

Rush Factory

Seurannan aloitus

09/2019

Pääsylippu elämystehtaaseen houkuttelevan hintainen

Aloitamme Rush Factoryn seurannan 3,70 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Mielestämme yhtiön nykyinen arvostuskuva ei täysin huomioi yhtiön joustavan liiketoimintamallin etuja, hyvää operatiivista suorituskykyä sekä positiivista kasvunäkymää. Näin ollen näemme seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotuksen kohoavan arvostuskertoimissa olevan maltillisen nousuvaran sekä ennustamamme tuloskasvun myötä tasolle, joka riittää kompensoimaan yhtiön tulokunnan kestävyteen sekä liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen liittyvien riski- ja epävarmuustekijöiden kantamisen.

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 ovat arviomme mukaan liiketoimintamallin operatiivisesta syvyydestä kumpuava joustavuus sekä siitä polveutuva kustannustehokas toiminta. Pääriskit ovat puolestaan korkea riippuvuus suurimmasta tapahtumasta sekä rajallinen näkyvyys liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen.

Kasvustrategian tiekartta on kaksihaarainen

Yhtiön strategia on hyvin kasvuhakuinen. Yhtiö pyrkii kasvamaan sekä jo tuotantovaiheessa olevien konseptien tapahtumamäärää kasvattamalla että uusia konsepteja suunnittelella ja kaupallistamalla. Pitkällä aikavälillä etenkin uusien konseptien suunnittelussa ja kaupallistamisessa onnistuminen on kriittistä yhtiön nykyisen tapahtumakiertueen voimakkaimman vetojuhdan läheisyydessä asteittain sekä elinkaarensa että kysyntänsä saturaatiopistettä. Pidämme yhtiön strategian suuntaamista kasvuun perusteltuna varsinkin arvonluonnin näkökulmasta, sillä yhtiön hyvällä tasolla oleva peruskannattavuus rajoittaa kannattavuusparannuksen arvonluonnille tarjoamaa tulitukea merkittävästi.

Odotamme lähivuosilta reipasta kasvua

Odotamme yhtiön etenevän kasvustrategiansa tiekartalla ja liikevaihdon kasvavan lähivuosina keskimäärin 30 % vuosivauhtia nykyisen kiertuekoon kasvun ja tuotekehityspotkusta kaupallistamisvaiheeseen etenevien uusien konseptien ajamana. Uusien konseptien ylösajon luomista kustannuspaineista sekä arviomme mukaan alkuvaiheen matalammasta kateprofiilista huolimatta odotamme liikevaihdon kasvun valuvan tehokkaasti myös tulosriveille asti ja lähivuosien tuloskasvun olevan hyvin reipasta. Keskeisimmät tuloskasvuun liittyvät riskit ovat arviomme mukaan nykyisen konseptiportfolion kysynnän kestävyys sekä sumea näkyvyys tuotekehityspotken loppupäähän ja siten uusien konseptien kehitysvaiheisiin ja kaupalliseen potentiaaliin.

Arvostuskuva kääntyy houkuttelevan puolelle

Rush Factoryn ennusteidemme mukainen P/E-luku vuodelle 2019 on 9x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin 5x. Kertoimet painottuvat hyväksymämme kerroinhaarukan alalaitaan, mikä ei mielestämme ole täysin perusteltua ottaen huomioon yhtiön hyvä operatiivinen iskukyky sekä hyvin sujuneen alkuvuoden myötä tulokunnan ja konseptiportfolion kysynnän kestävyteen liittyvien riskien asteittainen hälventyminen. Näin ollen näemme kertoimissa olevan maltillisen nousuvaran sekä positiivisen tuloskasvunäkymän nostavan seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotuksen tasolle, joka puoltaa tulokunnan kestävyteen sekä pidemmän aikavälin jatkuvuuteen liittyvien riski- ja epävarmuustekijöiden kantamista. Kertoimissa oleva maltillinen nousuvara vaatii taakseen kuitenkin selkeitä ajureita, kuten johdonmukaisia kannattavan kasvun vuosipuolikkaita tai konkreettisia näyttöjä uusien konseptien kehitysvaiheista ja ylösajon etenemisestä. Nykyinen arvostuskuva tarjoaa silti sijoittajille jo riittävän mielenkiintoisen tilaisuuden värikkääseen kasvutarinaan nojautumiselle.

Analytikot



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: -

3,70 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 3,36 EUR

Potentiaali: 10,1 %

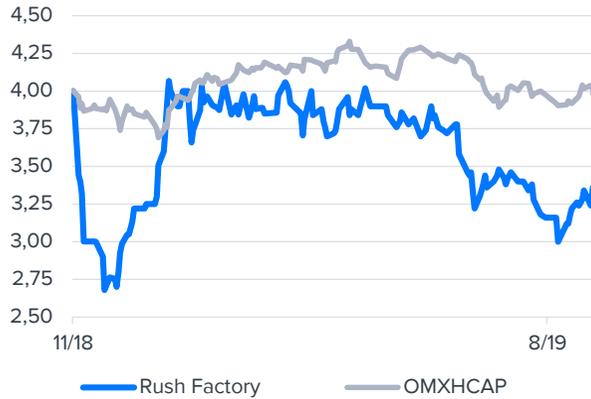
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	2,9	4,5	5,9	6,4
kasvu-%	-29 %	54 %	32 %	8 %
EBITDA oik.	-0,2	1,2	1,3	1,6
EBITDA-% oik.	-6,7 %	27,2 %	22,5 %	24,5 %
Nettotulos	-0,6	0,8	0,9	1,0
EPS (oik.)	-0,10	0,36	0,39	0,44

P/E (oik.)	neg.	9,3	8,7	7,6
P/B	5,7	3,6	2,5	1,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	18,5	5,8	5,1	3,7
EV/EBITDA	neg.	5,2	4,5	3,3
EV/Liikevaihto	2,2	1,4	1,0	0,8

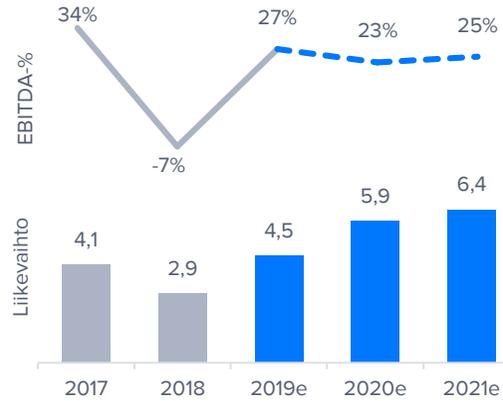
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



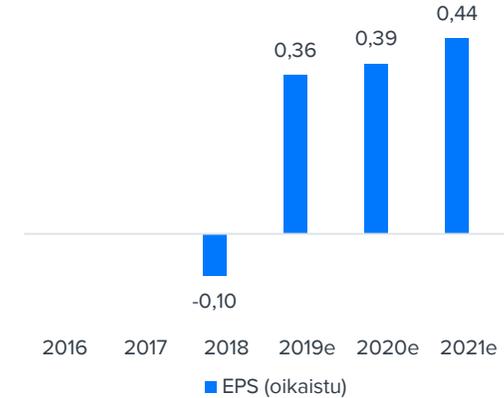
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja käyttökatte



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Nykyisten konseptien tapahtumamäärän kasvattaminen
- Uusien konseptien kehittäminen ja onnistunut kaupallistaminen
- Joustava toimintamalli ja kevyt kustannusrakenne mahdollistavat korkealla kannattavuustasolla operoimisen
- Kertoimissa maltillista nousuvaraa



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



Arvostus

- Arvostus painottuu hyväksymämme kerroinhaarukan alalaitaan
- Liiketoiminnan heikko pidemmän aikavälin näkyvyys ei puolla 2020-luvun alun kertoimiin nojaamista
- Johdonmukaisilla kannattavan kasvun vuosipuoliskoilla hyväksyttävää kertoimia nostava vaikutus



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-21
Taloudellinen tilanne	22-24
Ennusteet	25-27
Arvonmääritys	28-30
Taulukot	31-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Rush Factory lyhyesti

Rush Factory on kiertuepohjaisten tapahtuma- ja elämyskonseptien suunnitteluun, markkinointiin ja tuottamiseen keskittynyt yhtiö, joka toimii kansainvälisille vapaa-ajan markkinoille painottuen.

2014

Ensimmäinen lähes nykyisenkaltainen Color Obstacle Rush järjestetään

2018

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

2,9 MEUR (-29 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018 (Pro forma)

-0,2 MEUR (-7 % l:sta)

Käyttökate 2018 (Pro forma)

6

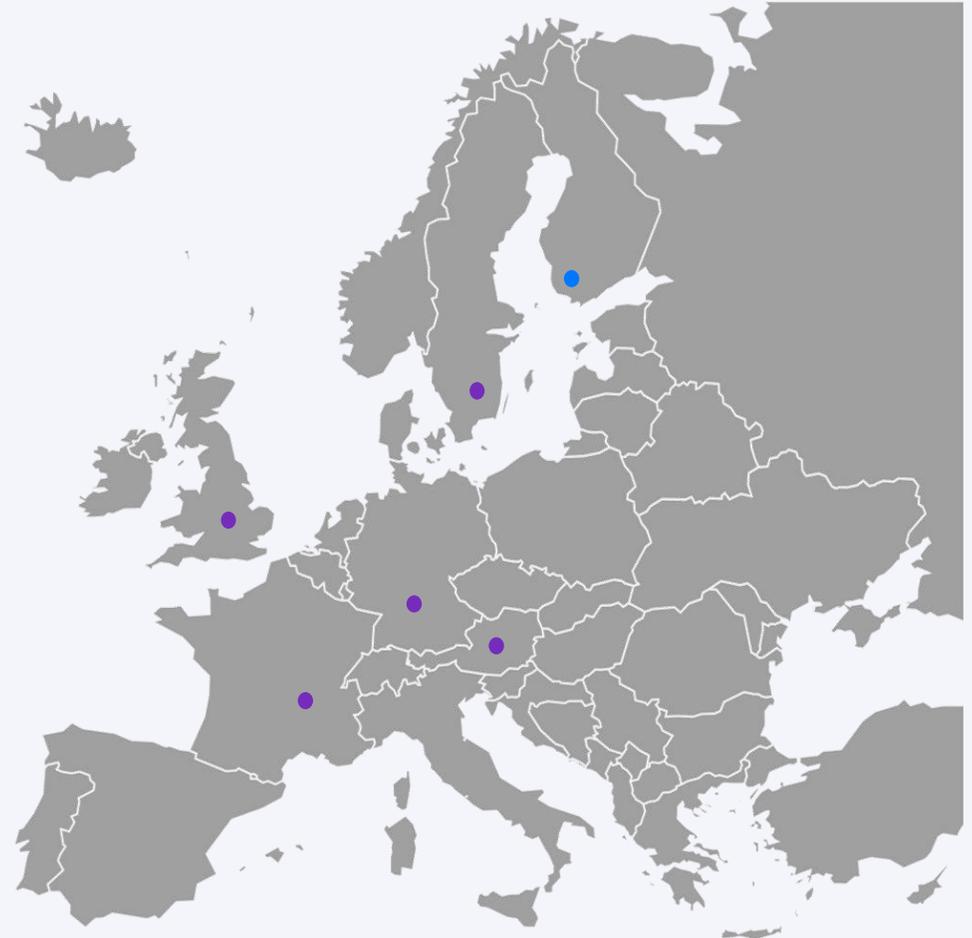
Kiertuemaiden lukumäärä vuonna 2019

11

Henkilöstö 2018 lopussa

98 % / 2 %

Lipunmyynnin ja oheistuotteiden osuus liikevaihdosta



● Pääkonttori ja kiertuemaata

● Kiertuemaata 2019

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Kiertuepohjainen elämystehdas

Rush Factory kehittää, suunnittelee, markkinoi ja tuottaa kiertuepohjaisia elämys- ja tapahtumakonsepteja kotimaisille ja kansainvälisille markkinoille. Kiertuepohjaisuuteen perustuen yhtiön konsepteilla ei ole kiinteää sijaintia, kuten esimerkiksi perinteisillä aktiviteetti- ja sisäliikuntapaistoilla, vaan tapahtuma rakennetaan aina erikseen kulloisellekin tapahtumapaikalle. Kiertuepohjaisuus luo yhtiölle toiminnallista joustoa sekä laajentaa markkinapotentiaalia, sillä yhtiö ei ole sidottu kiinteään toimipisteen ympärillä olevaan demografiaan, kuten elintasoon ja väestönrakenteeseen.

Rush Factoryn liiketoiminta on hyvin kansainvälistä ja vuonna 2018 noin 90 % liikevaihdosta syntyi ulkomailta. Yhtiön suurimmat yksittäiset markkina-alueet ovat Iso-Britannia, Ranska ja Saksa, jotka muodostivat yli 70 % konsernitason liikevaihdosta. Näiden maiden lisäksi Rush Factory on jalkautunut tapahtumineen myös Suomeen, Ruotsiin ja Itävaltaan. Yhtiön liikevaihto muodostuu tapahtumiin myytävistä pääsylipuista (noin 98 %) sekä tapahtumapaikkojen oheistuotemyynnistä (noin 2 %).

Rush Factory -konserni koostuu suomalaisesta emoyhtiöstä sekä Suomen, Saksan ja Iso-Britannian tytäryhtiöistä. Konsernin pääkonttori sijaitsee Turussa ja vuoden 2018 lopussa yhtiö työllisti vakituisesti 11 henkilöä. Tapahtumakiertueiden aikana yhtiö hyödyntää lisäksi runsaasti vuokratyövoimaa ja paikallista

kiireapua.

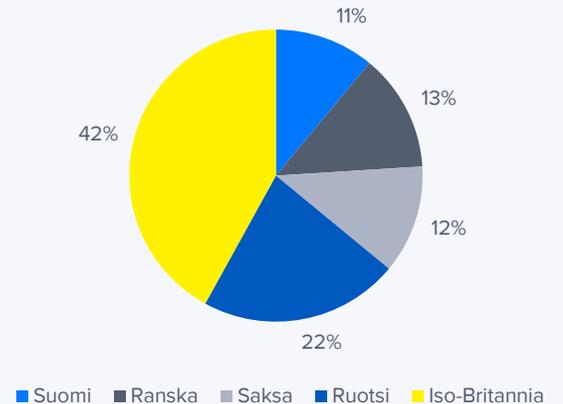
Keihäänkärkenä väriestejuoksu

Yhtiön tunnetuin ja kaupallisesti menestynein tapahtumakonsepti on Color Obstacle Rush (COR) -väriestejuoksu. Vuodesta 2015 lähtien COR on järjestetty yhteensä lähes 200 kertaa kahdeksassa eri maassa ja se on kerännyt yli 400.000 osallistujaa. Konseptina COR on elämyksellinen hyvän mielen ulkoliikuntatapahtuma, jossa osallistujat juoksevat läpi noin viiden kilometrin mittaisen radan ylittäen ja läpäisten erilaisia esteitä sekä jauheväripisteitä musiikin soidessa taustalla. COR-kiertue alkaa tyypillisesti maaliskuun lopussa ja se päättyy lokakuun puolivälin tienoille. Yhtiön toiminta on vahvasti COR-vetoista ja vuonna 2018 se toi 96 % yhtiön liikevaihdosta.

Yhtiön toinen jo tuotannossa oleva konsepti on osana COR-kiertuetta järjestettävä leikkimielinen ryhmäliikuntatapahtuma Rush Workout (RW). Myös RW:ssa keskeisenä elementtinä on esterata, mikä mahdollistaa yhtiölle sekä logistisia että kalustollisia synergioita yhdessä COR:n kanssa. RW-konseptin pilotointi suoritettiin onnistuneesti vuoden 2018 aikana, jonka jälkeen tapahtumasta tuli osa yhtiön kiertueportfoliota. Sekä COR:n että RW:n keskeisin asiakassegmentti on 18-40-vuotiaat naiset ja vuonna 2018 85 % tapahtumien osallistujista edustivat tätä segmenttiä.

Jo tuotantovaiheessa olevien ja kaupallistettujen tapahtumien lisäksi yhtiö on vuoden 2019 aikana järjestänyt kaksi Duudsonit Funland (DF) -sisäliikuntakonseptin pilottitapahtumaa. DF on ensisijaisesti lapsille ja nuorille suunnattu tapahtuma, jonka tavoitteena on saada lapset ja

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2018



RUSH FACTORY

- Liikunnallisia elämys- ja tapahtumakonsepteja tarjoava yritys
- Konseptien toimivuus todistettu kansainvälisesti ja etenkin Keski-Euroopassa
- Kiertuepohjaisuus ei altista yhtiötä kiinteän toimipaikan demografiariskeille
- Lippulaivatapahtumana Color Obstacle Rush -väriestejuoksu

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

nuoret kiinnostumaan liikunnasta. DF:n ensimmäisen täysimittaisen tapahtumakiertueen on arvioitu ajoittuvan talveen 2019-2020. Mielestämme DF täydentää yhtiön nykyistä portfolioa hyvin laajentamalla sekä potentiaalista asiakaspeittoa merkittävästi että myös kasvattamalla kaluston käyttöastetta. Lisäksi talviaikaan ajoittuva tapahtumakiertue tasaa liiketoiminnan kausivaihtelua COR:n ja RW:n painoutuessa kevät- ja kesäkuukausille. Arviomme mukaan DF:n ensisijainen kohdemarkkina tulee olemaan Suomi heijastellen etenkin Duudsonit-brändin vahvaa kotimaista tunnettuutta sekä joissain määrin myös Suomen Keski-Eurooppaa ja Iso-Britanniaa selkeämpää talvikautta. Konseptitasolla DF on arviomme mukaan kuitenkin monistettavissa myös kansainvälisesti. Tuotantovaiheessa olevien tapahtumien lisäksi uskomme yhtiön työpöydällä olevan myös useita suunnittelu- ja kehitysvaiheessa olevia konsepteja.

Historiallinen kehitys

Yhtiön toimintahistoria on vielä varsin lyhyt, sillä ensimmäinen liki nykyisenkaltainen, silloin Väriestejuoksun nimellä tunnettu, COR-tapahtuma organisoitiin vuonna 2014, jolloin tapahtuma järjestettiin menestyksekkäästi kuudella eri kotimaan paikkakunnalla. Vuonna 2015 Väriestejuoksun nimi vaihdettiin COR:ksi ja konseptin kilpailukykyä kokeiltiin ensimmäisen kerran kansainvälisesti sekä Iso-Britannian että Yhdysvaltain markkinoilla. Iso-Britannia oli yhtiölle menestys ja ensimmäinen tapahtuma loppuunmyytiin nopealla aikataululla, minkä seurauksena yhtiö päätti keskittyä kokonaan Euroopan markkinoihin. Nykyinen konsernirakenne on syntynyt vuonna 2018, jolloin myös emoyhtiö Rush Factory on perustettu.

Lyhyestä toimintahistoriastaan huolimatta yhtiö on jo todistanut konseptiansa ja siten liiketoimintamallinsa taloudellisen potentiaalin yltämällä vuosina 2016-2017 noin 4 MEUR:n liikevaihtotasoon ja keskimäärin 25 % käyttökatemarginaaliin (Pro forma). Vuonna 2018 yhtiön liikevaihto ja kannattavuus putosivat selvästi edellisvuosista yhtiön panostaessa uusien konseptien kehitystyöhön ja RW:n pilotointiin vähentämällä aikaisempien vuosien COR:n tapahtumamääriä. Lisäksi vuoden 2018 aikana yhtiö listautui First North -markkinapaikalle, mistä aiheutui yhtiön mittakaavaan suhteutettuna merkittäviä kertaluontoisia kustannuksia.

Johto ja omistajarakenne

Yhtiön toimitusjohtajana toimii Markus Niemelä. Hän on myös kokonaan omistamansa yhtiön Niemelän Markka ja Ropo Oy:n kautta yhtiön suurin osakkeenomistaja yli 70 % omistusosuudellaan. Näin ollen yhtiöllä on vahva kasvollinen omistaja. Kaiken kaikkiaan kymmenen suurinta omistajaa pitävät hallussaan yli 90 % yhtiön osakkeista, mikä rajoittaa vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää merkittävästi ja heikentää siten kaupankäyntiliikviditeettiä. Heikon kaupankäyntiliikviditeetin olemme huomioineet arvonnäärityksessämme likviditeettipreemiona.

Yhtiön hallitus muodostuu viidestä yhtiöstä riippumattomasta jäsenestä ja sen puheenjohtajana toimii Juhani Salo. Arviomme mukaan hallitus edustaa Corporate Governance -hallinnointikoodin mukaista hyvää hallitusta.

Liiketoimintamalli

Sisäiset prosessit keskiössä

Yhtiön liiketoimintamalli perustuu arviomme mukaan vahvoihin sisäisiin prosesseihin, joita hallitsemalla yhtiö pyrkii pitämään koko tapahtumatuotannon arvoketjun omissa käsissään. Hallitsemalla sisäisiä prosesseja yhtiö kykenee saavuttamaan tiettyjä konseptitason joustoja niin suunnittelu- kuin tuotantovaiheessakin vähentäen riippuvuuttaan sekä alihankkijoista että muista ulkoistamisratkaisusta. Liiketoimintamallin ydintoimintojensa mukaisesti yhtiö suunnittelee, kehittää, markkinoi sekä toteuttaa tapahtumakonseptinsa suurimmilta osin itsenäisesti ja sisäisiä resurssejaan hyödyntäen.

Keskeisimmät sisäisten prosessien hallitsemisesta kumpuavat hyödyt ovat arviomme mukaan eri liiketoimintaprosessien (mm. suunnittelu ja tuotanto) kitkattomampi yhteistyö ja siten tehokkaampi kustannustenhallinta. Eri liiketoimintaprosessien tiiviin yhteistyön myötä yhtiön on mahdollista mukauttaa tai muuttaa konseptia missä tahansa tuotantovaiheessa. Tällöin yhtiö kykenee säilyttämään ja vahvistamaan konseptiansa kilpailukykyä sekä hallitsemaan kustannuksiaan huomattavasti tehokkaammin kuin tilanteessa, jossa kriittistä liiketoimintaprosessia hallitsee ulkopuolinen toimija. Toiminnallisen jouston ja tehokkaamman kustannustenhallinnan lisäksi sisäisten prosessien kokonaisvaltainen hallitseminen luo yhtiölle mahdollisuuden toimia myös muiden tarjoajien tapahtumien tuottajina. Uskomme kuitenkin yhtiön fokuksen pysyvän ainakin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti omien konseptien kehittämisessä ja kaupallistamisessa heijastellen sekä yhtiön operatiivista historiaa että oman konseptiportfolion korkeampaa kateprofiilia.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Tapahutumakonseptit ovat skaalattavissa

Yhtiön tuotantovaiheessa olevat tapahtumat ovat arviomme mukaan varsin hyvin skaalattavissa olevia eli yhtiön on mahdollista monistaa yksittäinen tapahtuma sellaisenaan tapahtumapaikalta toiselle ilman merkittäviä paikkakuntakohtaisia muokkauksia. Tapahtumakonseptien hyvä skaalattavuus mahdollistaa yhtiölle sen, että se kykenee viemään yksittäiset tapahtumakiertueet läpi tehokkaasti, minkä lisäksi skaalattavuus helpottaa osin myös uusille markkina-alueille laajentumista.

Yhtiön tapahtumakonseptien hyvä skaalattavuus nojaa arviomme mukaan vahvasti sekä yhtiön kalustollisiin että logistisiin kilpailuetuihin. Itse suunnitteleman kalustonsa myötä yhtiö kykenee arviomme mukaan rakentamaan tapahtuman hyvin tehokkaasti muutaman henkilön iskuryhmällä ja selvästi perinteisiä toimijoita nopeammalla aikataululla. Tämän lisäksi yhtiön tapahtumakalusto on näkemyksemme mukaan logistisesti verrattain vaivatonta kuljettaa peilaten etenkin yhden erikoisvalmisteisen rekan ja pakettiauton peräkärryn muodostamaa suhteellisen pientä kuljetusosastoa.

Tulovirrat ovat etupainotteisia ja pääomaintensiteetti matala

Yhtiön liiketoiminnan tulovirrat ovat vahvasti etupainotteisia, sillä yhtiö myy lippuja tapahtumiinsa ainoastaan ennakoon. Yhtiön tulojen ja kustannusten välinen ajallinen kuilu tapahtumatasolla on tämän seurauksena yleensä varsin huomattava, sillä tapahtumien ennakkomyynti alkaa tyypillisesti useita kuukausia ennen itse tapahtumaa, kun taas kustannukset

realisoituvat yleisesti vasta lähellä tai varsinaisen tapahtuman jälkeen. Näin ollen yhtiöllä on arviomme mukaan varsin hyvä näkyvyys sekä tapahtuma- että konsernitason kannattavuuteen.

Ennakkomyynnin keskeisimmät operatiiviset motiivit ovat arviomme mukaan asteittainen taloudellisilta riskeiltä suojautuminen sekä käyttöpääoman optimaalinen rahoittaminen. Myymällä liput ennakoon yhtiö suojautuu siltä, että tapahtumapäivän huono sää tai muut tekijät vaikuttaisivat lipunmyyntiin negatiivisesti. Lisäksi yhtiö kykenee hyödyntämään ennakkomyyntiä eräänlaisena ilmapuntarina tapahtumiensa kysynnälle, mikä helpottaa merkittävästi kustannustason sopeuttamista ja siten tavoitellun kannattavuustason saavuttamista.

Käyttöpääoman näkökulmasta ennakkomyyntien luoma kassavirtaprofiili on optimaalinen, sillä yhtiön operatiivinen toiminta on täysin asiakkaiden rahoittamaa. Näin ollen yhtiön liiketoiminta ei sido lainkaan nettokäyttöpääomaa, mikä vahvistaa yhtiön generoimaa vapaata kassavirtaa ja monipuolistaa pääoman allokoimista. Myöskään kiinteän pääoman näkökulmasta yhtiön liiketoiminta ei ole kovinkaan pääomaintensiivistä, sillä pääosin kuljetus- ja tapahtumakaluston muodostaman kiinteän omaisuuden osuus yhtiön liikevaihdosta on keskimäärin ollut hieman yli 10 %.

Kustannusrakenne kokonaisuudessaan kevyt

Rush Factoryn kustannusrakenteen suurimmat kuluerät ovat materiaalit ja palvelut sekä liiketoiminnan muut kulut, mitkä ovat viime vuosina muodostaneet yhteensä yli 90 % yhtiön kokonaiskustannuksista. Loput kustannuksista ovat henkilöstökuluja sekä poistoja ja

arvonalentumisia. Materiaalit ja palvelut sisältävät pääosin tuotantokustannuksia kuten vuokratyövoimaa, osallistumiseen sidonnaisia tuotteita ja tapahtumapaikkojen maavuokria. Nämä kustannukset ovat konsernin näkökulmasta muuttuvia, mutta yksittäisen tapahtuman sisällä näillä on kuitenkin myös tietynasteisia kiinteitä elementtejä (esim. maavuokrat). Muissa kuluissa on puolestaan ensisijaisesti kiinteitä kustannuksia kuten markkinointi- ja hallinnollisia kuluja. Kokonaisuudessaan yhtiön kustannusrakenne on arviomme mukaan kuitenkin varsin kevyt, mikä luo yhtiölle lisää tiettyä lyhyen aikavälin operatiivisia joustoja yhdessä jo itsessään huomattavasti joustopuskuria tarjoavan liiketoiminta- ja ansaintamallin kanssa.

Liiketoimintamalli luo kilpailuetua

Yhtiön koko tapahtumatuotannon arvoketjun omistamiseen ja sisäisten prosessien hallitsemiseen pohjautuva liiketoimintamalli eroaa arviomme mukaan tyypillisestä tapahtumayhtiön liiketoimintamallista merkittävästi. Näkemyksemme mukaan tapahtumatuottajien liiketoimintamallit keskittyvät tyypillisesti yhden tai muutaman ydintoiminnon kuten varsinaisen tuotannon tai markkinoinnin hallitsemiseen muiden toimintojen ollessa pääosin ulkoistettuja. Hallitsemalla koko tapahtumatuotannon arvoketjua yhtiö kykeneekin arviomme mukaan luomaan konsepteillaan enemmän lisäarvoa, mistä johtuen liiketoimintamallin horisontaalinen syvyys luo yhtiölle tiettyä kilpailuetua. Yhtiön liiketoimintamalliin pohjautuvan kilpailuedun emme kuitenkaan näe pitkällä aikavälillä olevan täysin kestävä sen henkilöstökriittisten ja osin kopiaitavissa olevien ominaisuuksien johdosta.

Kiirtuemaat (2019)



Iso-Britannia



Ruotsi



Ranska



Saksa



Suomi



Itävalta

Toiminnot

Suunnittelu ja konseptikehitys



Digitaalinen markkinointi ja myynti



Tuotanto ja logistiikka



Liiketoimintaidea

Rush Factory tarjoaa liikunnallisia elämys- ja tapahtumakonsepteja kotimaisille ja kansainvälisille markkinoille

RUSH FACTORY

Kiilpailijat



Tapahtumakonseptit



Color Obstacle Rush -väriestejuoksu



Rush Workout -ryhmäliikuntatapahtuma



Duudsonit Funland -sisäliikuntatapahtuma

Kustannusrakenne

11 hlö (2018)
2,9 MEUR (2018 Pro Forma)



Materiaalit ja palvelut (53 % kokonaiskustannuksista)



Liiketoiminnan muut kulut ja poistot (37 %)



Henkilöstökulut (11 %)

Lähde: Rush Factory, Inderes

Pääsyliput vs. oheistuotteet



98 %



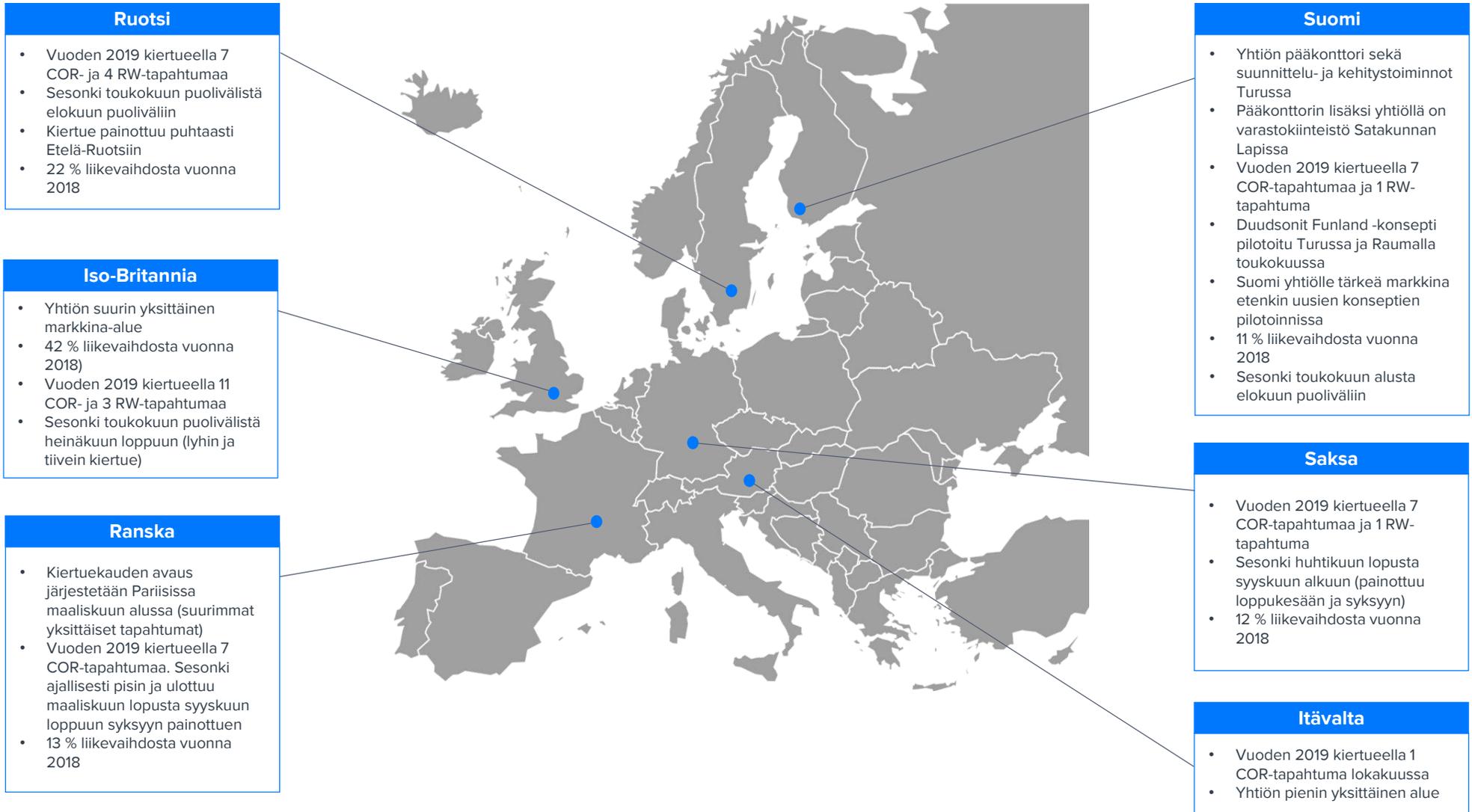
2 %

Tulovirrat

Liikevaihto 2,9 MEUR
EBITDA -0,2 MEUR
(2018 Pro forma)



Rush Factory maantieteellisesti



Sijoitusprofiili 1/1

Sijoitusprofiili

Pesunkestävä kasvuyhtiö

Rush Factory profiloituu arviomme mukaan puhtaasti kasvuyhtiöksi. Näkemystämme puoltavat sekä yhtiölle relevantin vapaa-ajan ja elämystalouden kasvava markkina että yhtiön taloudellisten tavoitteiden voimakas kasvuorientoituneisuus. Näkemyksemme saa tukea myös yhtiön verrattain lyhyestä operatiivisesta historiasta sekä julkilausutusta osingonjakopolitiikasta, joka priorisoi kasvun osingonjaon edelle. Lisäksi kasvuun panostaminen on perusteltua pitkän aikavälin arvonluonnin näkökulmasta, sillä Rush Factoryn korkealla tasolla oleva peruskannattavuus rajoittaa kannattavuusparannuksen arvonluonnille tarjoamaa tulitukea.

Potentiaali

Arviomme mukaan Rush Factoryn potentiaaliset arvoajurit ovat seuraavat:

- **Maantieteellinen laajentuminen:** Yhtiön nykyisten konseptien hyvän skaalattavuuden sekä tehokkaan logistiikan myötä yhtiön on arviomme mukaan mahdollista laajentaa nykyistä tapahtumakiertuettaan maantieteellisesti ilman merkittäviä kalustoinvestointeja. Suurin kaupallinen potentiaali yhtiön nykytarjoamalle löytyy arviomme mukaan Euroopan ja Pohjois-Amerikan väkirikkailta alueilta.
- **Konseptiportfolion laajentaminen:** Kaupallistamalla uusia konsepteja (omia tai brändiyhteistyön tuloksia) yhtiön riippuvuus COR:sta pienenesi ja yhtiölle muodostuisi uusia

taloudellisia tukijalkoja, joilla olisi yhtiön orgaanista kasvua tukeva vaikutus. Konseptiportfolion laajentaminen kasvattaisi myös yhtiön potentiaalista asiakaspeittoa sekä laskisi kokonaisriskiprofiilia. Lisäksi nykyistä laajempi konseptiportfolio vähentäisi yhtiön riippuvuutta yksittäisten tapahtumien elinkaarien vaiheista. Uusien konseptien myötä yhtiön olisi myös mahdollista venyttää kiertuettaan ympärivuotiseksi, mikä nostaisi kaluston käyttöastetta sekä skaalaisi kannattavuutta.

- **Uudet liiketoiminta-alueet:** Pitkällä aikavälillä yhtiön olisi arviomme mukaan mahdollista laajentua uusille liiketoiminta-alueille ydinosaamistaan hyödyntämällä. Uusia aluevaltauksia voisi arviomme mukaan olla esim. nykyisen tapahtumakaluston vuokraus tai täysin kustomoitujen tapahtumien tuottaminen.

Riskit

Keskeisimmät yhtiön liiketoimintaan liittyvät riskit ovat arviomme mukaan seuraavat:

- **Jatkuvuuden puute:** Tapahtumavetoisuudesta johtuen yhtiön toiminta on projektiluontoista. Siten näkyvyys liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen on hyvin rajallinen, mikä nostaa yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Vuoden tähtäimellä jatkumo on kuitenkin varsin läpinäkyvä ennakkomyynnin pitkää aikaikkunaa heijastellen.
- **Markkinatrendien muutokset (elinkaaririski):** Markkinatrendien muutokset voivat vaikuttaa yhtiön tuotantovaiheessa olevien tapahtumien kiinnostavuuteen ja kysyntään nakertaen sekä yhtiön liikevaihtoa että kannattavuutta. Yhtiön

joustava toimintamalli tarjoaa arviomme mukaan kuitenkin verrattain hyvän ja nopean reagoitivarannan markkinatrendien muutoksille.

- **Konseptikehityksessä epäonnistuminen:** Konseptikehityksessä epäonnistuminen rajaisi merkittävästi yhtiön orgaanisia kasvumahdollisuuksia ja siten pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Lisäksi kehitystyössä epäonnistuminen heikentäisi myös jo tuotantovaiheessa olevien konseptien kilpailukykyä, minkä lisäksi realisoituneilla kehitysmenoilla olisi myös suoraan yhtiön kannattavuutta rasittava vaikutus.
- **Toiminnan jäykistyminen:** Yhtiön toiminnan jäykistyminen rapauttaisi yhtiön joustavaan liiketoimintamalliin pohjautuvaa kilpailuetua ja heikentäisi siten pitkän aikavälin arvonluontikykyä. Toiminnan jäykistyminen tarkoittaisi käytännössä organisaatorakenteen turpoamista, päätöksenteon hidastumista ja kiinteän kustannustason kasvua sekä tuotannollista ja logistista kankeutta.
- **Avainhenkilön menettäminen:** Yhtiön organisaatorakenteen ollessa hyvin kevyt on avainhenkilöiden rooli yhtiön kasvun ja kilpailukykyyn säilymisen kannalta merkittävä. Siten avainhenkilön menettäminen vaikuttaisi negatiivisesti yhtiön käytettävissä oleviin resursseihin ja voisi muodostaa tiettyjä pullonkauloja yhtiön ydinprosesseihin.
- **Regulaatio- ja valuuttakurssiriskit:** Muutokset kiertuemaiden lainsäädännössä voivat vaikeuttaa tai estää yhtiön toimintaa. Keskeisimpien valuuttakurssien (EUR/GBP, EUR/SEK) muutokset voivat vaikuttaa yhtiön raportoituun liikevaihtoon ja kannattavuuteen.

Sijoitusprofiili

1.

Maantieteellinen laajentuminen ja uusien konseptien kaupallistaminen

2.

Pitkällä aikavälillä uudet liiketoiminta-alueet

3.

Heikko näkyvyys pidemmän aikavälin jatkuvuuteen

4.

Markkinatrendien muutokset ja tuotekehitystyössä epäonnistuminen

5.

Avainhenkilön menettäminen

Potentiaali



- Vapaa-ajan ja elämystalouden markkinan kasvunäkymä on hyvä
- Skaalattavien tapahtumakonseptien ja tehokkaan logistiikan myötä maantieteellinen laajentuminen on toteutettavissa tehokkaasti
- Kansainvälisesti laajemman asiakassegmentin (miehet sekä lapset ja nuoret) tavoittaminen
- Innovatiivinen kehitystyö voi avata kokonaan uusia markkina- tai liiketoiminta-alueita
- Matala pääomaintensiteetti monipuolistaa pääoman allokoitua merkittävästi

Riskit



- Toiminta luonteeltaan hyvin projektimaista ja riippuvuus yhdestä tapahtumasta on korkea
- Markkinatrendit voivat muuttua nopeasti ja heikentää yhtiön konseptiportfolion kiinnostavuutta
- Kehitystyössä epäonnistuminen ja kilpailukyvyyn heikentyminen
- Regulaatiomuutokset saattavat rajoittaa yhtiön liiketoimintamahdollisuuksia
- Avainhenkilön menettäminen heikentäisi yhtiön ydintoimintojen osaamistasoa ja siten kilpailukykyä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/3

Markkina ei rajoita kasvumahdollisuuksia

Rush Factory toimii kiertuepohjaisten tapahtumien tuottajana vapaa-ajan markkinoilla. Vapaa-ajan markkina on kokonaisuudessaan ja globaalissa mittakaavassaan hyvin massiivinen toimiala sen pitäessä sisällään kaiken vapaa-ajan käytön sekä siihen liittyvän kulutuksen. Markkinan laaja-alaisen ja monitulkinnaisen luokittelun johdosta sen tarkkaa kokoa onkin hyvin haastavaa arvioida. Näkemyksemme mukaan markkina ei kuitenkaan kokonsa puolesta tule asettamaan rajoitteita yhtiön kasvulle nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Vapaa-ajan markkina voidaan jakaa useisiin alasegmentteihin, joista Rush Factorylle keskeisin alue on arviomme mukaan muun muassa matkailun, liikunta-, viihde- ja kulttuuritapahtumat sisältävä elämystalous. Elämystalouteen voidaan edellä mainittujen operaatioiden lisäksi luokitella kuuluviksi myös ruoka- ja ravintolapalvelut. Vaikka Rush Factorylle relevantein segmentti onkin arviomme mukaan juuri elämystalouden markkina, kilpailee yhtiö kuitenkin laaja-alaisesti kuluttajien vapaa-ajasta myös muiden kuin elämystalouteen lokeroituneiden toimijoiden kanssa. Täten yhtiö voidaan mielestämme nähdä operoivan laajemmin myös koko vapaa-ajan markkinan toimintaympäristössä, vaikka yhtiön tuotantovaiheessa oleva portfolio toistaiseksi puoltaakin yksityiskohtaisempaa kategorisointia nimenomaisesti elämystalouden puolelle.

Maantieteellisesti tarkasteltuna vapaa-ajan ja elämystalouden markkinat ovat arviomme mukaan suurimmat kehittyneissä maissa, joissa korkea elintaso heijastuu kuluttajien käytettävissä oleviin tuloihin ja siten kehittyviä talouksia voimakkaampaan vapaa-ajan tuote- ja

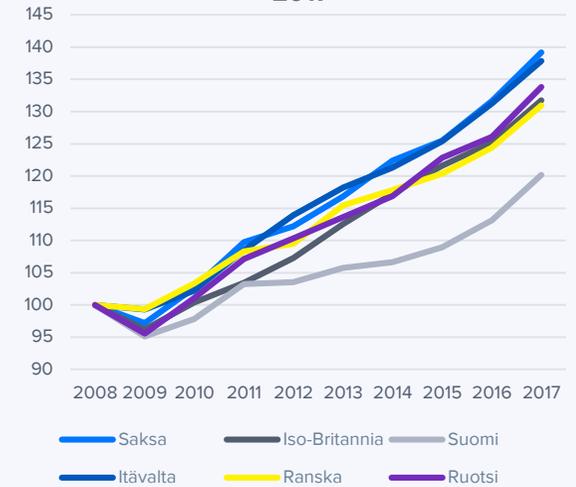
palvelukysyntään. Tätä peilaten näemmekin BKT:n sekä käytettävissä olevien tulojen kehityksen olevan keskeinen markkinan kokoa pitkällä aikavälillä muokkaava voima.

Markkina kasvaa BKT:ta vauhdikkaammin

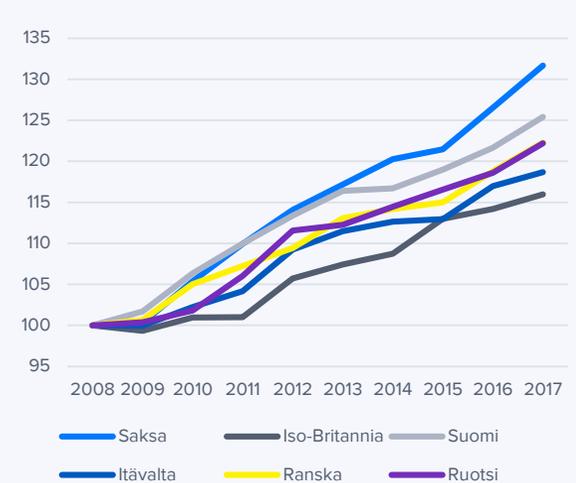
McKinsey & Companyn ja Euromonitorin tutkimusten mukaan vapaa-ajan ja elämystalouden markkinan on arvioitu olevan yksi maailman vauhdikkaimmin kasvavista talouden aloista ja kasvuvauhdin olleen viime vuosina noin 2-3 kertaa BKT:n kasvua vauhdikkaampaa. Myös tulevina vuosina markkinakasvun on arvioitu pysyvän selvästi yleistä talouskasvua korkeammalla tasolla. Arviomme mukaan markkinakasvua ajavat lähivuosina etenkin muutokset sekä kuluttajien taloudellisissa resursseissa että kulutuskäyttäytymisessä.

Kuluttajien taloudellisten resurssien keskeinen kasvuajuri on näkemyksemme mukaan yleisen elintason nousu talouskasvun vetämänä. Elintason noustessa kuluttajien käytettävissä olevat tulot kasvavat, mikä puolestaan kasvattaa vapaa-ajan palveluiden kysyntää. Mikrotasolla markkinakasvun voimakkain ajuri on arviomme mukaan muutokset kulutuskäyttäytymisessä, missä keskeisin viimeaikainen muutos on ollut kulutuksen painopisteen siirtyminen materiahyödykkeistä elämyksellisiin ja kokemuksellisiin tuotteisiin ja palveluihin. Tätä muutosta ajaa mielestämme etenkin kuluttajien holistisempi suhtautuminen onnellisuuteen sekä sosiaalisen median kehittyminen. Yksittäisistä ryhmistä käyttäytymismuutokset ovat olleet voimakkaimpia Y-sukupolven (1980-1995 syntyneet) edustajissa sekä nuoremmissa, sosiaaliseen mediaan vielä vahvemmin integroituneissa Z-sukupolven edustajissa.

Bruttokansantuotteen kehitys 2008-2017



Käytettävissä olevien tulojen kehitys 2008-2017



Toimiala ja kilpailukenttä 2/3

Toimiala kestää taantumaa varsin hyvin

Arviomme mukaan toimiala kestää taloudellista taantumaa varsin hyvin, eikä se siten ole kovinkaan syklinen. Täysin defensiivinen markkina ei kuitenkaan ole, sillä kysyntäkuva on väistämättä riippuvainen suhdannevaihteluiden aiheuttamille negatiivisille muutoksille kuluttajien käytettävissä olevissa tuloissa. Varsin hyvää syklinsietokykyä puoltaa kuitenkin se, että vapaa-ajan ja elämyksellisten palveluiden luoma suhteellinen lisäarvo kuluttajien onnellisuuteen on arviomme mukaan korkeampi lasku- kuin noususuhdanteessa. Lisäksi toimialan defensiivisyyttä puoltaa näkemyksemme mukaan myös se, että taantumassa kuluttajat suosivat paikallista kuluttamista esimerkiksi matkustamisen sijaan, mikä tukee Rush Factoryn kiertuepohjaisen ja lähellä kuluttajaa olevan tarjoaman kysyntää.

Dynaaminen luonne vaikeuttaa vallihaudan kaivamista

Vapaa-ajan ja elämystalouden markkina on tietynasteisista defensiivisistä ominaisuuksistaan huolimatta hyvin nopeatempoinen ja dynaaminen, sillä etenkin tarjontapuolella toimijat ovat pakotettuja sopeutumaan voimakkaasti kuluttajien kulloistenkin mieltymysten ja vallitsevien trendien mukaan. Kuluttajatrendit ovat elinkaareltaan tyypillisesti varsin lyhyitä, arviomme mukaan keskimäärin muutaman vuoden mittaisia, mistä johtuen markkinoilla vallitsee eräänlainen jatkuva innovoinnin ja uudelleenmuokkaantumisen tila. Arviomme mukaan markkinaa leimaava luonteenpiirre tulee myös tulevaisuudessa olemaan dynaamisuus etenkin sosiaalisen median käytön yleistymistä ja kuluttajatrendien verrattain

lyhyinä pysyviä elinkaaria peilaten.

Markkinan dynaamisesta ja nopeatempoisesta luonteesta johtuen näemmekin, että toimijoiden on hyvin haastavaa luoda kestäviä pitkän aikavälin kilpailuetuja ja siten syviä liiketoiminnan vallihautoja. Näkemystämme vallihautojen kaivamisen haastavuudesta tukee lisäksi se, että toimialan alalle tulon esteet ovat arviomme mukaan varsin matalat (mm. matala pääomaintensiteetti, kevyt regulaatio sekä matalat vaihdon kustannukset).

Vaikka kestävien kilpailuetujen luominen onkin arviomme mukaan varsin haastavaa, on toimialalla näkemyksemme mukaan kuitenkin mahdollista luoda jossain määrin vahvoja kilpailuetuja. Näiden kilpailuetujen keskeisimpinä lähteinä näemme muun muassa kustannusedut (kevyt kustannusrakenne ja -tehokas toiminta), vahvat ydintoiminnot (esim. suunnittelu, markkinointi ja tuotanto) sekä tietynasteisesti myös aineettomat omaisuuserät (esim. brändi tai kalustopatentit).

Kilpailukenttä on alueellinen

Toimialalla kilpailu on ensisijaisesti alueellista, sillä vapaa-ajan käyttö on pääosin sidottu senhetkisen sijainnin tarjoamiin mahdollisuuksiin. Tästä johtuen Rush Factoryn kilpailukenttä kiertuepohjaisena toimijana vaihtelee aina senhetkisen tapahtumakaupungin mukaan. Vaikka yhtiön kilpailukenttä vaihtelee alueittain, on se arviomme mukaan rakenteellisesti kuitenkin hyvin samankaltainen kulloisestakin sijainnista riippumatta. Kokonaisuutena tarkastellen yhtiön kilpailukenttä on markkinan rakennetta ja luonnetta peilaten hyvin suuri ja laaja-alainen.

Arviomme mukaan yhtiön yleisimmät yksittäiset kilpailijat kotimaan kilpailukentässä ovat Extreme Run, Flowpark, Sirkus Finlandia sekä tavanomaiset juoksupahtumat ja musiikkifestivaalit. Suomen ulkopuolella yhtiön kilpailukenttä painottuu arviomme mukaan laajemmin liikunta- ja kulttuuritapahtumien tarjoajiin keskeisimpien kiertue maiden rikkaampaa liikunta- ja kulttuuritarjontaa sekä osin myös -historiaa heijastellen. Lisäksi Keski-Euroopassa ja Isonsa-Britanniassa yhtiö kilpailee yhdysvaltalaisen IMG Worldwiden kanssa, jonka portfolioissa on COR:n kanssa tiettyjä ominaisuuksia jakava The Color Run -tapahtumakonsepti.

Varsinaisten palvelu- ja tapahtumatuottajien sekä vapaa-ajan rahamääräisen kulutuksen lisäksi yhtiön voidaan arviomme mukaan nähdä kilpailevan myös niin sanottujen näkymättömien kilpailijoiden kuten tavanomaisten kotitöiden, ilmaisupalveluiden (esim. kirjastot) sekä hyötyliikunnan kanssa. Arviomme mukaan näkymätön kilpailu on kuitenkin yhtiölle relevantissa kontekstissa verrattain pientä etenkin Y- ja Z-sukupolvien kulutus- ja kokemuspreferenssejä peilaten.

Hajanaisuus leimaa kilpailukenttää

Yhtiön kilpailukenttä on näkemyksemme mukaan hyvin hajanainen, sillä markkinoilla toimii tuhansia pelureita, joista suurin osa on arviomme mukaan verrattain pieniä ja hyvin erikoistuneella sekä kapealla konseptiportfoliolla operoivia toimijoita. Kilpailukenttä ei ole hajanainen pelkästään markkinatoimijoiden lukumäärän, vaan myös toimijoiden palvelutarjoaman skaala on hyvin mittava. Kilpailukentän operatiivisesti

Toimiala ja kilpailukenttä 3/3

hajanaisen luonteen arvioimekin rajaavan toimialan konsolidaatiopotentiaalia merkittävästi, vaikka yksittäisistä segmenteistä ja toiminnoista onkin arviomme mukaan löydettävissä kasvun ohella myös muita operatiivisia synergioita (esim. suunnittelu- tai markkinointipuolelta). Rush Factoryn emme kuitenkaan usko pyrkivän etsimään näitä hyötyjä aktiivisesti, vaan arviomme yhtiön keskittyvän ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun nykyisten ja kehitteillä olevien tapahtumakonseptien ajamana.

Liiketoimintamallit vaihtelevat toimijoittain

Markkinan ja kilpailukentän hajanaista rakennetta peilaten myös liiketoimintamallit vaihtelevat toimijoiden keskuudessa varsin paljon. Arviomme mukaan tyypillisimmillään markkinoilla operoidaan liiketoimintamallilla, jossa iso osa tarjoaman arvoketjusta on ulkoistettu ja yhtiö itse on keskittynyt muutamiin ydintoimintoihin kuten markkinointiin tai tuotantoon. Keskeisin tämän mallin hyöty on arviomme mukaan resurssien tehokkaampi hyödyntäminen. Keskeisimmät riskitekijät liittyvät mielestämme riippuvuuteen alihankkijoista ja siten sekä ulkoistettujen toimintojen laadunvalvontaan että kasvaneisiin kustannusriskeihin. Tyypillisiä osin tai kokonaan ulkoistetun arvoketjun kautta operoivia toimijoita ovat muun muassa musiikki- ja urheilutapahtumien järjestäjät.

Toinen yleinen vapaa-ajan markkinan liiketoimintamalli on operoida kiinteän toimipisteen tai toimipisteverkoston kautta. Tämän toimintamallin keskeisin operatiivinen motiivi on arviomme mukaan valitun alueen demografisten tekijöiden kuten ikärakenteen ja elintason jatkuvaluonteinen ja täysimääräinen

hyödyntäminen. Kiinteästä toimipisteestä käsin operoimisen keskeisimmät riskit liittyvät puolestaan kiinteän kustannusrakenteen luomaan operatiiviseen vipuun ja toiminnallisten joustojen vähenemiseen. Lisäksi kiinteästä toimipisteestä käsin operoiva toimija altistuu myös ympäröivän demografian muutoksille. Toimialalla etenkin ravintolat ovat tyypillisesti operoineet kiinteistä sijainneista käsin. Muita kiinteästä toimipisteestä operoivia kilpailijoita ovat muun muassa huvi- ja sisäaktiviteettipuistot, elokuvateatterit sekä viime vuosina suositaan kasvattaneet pakohuoneet.

Rush Factoryn kiertuepohjaisuuteen ja koko tapahtumatuotannon arvoketjun hallintaan pohjautuva liiketoimintamalli onkin toimialalle arviomme mukaan varsin poikkeava. Arviomme mukaan kilpailukentän toimijoista eniten samankaltaisuuksia yhtiön liiketoimintamallin kanssa jakavat muun muassa sirkukset sekä tietynasteisesti myös kiertävät kulttuuritapahtumat (mm. ruoka- ja viinifestivaalit).

Kilpailu ei ole hintasensitiivistä

Arviomme mukaan toimialan kilpailu ei ole kovinkaan hintasensitiivistä heijastellen sekä kuluttajien holistista suhtautumista onnellisuuteen että viimeaikaista kulutusikäytymisen muutosta materiakeskeisyydestä kohti yhteisö- ja elämyskeskeistä kuluttamista. Näin ollen näemmekin kilpailun olevan pääosin laatusensitiivistä kuluttajien kiinnittäessä enemmän huomioita elämysten ja kokemusten elämää rikastuttaviin vaikutuksiin kuin näiden hankkimisen varsinaisiin kustannuksiin.

Laatusensitiivisessä kilpailuympäristössä keskeisimmät menestymistä määrittelevät tekijät ovat arviomme mukaan onnistumiset kehitys- ja

innovaatiotyössä. Onnistumiset sekä jatkuvat panostukset kehitys- ja innovaatiotyöhön ovat kilpailukyvyyn kannalta kriittisiä, sillä ne luovat edellytykset sekä tuotantovaiheessa olevien konseptien laadun säilyttämisellä ja parantamisella että uusien konseptien luomisella ja siten kilpailukyvyyn vahvistamisella. Lisäksi näihin toimintoihin panostaminen luo arviomme mukaan pohjan myös markkinatrendien oikeanaikaiseen tunnistamiseen ja niihin reagoimiseen. Kriittisissä toiminnoissa epäonnistumisella olisi sekä tarjoaman kiinnostavuutta että tarjoajan mainetta heikentävä vaikutus, mikä puolestaan nakertaisi niin liikevaihtoa kuin kannattavuuttakin. Näemme Rush Factoryllä olevan hyvät edellytykset menestymistä määrittelevissä toiminnoissa onnistumiselle yhtiön joustavan ja sisäisten prosessien hallintaan pohjautuvan liiketoimintamallin etuja mukailien.

Kilpailun laatusensitiivistä luonnetta heijastellen näemme kilpailudynamiikan luovan raamit myös tietynasteisen hinnoitteluvoiman saavuttamiselle. Arviomme mukaan asteittaista hinnoitteluvoimaa on etenkin sellaisilla toimijoilla, jotka kykenevät johdonmukaisesti luomaan kuluttajille elämyksellistä ja kokemuksellista lisäarvoa ylittämällä kuluttajien tarjoamalle asetetut odotukset. Tällaisia toimijoita ovat arviomme mukaan etenkin laatuorientoituneet ja konseptitasolla pitkälle erikoistuneet toimijat (esim. Michelin-tähden ravintolat). Pitkällä aikavälillä hinnoitteluvoiman ylläpitäminen ja sen vahvistaminen vaatii taakseen kuitenkin selkeitä ja kestäviä kilpailuetuja, joiden luominen on toimialan dynaamista luonnetta peilaten varsin haastavaa.

Kilpailukenttä



Inderesin kommentti:

Yhtiön kilpailukenttä on markkinan dynaamista rakennetta mukailleen hyvin monipuolinen ja laaja. Yhtiön keskeisimpiä kilpailijoita ovat arviomme mukaan etenkin liikunta- ja kulttuuritapahtumat sekä ravintola- ja viihdepalvelut. Lisäksi yhtiön voidaan jossain määrin nähdä kilpailevan myös näkymättömien kilpailijoiden kuten kotitöiden, mökkeilyn ja erilaisten ilmaisupalveluiden kanssa. Vaikka konkreettiset kilpailijat vaihtelevatkin aina alueellisesti, on kilpailukenttä arviomme mukaan rakenteeltaan varsin geneerinen. Painopistealueet voivat kuitenkin vaihdella alueellista kulttuuri- ja kulutushistoriaa sekä vallitsevia markkinatrendejä heijastellen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Arvolupauksena korkealaatuinen ja lisäarvoa tuottava tarjoama

Rush Factoryn arvolupaus ja siten strategian ydin on arviomme mukaan korkealaatuinen ja kuluttajille lisäarvoa luovan konseptiportfolion tarjoaminen. Korkealaatuinen konseptitarjoaman ja sitä jatkuvasti parantavien kehitys- ja innovaatiopanostusten myötä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset ylittää kuluttajien tapahtumille asettamat odotukset. Asetettujen odotusten ylittäminen on näkemyksemme mukaan välttämätöntä sekä kuluttajakenttään luodun lisäarvon että arvolupauksen lunastamisen kannalta. Arvolupauksen systemaattinen lunastaminen on puolestaan kriittistä pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiseksi.

Arviomme mukaan yhtiö on lyhyen operatiivisen historiansa aikana kyennyt lunastamaan strategian arvolupauksensa, mistä osoituksena on hyvä taloudellinen menestys täyden tapahtumakiertueen vuosina sekä jo tuotantovaiheessa olevien konseptien läpi elinkaaren tasaisesti kehittynyt kysyntä. Arvolupauksen lunastamisella yhtiö on myös todistanut joustavan liiketoimintamallinsa hyödyt sekä sen operatiivisen ja strategisen yhteensopivuuden.

Strategian toteutus tähtää kasvuun

Näkemyksemme mukaan yhtiön strateginen tähtäin on suunnattu kasvuun. Näkemystämme tukee sekä yhtiön tavoite olla alansa johtava toimija että kohdemarkkinan suotuisat rakenteelliset tekijät kuten hyvä kasvunäkymä ja tietynasteinen defensiivisuus. Taustatukea näkemyksellemme antaa lisäksi yhtiön verrattain

nuori ikä sekä taloudellisten tavoitteiden toimesta varsin korkealle asetettu kasvurima.

Mielestämme yhtiön strategisen fokuksen suuntaaminen kasvuun on perusteltua, sillä yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta liiketoiminnan koon kasvattaminen on tärkeää korkealla tasolla olevan peruskannattavuuden rajoittaessa merkittävästi kannattavuusparannuksen arvonluonnille tarjoamaa tulitukea. Lisäksi näemme yhtiön konseptiportfolion luovan yhtiölle vahvan orgaanisen kasvumotiivin nykyisen vetojuhdan (COR) lähestyessä asteittain elinkaarensa ja siten myös kysyntänsä saturaatiopistettä.

Kasvuun kaksiahaarainen tiekartta

Yhtiön kasvustrategian tiekartta on kaksiahaarainen, sillä näkemyksemme mukaan yhtiö pyrkii kasvamaan sekä tapahtumakiertueen maantieteellistä peittoa laajentamalla että uusia konsepteja kehittämällä. Maantieteellisessä kasvussa arvioimme yhtiön keskittyvän sekä nykyisten kiertuemaiden tapahtumamäärien kasvattamiseen että uusille alueille laajentumiseen yhtiön kontaktiverkoston, konseptitason skaalattavuutta sekä logistisia kilpailuetuja hyödyntäen. Pitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön painopisteen maantieteellisessä laajentumisessa olevan kuitenkin uusissa alueissa nykyisen tapahtumakalenterin kattaessa liki kaikki keskeisimmät kiertuemaiden kaupungit rajaten täten yhtiön demografista kasvupotentiaalia (mm. potentiaalisten kaupunkien lukumäärä). Uusista markkina-alueista näemme yhtiölle todennäköisimpänä suuntana Pohjois-Amerikan yhtiön olemassa olevaa paikallista kontaktiverkoston ja alueen merkittävää

kaupallista potentiaalia heijastellen. Pohjois-Amerikan lisäksi uskomme yhtiön tuntosarvien olevan jossain määrin kohollaan myös nykyisten kiertuemaiden lähialueita kuten Pohjois-Eurooppaa sekä Baltiaa kohtaan näiden alueiden otollista kulutuskäyttäytymistä sekä logistista toteutettavuutta mukaillen.

Yhtiön konseptiportfolion voimakkaimman hevosen COR:n lähestyessä asteittain sekä elinkaarensa että kysyntänsä saturaatiopistettä on kasvun tiekartan toisen haaran suuntautuminen kohti uusien konseptien ohjastamia vankkureita varsin perusteltua. Onnistuneesti uusia konsepteja kehittämällä ja kaupallistamalla yhtiö kykenee rakentamaan toimintaansa uusia taloudellisia tukijalkoja, mikä vähentää sekä riippuvuutta yksittäisistä konsepteista että laskee yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Uusien konseptien kaupallistamisessa arviomme yhtiön fokuksen olevan etenkin konseptitason kansainvälisessä skaalattavuudessa sekä asiakassegmentin laajentamisessa (ml. lapset ja miehet). Konseptitasolla uskomme yhtiön panostavan tulevaisuudessa myös nykyistä portfoliota viihteellisempien kokonaisuuskehittämiseen ja kaupallistamiseen. On kuitenkin syytä huomata, että uusien konseptien ylösaajo on verrattain hidasta ja kaupallisen potentiaalinsa saavuttaminen voi viedä pisimmillään vuosia. Lisäksi uusien konseptien kaupallistamisessa onnistuminen on hyvin riippuvainen suunnittelu- ja kehitysoperaatioista sekä markkinatrendien oikeanaikaisesta tunnistamisesta, mikä asettaa paineita yhtiön operatiivisten ydintoimintojen ja resurssien riittävyyden niskaan.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Resurssit voivat rajoittaa strategian toteuttamista lyhyellä aikavälillä

Yhtiön strategian lyhyen aikavälin toteuttamisen suurin yksittäinen riskitekijä on arviomme mukaan käytettävissä olevien resurssien rajallinen määrä. Haasteet tai suoranainen epäonnistuminen strategian toteuttamisen kannalta keskeisessä arvolutapauksen lunastamisessa johtaisi arviomme mukaan hyvin todennäköisesti yhtiön kilpailukyvyn merkittävään heikkenemiseen. Näin ollen haasteet strategian toteuttamisessa lyhyellä aikavälillä voivat luoda pullonkauloja ja uhkakuvia myös pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiselle.

Arviomme mukaan yhtiön keskeisimmät strategian toteuttamiseen liittyvät resurssihaasteet nivoutuvat ensisijaisesti henkilö- ja kalustosidonnaisiin toimintoihin sekä näiden välisiin synergioihin. Näkemyksemme mukaan yhtiön henkilöstöresurssit asettavat tiettyjä rajoitteita etenkin suunnittelu- ja kehitystyön laajuuteen ja siten sekä uusien konseptien kaupallistamiseen että kasvun kulmakertoimeen liittyen. Lisäksi henkilöstöresurssit rajaavat jossain määrin myös tuotantovaihetta, vaikka yhtiön hyödynnettävissä oleva tuotantorosteri onkin arviomme mukaan laaja ja osaamistasoltaan hyvä. Tapahtuma-aikana hyödynnettävän vuokratyövoiman (mm. esteiden valvonta) saatavuuden uskomme säilyvän yhtiön mittakaavaan suhteutettuna riittävällä tasolla myös tulevaisuudessa.

Henkilöstöresurssien kapeuden lisäksi suunnittelu- ja kehitystyötä rajoittaa arviomme mukaan jossain määrin myös yhtiön käytettävissä oleva kalusto (tapahtumakalusto ja logistiikka).

Vaikka kalusto on arviomme mukaan hyvin monikäyttöinen ja vaivatta useissa eri konsepteissa hyödynnettävissä oleva, ei kaluston mukautumiskyky kuitenkaan ole rajaton. Näin ollen yhtiön on suunnittelu- ja kehitysoperaatioissaan aina huomioitava kaluston asettamat raamit, mistä johtuen yhtiö ei lyhyellä aikavälillä välttämättä kykene toteuttamaan kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliltaan kaikkein houkuttelevimpia aihioita. Pitkällä aikavälillä emme kuitenkaan näe resurssien muodostavan yhtiön strategian toteuttamiselle merkittäviä pullonkauloja, sillä yhtiö kykenee ratkaisemaan edellä mainitut ongelmat sekä rekrytoimalla työvoimaa että investoimalla käyttöomaisuuteen.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön on julkaissut taloudelliset tavoitteensa vuodelle 2021, joiden mukaan yhtiö tavoittelee 12 MEUR:n liikevaihtoa ja 25-35 % käyttökatemarginaalia. Yhtiöllä ei ole varsinaista osingonjakopolitiikka, mutta yhtiö on ilmoittanut, ettei se tavoittele jakavansa osinkoa lähivuosien aikana. Näemme pääoman allokoimisen ensisijaisesti kasvuun perusteltuna yhtiön strateginen kehitysvaihe ja taloudelliset tavoitteet huomioiden, vaikka yhtiön vahva kassavirta riittäisikin arviomme mukaan kattamaan tulorahoitteisten investointien ohella myös maltillisen voitonjaon.

Kasvutavoite vaatii uusia konsepteja

Mielestämme yhtiön kasvutavoite on hyvin kunnianhimoinen sekä haastava, sillä sen saavuttaminen edellyttää yhtiöltä useita onnistuneita toimenpiteitä etenkin uusien konseptien suunnittelu- ja

kaupallistamisrintamalla. Näkemystämme uusien konseptien kriittisestä roolista vahvistaa se, että yhtiön tulisi yli kaksinkertaistaa nykyisen konseptiportfolionsa johtaman tapahtumakiertueen koko, jotta 12 MEUR:n liikevaihtotaso olisi saavutettavissa. Tämä puolestaan vaatisi arviomme mukaan yli 100 COR-tapahtumaa (40 tapahtumaa vuonna 2019), mitä voidaan kahden vuoden jänteellä pitää äärimmäisen haastavana tasona ottaen huomioon yhtiön käytettävissä olevat resurssit (taloudelliset ja kalustolliset), yhden tapahtuman järjestämiseen sitoutunut aika (siirtymät ja ajoittuminen viikonloppuun), COR:n kysynnän asteittain lähestyvä saturaatiopiste sekä kohdemarkkinoiden demografiset rajoitteet (mm. riittävän isojen kaupunkien lukumäärä).

Alkuvuonna yhtiö toteutti ensimmäisen uuden konseptin kaupallistamisen järjestämällä kaksi DF:n pilottitapahtumaa. Tapahtumat olivat arviomme mukaan varsin onnistuneita, mikä luo konseptille hyvät edellytykset menestymiseen myös täysimittaisen tapahtumakiertueen mittakaavassa. DF:n Duudsonit-vetoisuudesta johtuen konseptin potentiaali rajoittuu arviomme mukaan sellaisenaan kuitenkin vahvasti Suomeen, mikä rajoittaa DF:n konsernitason kasvulle tarjoamaa vetoapua varsin merkittävästi. Tästä johtuen uskommekin yhtiön suunnittelupöydällä olevan selkeästi DF:a kansainvälisesti skaalattavampia ja siten kasvupotentiaaliltaan houkuttelevampia konsepteja. Suhtaudumme pitkällä aikavälillä yhtiön kehityspotentiaaliin varsin luottavaisesti yhtiön hyvää, joskin verrattain lyhyttä, uusien konseptien suunnittelun ja kaupallistamisen track-recordia peilaten.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

On kuitenkin syytä muistaa, että lyhyellä aikavälillä näkyvyys uusien konseptien kehitysvaiheisiin ja taloudelliseen potentiaaliin on erittäin rajallinen. Lisäksi uusien konseptien ylösajoprosessi on näkemyksemme mukaan dynaamiseen markkinaympäristöön suhteutettuna verrattain hidas (mm. pilotointi, jatkokehitys ja täyden tapahtumakiertueen järjestäminen), mikä asettaa arviomme mukaan myös tietyntaiteisia aikataulullisia paineita vuoden 2021 kasvutavoitteen saavuttamiselle.

Kannattavuustavoite on saavutettavissa

Yhtiön kannattavuustavoitteena on saavuttaa 25-35 % käyttökatemarginaali. Pidämme yhtiön kannattavuustavoitetta hyvin realistisena ja saavutettavissa olevana, sillä yhtiö on täyden tapahtumakiertueen vuosina osoittanut kykenevänsä operoimaan jopa lähellä tavoitehaarukan ylälaitaa.

Arviomme mukaan kannattavuustavoitteen asettuminen lähelle haarukan ylälaitaa vaatisi yhtiön kapeita resurssiharteita heijastellen operatiivisen fokuksen painottumista lähes yksinomaan tuotantovaiheeseen edenneiden konseptien järjestämiseen, mikä vähentäisi panostuksia kriittisiin suunnittelu- ja kehitystoimintoihin rasittaen siten yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukykyä. Mielestämme kriittisten menestystä määrittävien toimintojen sivuuttaminen ei ole markkinadynamiikka huomioiden kuitenkaan perusteltua, mistä johtuen emme pidä realistisena skenaariona sitä, että yhtiö priorisoisi lyhyen aikavälin kannattavuutta pitkän aikavälin kilpailukyyn kustannuksella.

Arviomme mukaan kannattavuustavoitteen saavuttaminen ei ole riippuvainen siitä, yltääkö yhtiö vuonna 2021 tavoittelemansa 12 MEUR:n liikevaihtotasoon. Näkemystämme tukee se, että

arviomme mukaan yhtiön on nykyisellä kustannusrakenteellaan ja konseptiportfolion kateprofiilillaan mahdollista yltää tavoitehaarukan alalaidassa olevaan 25 % käyttökatemarginaaliin alle 5 MEUR:n liikevaihdolla. Näin ollen tavoitehaarukan alalaidan saavuttaminen ei arviomme mukaan edellytä yhtiöltä massiivista kasvuloikkaa, mutta vaatii taakseen kuitenkin täysimittaisen tapahtumakiertueen (ts. ei uusien konseptien ylösajon merkittävää kustannuspainetta) sekä lähes vuoden 2017 kaltaisen operatiivisen tehokkuuden (ts. henkilöstö- ja muiden kulujen osuus liikevaihdosta noin 40 % tasolla). Kannattavuustavoitetta tarkasteltaessa on syytä huomioida myös se, että yhtiön ansaintamallista kumpuavien etupainotteisten tulovirtojen myötä yhtiöllä on hyvä näkyvyys sekä tapahtuma- että konsernitason kannattavuuteen, mikä parantaa tavoiteasetannan läpinäkyvyyttä ja parantaa osin myös sen saavuttamisen edellytyksiä.



Strategia



Arvolupaus

- Korkealaatuisen ja lisäarvoa luovan konseptiportfolion tuottaminen
- Arvolupauksen lunastaminen kriittistä pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiseksi



Ydintoiminnot

- Arvolupauksen lunastaminen ydintoimintojen hallitsemisen kautta
- Korkealaatuisen tarjoaman keskiössä jatkuva kehitys- ja innovaatiotyö
- Kohdistettu ja laaja-alainen digitaalinen markkinointi (sis. Facebook / Instagram)



Kasvu

- Kasvu nykyisen tapahtumakiertueen kokoa ja maantieteellistä peittoa kasvattamalla
- Kasvu uusia konsepteja suunnittelemalla ja kaupallistamalla

Lisäarvon luominen kuluttajakenttään



Kiinnostuksen herättäminen



Odotusten luonti ja hallinta



Odotusten ylittäminen



Palautteeseen reagointi ja tarjoaman jatkokehitys

- Markkinointi kriittistä odotusten luomisen ja hallinnan kannalta
- Odotusten luonti ja hallinta välillinen ajuri myös hinnoittelulle
- Tuotanto- ja markkinointifunktioiden oltava linjassa keskenään, jotta luotuihin odotuksiin kyetään vastaamaan.
- Lisäarvon luominen on jatkuvaluontoinen prosessi

- Etupainotteisten tulovirtojen myötä kasvu on asiakkaiden rahoittamaa (ts. negatiivinen nettokäyttöpääoma)
- Hyvä näkyvyys tapahtumakatteeseen tukee kannattavaa kasvu

- COR:n elinkaaren ja kysynnän lähestyvä saturaatiopiste luo orgaanisen motiivin uusien konseptien kaupallistamiseen
- Uusissa konsepteissa fokuksessa kansainvälinen skaalattavuus
- Maantieteellistä laajentumista rajoittaa jossain määrin logistiset haasteet ja käytettävissä oleva tapahtumakalusto

Strategiset ajurit

Joustavan liiketoimintamallin hyödyntäminen

Kasvava vapaa-ajan markkina

COR:n elinkaaren vaihe

Taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikate hyvällä tasolla

Yhtiön myyntikate vuonna 2018 oli 46 % ja selvästi aikaisempien vuosien 63 % keskimääräistä katetasoa matalammalla. Arviomme mukaan historiallista katetta matalampi taso selittyy etenkin yhtiön viime vuoden panostuksilla kateprofiililtaan matalamman RW:n pilotointiin sekä aikaisempia vuosia alhaisempaan COR-volyymiin. Tästä johtuen näemmekin, että yli 60 % tasolla oleva myyntikate kuvaa yhtiön perustasoa ja siten täyden tapahtumakiertueen ansaintakykyä selvästi vuotta 2018 paremmin. Tätä perustasoa voidaan myös pitää palveluyhtiölle hyvänä tasona, mikä tukee näkemystämme yhtiön tarjoaman korkeasta laadusta sekä markkinan laatusensitiivisestä luonteesta.

Muuttuvat kulut yli puolet kustannuksista

Yhtiön kustannusrakenteen suurin kuluerä vuonna 2018 oli materiaalit ja palvelut muodostaen 53 % kokonaiskustannuksista. Materiaalit ja palvelut ovat muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia kustannuksia, vaikka yksittäisen tapahtuman tasolla näillä onkin tietyntasoisia kiinteitä elementtejä (mm. maavuokrat). Liiketoiminnan muiden kulujen osuus oli 41 %. Muut kulut ovat pääosin kiinteitä kuluja. Yhtiön muista kuluista iso osa kohdistuu arviomme mukaan markkinointiin, mikä on loogista toimialan arvonluontidynamiikka huomioiden. Markkinointikulut eroavat luonteeltaan kuitenkin perinteisistä kiinteistä kuluista siten, että yhtiö kykenee sopeuttamaan tätä kulutasoa selvästi esimerkiksi hallinnollisia kuluja nopeammin. Lisäksi markkinointikulut ovat ensisijaisesti tapahtumavolyymistä riippuvaisia, mikä luo näihin kuluihin tiettyä joustoa ja siten asteittaisia muuttuvien kustannusten

ominaisuuksia. Henkilöstökulujen osuus kokonaiskustannuksista oli puolestaan hyvin maltillisella 11 % tasolla, mikä oli seurausta yhtiön kevyestä ja keskittyneestä organisaatorakenteesta.

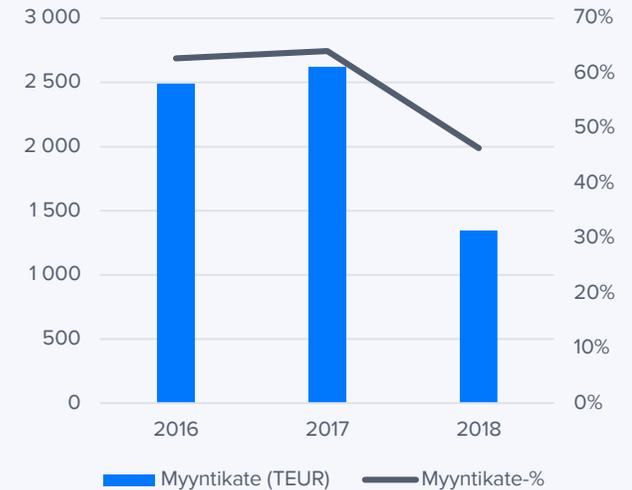
Poistot eivät juurikaan rasita tulosta

Yhtiön toiminnan matalasta pääomaintensiteetistä johtuen poistot ovat historiallisesti muodostaneet keskimäärin noin 3 % kokonaiskustannuksista, eivätkä ne siten ole liialti rasittaneet yhtiön tulosta. Vuonna 2018 poistot olivat poikkeuksellisesti positiivisia taseessa olleen konsernireservin purkamisen seurauksena. Arviomme mukaan yhtiön lähivuosien absoluuttiset poistot tulevat nousemaan maltillisesti uusiin konsepteihin ja toimitiloihin kohdistuvien investointien seurauksena. Kohoavista absoluuttisista poistoista huolimatta uskomme poistomassan tulosrasituksen jäävän myös jatkossa maltilliselle tasolle tulevaisuudessakin matalana säilyvää pääomaintensiteettiä mukaillen.

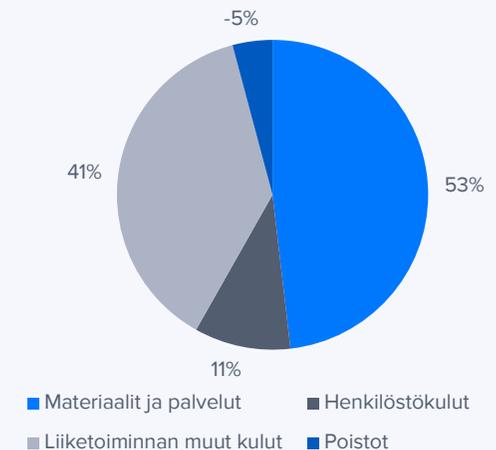
Kevyt kustannusrakenne luo yhtiölle joustoa

Kokonaisuudessaan yhtiön kustannusrakenne on näkemyksemme mukaan varsin kevyt muuttuvien ja osittain muuttuvia ominaisuuksia sisältävien kustannusten kuluosuuden ollessa selvästi yli puolet. Kevyen kustannusrakenteen, joustavan liiketoimintamallin sekä etupainotteisen ansaintamallin myötä yhtiöllä onkin työkalupakissaan merkittävä määrä operatiivista joustoa, mikä parantaa yhtiön reagoitakykyä markkina- ja kysyntämuutoksiin sekä laskee osin myös kokonaisriskiprofiilia. Verrattain kevyen kustannusrakenteen seurauksena yhtiön realisoitavissa olevien skaalautujen määrä on kuitenkin rajallinen.

Myyntikatteen kehitys



Kustannusrakenne 2018*



*Poistot positiivisia konsernireservin vähennyksen seurauksena

Lähde: Rush Factory, Inderes

Taloudellinen tilanne 2/2

Rahoituskuluissa lasku- ja veroasteessa nousupaineita

Vuonna 2018 yhtiön rahoituskulut olivat poikkeuksellisen korkealla tasolla listautumisannista aiheutuneiden 0,4 MEUR:n järjestelykulujen johdosta, sillä historiallisesti rahoituskulut ovat olleet noin 6 TEUR:n tasolla. Täten rahoituskulut eivät ole aikaisempina vuosina juurikaan rasittaneet tuloslaskelman alimpia rivejä. Yhtiön veroaste on edellisvuosien voittoa osoittaneilla tilikausilla ollut keskimäärin 4 %, mikä on hyvin matala ja arviomme mukaan selvästi yhtiön todellisen veroasteen alapuolella oleva taso. Näkemyksemme mukaan tämän taustalla on ollut etenkin Saksan tytäryhtiön verovähennyskelpoiset tappiot, joiden tarjoama verokilpi on arviomme mukaan lähes loppuun käytetty. Yhtiön normaali veroaste on arviomme mukaan 22-27 % tytäryhtiöiden toimintamaiden (Suomi, Saksa ja Iso-Britannia) verokantoja ja tuloskontribuutioita heijastellen.

Käyttöpääoman rahoitus on optimaalinen

Yhtiön tase on käyttöpääomapainotteinen, sillä käyttöpääoman osuus taseen loppusummasta vuoden 2018 lopussa oli 78 %. Historiallisesti tarkasteltuna käyttöpääoman osuus taseen loppusummasta on ollut hieman alle 60 % ja kohonnut tasoa selittääkin merkittävästi kasvaneet kassavarat loppuvuoteen ajoittuneen listautumisannin seurauksena.

Yhtiön käyttöpääoman rahoitus on liiketoimintamallin etupainotteisten tulovirtojen myötä optimaalinen, sillä toiminta ei sido lainkaan nettokäyttöpääoma. Vuonna 2018 Rush Factoryn nettokäyttöpääoman osuus liikevaihdosta oli -18 %

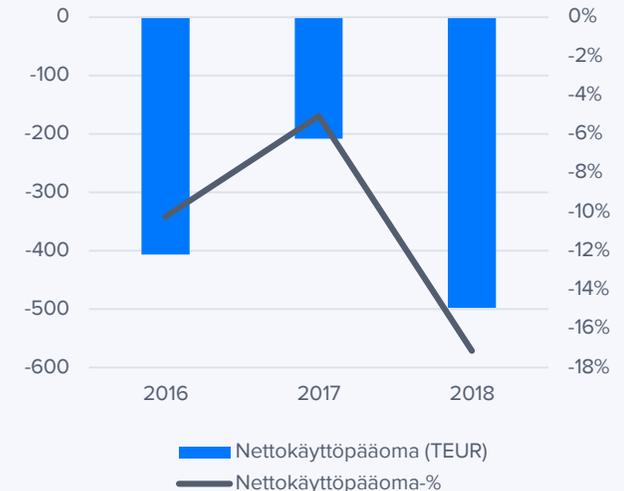
ja historiallisesti taso on keskimäärin ollut noin -10 %:ssa. Näin ollen yhtiön operatiivinen toiminta on täysin asiakkaiden rahoittamaa, millä on yhtiön vapaata kassavirtaa vahvistava ja pääoman allokoitua monipuolistava vaikutus. Lisäksi negatiivisen nettokäyttöpääoman avittamana yhtiön on mahdollista kasvaa kassavirran näkökulmasta äärimmäisen tehokkaasti. Kiinteää pääomaa yhtiön liiketoimintaan on puolestaan sitoutunut keskimäärin 14 % liikevaihdosta, mikä vahvistaa näkemystämme Rush Factoryn toiminnan matalasta pääomaintensiteetistä.

Pääoman kevyen sitoutumisen myötä yhtiön tase on ollut äärimmäisen tehokkaassa käytössä, sillä taseen kiertonopeus on täyden tapahtumakiertueen vuosina ollut keskimäärin 3,9x. Tehokas tase ja liiketoiminnan korkea peruskannattavuus luovat yhtiölle erinomaiset edellytykset korkean pääoman tuoton saavuttamiselle ja siten omistaja-arvon (ROE > WACC) luomiselle.

Pääomarakenne on erittäin vahva

Rush Factoryn pääomarakenne on erittäin vahva, sillä H1'2019 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 49 % ja nettovelkaantumisaste -91 %. Näin ollen yhtiöllä on taseessaan huomattavasti liikkumavaraa ja taseriski hyvin pieni. Vaikka yhtiön tietynasteisesti projektiluontoinen liiketoiminta puoltaakin arviomme mukaan enemmän yli- kuin alikapitalisoitunutta tasetta, olisi yhtiö näkemyksemme mukaan vielä selvästi mukavuusalueellaan ilman tuntuva nettokassaakin (ts. nettovelkaantumisaste > 0 %). H1'2019 lopussa yhtiöllä ei ollut lainkaan korollista velkaa ja taseen loppusumma oli 3,6 MEUR.

Nettokäyttöpääoman kehitys

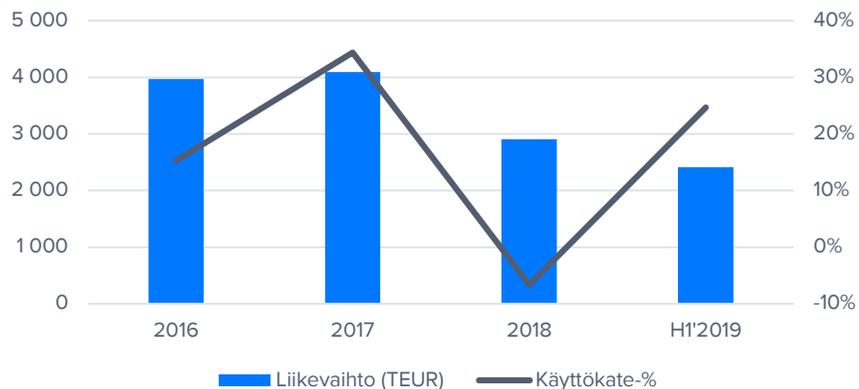


Oman ja sijoitetun pääoman tuotto

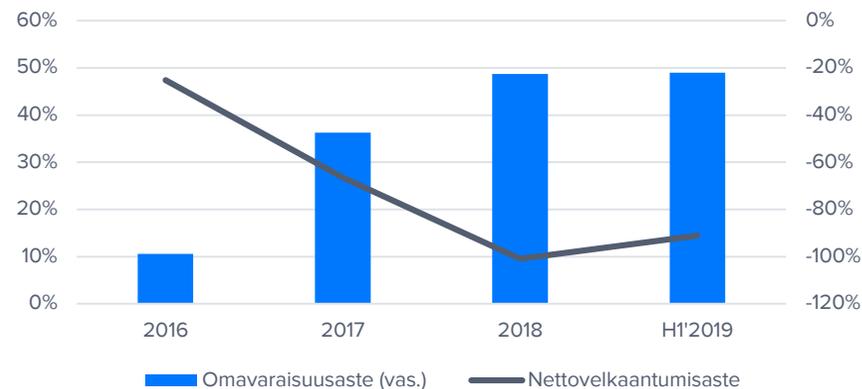


Taloudellinen tilanne

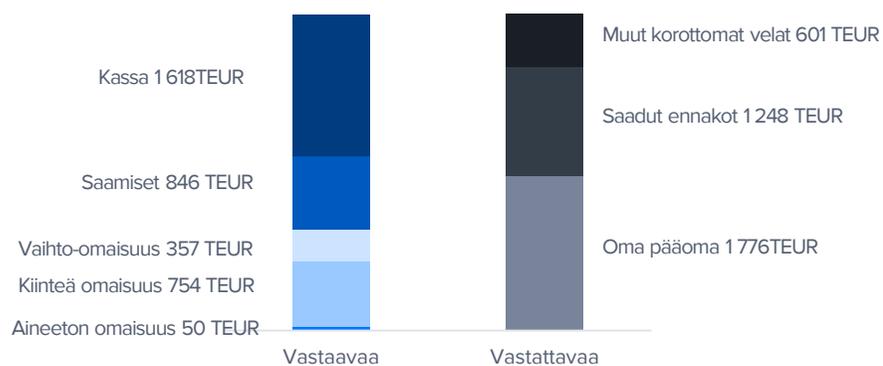
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



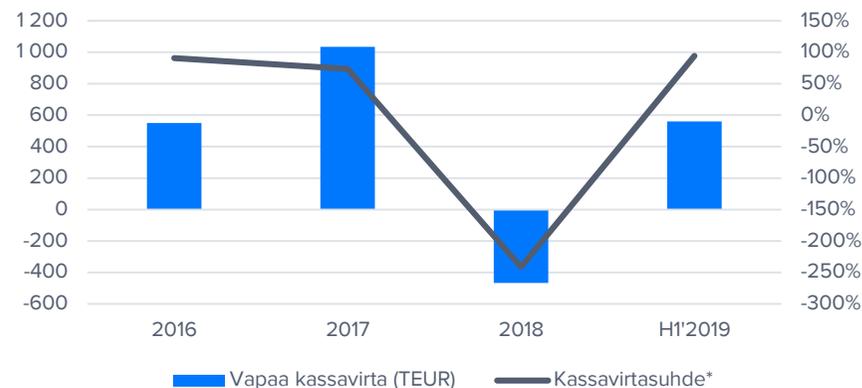
Taseen tunnuslukujen kehitys



Taserakenne H1'2019 lopussa



Kassavirtasuhteen kehitys



* Vapaan kassaviran suhde käyttökatteeseen

Ennusteet 1/2

Ennustemallin taustalla jo tuotantovaiheessa olevat konseptit

Ennustamme Rush Factoryn liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja osin myös keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti jo tuotantovaiheessa olevien konseptien ja niiden tapahtumamäärien kasvun kautta. Yhtiön tuotekehitysputkessa olevien konseptien rooli ennustemallissamme on toistaiseksi varsin maltillinen, sillä näkyvyys uusien konseptien kehitysvaiheisiin ja siten sekä niiden kasvu- että kannattavuuspotentiaaliin on erittäin rajallinen. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kulurakenteen kehitystä vuositasolla. Pitkän aikavälin ennusteemme nojautuvat puolestaan kasvun osalta pääosin globaalin BKT:n sekä sitä heijastellen käytettävissä olevien tulojen kehitykseen ja kannattavuuden osalta määrittelemimme kestäviin kannattavuustasoihin.

Kannattavan kasvun vuosi 2019

Vuodelle 2019 Rush Factory on ohjeistanut tavoittelevansa 4,4-5,1 MEUR:n liikevaihtoa ja 1,2-1,6 MEUR:n tasolla olevaa käyttökatetta. Odotamme yltävän ohjeistukseensa, mutta liikevaihdon ja kannattavuuden jäävän annetun ohjeistushaarukan alareunaan syys- ja talvikauden tapahtumakiertueen pientä kokoa ja ajoituksellisia tekijöitä peilaten. Viime vuodesta kasvavan COR-volyymin ja sen elinkaaren saturaatiopisteen lähestymisestä huolimatta hyvällä tasolla säilyvän kysynnän sekä DF:n ensimmäisten tapahtumien tarjoaman pienen vetoavun ajamana arvioimme yhtiön liikevaihdon vuonna 2019 kasvavan 54 % 4,5 MEUR:oon.

Yhtiön käyttökatteen arvioimme nousevan

hyväkatteiseen COR:iin painottuvan kiertuemixin sekä maltillisena säilyvän kulutason tukemana 1,2 MEUR:oon vastaten 27 % käyttökatemarginaalia. Yleiskulujen arvioimme kasvavan, mutta kasvuvauhdin jäävän liikevaihdon kasvua maltillisemmaksi COR:n hyvää tunnettuutta ja siten edellisvuodesta parantuvaa markkinoinnin tuotto/panos-suhdetta sekä hallinnollisten kulujen skaalautumista peilaten. Rahoituskulujen arvioimme puolestaan laskevan viime vuoden listautumisannin paisuttamalalta tasolta selvästi. Veroasteen odotamme kuitenkin olevan vielä aavistuksen arvioimamme normaalin tason alapuolella Saksan tytäryhtiön vähennyskelpoisen tappiohännän myötä. Näin ollen odotamme yhtiön yltävän vuonna 2019 0,8 MEUR:n nettotulokseen ja 0,36 euron osakekohtaiseen tulokseen.

Vapaan kassavirran arvioimme vahvistuvan operatiivisen tuloskasvun ja yhtiön etupainotteisten tulovirtojen vapauttaman nettokäyttöpääoman ajamana, vaikka osa tuloskasvun positiivista kassavirtavaikutuksista hautautuukin tulo-rahoitteisesti toteutettavien investointien alle. Taseaseman arvioimme säilyvän erittäin vahvana (2019e: omavaraisuusaste 63 % ja nettovelkaantumistaso -73 %) ja taseesta kumpuavan liikkumavaran siten merkittävänä. Osingonjakopolitiikkansa mukaisesti uskomme yhtiön pitävän osinko-ovensä säpiässä tilikaudelta 2019 ja priorisoivansa pääoman allokoinnissaan kasvua.

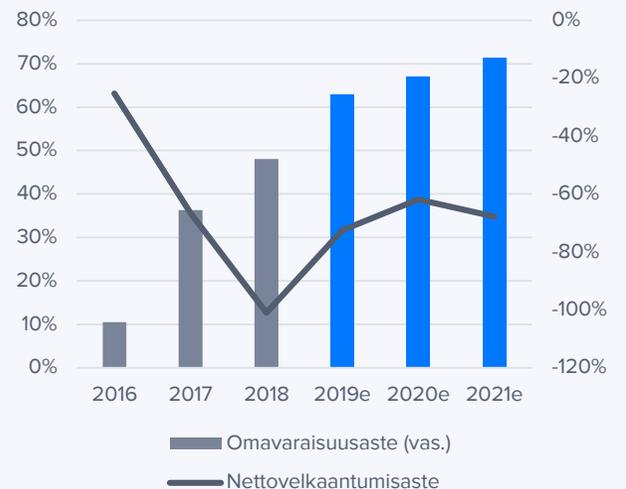
Kasvu jatkuu vuosina 2020 ja 2021

Odotamme Rush Factoryn jatkavan vahvalla kasvu-uralla myös vuonna 2020 ja liikevaihdon kasvavan 32 % 5,9 MEUR:oon. Kasvua ajaa arvioimme mukaan sekä nykyisen

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen tunnuslukujen kehitys



Ennusteet 2/2

konseptiportfolion tapahtumamäärän kasvu että tuotekehityspotuksesta kaupallistamisvaiheeseen etenevä ja työnimeä 2020-projekti toteleva konsepti. Näemme 2020-projektin etenkin pidemmän aikavälin kasvun kannalta hyvin kriittisenä COR:n kysynnän ja elinkaaren lähestyvä saturaatiopiste sekä RW:n ja DF:n huomattavasti maltillisempi volyymipotentiaali huomioiden. Vaikka yhtiö on kommentoinut 2020-projektin olevan yksittäisistä konsepteistaan tähän mennessä suurin, olemme huomioineet sen kasvu- ja tulosvaikutuksen vuodelle 2020 toistaiseksi varsin varovaisesti peilaten etenkin hyvin sumeaa näkyvyyttä konseptin todelliseen kehitysvaiheeseen sekä kaupalliseen potentiaaliin.

Käyttökatteen odotamme nousevan liikevaihdon kasvun ajamana 1,3 MEUR:oon vuonna 2020, mutta käyttökatemarginaalin putoavan 23 %:iin 2020-projektin ylösajon kohottamaa kulutasoa sekä arvioimme mukaan ylösajovaiheen heikompaa kateprofiilia heijastellen. Rahoituskulujen arvioimme pysyvän edellisvuoden tasolla, mutta veroasteen kohoavan lähemmäs normaalia tasoaan. Näin ollen odotamme yhtiön nettotuloksen nousevan 0,9 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 0,39 euroon. Osinkoa emme usko yhtiön jakavan myöskään vuonna 2020.

Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon kasvavan 8 % 6,4 MEUR:oon tapahtumamäärän maltillisen kasvun vetämänä. Käyttökatteen odotamme puolestaan kohoavan liikevaihdon kasvun sekä 2020-projektin ylösajon päättymisen myötä parantuvan kateprofiilin tukemana 1,6 MEUR:oon vastaten yhtiön tavoitetason mukaista 25 % käyttökatemarginaalia. Osakekohtaisen tuloksen odotamme kohoavan 0,44 euroon vuonna 2021.

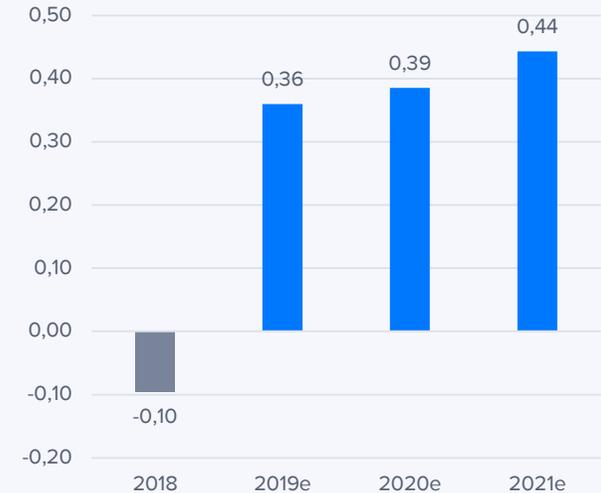
Pitkän aikavälin kasvu maltillista

Odotamme yhtiön jatkavan kasvuaan myös 2020-luvun alkuvuosien jälkeen. Pidemmällä aikavälillä odotamme Rush Factoryn kasvattavan liikevaihtoaan vapaa-ajan markkinaa tukevien trendien kuten kuluttajakäyttäytymisen muutosten sekä käytettävissä olevien tulojen kasvun ajamana. Näin ollen ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan pidemmällä aikavälillä 2-4 % heijastellen etunenässä globaalin BKT:n kehitystä. Arvioimme pidemmän aikavälin kasvusta on maltillinen ottaen huomioon yhtiön nuoren iän sekä markkinan koon (ts. ei rajaa kasvua). Näkemystämme keskeisimmin puoltava tekijä on kuitenkin rajallinen näkyvyys yhtiön tuotekehityspotken loppupäähän ja siten sekä uusien konseptien kasvulle tarjoamaan tulitukeen että liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen.

Yhtiön pidemmän aikavälin käyttökatemarginaalin arvioimme putoavan hieman nykytasostaan, mutta pysyvän yhä hyvällä yli 20 %:n tasolla yhtiön joustavan liiketoimintamallin ja kevyen säilyvän kustannusrakenteen pitäessä hyvin pintansa nopeatempoisessa ja laatusensitiivisessä kilpailuympäristössä. Terminaalimarginaalin arvioimme kuitenkin putoavan 20 % alapuolelle uusien konseptien kehitystyön vaikeutumisen nakertaessa asteittain yhtiön terminaalijakson kilpailukykyä sekä kannattavuutta.

Pidemmän aikavälin jatkuvuuden rajallisesta näkyvyydestä johtuen ennusteisiimme sisältyy merkittävää epävarmuutta. Tästä johtuen pidemmän aikavälin ennusteidemme merkitys arvonmäärityksessämme on maltillinen ja olemmekin hyödyntäneet niitä ensisijaisesti tukena laatimassamme DCF-mallissa.

Osakekohtainen tuloksen kehitys



Tapahtumamäärän kehitys



* Inderesin arvio toteutuneista tapahtumista

Lähde: Rush Factory, Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	4,1	1,9	1,0	2,9	2,4	2,1	4,5	3,1	2,8	5,9	6,4	6,7
Käyttökate	1,4	0,3	-0,5	-0,2	0,6	0,6	1,2	0,7	0,7	1,3	1,6	1,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,3	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	1,1	0,6	0,6	1,2	1,4	1,5
Liikevoitto	1,3	0,3	-0,3	-0,1	0,5	0,5	1,1	0,6	0,6	1,2	1,4	1,5
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	1,3	0,3	-0,8	-0,5	0,5	0,5	1,0	0,6	0,6	1,1	1,3	1,4
Verot	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,2	0,3	-0,9	-0,6	0,4	0,4	0,8	0,4	0,5	0,9	1,0	1,1
EPS (oikaistu)		0,12	-0,22	-0,10	0,18	0,18	0,36	0,19	0,20	0,39	0,44	0,48
EPS (raportoitu)		0,12	-0,39	-0,27	0,18	0,18	0,36	0,19	0,20	0,39	0,44	0,48

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %		-74,8 %	-29,0 %	29,0 %	99,6 %	54,1 %	27,6 %	37,5 %	32,2 %	8,0 %	4,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	156,8 %		-95,8 %	-74,2 %	88,9 %	888,4 %	218,1 %	8,7 %	10,0 %	9,3 %	17,2 %	6,2 %
Käyttökate-%	34,4 %	15,2 %	-46,4 %	-6,7 %	25,0 %	29,7 %	27,2 %	21,4 %	23,8 %	22,5 %	24,5 %	24,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,3 %	15,2 %	5,3 %	11,7 %	22,3 %	26,4 %	24,2 %	19,0 %	21,1 %	20,0 %	21,7 %	22,1 %
Nettotulos-%	30,0 %	15,2 %	-88,3 %	-21,5 %	17,4 %	20,4 %	18,8 %	14,5 %	16,2 %	15,3 %	16,3 %	16,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Tulospohjaiset kertoimet arvonmäärityksen kärkenä

Suosimme Rush Factoryn arvonmäärityksessä tulospohjaisia arvostuskertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat hintakertoimet ovat P/E-luku sekä yhtiön vahvan taseen huomioiva EV/EBITDA-kerroin. Tulospohjainen hinnoittelu painottuu täysin yhtiölle määrittämiimme hyväksyttäviin absoluuttisiin kertoimiin, sillä Rush Factorylle ei näkemyksemme mukaan ole sen pientä kokoa sekä liiketoiminnan spesifiä luonnetta mukaillen muodostettavissa relevanttia vertailuryhmää ja siten käyttökelpoista suhteellista hinnoittelupohjaa.

Tarkastelemme Rush Factorya pääosin kuluvan vuoden ennusteillamme, sillä liiketoiminnan pidemmän aikavälin näkyvyyttä ja sen kehitystä rajoittavat tekijät ja siten ennusteidemme sisältämä merkittävä epävarmuus eivät toistaiseksi puolla 2020-luvun puolelle ulottuviin kertoimiin nojaamista.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Rush Factoryn arvostukseen:

- **Joustava ja kustannustehokas toimintamalli** takaa yhtiölle laajan arvoketjun hallinnan, mikä vahvistaa yhtiön kilpailukykyä sekä mahdollistaa hyvällä kannattavuustasolla operoimisen ja korkeat pääoman tuotot.
- **Lähivuosien tulokasvunäkymät** ovat nykyisten konseptien tapahtumamäärien kasvun sekä asteittain kaupallistamisvaiheeseen etenevien uusien

konseptien ajamina positiiviset, vaikka uusien konseptien ylösajo luo lyhyellä aikavälillä paineita kannattavuustasoon.

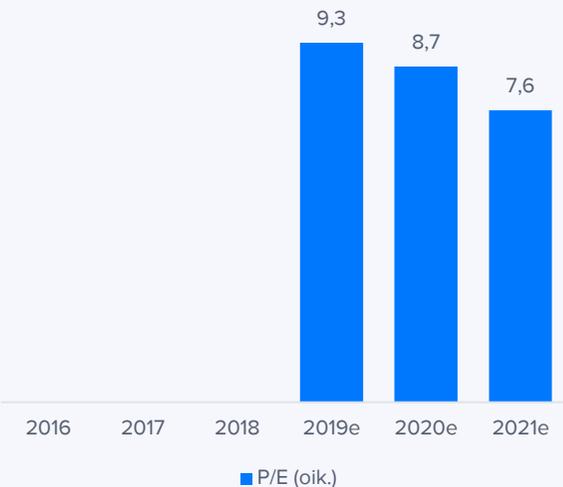
- **Tase ja kassavirta** ovat erittäin vahvoja, mikä monipuolistaa merkittävästi yhtiön pääoman allokoitua ja vahvistaa yhtiön liikkumavaraa sekä laskee riskiprofilia.
- **Riippuvuus asteittain kohti elinkaarensa** lakipistettä etenevästä COR:sta on hyvin korkea, eikä tuotekehityspotken samea loppupää toistaiseksi tarjoa konkreettisia näyttöjä uusista taloudellisista tukijaloista.
- **Näkyvyys** liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen on hyvin rajallinen, mikä nostaa kokonaisriskiprofilia ja laskee hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- **Lyhyt operatiivinen historia** painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia, sillä yhtiöllä ei ole pidemmältä aikaväliltä näyttöjä kannattavasta kasvusta ja uusien konseptien onnistuneesta ylösajosta.
- **Vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajaa osakkeen kaupankäyntivolyyymiä sekä osin myös tietyn tyyppisten sijoittajien kiinnostusta merkittävästi ja ohuen likviditeetin takia Rush Factoryn arvonmäärityksessä on mielestämme sovellettava likviditeetti-preemiota.

Näiden tekijöiden perusteella arvioimme, että yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso P/E-luvulla haarukoituna on noin 8-11x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 5-7x. Tasot pohjautuvat

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	3,36	3,36	3,36
Osakemäärä, milj. kpl	2,35	2,35	2,35
Markkina-arvo	7,9	7,9	7,9
Yritysarvo (EV)	6,3	6,0	5,1
P/E (oik.)	9,3	8,7	7,6
P/E	9,3	8,7	7,6
P/Kassavirta	26,0	21,6	8,5
P/B	3,6	2,5	1,9
P/S	1,8	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,4	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	5,2	4,5	3,3
EV/EBIT (oik.)	5,8	5,1	3,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

P/E (oik.)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

ensisijaisesti yhtiön liiketoiminnan nykyiseen kannattavuus- ja riskiprofiiliin, mutta osin myös arvioimme yhtiön kestävästä suorituskyvystä. Kertoimet eivät ole täysin lukittuja, vaan niissä on liikkumavaraa etenkin yhtiön kehitysvaiheen ja riskitason muutosten huomiointiin. Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanitasoon (P/E 14x ja EV/EBITDA 9x) suhteutettuna arvioimme kerroinhaarukka on historiallisen arvostustason alapuolella heijastellen etenkin yhtiön pidemmän aikavälin jatkuvuuteen liittyviä epävarmuustekijöitä sekä yhtiön lyhyttä operatiivista historiaa ja pientä kokoa. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan tarkastele Rush Factoryn arvostusta suhteessa osakemarkkinoiden yleiseen tasoon.

Arvostuskuva kääntyy houkuttelevan puolelle

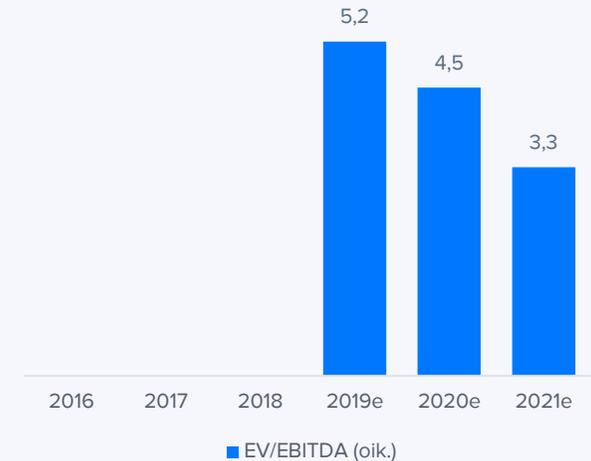
Vuoden 2019 ennusteillamme yhtiön P/E-luku on 9x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin 5x. Näin ollen kuluvan vuoden ennusteillamme yhtiön hinnoittelu painottuu hyväksymämme kerroinhaarukan alaosaan, mikä kääntää nykyisen arvostuskuvan mielestämme houkuttelevan puolelle. Arviomme mukaan yhtiön hinnoittelua hallitsee tällä hetkellä lievästi pessimistisiksi kallistuvat lopputulemat, sillä näkemysemme mukaan yhtiön joustavan liiketoimintamallin tarjoamat hyödyt, hyvä operatiivinen iskukyky (mm. korkea kannattavuustaso) ja positiivinen lähivuosien tuloskasvunäkymä hautautuvat COR:n elinkaaririkien ja sekä uusien konseptien ylösajoon että koko tuotekehityspotkeen liittyvien epävarmuustekijöiden ja näiden kilpailukykyä uhkaavien vaikutusten alle. Mielestämme tämä ei kuitenkaan ole täysin perusteltua, sillä yhtiön hyvin

sujunut alkuvuosi (H1'2019) osoitti, että COR:n kysyntä on edelleen terveellä tasolla, mikä hälvensi huolia toistaiseksi voimakkaimman tulosjuhnan seuraavan 12 kuukauden kantokykyyn liittyen. Lisäksi yhtiön positiivisävytteiset lausunnot sekä 2020-projektin kokoluokasta että DF:n pilottitapahtumista ovat jossain määrin pienentäneet suurimpia jatkuvuuteen liittyviä kysymysmerkkejä, vaikka konkreettiset konseptitason näytöt ovatkin vielä äärimmäisen rajalliset.

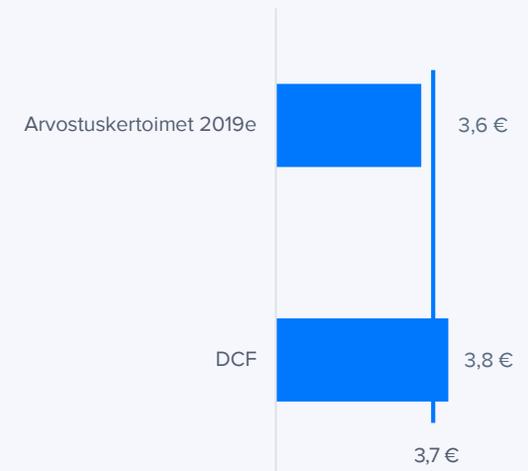
Näkemystämme houkuttelevan puolelle kääntyvästä hinnoittelusta tukee lisäksi se, että vaikka Rush Factoryn käyttökate laskisi viidenneksen kuluvalle vuodelle ennustamastamme tasosta, olisi EV/EBITDA-kerroin 6x vielä selvästi hyväksymämme kerroinhaarukan sisällä ja P/E-luku 12x lievästi samaisen tason yläpuolella. Näin ollen yhtiön hinnoittelu olisi mielestämme kokonaisuudessaan vielä neutraali tulostason merkittävän laskun jäljiltäkin.

Arvostuskertoimissa olevan maltillisen nousuvaran (ts. painottuminen haarukan keskikohtaan) ja ennustamamme tuloskasvun ajamana Rush Factoryn lähivuosien annualisoitu tuotto-odotus kohoaa arviomme mukaan kaksinumeroiseksi. Pidämme tätä riittävänä tasona kompensoimaan lähivuosien tuloskasvuun liittyvien epävarmuustekijöiden (mm. COR:n vetovoiman kestävyys) sekä uusien konseptien suunnitteluun, ylösajoon ja kaupallistamiseen liittyvien riskien kantamisen. Arvostuskertoimien kohoaminen lähemmäs kerroinhaarukan keskikohtaa

EV/EBITDA



Tavoitehinnan muodostuminen



Arvonmääritys 3/3

vaatii kuitenkin taakseen konkreettisia ajureita. Tällaisia ovat arviomme mukaan etenkin näytöt sekä jo tuotantovaiheessa olevien konseptien kilpailukyvyyn ja kannattavuustason kestävydestä että uusien konseptien kaupallisesta potentiaalista ja niiden ylösajon oikeansuuntaisesta etenemisestä. Pidemmällä aikavälillä konkreettisten näyttöjen johdonmukaisella toimittamisella olisi lisäksi yhtiön kokonaisriskiprofiilia laskeva ja hyväksyttävää kerroinhaarukkaa kohottava vaikutus.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Olemme tulospohjaisten arvostuskertoimien ohella antaneet arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle (DCF) mallille yhtiön vahvaa kassavirtaprofiilia heijastellen, vaikka mallin käyttökelpoisuutta rajoittaakin pidemmän aikavälin ennusteidemme sisältämä merkittävä epävarmuus sekä mallin herkkyys terminaalijakson muuttujille. Olemme DCF-mallimme terminaalimuuttujissa käyttäneet kuitenkin hyvin maltillista näkemystä, mistä johtuen näemme mallin tarjoavan riittävän relevantin tuen kerroin pohjaiselle arvonmäärityksellemme.

Kassavirtamallimme mukainen arvo Rush Factorylle on 3,80 euroa per osake. Ennusteissamme liikevaihdon kasvuvauhti tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-4 % tasolle globaalia talouskasvua heijastellen ja käyttökatemarginaali laskee 19 %:iin toimialan dynaamisen luonteen vaikeuttaessa uusien konseptien kehitystyötä ja nakertaessa jo tuotantovaiheeseen edenneiden

konseptien kilpailukykyä. Varovaiset pitkän aikavälin ennusteemme laskevat terminaalijakson painoarvon mallissamme varsin maltilliselle 39 % tasolle. Kassavirtamallissamme käyttämä tuottovaatimus on 13 % ja oman pääoman kustannus on 15 %. Mallissamme riskitön korko on 3 %, likviditeettipreemio 6 %, markkinoiden riskipreemio 4,75 % ja beta 1,2.

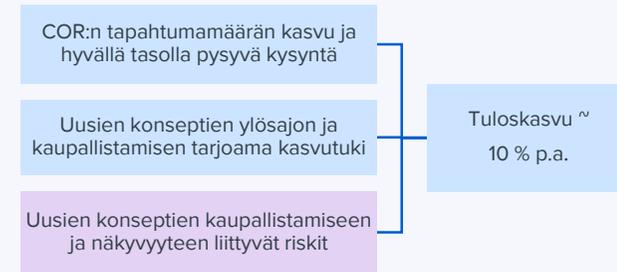
Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Rush Factoryn seurannan lisää-suosituksella ja 3,70 euron tavoitehinnalla. Näemme yhtiön seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotuksen kohoavan ennustamamme tuloskasvun ja arvostuskertoimissa olevan maltillisen nousuvaran myötä tasolle, joka riittää kompensoimaan tuloskunnan kestävyteen ja liiketoiminnan pidemmän aikavälin jatkuvuuteen liittyvien riski- ja epävarmuustekijöiden kantamisen. Näin ollen näemme yhtiön nykyisen kurssitason tarjoavan sijoittajille riittävän mielenkiintoisen tilaisuuden värikkääseen kasvutarinaan nojautumiselle.

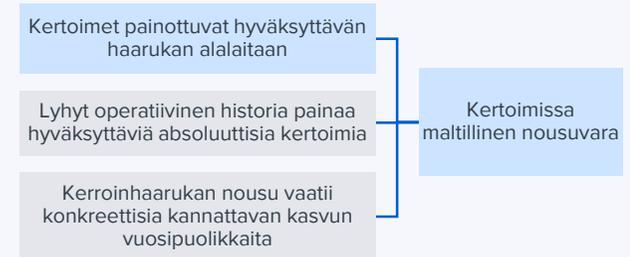
Osaketuoton ajurit 2019-2020

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

Tulostuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Kokonaistulotto-odotus ~ 10-15 % p.a.

Kassavirtamalli

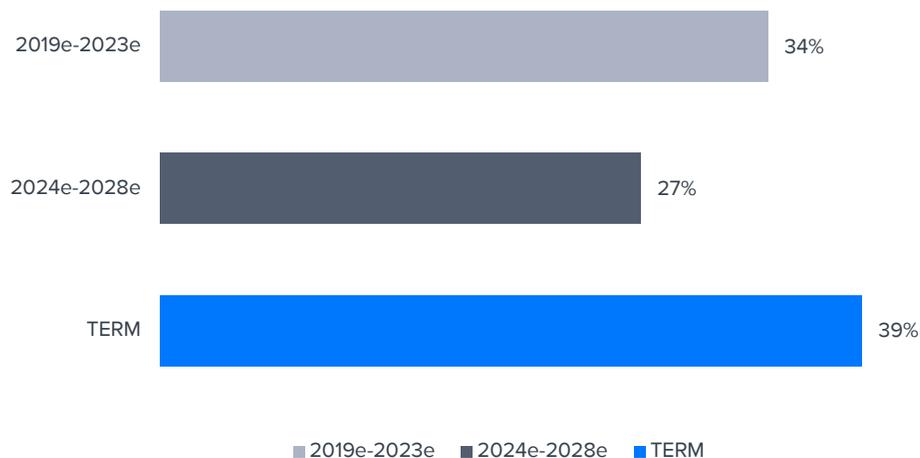
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-0,1	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	
+ Kokonaispoistot	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- verot rahoituskuluista	0,1	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	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	
+ 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	0,0	-0,9	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,2	0,3	0,4	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	
+/- 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	0,2	0,3	0,4	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	8,9
Diskontattu vapaa kassavirta		0,3	0,3	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	3,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		7,6	7,3	7,0	6,3	5,6	5,0	4,5	4,0	3,6	3,3	3,0
Velaton arvo DCF		7,6										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		1,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		9,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riskipremio	4,75 %
Likviditeettipremio	6,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	14,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	0,5	0,6	1,4	2,0	2,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,4	0,6	1,3	2,0	2,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	0,6	2,2	2,1	2,6	3,6
Vaihto-omaisuus	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,2	0,6	0,4	0,6	0,6
Likvidit varat	0,3	1,4	1,6	1,9	2,8
Taseen loppusumma	1,1	2,8	3,5	4,6	5,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	0,4	1,4	2,2	3,1	4,1
Osakepääoma	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	0,3	-0,8	0,1	1,0	2,0
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	0,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	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	0,0	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	0,7	1,4	1,3	1,5	1,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,5	0,7	0,9	1,2	1,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	1,1	2,8	3,5	4,6	5,8

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	4,0	4,1	2,9	4,5	5,9	EPS (raportoitu)			-0,27	0,36	0,39
Käyttökate	0,6	1,4	-0,2	1,2	1,3	EPS (oikaistu)			-0,10	0,36	0,39
Liikevoitto	0,5	1,3	-0,1	1,1	1,2	Operat. kassavirta / osake			0,09	0,49	0,50
Voitto ennen veroja	0,5	1,3	-0,5	1,0	1,1	Vapaa kassavirta / osake			0,07	0,13	0,16
Nettovoitto	0,5	1,2	-0,6	0,8	0,9	Omapääoma / osake			0,58	0,93	1,32
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	1,0	1,1	2,8	3,5	4,6	Liikevaihdon kasvu-%		3 %	-29 %	54 %	32 %
Oma pääoma	0,1	0,4	1,4	2,2	3,1	Käyttökateen kasvu-%		132 %	-114 %		10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%		157 %	-74 %	218 %	9 %
Nettovelat	0,0	-0,3	-1,4	-1,6	-1,9	EPS oik. kasvu-%					7 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	15,2 %	34,4 %	-6,7 %	27,1 %	22,5 %
Käyttökate	0,6	1,4	-0,2	1,2	1,3	Oik. Liikevoitto-%	13,0 %	32,3 %	11,7 %	24,2 %	20,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,1	Liikevoitto-%	13,0 %	32,3 %	-2,1 %	24,2 %	20,0 %
Operatiivinen kassavirta	1,0	1,3	0,2	1,2	1,2	ROE-%	841,6 %	499,9 %	-72,0 %	47,7 %	34,2 %
Investoinnit	-0,6	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	ROI-%	898,9 %	517,4 %	-6,8 %	60,9 %	44,6 %
Vapaa kassavirta	0,4	1,2	0,2	0,3	0,4	Omavaraisuusaste	10,6 %	36,3 %	48,1 %	62,9 %	66,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,3 %	-66,5 %	-101,0 %	-72,5 %	-61,9 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Niemelän Markka ja Ropo Oy			72,7 %			EV/Liikevaihto			2,2	1,4	1,0
Kasvattajarahasto Ky			8,5 %			EV/EBITDA (oik.)				5,2	4,5
Mika Metsämäki			3,8 %			EV/EBIT (oik.)			18,5	5,8	5,1
Riku Räsänen			3,8 %			P/E (oik.)				9,3	8,7
Varitalent Ltd Oy			2,1 %			P/B			5,7	3,6	2,5
Rabbit Merchandising Oy			1,6 %			Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16.9.2019	Lisää	3,70 €	3,36 €

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**