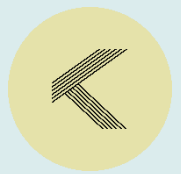


RCI Hospitality Holdings



Initial take

2023-01-04

RCI Hospitality Holdings ("RCI" eller "bolaget") driver, genom sina dotterbolag, 56 nattklubbar och 13 sportbarer runt om i södra och sydvästra USA. Bolaget grundades 1983 och börsnoterades 1995. RCI växer primärt genom M&A av nattklubbar och expansion av bolagets sportbarskoncept (Bombshells) och försäljningen består primärt av alkohol, inträdesavgifter samt mat. Bolaget har två segment: Nightclubs och Bombshells.

Stark kassagenerering

RCI:s bruttomarginal uppgår till cirka 87 % på rullande tolv månader. Samtidigt har bolaget effektiva kassakonverteringscyklar och ett underhållscapex motsvarande cirka 3 % av omsättningen. Detta möjliggör för bolaget att generera en FCF-marginal om cirka 20% över tid.

Värdeskapande kapitalallokering

Kassaflödet allokeras i sin tur i enlighet med RCI:s kapitalallokeringsstrategi. Beroende på bolagets värdering, allokeras kassaflödet antingen till förvärv av nya nattklubbar, organisk expansion av sportbarer eller återköp av aktier. Återköp genomförs när bolagets FCF-yield är över 10 %. Målet med kapitalallokeringen är att växa FCF/aktie med 10-15 % årligen. Sedan 2015 har FCF/aktie ökat med 18,8 % årligen.

2023 och outlook

I samband med att pandemirestriktionerna lättade under 2021 ökade efterfrågan på RCI:s tjänster avsevärt. Men under räkenskapsåret 2023 (brutet räkenskapsår) har situationen normaliserats. Samtidigt har en försvagad makroekonomisk situation och extrem värmebölja i Texas haft en negativ inverkan på bolagets efterfrågan. Trots organisk motvind har bolagets omsättning ökat under året, primärt drivet av ett förvärv av fem nattklubbar och inför 2024 förväntas antalet enheter öka med minst 14 %. På dagens nivåer anser vi att RCI är attraktivt värderad på P/FCF 9,7x på 2024E, vilket vi bedömer vara alldeles för lågt givet bolagets tillväxtpotential, oligopolistiska marknadspositioner och defensiva element.

(MUSD)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	267,6	293,8	332,3	373,5	428,0
Tillväxt y-o-y	37,0%	9,8%	13,1%	12,4%	14,6%
EV/S	3,2	2,9	2,5	2,3	2,0
Adj. EBITDA*	86,7	85,1	98,7	112,4	129,3
EBITDA-marginal	32,4%	29,0%	29,7%	30,1%	30,2%
Tillväxt y-o-y	44,0%	-1,8%	16,0%	13,9%	15,0%
EV/EBITDA	9,8	9,9	8,6	7,5	6,5
Fritt kassaflöde**	58,9	53,2	64,1	75,1	86,9
FCF-marginal	22,0%	18,1%	19,3%	20,1%	20,3%
Tillväxt y-o-y	63,2%	-9,7%	20,5%	17,1%	15,7%
P/FCF	10,6	11,7	9,7	8,3	7,2
ND/Adj. EBITDA	2,6	2,6	2,2	2,0	1,7

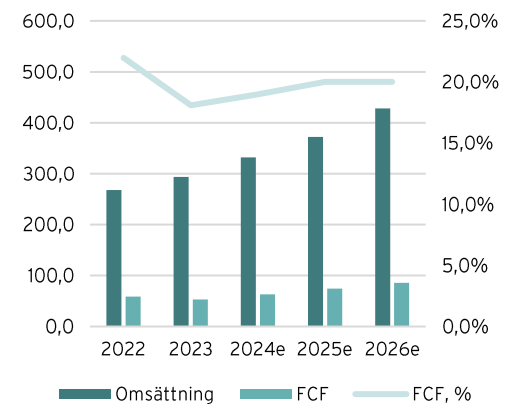
*före kostnader för förlikningar och nedskrivningar

**före tillväxt-relaterade investeringar

Fakta

VD	Eric Langan
Lista	Nasdaq
Ticker	RICK
Aktiekurs (USD)	66,9
Antal aktier (M)	9,3
Börsvärde (MUSD)	624,8
Nettoskuld (MUSD)	221,7
EV (MUSD)	846,5
Insiderägande	8,4 %

Finansiell historik och estimat (MUSD)



Analytiker

Jacob Stjernberg
jacob.stjernberg@kalqyl.se



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
RCI Hospitality	13,5%	6,7%	-29,3%

Key Insights



Låg värdering

På rullande tolv månader värderas RCI till EV/adj. EBITDA 9,9x och P/FCF 11,7x. Baserat på bolagets tillväxtpotential, vallgravar och vad peers värderas till anser vi att P/FCF 20x är motiverat.



Högt insiderägande

VD och ordförande Eric Langan äger cirka 7,7 % av bolaget. Sammantaget äger resterande personer i ledninggruppen och styrelsen 0,7 % av bolaget.



Tillväxtpotential

Inom segmentet Nightclubs vill RCI på sikt äga 200 enheter. Idag äger bolaget 56 enheter. Med andra ord vill RCI nästan fyrdubbla antalet enheter under de kommande åren, vilket primärt kommer att ske genom M&A.

"All the pieces are at place, we just need to continue what we do"

- Eric Langan, VD för RCI Hospitality

Investment case

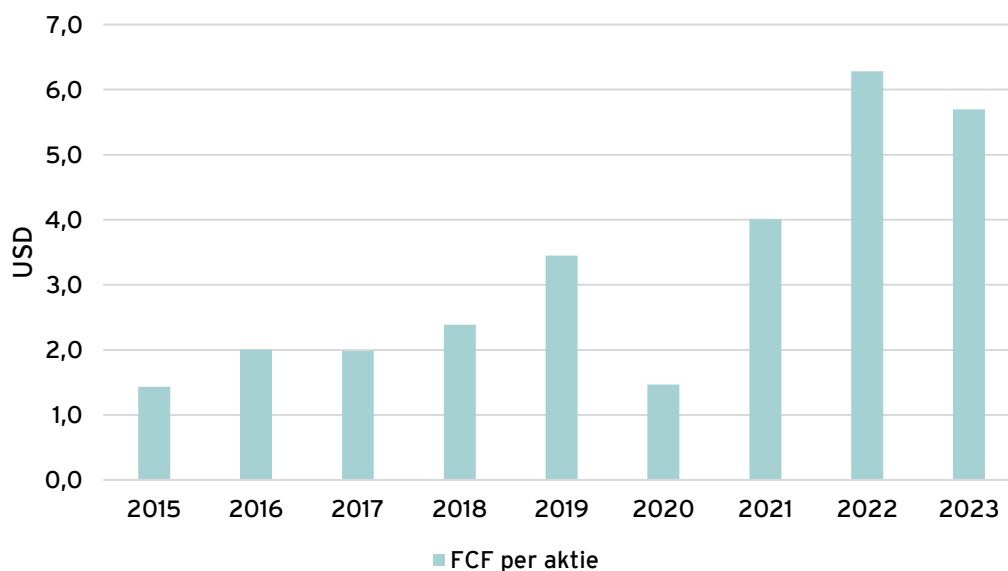
- Låg värdering
- Högt insiderägande
- Hög tillväxtpotential
- Lång historik
- Höga inträdesbarriärer
- Värdeskapande kapitalallokering
- Effektiv kassakonvertering
- Stark finansiell historik

Historia

Rick's Cabaret, som bolaget tidigare hette, grundades av Robert Watters i Houston, Texas 1983. 1995 börsnoterades Rick's Cabaret på Nasdaq och 1998 gick bolaget samman med XTC Cabaret, som kontrollerades av RCI:s nuvarande VD och ordförande Eric Langan. 1999 köpte Langan ut Watters och tog därmed kontroll över bolaget.

2015 hamnade RCI i konflikt med bolagets dåvarande finansiella rådgivare efter att rådgivarna försökt få RCI att förvärva en illegal klubb. Intrigerna resulterade i att RCI avskedade rådgivarna. I samband med detta blev Langan kontaktad av en investeringsfirma från Kalifornien. Firman gav honom boken *The Outsiders* av William E. Thorndike. Boken förändrade bolagets syn på kapitalallokering.

Efter att Langan läst boken upprättade RCI en tydlig kapitalallokeringsstrategi 2016. Bolaget började sälja av fastigheter till klubbar som genererade dålig avkastning, effektiviserade organisationen och upprättade ett regelverk för risktagande. Regelverket innebar att bolaget endast ska ta på sig risk om de tror att de generera en avkastning motsvarande tre gånger deras nuvarande FCF yield. Sedan implementeringen av kapitalallokeringsstrategin har fritt kassaflöde per aktie ökat med cirka 19 % årligen.



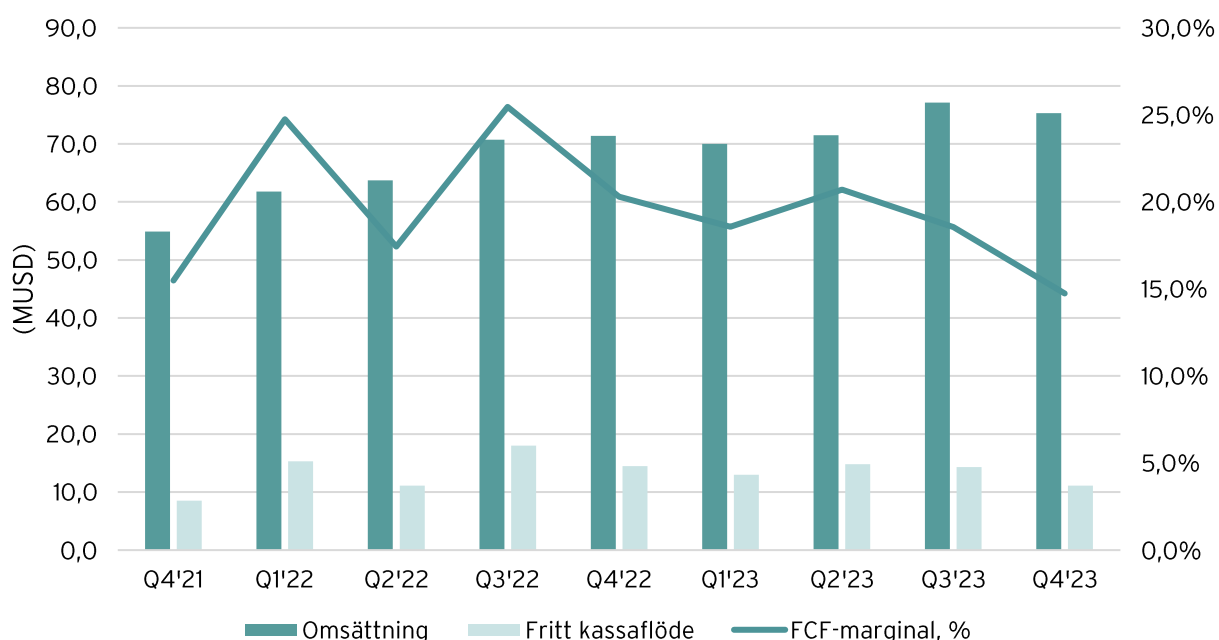
1983	Robert Watters grundar Rick's Cabaret i Houston, Texas
1995	Rick's Cabaret börsnoteras på Nasdaq
1998	Rick's Cabaret går samman med XTC Cabaret
1999	Eric Langan köper ut Robert Watters och tar kontroll över bolaget
2005	Bolagets första klubb i New York öppnar
2007	Rick's Cabaret förvärvar världens största nattklubb, Tootsie's Cabaret, i Miami, Florida
2013	Bolagets första Bombshells Restaurant & Bar öppnar
2014	Rick's Cabaret byter namn till RCI Hospitality
2016	Kapitalallokeringsstrategi upprättas
2021	RCI Hospitality förvärvar 11 nattklubbar motsvarande en köpeskilling om \$88,0m, vilket är det största förvärvet i bolagets historia
2022	RCI Hospitality knyter ett franchiseavtal för Bombshells för tre platser i Alabama

Finansiell historik

Bortsett från pandemin, har det fria kassaflödet utvecklats starkt sedan 2015. Över tid vill RCI att FCF-marginalen ska uppgå till minst 20 %. Under 2023 har FCF-marginalen varit något under bolagets målsättning. Sedan 2015 har den genomsnittliga årliga tillväxten för nettoomsättningen och det fria kassaflödet uppgått till 10,2 % respektive 17,2 %.



Under de senaste kvartalen har FCF-marginalen minskat. Minskningen är framförallt hänförlig till en normalisering av efterfrågan efter pandemin, en försämrad makroekonomi och en extremhetta i Texas under sommaren. Verksamheten påverkas av säsongsbetonade faktorer och historiskt sett brukar H1 vara starkare än H2.



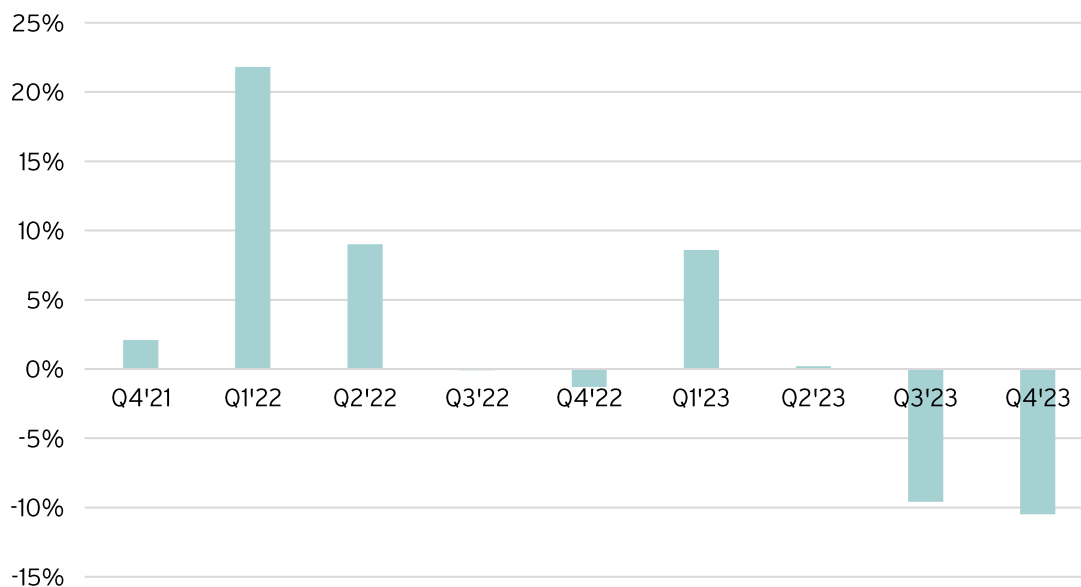
Bortsett från pandemiåren 2020 och 2021 har den genomsnittliga årliga organiska tillväxten uppgått till cirka 3 % sedan 2007. Trots att många investerare har bilden av att nattklubbar är en cyklisk affär, minskade den organiska tillväxten endast med cirka 7 % under finanskrisen 2009. Till följd av affärens motståndskraft lyckades RCI istället under 2009 utnyttja lägre marknadspriser för fortsatt konsolidering av branschen.

Organisk tillväxt (Y/Y)

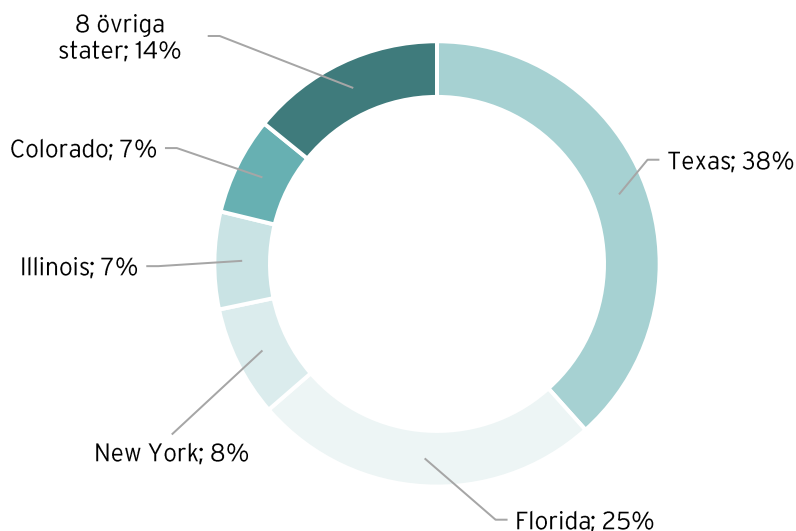


Under de senaste två kvartalen har den organiska tillväxten varit negativ. Genom att exempelvis justera marknadsföringen, priserna och produkterbjudandet inuti bolagets enheter tenderar en försämrad makroekonomi endast påverka RCI negativt under ett par kvartal.

Organisk tillväxt (Q/Q)

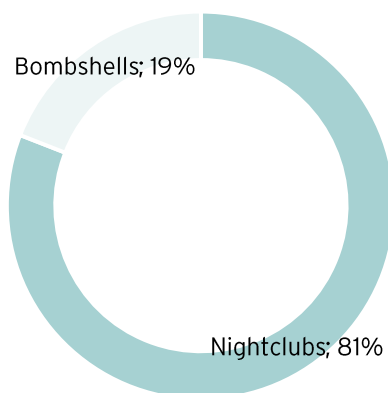


Texas och Florida är bolagets viktigaste marknader. Under 2022 representerade intäkterna från marknaderna cirka 63 % av bolagets totala försäljning. Under 2022 var den geografiska fördelningen följande:

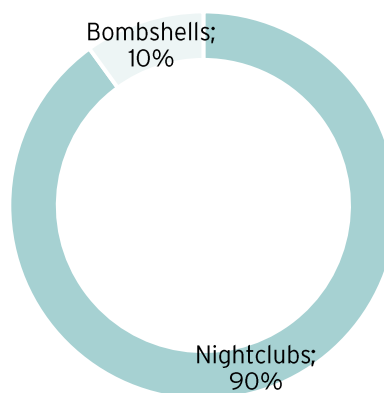


Nightclubs är RCI:s kärnsegment och motsvarar majoriteten av bolagets totala nettoomsättning och lönsamhet. Under 2023 har Nightclubs och Bombshells motsvarat följande andelar av RCI:s totala nettoomsättning och EBITDA-bidrag:

Fördelning av omsättning



Fördelning av EBITDA-bidrag



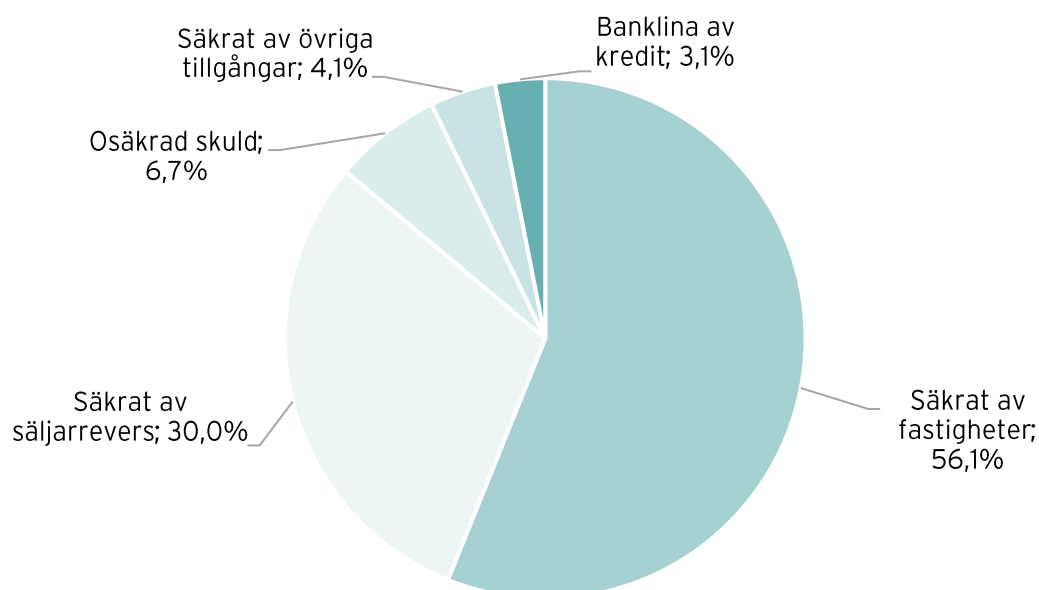
Sedan implementeringen av kapitalallokeringsstrategin har RCI nyttjat svängningar i bolagets aktiekurs till sin fördel. Återköp har genomförts när FCF yield är över 10 % och emission för finansiering av förvärv har skett när FCF yield är lägre än 10 %.

Räkenskapsår	Återköp			
	Antal återköpta aktier (i tusental)	Ackimulerat (i tusental)	Genomsnittligt pris (USD)	Ackimulerat (USD)
2015	225,3	225,3	10,2	10,2
2016	747,1	972,4	9,8	9,9
2017	89,7	1 062,0	12,2	10,0
2018	0	1 062,0	0	0
2019	128,0	1 190,1	22,7	11,4
2020	516,1	1 706,2	18,4	13,5
2021	74,7	1 780,8	24,0	14,0
2022	268,2	2 049,0	56,3	19,5
2023	34,1	2 083,1	64,5	19,9

Räkenskapsår	Emission för finansiering av förvärv			
	Antal emitterade aktier (i tusental)	Ackimulerat (i tusental)	Genomsnittligt pris (USD)	Ackimulerat (USD)
2021	500,0	500,0	60,0	60,0
2023	200,0	700,0	80,0	65,7

Finansiell ställning

I Q4'23 uppgick totala räntebärande skulder till \$242,7m. Den genomsnittliga räntesatsen uppgick till cirka 6,7 %. Cirka 56 % av bolagets totala räntebärande skulder är säkrat av fastigheter och på dessa skulder uppgår den genomsnittliga räntesatsen till cirka 5,6 %.



Räntebärande skuld	Genomsnittlig räntesats, %
Säkrat av fastigheter	5,6%
Säkrat av säljarrevers	7,0%
Osäkrad skuld	12,0%
Säkrat av övriga tillgångar	5,6%
Banklina av kredit	9,5%

Under Q4'23 uppgick nettoskulden till \$221,7m och i jämförelse med Q3'23 har nettoskulden minskat med \$1,6m. ND/adj. EBITDA uppgår till 2,6x på rullande tolv månader. VD Langan vill hålla ND/adj. EBITDA under 3x över tid. Under 2023 motsvarade räntekostnaderna ungefär 5 % av bolagets omsättning och i jämförelse med 2022 ökade räntekostnaderna med cirka 36,1 % under 2023.

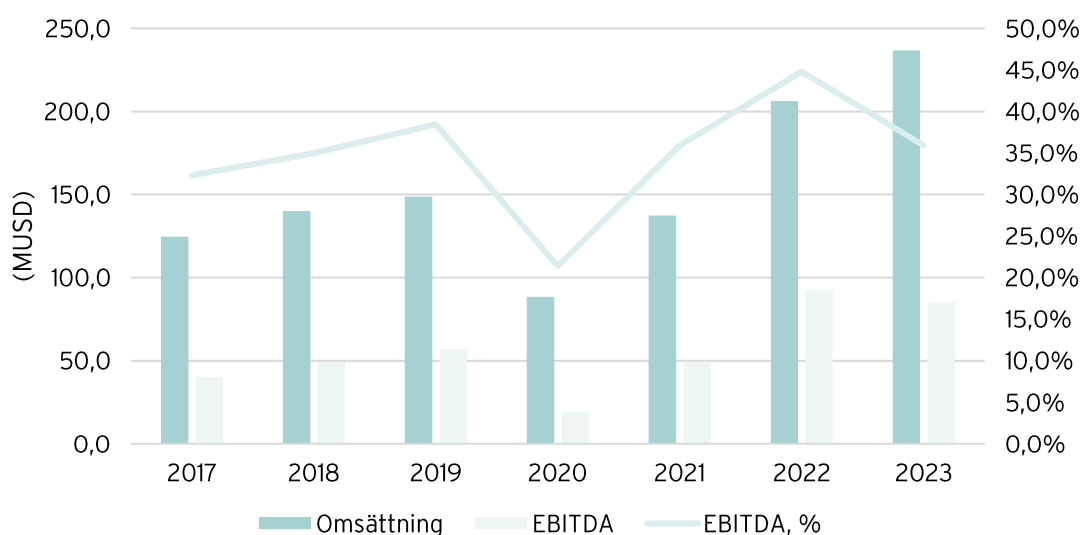
Vi anser att RCI:s balansräkning är solid. Till följd av att majoriteten av de räntebärande skulderna är säkrade av tillgångar, och därmed har låga räntesatser, anser vi inte att skuldsituationen är anständig trots att ND/adj. EBITDA uppgår till 2,6x på rullande tolv månader. RCI:s fastigheter motsvarar cirka 46,2 % av bolagets totala tillgångar och cirka 45,2 % av RCI:s börsvärde idag.

Nightclubs

RCI driver, genom sina dotterbolag, 56 nattklubbar lokaliserade runt om i södra och sydvästra USA. Klubbportföljen består av högkvalitativa varumärken, så som Rick's Cabaret, Tootsie's Cabaret, Scarlett's Cabaret, Vivid Cabaret, Club Onyx, Jaguars Club, XTC Cabaret och Diamond Cabaret. Tootsie's Cabaret i Miami Gardens, Florida är världens största nattklubb och intäkterna från klubben utgör cirka 15 % av RCI:s årliga intäkter.

Under 2023 härstammade 44 % av segmentets försäljning från inträdesavgifter, 41 % från försäljning av alkohol och 16 % från försäljning av mat och övrigt. Sedan 2018 har den genomsnittliga årliga tillväxten för segmentets nettoomsättning och EBITDA uppgått till 11,1 % respektive 11,6 %. Under 2023 uppgick bruttomarginalen för segmentet till cirka 89 %.

Nightclubs: Finansiell utveckling



M&A

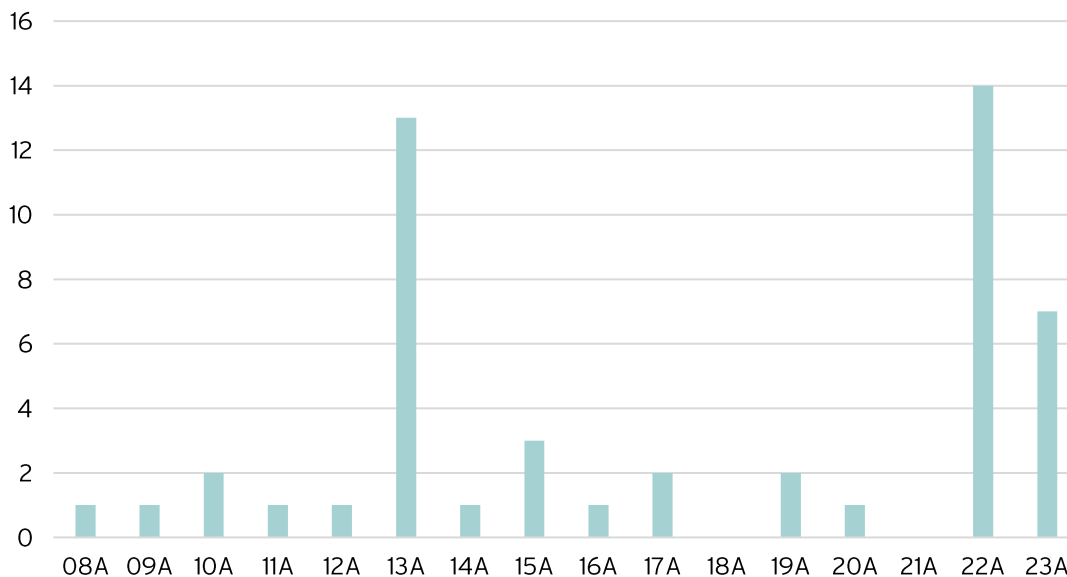
Det är svårt att driva klubbar. Det kräver expertis och lång erfarenhet och dessutom vill de flesta inte förknippas med att äga en strippklubb. Samtidigt planerar många klubbägare att gå i pension under de kommande åren. Här kommer RCI in i bilden.

RCI vet hur man driver klubbar och har gjort det i årtionden. Till skillnad från andra aktörer inom branschen är bolaget börsnoterat, vilket resulterar i ökad tillgång till kapital och hög trovärdighet. RCI har en lång historia av framgångsrik M&A och bolaget har aldrig missat en betalning till säljarna. VD Langan är mån om att behandla säljarna väl, både under och efter processen.

Till följd av detta är RCI den enda och föredragna köparen på marknaden. Detta möjliggör för bolaget att vanligtvis kunna köpa klubbar till 4-5 gånger klubbens årliga EBITDA, exklusive fastigheten, och sedermera generera en avkastning på investerat kassaflöde om minst 25 % till 33 %.

Förvärvstakten har accelererat under de senaste åren. 2021 förvärvade bolaget 11 klubbar i sex stater med tillhörande fastigheter för \$88,0m i ett bräde, vilket motsvarar det största förvärvet i bolagets historia sett till köpeskillingen. I slutet av 2022 tillkännagav bolaget ett förvärv av 5 klubbar i Texas och sedan 2019 har antalet klubbar nästan fördubblats. Vi tror att den accelererade förvärvstaken skildrar en inflektionspunkt för bolaget och vi förväntar oss att förvärvstakten kommer att fortsätta framgent.

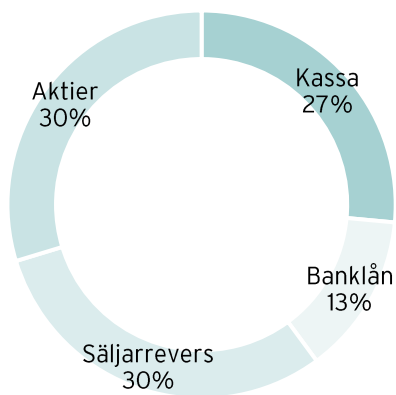
Antal nya klubbar



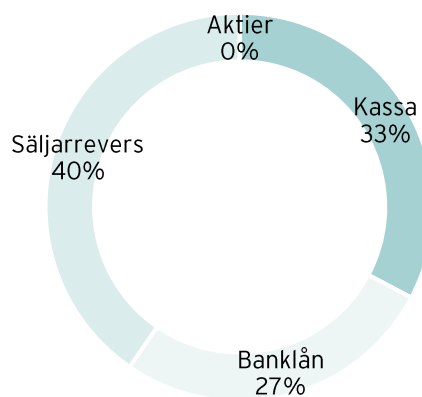
Det finns cirka 2,200 klubbar på RCI:s totala adresserbara marknad. Cirka 500 av dessa klubbar uppfyller bolagets kvalitetsparametrar och på sikt vill bolaget äga 200 klubbar. Då RCI endast driver 56 klubbar per Q4'23, är vår bedömning att bolaget fortfarande befinner sig i startgroparna av sin resa.

Vanligtvis finansierar RCI förvärven genom en kombination av existerande kassa och kassaflöde, säljarrevers, banklån och aktier. Till följd av att RCI äger cirka 90 % av fastigheterna som deras enheter är belägna på, kan de skapa hög avkastning på det investerade kassaflödet genom gynnsamma lånestrukturer. Fördelningen mellan finansieringsmedlen skiljer sig åt beroende på transaktionens storlek. Sedan 2016 har den genomsnittliga finansieringen vid förvärv av flera klubbar samtidigt respektive förvärv av enstaka klubbar varit följande:

Flera klubbar



Enskilda klubbar



Säljarrevers är en fordran som säljaren har på en ännu obetald del av köpeskillingen. RCI amorterar säljarreversen på månadsbasis till säljarna med den förvärvda klubbens egna kassaflöde. Reversen är skattemässigt fördelaktig för säljarna, och för RCI verkar den som en säkerhet, samtidigt som strukturen möjliggör för aggressiv konsolidering av branschen. Om RCI upptäcker att något är fel med den nyförvärvade klubben, har de möjlighet att kvitta säljarreversen inom en tvåårsperiod från förvärvet.

Tack vare RCI:s stordriftsfördelar och branschkunskap tenderar marginalerna och försäljningen för en nyförvärvad klubb att öka efter övertagandet. RCI integrerar den nya klubben i bolagets kultur och förbättrar strategierna. Exempelvis brukar lagerkapaciteten maximeras, nya säkerhetssystem installeras, prisstrategier förändras och avgifter på bankomater införs. RCI uppgav i samband med deras senaste förvärv att de nyförvärvade klubbarnas årliga EBITDA förväntades öka med 30 % till 45 % efter att synergieffekter utvunnits.

Enhetsekonomin

Enhetsekonomin varierar beroende på marknad, klubbstorlek, konkurrens och regulatoriska begränsningar för verksamheten. Lokala begränsningar på alkoholförsäljning och dansare kan påverka enhetens ekonomi negativt. Men generellt sett har bolagets nattklubbar god enhetsekonomi. Med bruttomarginaler om cirka 90 %, EBITDA-marginaler om cirka 40 % och ett investeringsbehov om endast 3-4 % av intäkterna, genererar enheterna starka kassaflöden. Investeringsbehovet är relaterat till underhåll av interiör inuti klubbarna.

Inträdesbarriärer, konkurrens och fördelar

För att bygga en ny klubb krävs en licens. Licensen är knuten till fastigheten som klubben är belägen på. På grund av zonindelningsregler, är det idag svårt att bygga nya och lönsamma klubbar eftersom licenserna är svåra att erhålla i ekonomiskt gynnsamma lägen. Exempelvis kan klubbar vara förbjudna att bygga i bostadsområden eller inom ett visst avstånd från skolor och kyrkor.

På RCI:s viktigaste marknader har licenserna för bolagets klubbar erhållits innan zonindelningsreglerna implementerades. På dessa marknader upplever därför bolaget begränsad till obefintlig konkurrens. Segmentets starka monopolistiska ställning syns i dess bruttomarginal, som under de föregående tolv månaderna uppgick till omkring 90 %.

Branschen är fragmenterad och bolagets närmsta konkurrenter är Spearmint Rhino och Deja Vu. Trots att RCI har en liten marknadsandel, är de en av de största aktörerna på marknaden. Bolagets fördelar jämfört med konkurrenterna inkluderar exempelvis stordriftsfördelar, en stark kultur, fastighetsägande och lokalpolitiskt engagemang. Att RCI upprätthåller goda relationer med tillsynsmyndigheter möjliggör för bolaget att förhindra negativ regulatorisk påverkan på verksamheten.

Omvandling av branschen

Nattklubsbranschen har förändrats sedan företaget startade för 30 år sedan. Runt år 2000 började städer runt om i USA att införa regleringar, så som bakgrundskontroller och licenskrav. Till följd av detta blev branschen mer företagsdriven. Miljön inuti klubbarna har även förändrats under åren. Musiken och ljusshowerna har förändrats samtidigt som fler människor går runt inuti klubbarna. Idag skildrar miljön i RCI:s klubbar snarare "nattklubbar med exotiska dansare inuti" än traditionella strippklubbar. Demografien inuti klubbarna har även förändrats drastiskt och idag är 30-40 % av RCI:s kundbas kvinnor.

ESG

Enligt bolaget är deras klubbverksamheten missförstådd. En del anser att klubbarna exploaterar kvinnor, vilket enligt bolaget är fel. Istället menar bolaget att klubbarna erbjuder kvinnor en chans att uppnå ekonomisk självständighet, speciellt för de mindre lyckligt lottade. Kvinnor som tidigare dansat på RCI:s klubbar, och som sedan jobbat sig uppåt inom bolaget eller använt pengarna till en utbildning, vittnar om en professionell och human kultur inuti klubbarna. Enligt flera av kvinnorna behandlar klubbarnas chefer, som till stor del är kvinnor, dansarna med respekt.

Däremot har RCI varit involverade i olika rättsprocesser relaterade till hur de klassificerar sina dansare inuti klubbarna. Vid ett antal tillfällen har bolaget felklassificerat sina dansare som oberoende entreprenörer i syfte med att undvika att betala ut försäkring och minimilön. Till följd av detta har RCI tvingats betala skadestånd vid ett antal tillfällen under de senaste decennierna.

Förutsatt att RCI sköter sina klubbar i enlighet med den lokala lagstiftningen, går det att argumentera för att det inte är något etiskt fel med affärsmodellen.

Risker

Det finns flera risker relaterade till strippklubbbranschen. Den kanske mest uppenbara är de regulatoriska riskerna. Andra risker relaterade till branschen är felaktig klassificering av oberoende entreprenörer och försämrad makroekonomi.

Regulatoriska risker

Regleringen av strippklubbar i USA varierar betydligt beroende på delstat och stad. Federala lagar spelar generellt sett en begränsad roll när det gäller reglering av nattklubbar och istället är det ofta delstatliga och lokala myndigheter som styr. Delstaterna och de lokala myndigheterna kan anta förordningar och zonindelningsbestämmelser som dikterar var klubbarna får ligga, deras öppettider, licenskrav och andra operativa aspekter. Om brott mot lokala bestämmelser sker, så som alkohollagar och lagar om hälsa och säkerhet, kan klubbens licens återkallas.

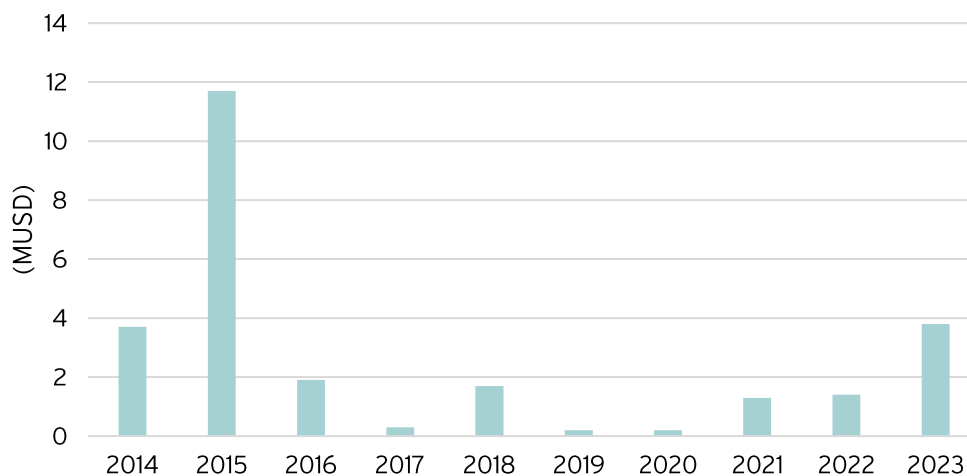
Trots att några av bolagets klubbar varit ifrågasatta under åren, har endast enstaka tvingats stänga helt. Det är svårt att stänga ned en klubb helt i USA. Lönsamma klubbar genererar skatteintäkter och på grund av de låga inkomstskattesatserna på många av RCI:s huvudmarknader är myndigheterna mer beroende av bolagsskatt. Lokala myndigheter är i allmänhet inte positiva till att stänga ned klubbar.

Felklassificering av oberoende entreprenörer

Majoriteten av RCI:s dansare är klassificerade som oberoende entreprenörer. Att klassificera dansarna som oberoende entreprenörer är branschstandard och regleras på statlig och federal nivå. Oberoende entreprenörer har ingen försäkring och är inte garanterade en inkomst. Istället får de behålla majoriteten av intäkterna som de genererar på klubben. Enligt Fair Labor Standards Act kan du inte betraktas som en oberoende entreprenör om din arbetsgivare kräver ett specifikt tidschema, fastställer en klädkod eller bestämmer det pris som du kan debitera dina kunder.

Det händer att nattklubbar felklassificerar sina dansare som oberoende entreprenörer (när de egentligen ska klassas som anställda och ha rätt till minimilön). Genom åren har dansare utmanat nattklubbarna i domstolar och krävt minimilön. I de allra flesta fallen vinner dansarna sådana stämningar. Sedan 2009 har RCI varit inblandad i ett dussintal rättsprocesser relaterat till denna fråga. Totalt har bolaget betalat över \$20m i förlikningskostnader genom åren:

Förlikningskostnader genom åren

**Försämrad makroekonomi**

En försämrad makroekonomi minskar efterfrågan på bolagets produkter. Å andra sidan har RCI:s nattklubbar historiskt sett visat motståndskraft i ekonomiska nedgångar. Ett exempel på detta är hur RCI:s nattklubbar uppvisade svag positiv genomsnittlig organisk tillväxt under finanskrisen.

RCI:s affärsmodell har flera defensiva element som möjliggör för bolaget att stå stabilt när hushållens ekonomier försvagas i USA. För det första härstammar cirka 40 % av den totala omsättningen från alkohol. Alkohol är en defensiv vara som konsumeras oavsett konjunktur. För det andra äger RCI 90 % av fastigheterna som deras enheter är belägna på, vilket innebär att de inte påverkas nämnvärt av hyreshöjningar under perioder med hög inflation. Istället kan de hålla priserna låga och ta marknadsandelar av konkurrenterna.

Bombshells

Då RCI vill förvärva nattklubbar till rimliga priser, kan bolaget omöjligen veta när nästa förvärv kommer att genomföras eftersom de förlitar sig på att någon annan vill sälja till dem. För att inte ha långa perioder av ineffektiv kapitalallokering bestående av överdriven kassauppbyggnad, startade RCI Bombshells år 2013. Inom Bombshells kan bolaget kontrollera tillväxttakten.

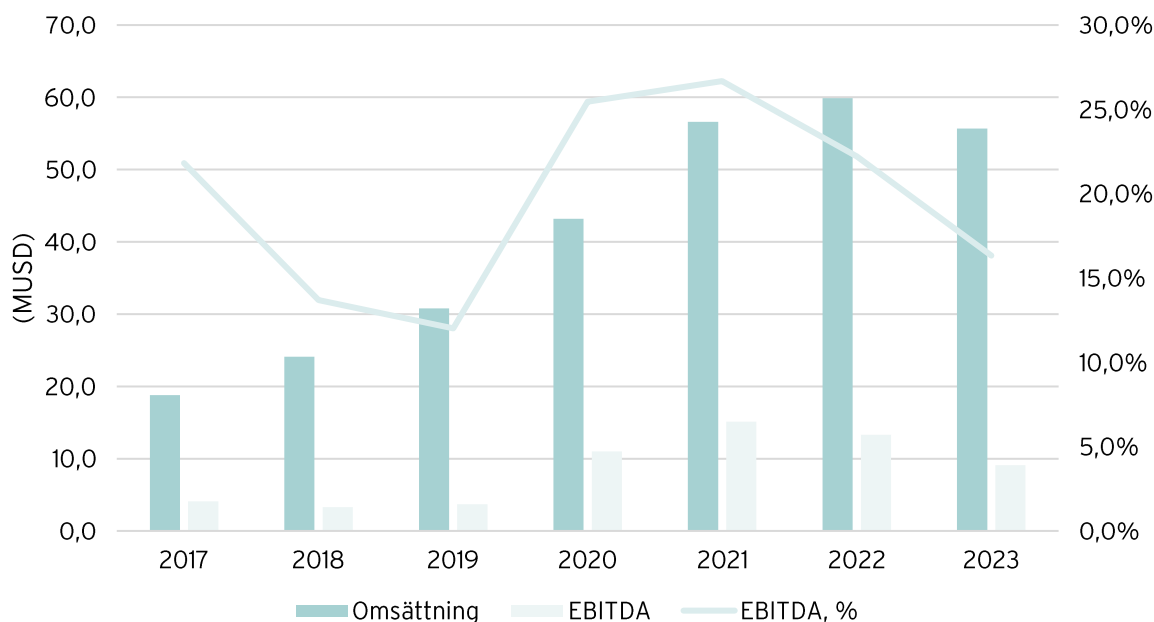
Bombshells är en restaurang- och bar-kedja i Texas med militär-tema som lockar en bred demografi av män, kvinnor och familjer. Inuti enheterna är "Bombshells Girls" en huvudattraktion samtidigt som restaurangernas stora och många TV-apparater lockar de sportintresserade.

Inklusive fastigheten krävs det en investering om cirka \$6-7 MUSD för att bygga en Bombshell-enhet. Till följd av RCI:s fastighetsägande finansieras investeringen till stor del av lån. På grund av att majoriteten av Bombshells försäljningen härstammar från alkohol, vilket leder till höga marginaler, har återbetalningstiderna historiskt sett varit korta och avkastningen på investerat kapital högt.

Idag driver RCI 13 Bombshells-enheter runt om i Texas. Under de kommande åren vill RCI öka antalet Bombshells-enheter kraftigt och introducera konceptet till nya marknader genom olika typer av samarbeten, så som franshise-avtal. På sikt vill RCI expandera antalet enheter till 80-100 stycken.

Under 2023 härstammade cirka 56 % av segmentets försäljning från försäljning av alkohol och cirka 44 % från försäljning av mat. Sedan 2018 har den genomsnittliga årliga tillväxten för segmentets nettoomsättning och EBITDA uppgått till 18,2 % respektive 22,5 %. Under 2023 uppgick segmentets bruttomarginal till cirka 78 %.

Bombshells - Finansiell utveckling



Pandemin

Till följd av en rättegångsseger, var Bombshells öppet under pandemin till skillnad från många andra restauranger och barer i Texas. Kedjan hade en temporär monopolistisk ställning vilket resulterade i att marginalerna ökade kraftigt. VD Langan varnade för att marginalerna var ohållbara och i samband med att pandemirestriktionerna lättade, ökade konkurrensen. Detta har resulterat i minskade marginaler för Bombshells.

Strategisk översyn och värdering

I Q4'23 aviserade RCI att de har påbörjat en strategisk översyn av Bombshells. Översynen innebär att bolaget överväger olika typer av samarbeten eller en eventuell försäljning av segmentet. Motivet till översynen är att RCI vill fokusera på förvärv av nattklubbar eftersom det skapar mest värde för aktieägarna:

Return on Assets 2023	
Bombshells	Nightclubs
7,6 %	15,1 %

För att värdera Bombshells har vi valt att applicera en multipel på segmentets EBITDA-resultat under 2023. Multipeln är baserad på segmentets framtidsutsikter och risker samt vad peers värderas till. Vi har definierat peers till Bombshells som amerikanska bolag inom restaurangbranschen som uppvisar ett positivt EBITDA-resultat under de senaste tolv månaderna. Vi har identifierat ett 40-tal bolag som överensstämmer med vår definition av peer till Bombshells. Följande är vår peer-sammanställning:

Peers					
Company	EV (\$m)	Omsättning-% 5y	EBITDA-% 5y	EV/S	EV/EBITDA
Arcos Dorados	3 955,2	6,3%	26,9%	0,9	8,7
ARK Restaurants	149,5	3,2%	5,4%	0,8	11,4
Biglari	225,6	-14,4%	5,9%	0,6	3
BJs Restaurants	1 275,1	3,9%	-8,1%	0,9	14,7
Bloomin Brands	4 233,0	2,1%	9,2%	0,9	7,9
Brinker	3 901,5	5,4%	-1,2%	0,9	10,9
Carrols	1 611,7	9,4%	7,9%	0,9	12,0
Cheesecake Factory	3 440,8	8,2%	-5,0%	1,1	19,1
Chipotle	64 043,1	14,4%	28,4%	6,7	34,2
Chuys	768,4	2,4%	23,2%	1,7	11,7
Cracker Barrel Old	2 797,6	2,2%	-10,2%	0,8	12,3
Darden	24 814,2	4,8%	6,5%	2,3	15,2
Dennys	976,7	-5,7%	-6,2%	2,1	13,4
Dine Brands	2 242,6	1,3%	0,2%	2,7	10,9
Dominos Pizza	19 290,8	5,4%	7,9%	4,3	21,1
El Pollo Loco	561,2	1,6%	4,2%	1,2	9,9
FAT Brands	1 303,1	87,5%	38,7%	3,1	65,5
FlaniganS	73,0	8,5%	7,6%	0,4	4,9
Good Times Restaurant	76,0	7,0%	77,3%	0,5	10,6

Jack In The Box	4 626,2	14,2%	3,0%	2,7	13,7
Kura Sushi	672,5	29,4%	-9,0%	3,6	303,3
McDonalds	256 109,6	3,5%	9,1%	10,2	18,8
Nathans Famous	337,4	5,7%	-3,5%	2,5	9,7
Noodles & Co	436,4	2,4%	7,6%	0,8	16,4
Papa Johns	3 348,2	5,9%	21,0%	1,6	16,6
Potbelly	437,5	2,8%	10,3%	0,9	21,4
Rave Restaurant	29,7	-0,5%	12,4%	2,4	9,8
Red Robin	736,1	-0,8%	-12,6%	0,6	17
Restaurant Brands	35 676,2	5,2%	0,4%	5,2	16,7
Shake Shack	2 913,6	17,8%	10,1%	2,8	29
Starbucks	130 839,8	7,8%	0,4%	3,6	17,7
Texas Roadhouse	8 330,2	12,7%	11,0%	1,9	17,1
The One Group	331,4	31,1%	24,0%	1,0	13,0
Wendys	7 632,6	6,5%	-8,1%	3,5	14,2
Wingstop	7 982,2	23,4%	24,6%	18,2	64,3
Yum Brands	45 851,7	4,4%	0,1%	6,5	18,8
Yum China	15 980,9	4,7%	3,8%	1,5	10,4
Median	2 797,2	5,4%	6,5%	1,7	14,2
Bombshells	n.a	18,2%	22,5%	n.a	n.a

Till följd av att Bombshells peers uppvisar spretiga siffror väljer vi att fokusera på medianen i vår sammanställning. I sammanställningen uppgår medianvärderingen till EV/EBITDA 14,2x. Samtidigt uppgår medianen för den genomsnittliga årliga EBITDA-tillväxten under de senaste fem åren till 6,5 %. Under motsvarande period har Bombshells EBITDA ökat med 18,2 % årligen.

Vi anser att Bombshells borde värderas till en premium i jämförelse med peers. Till följd av Bombshells historiska tillväxt, tillväxtpotential och höga alkoholförsäljning anser vi att en EV/EBITDA om 16,0x är motiverad. På rullande tolv månader värderas RCI till EV/EBITDA 9,9x.

Bombshells Enterprise Value		
EBITDA R12 (\$m)	EV/EBITDA	Enterprise Value (\$m)
9,1	16,0	145,6

Enligt vår bedömning kan Bombshells enterprise value uppgå till \$145,6m, vilket ungefär motsvarar 17 % av RCI:s nuvarande enterprise value.

Vi ser mycket positivt på att RCI överväger en försäljning av segmentet Bombshells. Till följd av segmentets sjunkande lönsamhet är det idag betydligt mer värdeskapande för aktieägarna om RCI använder kassaflödet till att förvärva nya klubbar eller återköpa aktier istället för att bygga nya Bombshells-enheter. Dessutom kan bolagets nya segment, Casinos, förhoppningsvis ersätta Bombshells roll i kapitalallokeringsstrategin.

Casinos

I maj 2021 tog delstaten Colorado bort begränsningar på maximala insatser vid spel. Till följd av detta har spelomsättningen i delstaten ökat. Under 2024 vill RCI öppna två kasinon i Central City, Colorado: Rick's Cabaret Steakhouse & Casino samt Bombshells Sports Casino. Central City är 1 av 3 städer i Colorado med legaliserat spelande och idag finns 6 kasinon i staden. På marknaden uppgår den dagliga genomsnittliga intjäningen per slot maskin till \$131 och årligen satsas mer än \$1B på slots.

I Q4'23 hade RCI ännu inte erhållit licens för kasinoverksamhet eller alkoholförsäljning från myndigheter i Colorado. Däremot har bolaget erhållit bygglov för Rick's Cabaret Steakhouse & Casino och konstruktion av enheten har påbörjats under Q1'24. Bombshells Sports Casino inväntar fortfarande bygglov.

Rick's Cabaret Steakhouse & Casino

Rick's Cabaret Steakhouse & Casino förväntas vara cirka 3,000 kvadratmeter stort fördelat på fyra våningar. Antalet slot maskiner väntas uppgå till cirka 200 stycken. RCI estimerar att den totala investeringen kan generera hög avkastning och att potentiell årlig EBIT från enheten kan överstiga hela Bombshells EBIT under 2023.

Potentiell avkastning för Rick's Cabaret Steakhouse & Casino	
Investering för byggnad och fastighet	\$2,4m
Investering för interiör	\$9,0m
Total investering	\$11,4m
Antal slot maskiner	200 stycken
Förväntad daglig genomsnittlig intjäning per maskin	\$252,0
Årlig omsättning	\$18,4m
Förväntad EBIT-marginal	40 %
Årlig EBIT	\$7,4m
Total investering	\$11,4m
Årlig EBIT	\$7,4m
Avkastning på investerat kapital	64,6 %

Ägarbild

Utestående aktier 9 349 685	Aktiekurs 66,9 USD	Börsvärde 624,8 MUSD
Antal aktieägare (Avanza) 203 st	Insiderägande 8,4 %	Free float 75,5 %

Ledning och styrelse	Antal aktier	Värde (MUSD)	Kapital	Röster
1. Eric Langan (VD och ordförande)	723 870	48,5	7,7 %	7,7 %
2. Bradley Chhay (CFO)	25 474	1,7	0,3 %	0,3 %
3. Yura Barabash	961	0,1	0,0 %	0,0 %
4. Travis Reese	34 541	2,3	0,4 %	0,4 %
5. Luke Lirot	518	0,0	0,0 %	0,0 %
6. Elaine Martin	9 085	0,6	0,0 %	0,0 %
7. Arthur Allan Priaulx	2 000	0,1	0,0 %	0,0 %

Övriga storägare	Antal aktier	Värde (MUSD)	Kapital	Röster
1. ADW Capital Partners	941 000	63,0	10,0 %	10,0 %
2. Blackrock	575 106	38,5	6,1 %	6,1 %

Insiderägande

Insiders äger totalt 792 709 aktier i bolaget, vilket motsvarar 8,4 % av kapitalet och rösterna. Samtliga insynspersoner i styrelsen och ledningen ägar aktier i bolaget. Vi gillar att samtliga insynspersoner äger aktier då detta skapar incitament för att skapa aktieägarvärde.

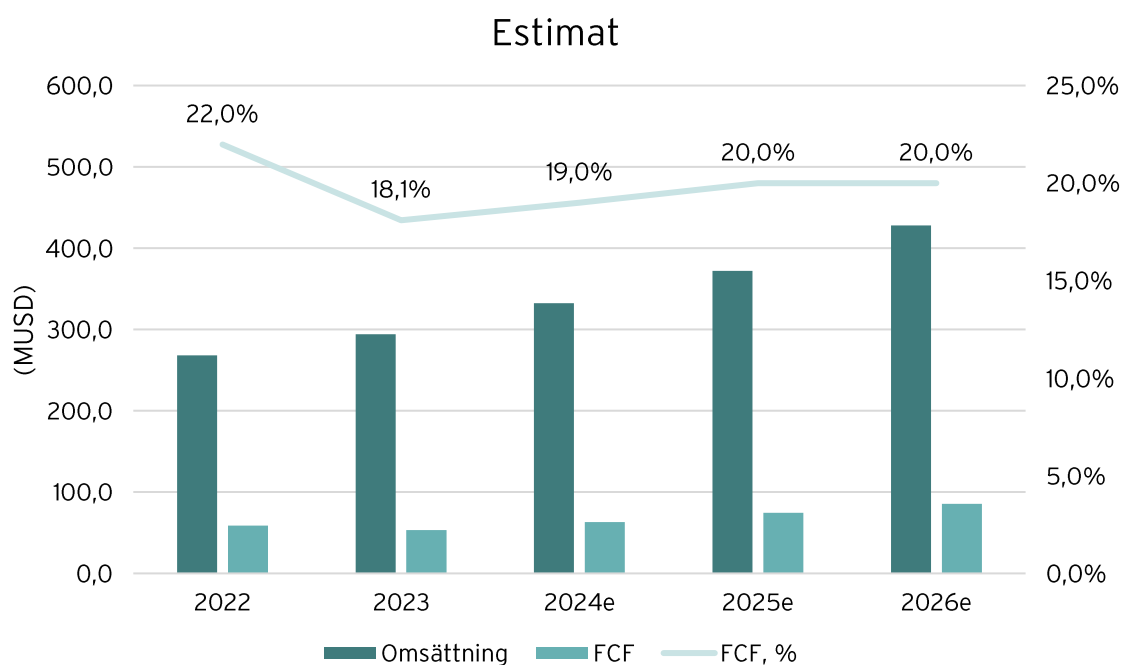
Nuläge och outlook

Trots makroekonomisk motvind, extrem hetta i Texas, att efterfrågan har normaliserats efter pandemin och att VIP-kunder semestrat utomlands har RCI ökat försäljningen med cirka 10% samtidigt som FCF-marginalen endast minskat från cirka 22% till 18% under 2023. VD Langan är mycket optimistiskt inför 2024.

Under 2024 förväntas antalet kassaflödesgenererande enheter öka: tre nya klubbar är planerade att öppna i Texas, tre nya Bombshells är planerade att öppna i Texas och Colorado och två kasinon är planerade att öppna i Colorado. Detta motsvarar en ökning av antalet enheter med cirka 14 %. Utöver detta aviserade VD Langan i Q4'23 att de aktivt letar förvärv och att de är i dialog med ett antal klubbägare. Om förvärv genomförs tror vi att antalet aktiva enheter kan öka med 20-25% under 2024.

Vår bedömning är att RCI har goda förutsättningar att skapa betydande värde för sina aktieägare över tid. Bolaget har en unik position på en fragmenterad marknad med höga inträdesbarriärer samtidigt som ledningen har ett tydligt fokus på att maximera avkastningen på investerat kapital för att växa fritt kassaflöde per aktie. Vi förväntar oss att bolaget fortsätter att konsolidera nattklubbsbranschen i USA och att de fyrdubblar antalet aktiva klubbenheter på sikt. Samtidigt förväntar vi oss att Bombshells säljs av, att kasinos öppnas och börjar generera betydande kassaflöde samt att återköp sker när FCF yield överstiger 10 %.

Vi tror att defensiva element, så som alkoholförsäljning och fastighetsägande, kommer möjliggöra för RCI att generera stabila kassaflöden trots makroekonomiska motvindar. Det uthålliga kassaflödet möjliggör för bolaget att använda marknadsoron till sin fördel och därmed förvärva nya klubbar och återköpa aktier till låga priser. Exempel på när bolaget har använt marknadsoron till sin fördel är under finanskrisen, då bland annat Tootse's förvärvades, och under pandemin, då betydande återköp genomfördes.



Värdering

Key stats

Antal aktier	9 349 685	Nettoskuld (MUSD)	221,7
Pris per aktie (USD)	66,9	Enterprise value (MUSD)	846,5
Börsvärde (MUSD)	624,8		

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	293,8 MUSD	P/S	2,1
Adj. EBITDA	85,1 MUSD	EV/adj. EBITDA	9,9
EBIT	67,1 MUSD	EV/EBIT	12,9
FCF	53,2 MUSD	P/FCF	11,7

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/OP
Snitt 3 år	3,0	18,6	22,3	21,8
Snitt 5 år	2,2	15,0	17,5	17,6

Nyckeltal

Bruttomarginal	Adj. EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
86,8 %	29,0 %	22,8 %	10,0 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROC
20,1 %	18,1 %	10,4 %	12,4 %

Estimat

(MUSD)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	267,6	293,8	332,3	373,5	428,0
% y-o-y	37,0%	9,8%	13,1%	12,4%	14,6%
P/S	2,3	2,1	1,9	1,7	1,5
Adj. EBITDA	86,7	85,1	98,7	112,4	129,3
Adj. EBITDA-marginal	32,4%	29,0%	29,7%	30,1%	30,2%
% y-o-y	44,0%	-1,8%	16,0%	13,9%	15,0%
EV/adj. EBITDA	9,8	9,9	8,6	7,5	6,5
Fritt kassaflöde	58,9	53,2	64,1	75,1	86,9
FCF-marginal	22,0%	18,1%	19,3%	20,1%	20,3%
% y-o-y	63,2%	-9,7%	20,5%	17,1%	15,7%
P/FCF	10,6	11,7	9,7	8,3	7,2

Trots bolagets låga ESG-profil, väljer vi att värdera RCI på en multipel om FCF 20x på 2026E. Multipeln motiveras av bolagets värdeskapande kapitalallokering, långsiktiga tillväxtpotential, oligopolistiska marknadspositioner och defensiva element. RCI är geografiskt diversifierade vilket minskar de regulatoriska och makroekonomiska riskerna på koncernnivå och sedan implementeringen av kapitalallokeringsstrategin har bolaget skapat betydande värde för aktieägarna. Enligt vår bedömning har bolaget goda förutsättningar att fortsätta betydande skapa värden under de kommande åren.

	Värdering			
	Multipel	FCF 26E	Börsvärde (MUSD)	Aktiekurs (USD)
2026E	20	86,9	1 737,8	186,1
Säkerhetsmarginal (30%)	20	60,8	1 216,4	130,2

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	2,8	178,1%	40,6%	1,9	94,7%	24,9%

FCFx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MUSD)	Aktiekurs (USD)	Förändring %	Börsvärde (MUSD)	Aktiekurs (USD)	Förändring %
16	1 390,2	148,8	122,5%	973,1	104,2	55,7%
18	1 564,0	167,5	150,3%	1 094,8	117,2	75,2%
20	1 737,8	186,1	178,1%	1 216,4	130,2	94,7%
22	1 911,5	204,7	205,9%	1 338,1	143,3	114,1%
24	2 085,3	223,3	233,7%	1 459,7	156,3	133,6%
26	2 259,1	241,9	261,5%	1 581,4	169,3	153,1%

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Jacob Stjernberg äger aktier i det analyserade bolaget.

Analysen är inte en uppdragsanalys.