovaatio- ja tehokkuushyödyt (ml. logistiikka)
- Hyvä ja monipuolinen digitaalisen markkinoinnin osaaminen

Heikentävät tekijät

- Pienet organisatoriset resurssit voivat luoda kasvulle pullonkauloja ja tehdä uusien konseptien luomiseen liittyvästä riskitasosta suurempia toimijoita korkeamman
- Toimialan alalle tulon kynnykset ovat yleisellä tasolla erittäin matalat
- Toimintamallin skaalaaminen isompaan kokoluokkaan (+ 8 MEUR liikevaihto) on vielä kysymysmerkki

Strategia 1/2



Arvolupaus ja kysyntäpuoli

Arvolupaus?

- Arviomme mukaan Rush Factoryn arvolupauksena on massasta poikkeavien ja kuluttajille lisäarvoa luovien elämysten tuottaminen.
- Konseptitasolla yhtiön keskeisimmät erottautumistekijät liittyvät näkemyksemme mukaan tapahtumien kiertuepohjaisuuteen (ts. eräänlaisen niukkuuden myyminen) sekä vertikaalisen toimintamallin hyötyihin, kuten kykyyn tehdä tapahtumiin nopeasti pieniä parannuksia.
- COR:n hyvää kasvu- ja kannattavuushistoria huomioiden arvolupauksen lunastamisessa on mielestämme onnistuttu.

Kohdesegmentti?

- Historiallisesti valtaosa COR:n ja RW:n osallistujista on ollut 18-40-vuotiaita naisia, vaikka luonteeltaan konseptit eivät varsinaisesti sukupuolisuunnattuja olekaan. DF:ssa taas ensisijainen fokus taas on arviomme mukaan ala-asteikäisissä lapsissa.
- Utopian Nation Festivalin ja sen ensimmäisten tapahtumien myötä yhtiön tarjooma laajenee kattamaan aikaisempaa selvemmin myös miespuolisen osallistujajoukon. Kasvua ajatellen tämä valinta on erittäin järkevä, vaikka arviomme mukaan miespuoliset kuluttajat voivatkin päätöksenteoissaan olla piirun verran naisia hintaherkempiä.

Hinnoittelu?

- Kuluttajapreferenssien muutokset yhdessä yhtiön korkean kulutietoisuuden kanssa tuovat hinnoitteluun liikkumatilaa.
- Suhteelliset hintapisteet eivät mielestämme ole erityisen korkeita, emmekä usko yhtiön hakevan tähän suurempaa linjamuutosta jatkossakaan.
- Hintaportaat tekevät hinnoittelumekanismista dynaamisen ja samalla parantavat tapahtumatason ennustettavuutta.



Oma arvoketju ja kyvykkyydet

Suunnittelu ja tuotanto



- Onnistumiset konseptien suunnittelu-, kehitys- ja tuotantotoimissa ovat arvolupauksen jatkuvaluontoisen lunastamisen kannalta avainasemassa.
- Rush Factoryn liiketoimintamallin syvyyden ja organisaation ketteryuden perusteella arviomme eri prosessien välisen yhteistyön olevan tiivistä. Tämän tulisi luoda vahvat edellytykset tehokkaille ydintoiminnoille ja sitä kautta sekä strategian asiakas-että omistaja-arvoa luovalle toteuttamiselle.

Markkinointi



- Ominaisuuksiltaan poikkeuksellisetkaan konseptit eivät menesty kaupallisesti ilman onnistunutta markkinointia.
- Markkinointi luo kysyntää, mutta samalla se on tavattoman tärkeä väline myös odotusten hallinnan kannalta ja siten asiakasarvon luonnin kannalta (ts. arvoa syntyy kun tapahtuma on odotuksia parempi).
- Tuotanto- ja markkinointifunktioiden oltava linjassa keskenään, jotta luodut odotukset kyetään lunastamaan.

Tehdyt arvoketjuvalinnat?

- Liiketoimintamallista on rakennettu aidosti vertikaalinen, eikä Rush Factory ole keskittynyt vain yhteen arvoketjun osaan. Tämä on luonut toimintaan virtaviivaisuutta ja tehokkuutta sekä tehnyt kannattavuuspotentialista päinvastaista tilannetta korkeamman.
- Toiminnan kiertuepohjaisuus vastaavasti mahdollistaa konseptitason skaalattavuuden ja kiinteisiin toimipisteisiin liittyvien riskien välttämisen.
- Utopia Nation Festivaliin on investoitu paljon, mutta ylösajo on vielä alkuvaiheessa.

Strategia 2/2



Strategian tavoitteet 2022-2025



Kannattava kasvu (liikevaihto yli 50 % CAGR, 15-30 %:n käyttökate)



Nykyiset konseptit

- Kasvu nykyisten konseptien kautta on mielestämme järkevä valinta, sillä käsityksemme mukaan etenkin COR:n bränditunnettuus on hyvä ja tapahtumien kiinnostavuus on toteutettujen pienten parannustoimien myötä edelleen korkealla tasolla.
- Lisäksi nykyisten konseptien skaalattavuuksien ja logististen kilpailuetujen tulisi tukea kasvun tavoittelua ja strategian toteuttamista.
- Euroopassa relevanttien ja riittävän suurten kaupunkien peitto on kuitenkin jo varsin hyvä, mikä osaltaan rajoittaa kasvumahdollisuuksia.
- Pitkällä aikavälillä nykyisten konseptien kanssa kasvaminen vaatiikin uusille markkinoille, kuten esimerkiksi Pohjois-Amerikkaan laajentumista.
- Myös COR:n kiinnostavuuden ylläpitämisessä onnistuminen on kasvun kannalta kriittistä.



Uudet konseptit

- Uusien konseptien kehittäminen ja kaupallistaminen on kasvun ohella perusteltua myös riskienhallinnallisesti, sillä uudet konseptit tuovat yhtiölle uusia taloudellisia tukijalkoja ja laskevat COR-vetoisuuteen liittyvää riskiä.
- Uusissa konsepteissa (ml. UNF) fokus tulee arviomme mukaan pysymään aikaisempaa viihteellisemmissä, laajemman kohderyhmän tavoittavissa, skaalattavissa ja kalustollisia synergioita tuovissa kokonaisuuksissa.
- Prosessina uusien konseptien kehittäminen ja ylösajo vie aikaa, minkä seurauksena täysien kaupallisten potentiaalien saavuttamiset voivat pisimmillään vaatia taakseen useita vuosia.
- Kaupallistamisen onnistuminen on riippuvainen myös omien suunnittelu- ja kehitystoimien purevuudesta (mm. markkinatrendien tunnistus).



Korkea tehokkuustaso

- Arvonluonnin kannalta korkeiden tehokkuustasojen säilyttäminen läpi ydinprosessien on ensiarvoisen tärkeää ja arviomme mukaan strateginen painopistealue. Tapahtumatasolla keskeisimmät tehokkuusajurit kohdistuvat arviomme mukaan tapahtuman ja kyseisen tapahtumamaan kiertueen kokoon (ts. kiinteäluontoiset kulut per tapahtuma) sekä kokoonpano- ja purkutiimin kyvykkyyteen.
- Kevyt kulurakenne, toimintamallin vertikaalisuus ja konseptiportfolion kateprofiili huomioiden yhtiöllä on mielestämme edellytykset tehdä yli 15 %:n käyttökatemarginaalia.
- Vaikka korkea tehokkuustaso onkin strateginen prioriteetti, emme usko yhtiön optimoivan lyhyen aikavälin kannattavuutta pidemmän aikavälin arvonluontikyvyyn kustannuksella.



Asiakas- ja omistaja-arvon luonti

Taloudellinen tilanne 1/3

Normaalien vuosien myyntikate on hyvä

Rush Factoryn myyntikatemarginaali on viime vuosina heitellyt voimakkaasti ja ollut noin 52-64 %. Arviomme mukaan tällainen myyntikate kuvaa varsin hyvin yhtiön perustasoa ja samalla COR-kiertueen kestäväää ansaintakykyä, joskin korkea kustannusinflaatio on viime vuosina laskenut vaihteluvälin alarajaa. Suppean otannan, ulkoisten olosuhteiden ja osin omien strategisten valintojen (mm. vuonna 2018 tehdyt tietoiset tapahtumamääräleikkaukset) vuoksi myyntikatteen aidosti pidemmän aikavälin operatiivinen tarkastelu ei olekaan mahdollista. Tällaista historiallista perustasoa voidaan pitää Rush Factoryn kaltaiselle palveluihin keskittyneelle yhtiölle varsin hyvänä, mikä tukee näkemystämme sekä tarjoaman laadukkuudesta että sen kysynnän laatupainotteisesta muodosta.

Luonteeltaan myyntikatteessa mukana olevat materiaali- ja palvelukulut ovat pääosin muuttuvia, kuten tapahtumalipun kylkeen tulevia tai erikseen ostettavia oheistuotteita ja muita tapahtumakohtaisia kustannuksia (mm. roskalavojen vuokraus). Näin ollen nämä kulut eivät sisällä muuttuvia vivahteita omaavia markkinakuluja. Tämän dynamiikan taustalla on se, että tehokkuussyistä yhtiö operoi markkinointifunktiotaan konsepti- ja aluetasolla yksittäisen tapahtuman sijaan. Materiaali- ja palvelukulujen muuttuvasta perusluonteesta huolimatta niissä on pienimuotoista isomman ekonomian tuomaa skaalautuvuutta, sillä suurempi tapahtumakiertue mahdollistaa yhtiölle

oheistuotteiden isommat hankintaerät ja määrälennukset.

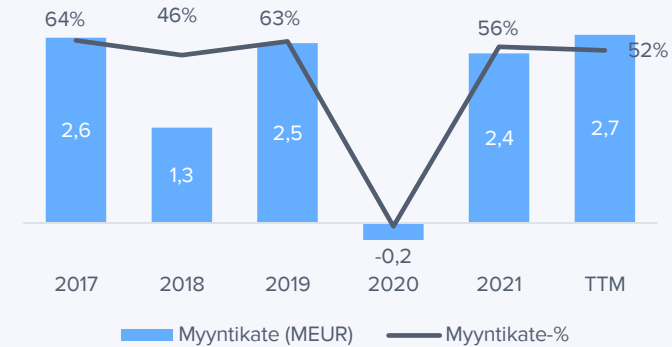
Muut kulut toinen olennainen erä

Rush Factoryn kulurakenteen toinen olennainen erä on liiketoiminnan muut kulut, joka on normaalin kiertuekoon vuosina ja tavanomaisessa toimintaympäristössä muodostanut noin 26-42 % kokonaiskustannuksista.

Yhtiön ansainta- ja arvonaluontologiikasta johtuen valtaosa näistä kuluista on markkinointipanostuksia. Ajallisesti varsinaiset panostukset ja siten myös kustannukset painottuvat vahvasti vuoden ensimmäiselle vuosipuoliskolle tapahtumakiertueiden kalenterirakenteen (ts. valtaosa tapahtumista aina kesäkuukausina) ja ennakkomyynnin vaatiman ajan vuoksi. Toki myös hintaportaiden soveltaminen ja pyrkimykset markkinoinnin tuotto/panos-suhteen optimointiin — eli lipunmyynnin painopisteen siirtäminen hintaportaiden korkeampaan päähän — omalta osaltaan vaikuttavat kulujen realisoitumisen aikatauluun. Tämän dynamiikan vuoksi vuoden jälkimmäisen puoliskon panostukset ovat arviomme mukaan tyypillisesti alkuvuoden tulosten perusteella tehtäviä reaktiivisia sekä jo seuraavalle vuodelle kiinnostusta herätteleviä toimia.

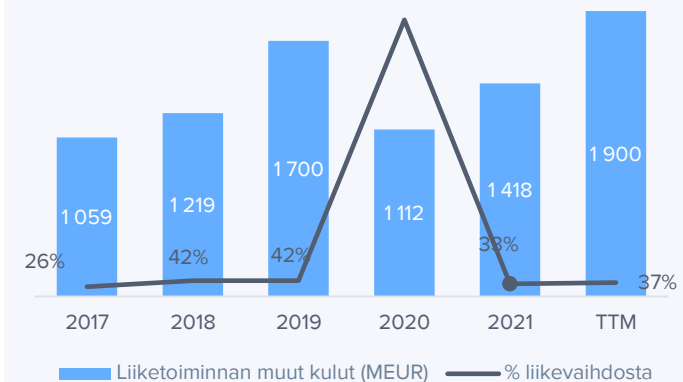
Markkinointikuluissa näemme elementtejä niin muuttuvista kuin kiinteistä kuluistakin. Luonnollisestikin markkinointifunktio olisi tarpeeton ja kulut nollassa, mikäli yhtiö ei järjestäisi yhtään tapahtumaa.

Myyntikatteen kehitys



*Pandemiasta johtuen vuosien 2020-2021 luvut eivät anna täysin todellista kuvaa toiminnasta

Muiden kulujen kehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Toisaalta yksittäisten tapahtumien erilaisten profiilien (mm. maa ja koko) takia tapahtumatason osallistujakohtainen markkinointieuro ei ole normaalien muuttuvien kulujen tapaan vakio. Perinteisesti kiinteiksi mielletyistä kustannuksista markkinointikulut puolestaan eroavat siten, että yhtiö kykenee sopeuttamaan näitä esimerkiksi selvästi hallinnollisia kuluja nopeammin.

Henkilöstökulut ovat matalat

Rush Factoryn H1'22 lopussa 13 henkeä työllistänyt organisaatio on pieni, minkä seurauksena myös henkilöstökulut ovat matalat. Historiallisesti ja normaaleina vuosina niiden osuus liikevaihdosta on ollut noin 10-11 %. Kevyen organisaatorakenteen ja matalien kiinteiden henkilöstökulujen keskeisimmät hyödyt kulminoituvat operatiivisiin joustoihin. Pienen organisaation varjopuolena on kuitenkin rajallisiksi jäävät resurssit, jotka voivat aiheuttaa pullonkauloja uusien konseptien suunnitteluun ja hidastaa niin strategian toteuttamista kuin pidemmän aikavälin arvonluontiakin.

Tase tarvitsee ulkopuolista rahoitusta

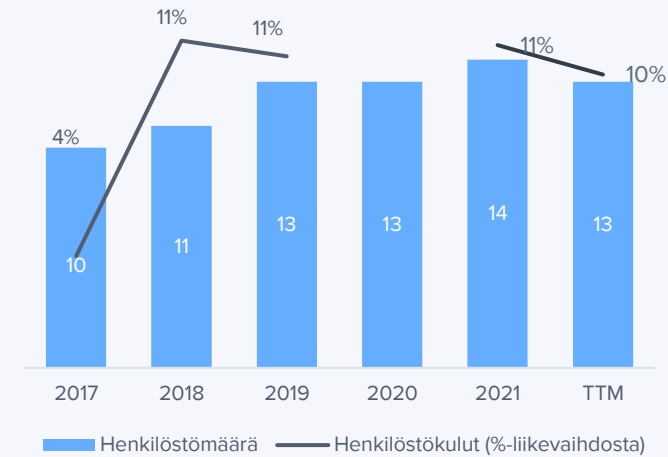
Rush Factoryn taseasema on heikko, sillä H1'22 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 11 % ja nettovelkaantumisaste 338 %. Yhtiön taseessa oli tuolloin 0,8 MEUR lainaa rahoituslaitoksilta ja 0,35 MEUR oman pääoman ehtoista lainaa yhtiön pääomistajalta. Liiketoimintamallin rahavirran painoutuessa H1:lle, näemme yhtiön lyhyellä aikavälillä olevan ulkopuolisen rahoituksen varassa, kunnes ensi vuoden lipunmyynnistä ansaitut varat paikkaavat taseasemaa. Taseessa rahoituslaitoksilta saadun velan määrä on

merkittävä yhtiön markkina-arvoon nähden, minkä seurauksena rahoituslaitoksilta voi arviomme mukaan olla haastavaa saada lisärahoitusta.

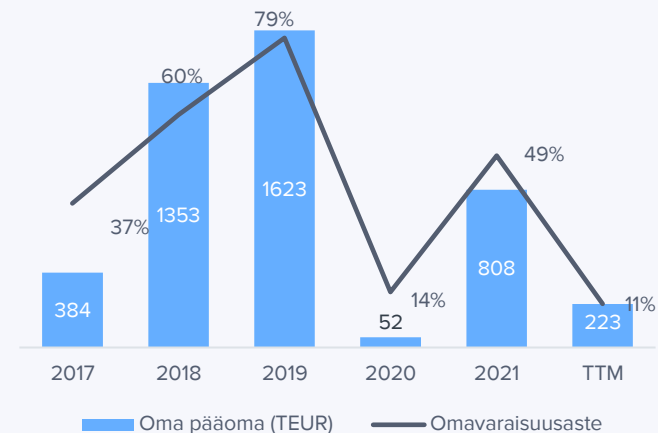
Yhtiö sopi helmikuussa 2021 pääomistajan Niemelän Markka & Ropo Oy:n kanssa [rahoitussopimuksen](#), jossa Niemelän Markka & Ropo sitoutui ostamaan Rush Factoryn tärkeiden alihankkijoiden tulevia saatavia. Rahoitussopimuksen enimmäismäärä oli tuolloin 0,8 MEUR, josta sitä on sittemmin nostettu 1,5 MEUR:oon. Sopimus on antanut yhtiölle tarvittua liikkumavaraa haastavan liiketoimintaympäristön keskellä ja mielestämme se vaikuttaa osakkeenomistajan näkökulmasta varsin reilulta (ei laimennusvaikutusta). Heikkous pääomistajan osakkeisiin nojaavassa rahoitusjärjestelyssä on kuitenkin se, että kurssin laskiessa myös pääomistajan kyky rahoittaa liiketoimintaa osakkeita myymällä laskee.

Rahoitusjärjestelystä huolimatta liiketoiminnan kausiluonteinen rahoitustarve voi arviomme mukaan pahimmassa tapauksessa pakottaa yhtiön ehdoiltaan hyvinkin epäedulliseen rahoitusjärjestelyyn likviditeetin turvaamiseksi. Heikko talousnäkökulma ja pilotointivaiheessa oleva UNF-konsepti tekevät arviomme mukaan rahoitustilanteesta entistä kimurantimman, koska liiketoiminta vaatii juuri nyt tavallista enemmän panostuksia markkinointiin konseptin onnistuneen lanseerauksen takaamiseksi. Tiettyä taloudellista liikkumavaraa yhtiö voi arviomme mukaan saavuttaa myymällä ja takaisinvuokraamalla omistamansa toimitilat Maskussa, joskin mittakaava jäisi arviomme mukaan yksittäisiin satoihin tuhansiin.

Henkilöstömäärän ja -kulujen kehitys

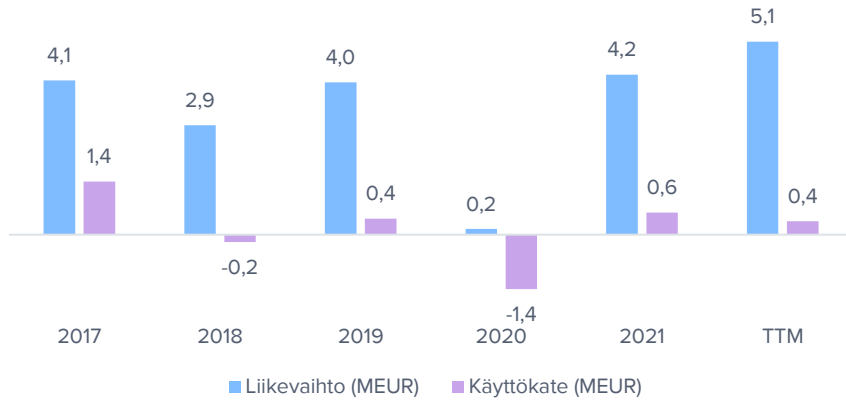


Oman pääoman kehitys

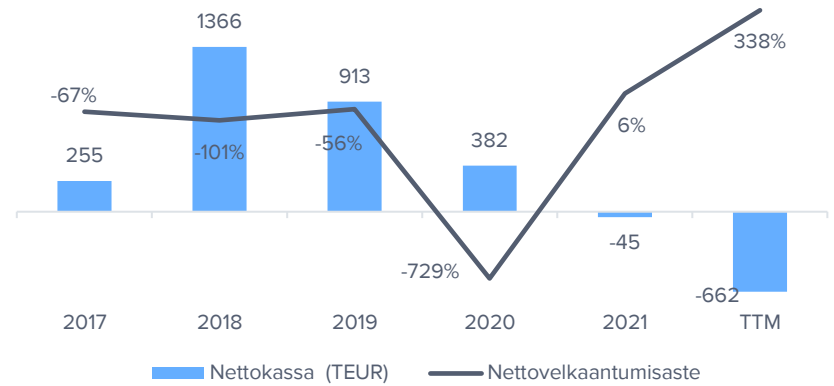


Taloudellinen tilanne 3/3

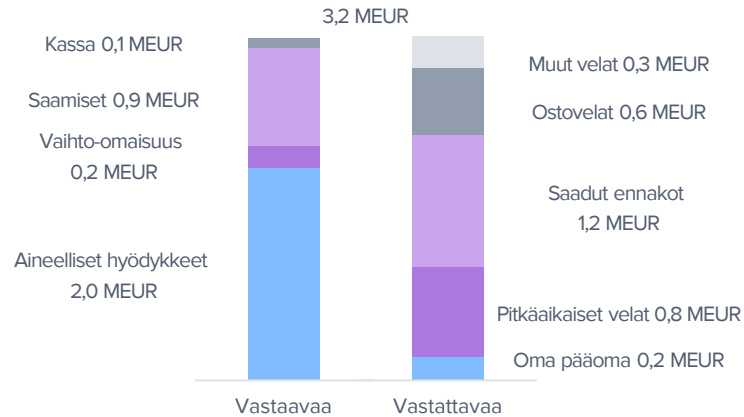
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



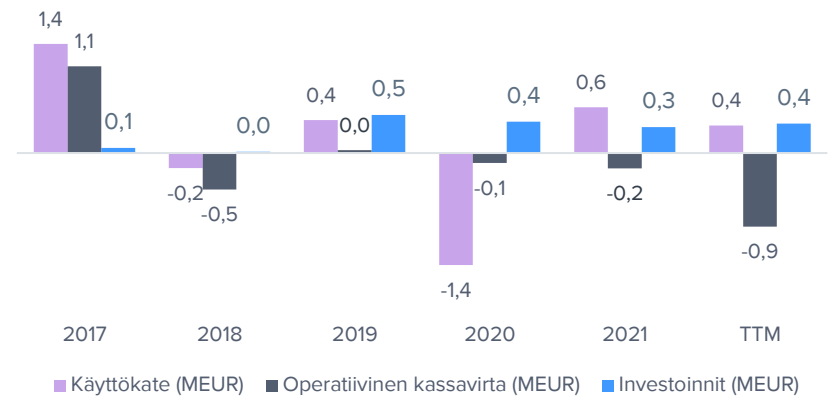
Taseaseman kehitys



Taserakenne H1'22



Kassavirran kehitys



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Rush Factoryn lyhyen ja keskipitkän aikavälin liikevaihdon kehitystä jo tuotantovaiheessa olevien ja sinne nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana etenevien konseptien (ts. UNF), näiden tapahtumamäärien sekä arvioimienne tapahtumakohtaisten keskihintojen ja kävijämäärien perusteella. Pitkällä aikavälillä ennusteemme taas perustuvat pitkälti toimialan yleisten suuntaviivojen ja omien konseptien elinkaarien varaan. Lyhyellä aikavälillä näkyvyys Rush Factoryn liiketoiminnan kehittymiseen on varhaisessa vaiheessa tietoon tulevan tapahtumakalenterin ja ennakkomyyntiin pohjautuvaa ansaintamallin ansiosta kohtalainen, vaikka toimintaympäristöön vaikuttaakin edelleen koronapandemian aiheuttama epävarmuus ja koetuksella oleva kuluttajaluottamus. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen on rajallisempi, sillä niin nykyisten konseptien todellisten elinkaarten kuin täysin uusienkin konseptien luonteiden ja siten kasvu- ja kannattavuuspotentiaalien arviointi on vaikeaa.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun, myyntikatteen ja kiinteäluontoisten kulujen mallintamiseen. Pitkällä aikavälillä arvioimme kannattavuutta puolestaan samaisten tekijöiden sekä kestäviksi arvioimienne marginaalitasojen kautta, johon liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Keskeisimmät operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet liittyvät kuluprofiiliin ja ansaintalogiikan seurauksena tapahtumakohtaisiin muuttuviin kuluihin sekä markkinointitoimien tuotto/panosuhteisiin. Tuloslaskelman alarivejä pidämme

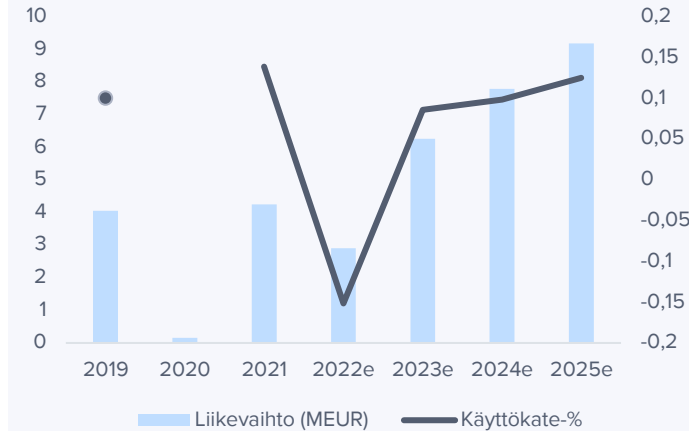
lähtökohtaisesti oikeinkin simppleinä, sillä henkilöstökulut ovat varsin ennustettavia, valtaosa yhtiön myynnistä on europohjaista eikä se normaaleissa olosuhteissa hyödynnä juurikaan velkavipua taseessaan.

Kustannusinflaatio löi kuluvana vuonna läpi

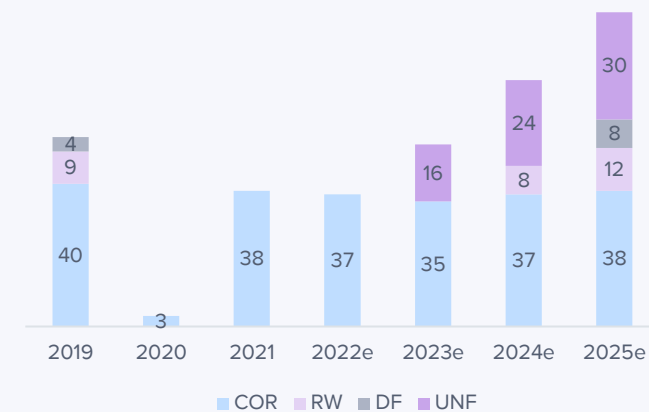
Koronapandemian aiheuttaman poikkeuksellisen epävarmuuden vuoksi Rush Factory ei antanut ohjeistusta kuluvalle vuodelle. Kuluvan vuoden aikana yhteiskuntien paikalliset rajoitukset eivät ole estäneet Rushia järjestämästä tapahtumia, mutta koronan jäljiltä kuluttajien käytös oli vielä H1:llä epävarmaa, etenkin tapahtumakiertueen alkuvaiheessa. Yhtiö järjesti H1:llä 22 COR-tapahtumaa kuluvan vuoden 37:tä tapahtumasta, mutta selvästi vertailukautta heikompi tapahtumakohtainen liikevaihto painoi liikevaihdon Q1-Q3 liikevaihdon 2,9 MEUR:oon. Yhtiöllä ei ole tiedossa tapahtumia Q4:llä, joten tuo luku kuvastaa koko vuoden kertynyttä liikevaihtoa. Etenkin Keski-Euroopan tyyppillisesti suuret tapahtumat olivat jo takanapäin, kun yleinen kiinnostus tapahtumia kohtaan elpyi kuluvan kevään loppupuolella. Yhtiön Aasiasta tulevat ostot sekä tapahtumien alihankintakustannukset kokivat kovaa inflaatiota H1'22, minkä seurauksena yhtiön myyntikatemarginaali valahti 40 %:iin.

Kuluttajien epävarmuus näkyi myös Rushin liiketoiminnan muissa kuluissa, jotka nousivat H1:llä 0,94 MEUR:oon kohdennettujen mainosten lähestyessä ostopäätöstä lykkääviä kuluttajia useampaan kertaan. Odotamme materiaali- & palvelu- sekä liiketoiminnan muiden kulujen laskevan H1:n tasolta vuoden jälkipuoliskolla, mutta liikevoiton jäävän 0,0 MEUR:oon.

Kasvu ja kannattavuus



Tapahtumamäärien kehitys



Ennusteet 2/3

Rush Factoryn loppuvuotta ajatellen yhtiön liiketoiminnan muiden kulujen arviointi on mielestämme haastavaa testimarkkinointivaiheessa olevan UNF-konseptin vuoksi. Mielestämme uuden konseptin markkinoinnista ei tulisi säästää, mutta heikko tasetilanne voi arviomme mukaan johtaa uuden konseptin turhan varovaiseen ylösajoon.

Vuonna 2023 on tarkoitus painaa kaasua

Vuonna 2023 odotamme Rush Factorylta kasvua suurempaan kokoluokkaan uuden UNF-konseptin ajamana. Ennusteissamme yhtiö järjestää ensi vuonna 16 UNF-tapahtumaa, joilla se tekee yhteensä 3,0 MEUR:n liikevaihdon. COR:in tapahtumasivujen perusteella toistaiseksi tiedossa olevia tapahtumia on 23 kappaletta, mutta odotamme yhtiön järjestävän yhteensä 35 tapahtumaa, joilla yhtiö ylittää yhteensä 3,3 MEUR:n liikevaihtoon. COR-konseptin pitkästä elinkaaresta huolimatta näemme yhtiöllä edellytykset parantaa konseptin kannattavuutta esimerkiksi lisäämällä oheismyyntiä tapahtumien yhteydessä esimerkiksi yhteistyökumppanien tarjoaman ruoan ja juoman muodossa.

Ennusteemme eivät sisällä liikevaihtoa taloudellisilta merkityksiltään pieniltä Rush Workout tai Duudsonit Funland -konsepteilta ja konsernitason liikevaihtoennusteemme asettuu 6,3 MEUR:oon. Liikevaihdon lyhyen aikavälin ennustettavuutta heikentää kuitenkin epävarmuus kuluttajien kiinnostuksesta uutta UNF-konseptia kohtaan sekä kuluttajien ostovoimaa kurittava korkea inflaatio. Yhtiön käyttökäteen arvioimme

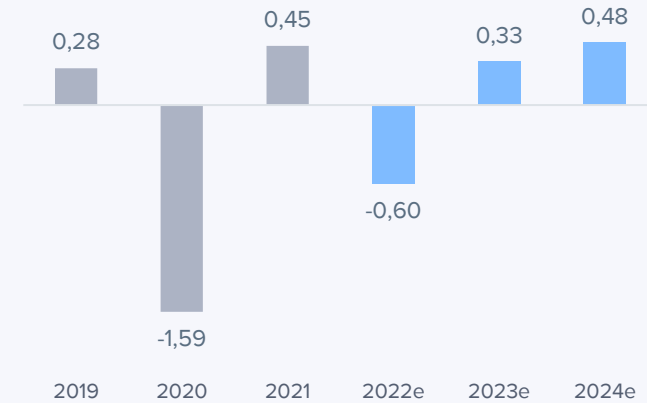
nousevan ensi vuonna 0,5 MEUR:oon. Keskeisimpinä operatiivisina tulosajureina pidämme uutta UNF-konseptia, COR-kiertueen edellisvuodesta petraavaa tapahtumakohtaista katetta. Ennusteissamme nettotulos asettuu 0,4 MEUR:oon, mikä osakekohtaiseksi tulokseksi käännettynä tarkoittaa 0,14 euroa.

Vapaan kassavirran odotamme vahvistuvan reippaasti paremman tulostason ajamana, mikä vahvistaa omavaraisuusastetta (2023e: 23 %). Osingonjakoa emme kuitenkaan yhtiöltä odota, sillä uskomme taseen vahvistamisen ja kasvustrategian mahdollisimman tehokkaan toteuttamisen pysyvän kärkiprioriteettina.

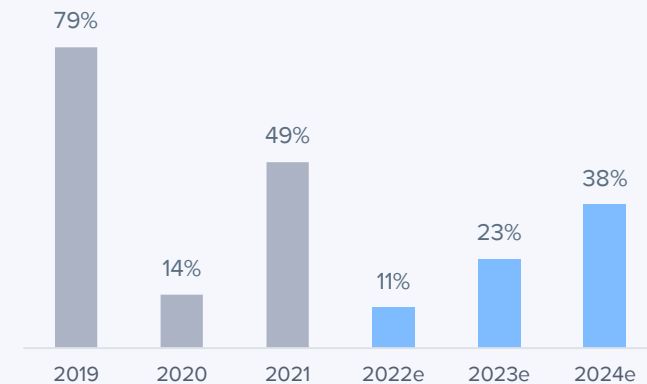
Odotamme tehokkuushyötyjä vuosina 2024 ja 2025

Ennusteissamme Rush Factoryn 2024 liikevaihto kasvaa 25 % ja asettuu 7,8 MEUR:oon kasvaneen UNF-kiertueen vetämänä. Odotamme myös COR-kiertueen tuoman liikevaihdon kasvavan suuremman tapahtumakohtaisen kävijämäärän ja hieman suuremman kiertuekoon ajamana. Tämän lisäksi näemme yhtiöllä edellytykset täydentää COR-kiertuetta yksittäisillä RW-tapahtumilla. DF-tapahtumia meillä ei ole toistaiseksi 2024 ennusteissamme, mutta näemme että se voisi tuoda pientä lisätukea konsernin liikevaihdolle, jos tapahtumia lähdetään järjestämään UNF-kiertueen yhteydessä. Yhtiöllä on edellytykset myös selvästi kasvuennusteitamme vahvempaan suoritukseen, jos UNF:n kaupallistaminen onnistuu ennusteitamme paremmin eikä kuluttajien kiinnostus heikkene oleellisesti COR:ia kohtaan.

Nettotuloksen (MEUR) kehitys



Omavaraisuusaste



Ennusteet 3/3

Mielestämme etenkin UNF:n kohdalla on aiheellista soveltaa varovaisuutta ennusteissa, kun huomioidaan vasta Q2'23:n puolella järjestettävä ensimmäinen tapahtuma ja siten vielä jonkin aikaa kysymysmerkkinä pysyttelevä todellinen kaupallinen potentiaali. Käsitksemme mukaan COR-kiertuetta järjestänyt tiimi oli alun perin huomattavasti nykyistä 6 henkilön tiimiä suurempi. Oletamme vastaavaa kehitystä myös UNF:n osalta, mikä johtaa konseptin kannattavuuden paranemiseen tehokkuushyötyjen myötä. UNF:n suurempi ja tehokkaampi kiertue yhdessä COR:in kasvaneen tapahtumakohtaisen osallistujamäärän kanssa nostaa yhtiön käyttökatteen vuoden 2024 ennusteissamme 0,7 MEUR:oon. Paranevan tulostuksen ansiosta Rush Factory saa tasettaan tervehdytettyä nopeasti ennusteissamme ja omavaraisuusaste ylittää 50 % vuonna 2024.

Vuonna 2025 Rush Factory kasvattaa liikevaihtoaan 18 % suuremman UNF-kiertueen ajamana. Ennusteemme eivät sisällä oleellista liikevaihtoa kaluston vuokrauksesta tai kolmansien osapuolten tapahtumien järjestämisestä, jotka voivat näihin aikoihin parhaimmillaan muodostaa kolmannen tukijalan yhtiön liiketoiminnalle. Käyttökate nousee ennusteissamme 1,1 MEUR:oon, mikä jää melko selvästi yhtiön tavoittelemasta 20-30 %:n tasosta. Taseen nopean kierron ansiosta tämäkin taso riittää kuitenkin yli 60 %:n sijoitetun pääoman tuoton saavuttamiseen.

Pitkällä aikavälillä mennään eteenpäin

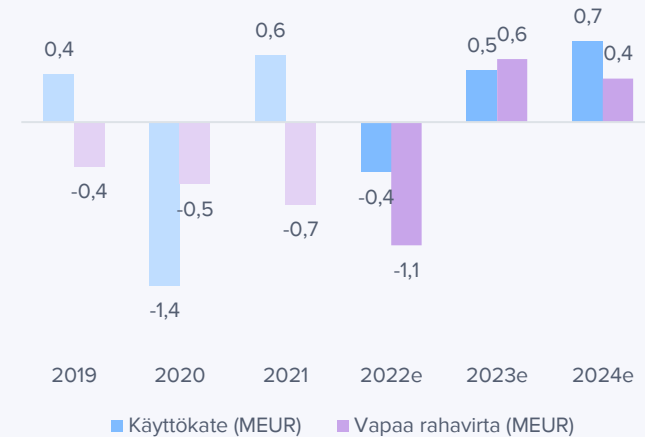
Pidemmillä aikavälillä odotamme Rush Factoryn liikevaihdon pysyvän rauhallisessa kasvussa omien

konseptien vetovoimaisuuden sekä vapaa-ajan markkinaa tukevien trendien, kuten kuluttajakäyttäytymisen muutosten ja käytettävissä olevien tulojen kasvun tukemana. Näitä ajureita mukaillen yhtiön pidemmän aikavälin kasvu asettuu ennusteissamme 2-4 %:n väliin.

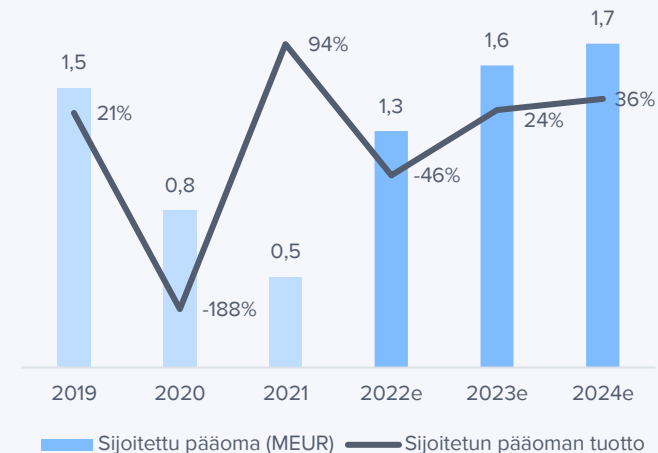
Pidemmän aikavälin näkemyksemme on varsin maltillinen, mutta mielestämme riittävän turvamarginaalin säilyttämiseksi järkeenkäypä, sillä aikaisemmin mainittuun tapaan näkyvyys erityisesti kokonaan uusiin konsepteihin ja sitä kautta liiketoiminnan jatkuvuuteen on rajallinen. Liiketoiminnalle uusien tukijalkojen kehittäminen COR:in ja UNF:n ohelle on luonnollista Rushin liiketoimintamallissa, mutta samalla pelkästään paikallaan pysyminen vaatii tietyn määrän innovaatiota, koska nykyiset konseptit tulevat väistämättä menettämään kiinnostustaan kuluttajien silmissä jollain aikavälillä.

Pidemmän aikavälin käyttökatemarginaalin arvioimme pysyvän maltillista kasvua mukaillen (ts. ei tarvetta kokoluokkaan suhteutettuna mittaville kehittämistoimille) hyvällä noin 11-13 % tasolla. Tässä vaiheessa haluamme yhtiöltä vielä näyttöjä uuden UNF-konseptin kaupallisesta toimivuudesta, jotta luottomme kasvaisi nykyisen strategiakauden tavoitteita kohtaan. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit kohdistuvat liiketoimintamallin joustavuuden ja kulutietoisuuden ylläpitämiseen. Olennaisimmat riskit taas liittyvät pitkälti kannattavuusajureiden vastakohtiin, mutta toisaalta myös kasvun ja käytettävissä olevien resurssien hallitsemiseen.

Rahavirran kehitys



Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	0,2	0,8	3,5	4,2	1,6	1,3	2,9	6,3	7,8	9,2
Käyttökate	-1,4	-0,3	0,9	0,6	-0,5	0,1	-0,4	0,5	0,7	1,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,6	-0,4	0,8	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	1,0
Liikevoitto	-1,6	-0,4	0,8	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	1,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-1,6	-0,4	0,8	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	1,0
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,6	-0,4	0,8	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,3	0,5	0,8
EPS (oikaistu)	-0,67	-0,16	0,35	0,19	-0,26	0,01	-0,26	0,14	0,20	0,33
EPS (raportoitu)	-0,67	-0,16	0,35	0,19	-0,26	0,01	-0,26	0,14	0,20	0,33

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-96,3 %	5675,0 %	2429,0 %	2708,5 %	116,7 %	-63,5 %	-31,6 %	115,6 %	24,6 %	17,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-608,4 %	-66,7 %	-274,5 %	-128,9 %	65,7 %	-95,7 %	-226,2 %	-167,3 %	58,8 %	62,3 %
Käyttökate-%	-953,0 %	-41,4 %	25,8 %	13,9 %	-33,5 %	8,3 %	-15,2 %	7,3 %	9,1 %	12,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1042,4 %	-48,9 %	23,5 %	10,7 %	-37,4 %	2,8 %	-19,8 %	6,2 %	7,9 %	10,8 %
Nettotulos-%	-1051,0 %	-49,0 %	23,6 %	10,7 %	-37,8 %	1,0 %	-20,8 %	5,3 %	6,1 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	3,0	2,9	-3 %	6,3	6,3	0 %	7,8	7,8	0 %
Käyttökate	-0,4	-0,4	6 %	0,5	0,5	0 %	0,7	0,7	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,5	-0,6	4 %	0,4	0,4	0 %	0,6	0,6	0 %
Liikevoitto	-0,5	-0,6	4 %	0,4	0,4	0 %	0,6	0,6	0 %
Tulos ennen veroja	-0,6	-0,6	4 %	0,4	0,4	0 %	0,6	0,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,25	-0,26	3 %	0,14	0,14	0 %	0,20	0,20	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	1,3	1,7	1,8	2,1	2,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	1,2	0,5	0,7	1,0	1,3
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	1,1	1,1	1,1	1,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1,5	0,7	0,7	1,4	1,8
Vaihto-omaisuus	0,5	0,3	0,1	0,3	0,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8
Likvidit varat	0,4	0,1	0,2	0,5	0,6
Taseen loppusumma	2,7	2,4	2,5	3,6	4,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	0,1	0,8	0,2	0,5	1,0
Osakepääoma	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	-2,1	-1,7	-2,3	-1,9	-1,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,7	1,4	2,3	3,0	3,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	1,4	1,1	0,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,5	1,2	0,7	1,6	1,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,3	0,2	0,4	0,5
Taseen loppusumma	2,7	2,4	2,5	3,6	4,2

Arvonmääritys 1/3

Tulos- ja kassavirtapohjaisuus järkevinä

Suosimme Rush Factoryn hinnoittelun tarkastelussa tulos- ja kassavirtapohjaisia lähestymistapoja. Rush Factoryn yhtiö- ja sijoitusprofiili huomioiden pidämme taseaseman huomioivaa EV/EBITDA-kerrointa, hyvälle kassavirran tuottokyvylle arvoa antavaa P/FCF-kerrointa sekä nettotulos pohjaista P/E-lukua yksittäisistä mittareista kaikkein käyttökelpoisimpina. Arvonmäärityksemme nojaa puhtaasti yhtiölle määrittämiimme hyväksyttäviin absoluuttisiin kertoimiin ja DCF-malliin sillä Rush Factorylle ei näkemyksemme mukaan ole mahdollista muodostaa riittävän hyvää verrokkiryhmää (mm. samankaltaiset liiketoimintamallit, pääomien tuottokyvyt ja riskiprofiilit) ja täten rakennetta hinnoittelun suhteelliselle tarkastelulle. Tarkastelemme yhtiön hinnoittelua pääosin lähivuosien ennusteillamme liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen ja sitä ohjaavien tekijöiden arviointiin liittyvien haasteiden vuoksi.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Rush Factoryn arvostukseen:

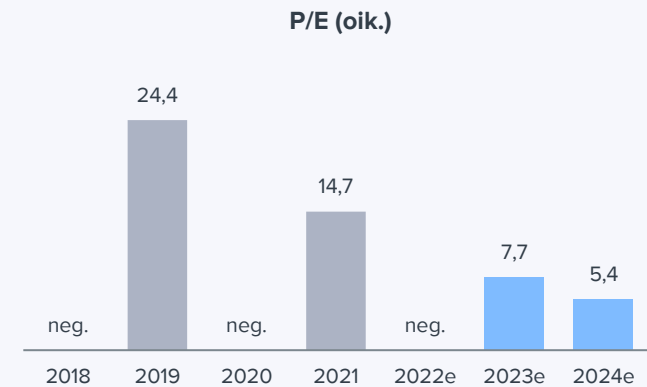
- Toimintamallin vertikaalisuus** tarkoittaa laajaa arvoketjun hallintaa, mikä puolestaan luo yhtiölle kyvyn tehdä konsepteihin parannusliikkeitä nopeillakin aikatauluilla. Näiden liikkeiden tekeminen taas lähtökohtaisesti nostaa konseptien luomaa lisäarvoa ja vahvistaa sitä kautta sekä kokonaiskilpailukykyä että pidemmän aikavälin

arvonluontiedellytyksiä.

- Ketteryyden ja korkean kulutehokkuuden** yhteisvaikutukset tuovat yhtiölle operatiivisia joustoja ja tekevät normaalien olosuhteiden kannattavuuspotentiaalista mainion.
- Toiminta on luonteeltaan pääomakevyttä** ja yhtiön kassavirtaprofiili on hyvä. Yhdessä nämä tekijät muodostavatkin erinomaisen pohjan korkealle sijoitetun pääoman tuotolle ja siten omistaja-arvon luomiselle (ts. ROIC > WACC).
- Lähivuosien kasvunäkymät** ovat debyyttikiertueelleen etenevän UNF-konseptin myötä hyvät. Vuoden tähtäimellä tuloskasvuvauhtia kuitenkin rajoittaa jonkin verran UNF-konseptin ylösajonostukset ja alkuvaiheen matalampi tehokkuus uuden tapahtuman tuotannossa.
- Näkyvyys liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen** on rajallinen, mikä osaltaan nostaa kokonaisriskiprofiilia ja painaa hyväksyttäviä kertoimia. Tämän taustalla on nykyisten konseptien todellisten elinkaarien sekä kokonaan uusien konseptien kehitysvaiheiden arviointeihin liittyvät vaikeudet, yhtiön heikko taseasema ja Euroalueen epävarma talouskehitys.
- Yhtiölle ei ole käytännössä lainkaan historiaa** kokonaan uusien ja isomman kokoluokan (pl. COR) konseptien kaupallistamisesta. Näemme tämän toistaiseksi riskitasoa nostavana ja vastaavasti hyväksyttäviä arvostuskertoimia painavana tekijänä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,09	1,09	1,09
Osakemäärä, milj. kpl	2,35	2,35	2,35
Markkina-arvo	2,6	2,6	2,6
Yritysarvo (EV)	3,7	3,1	2,8
P/E (oik.)	neg.	7,7	5,4
P/E	neg.	7,7	5,4
P/Kassavirta	neg.	4,6	6,7
P/B	12,5	4,8	2,5
P/S	0,9	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	1,3	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,9	3,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	8,1	4,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Aiemmin mainittujen tekijöiden pohjalta Rush Factorylle hyväksyttävä normaalin tulokunnan ja normaalin taserakenteen arvostus voisi mielestämme P/E- ja P/FCF-luvuilla katsottuina tarkoittaa 8x-11x haarukkaa ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella noin 5x-7x. Näiden tasojen keskipisteet ovat Helsingin pörssin historiallisten mediaanien alapuolella. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan tarkastele Rush Factoryn hinnoittelua suhteessa pörssin yleiseen hintatasoon.

Yhtiölle arvioimamme kertoimet eivät luonnollisestikaan ole lukittuja. Mikäli kasvustrategian toteuttaminen etenee suunnitelmien mukaisesti ja erityisesti UNF-konsepti osoittautuu varovaisia arvioitamme onnistuneemmaksi, on arvioimassamme kerroinhaarukassa nousuvaraa. Toisaalta sama logiikka pätee toiseenkin suuntaan, joten oman tuloksentehtävyyden heikkeneminen ja / tai strategiassa epäonnistuminen johtaisi myös hyväksyttävän arvostustason laskuun.

Tulospohjaiset kertoimet ovat matalat

Kuluvan vuoden negatiivisen tulosennusteen vuoksi Rushin tulospohjaiseen arvostukseen on haettava tukea vuoden 2023 ennusteilta. Ennusteidemme mukainen P/E-luku on 8x, kun taas EV/EBITDA-kerroin on 7x. Taso ei ole erityisen korkea Helsingin pörssin mittakaavassa, mutta mielestämme yhtiön heikon taseaseman ja tulosennusteisiin liittyvän epävarmuuden vuoksi sitä ei voi kuvailla erityisen houkuttelevaksikaan.

Yhtiön omaan tavoitehaarukkaan nähden (EBITDA: 20-30 %) ensi vuoden ennusteidemme 7,3 %:n käyttökatemarginääli on varovainen ja mikäli

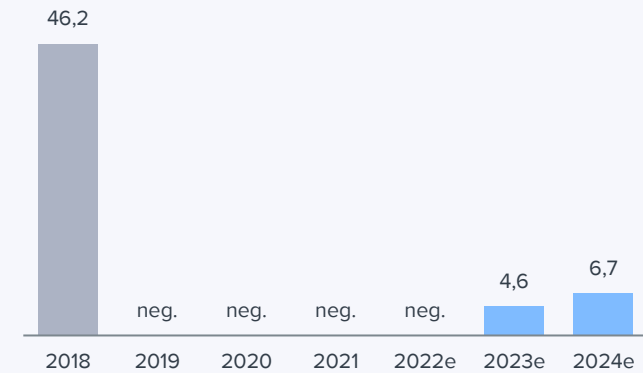
uuden konseptin vastaanotto on hyvää näemme edellytykset tuntuvaankin ennusteylitykseen, mikä aiheuttaisi nousupainetta myös tulospohjaisiin arvostuskertoimiin. Samanaikaisesti yhtiön on käännettävä liiketoiminta ensi vuonna takaisin voitolliseksi kiperän tasetilanteen vuoksi.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

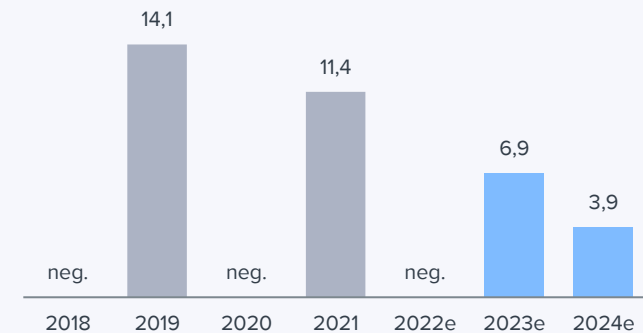
Rush Factoryn oivasta kassavirtaprofiilista johtuen annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä terminaalijakson muuttujille ja yhtiön ennustettavuus on yleisesti heikko.

DCF-mallissamme oletamme Rushin terminaalivaiheen kasvun olevan 1,5 % ja liikevoittomarginaalin asettuvan 10 %:iin. Mallissa käyttämämme tuottovaatimus on 12,7 %, kun taas oman pääoman tuottovaatimus on 13,2 %. DCF:n mukainen osakekohtainen arvo on 1,6 euroa, mikä indikoi mielestämme osakkeen omaavan nousuvaraa nykytasolta pidemmälle katsoessa. Terminaalijakson painoarvo on 52 % DCF-mallissamme, mikä on yleisesti siedettävä taso, joskin pidemmän aikavälin ennusteemme ovat epävarmalla pohjalla. Ennusteissamme uuden UNF-konseptin vastaanotto on kohtuullinen, johon liittyy vielä merkittävää riskiä, koska konseptin lipunmyynti on vasta pilotointivaiheessa. Lyhyen aikavälin heikon ennustettavuuden ja konkreettisen taseriskin vuoksi Rush Factoryn arvonmäärityksessä on mielestämme ongelmallista tukeutua täysmääräisesti DCF-mallin indikoimaan arvoon, sillä sen saavuttaminen edellyttää lyhyen aikavälin haasteiden selättämistä.

P/FCF



EV/EBITDA (oik.)



Arvonmääritys 3/3

Tuotto-odotus on korkea, mutta ei mielestämme riittävä riskiprofiili huomioiden

Arviomme mukaan Rush Factorylla on edellytykset tehdä 0,2 euron osakekohtaista tulosta vuonna 2024, jos Utopia Nation Festival saa kohtuullisen vastaanoton ja Color Obstacle Rushin tulostaso elpyy haastavan 2022 vuoden jälkeen. Pidemmälle katsoessa Rush Factorylla on myös muita arvonajureita kuten uusiin toimintamaihin laajentaminen, UNF-konseptin kaluston vuokraaminen ja uusien tapahtumakonseptien lanseeraaminen, mutta mielestämme tässä vaiheessa on ennen aikaista nojautua kyseiseen potentiaaliin. Arviomme mukaan Rush Factorylle neutraalilla 8x P/E-kertoimella yhtiön osakekohtainen hinta voisi vuoden 2024 lopussa olla 1,62 euroa, mikä tarkoittaisi nykytasolta 19 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Tuotto-odotusta arvioidessa on kuitenkin hyvä pitää mielessä, että se ei huomioi mahdollisen diluution kaltaisia heikon rahoitusaseman aiheuttavia lyhyen aikavälin riskejä.

Suositus ja tavoitehinta

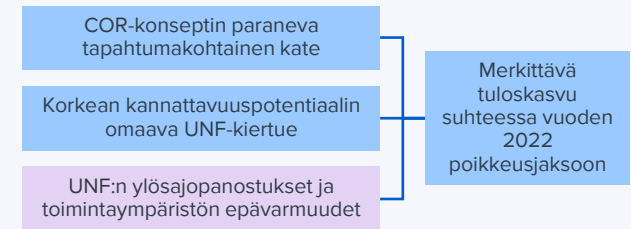
Toistamme Rush Factoryn vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintaamme 1,2 euroon (aik. 1,3 euroa). Rush Factoryn osakkeen tuotto-odotus on mielestämme kohtuullinen ja ennusteisiimme nojaava tulos pohjainen arvostus parin vuoden päässä jopa houkutteleva, jos näkyvyys tuloksen paranemiseen ja taseen vahvistumiseen olisi parempi. Yhtiö kärsii kuitenkin liiketoiminnan kroonisesti lyhyestä näkyvyydestä, minkä lisäksi

poikkeuksellisen haastava markkinaympäristö, heikko tasetilanne ja vasta pilotointivaiheessa oleva UNF-konsepti nostavat osakkeeseen liittyvän epävarmuuden mielestämme sietämättömälle tasolle.

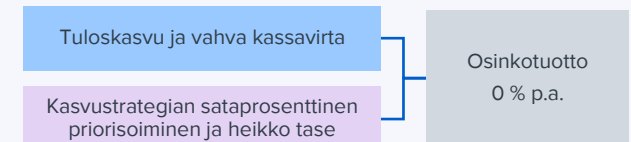
Osaketuoton ajurit 2023-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

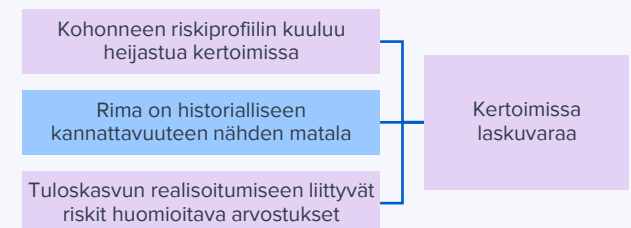
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

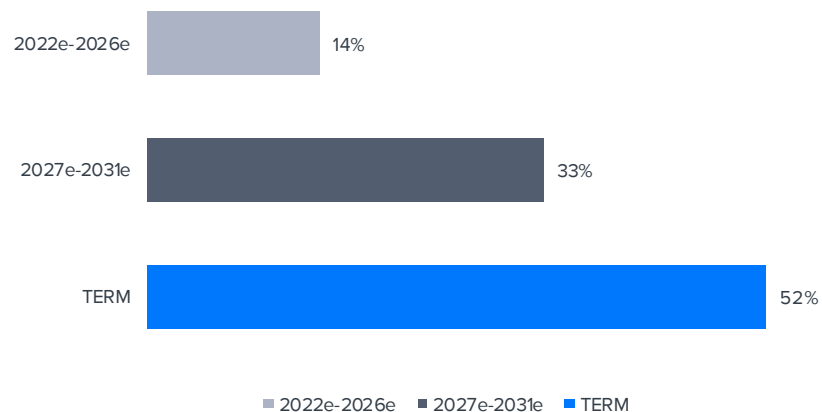


Osakkeen kokonaistuotto-odotus 16-25 % p.a.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2708,5 %	-31,6 %	115,6 %	24,6 %	17,8 %	7,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	10,7 %	-19,8 %	6,2 %	7,9 %	10,8 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	0,5	-0,6	0,4	0,6	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
+ Kokonaispoistot	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,8	-0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-0,2	-0,8	0,9	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,7	-1,1	0,6	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	-1,1	0,6	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	5,8
Diskontattu vapaa kassavirta	-1,1	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	1,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	3,7	4,8	4,3	4,0	3,6	3,2	2,9	2,6	2,4	2,4	2,2	1,9
Velaton arvo DCF	3,7											
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		0,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	3,7											
Oman pääoman arvo DCF per osake	1,6											

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,7 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	4,0	0,2	4,2	2,9	6,3	EPS (raportoitu)	0,12	-0,67	0,19	-0,26	0,14
Käyttökate	0,4	-1,4	0,6	-0,4	0,5	EPS (oikaistu)	0,12	-0,67	0,19	-0,26	0,14
Liikevoitto	0,3	-1,6	0,5	-0,6	0,4	Operat. kassavirta / osake	-0,01	-0,02	-0,08	-0,33	0,38
Voitto ennen veroja	0,3	-1,6	0,5	-0,6	0,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,17	-0,23	-0,31	-0,46	0,24
Nettovoitto	0,3	-1,6	0,5	-0,6	0,3	Omapääoma / osake	0,69	0,02	0,34	0,09	0,23
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	2,9	2,7	2,4	2,5	3,6	Liikevaihdon kasvu-%	39 %	-96 %	2708 %	-32 %	116 %
Oma pääoma	1,6	0,1	0,8	0,2	0,5	Käyttökateen kasvu-%	-319 %	-440 %	-141 %	-175 %	-203 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-9 %	-608 %	-129 %	-226 %	-167 %
Nettovelat	-0,9	-0,4	0,0	1,2	0,6	EPS oik. kasvu-%	-225 %	-663 %	-129 %	-232 %	-155 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	10,5 %	-953,0 %	13,9 %	-15,2 %	7,3 %
Käyttökate	0,4	-1,4	0,6	-0,4	0,5	Oik. Liikevoitto-%	7,7 %	-1042,4 %	10,7 %	-19,8 %	6,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	1,4	-0,8	-0,3	0,5	Liikevoitto-%	7,7 %	-1042,4 %	10,7 %	-19,8 %	6,2 %
Operatiivinen kassavirta	0,0	0,0	-0,2	-0,8	0,9	ROE-%	18,9 %	-189,5 %	105,8 %	-118,8 %	89,3 %
Investoinnit	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	ROI-%	20,8 %	-187,9 %	93,8 %	-45,5 %	24,0 %
Vapaa kassavirta	-0,4	-0,5	-0,7	-1,1	0,6	Omavaraisuusaste	79,1 %	14,1 %	49,0 %	10,7 %	23,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-56,2 %	-729,3 %	5,6 %	564,2 %	106,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,5	29,6	1,6	1,3	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	14,1	neg.	11,4	neg.	6,9						
EV/EBIT (oik.)	19,2	neg.	14,8	neg.	8,1						
P/E (oik.)	24,4	neg.	14,7	neg.	7,7						
P/B	4,2	92,7	8,3	12,5	4,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22/03/2021	Lisää	2,20 €	1,94 €
23/04/2021	Lisää	2,70 €	2,28 €
27/08/2021	Lisää	3,20 €	2,70 €
20/10/2021	Lisää	3,30 €	2,80 €
16/02/2022	Lisää	3,30 €	2,87 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
02/08/2022	Lisää	2,70 €	2,34 €
12/08/2022	Vähennä	1,90 €	1,74 €
29/09/2022	Vähennä	1,30 €	1,22 €
17/11/2022	Vähennä	1,20 €	1,09 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**