



Bolagsanalys
Hoi Publishing AB (publ)

av Impala Nordic
9 April 2024



IMPALA NORDIC

1. Bolagsöversikt	3
2. Verksamhet	5
3. Affärsmodell	10
4. Marknad	11
5. Värde drivare och risker	12
6. SWOT	13
7. Finansiell översikt	14
8. Företagsstyrning	21
9. Ägarbild	23
10. Slutord	24
11. Disclaimer	25
12. Källhänvisning	26

Sammanfattning

- Hoi Publishing AB ("Hoi" eller "Bolaget") är en förvärvande koncern inom förlagsbranschen. I koncernen ingår flera olika bolag och verksamhet innehas i både Sverige och Danmark.
- Under 2023 omsatte Hoi 15,7 MSEK, vilket motsvarar en tillväxttakt på 43 % jämfört med 2022. Under 2023 redovisades även vinst på EBITDA-nivå.
- Under 2024 förväntas omsättning ligga på närmre 40 MSEK som ett resultat av de genomförda förvärven. Impala Nordic förväntar sig samtidigt att EBITDA-resultatet fortsätter att stärkas.
- Hoi har ett finansiellt mål att omsätta cirka 200 MSEK under 2028, vilket Bolaget planerar att uppnå genom en fortsatt expansiv förvärvsagenda.
- I dagsläget har Hoi ett börsvärde på cirka 19 MSEK, vilket innebär att Bolaget värderas blygsamt sett till den förväntade omsättningen 2024.
- Största ägare i Hoi är Bolagets VD, Lars Rambe, som kontrollerar 18,6 % av kapitalet och 45,1 % av rösterna.

Översikt

Ticker	HOI B
Lista	NORDIC SME
Aktiekurs	0,49 SEK
Antal aktier	40 108 996
Börsvärde.....	19,7 MSEK
VD	Lars Rambe
Ordförande	Mikael Palmqvist

Ägarlista

Andel	Ägare
18,6 %	Lars Rambe med bolag
17,9 %	CQA
10,2 %	Rikki Jørgensen med bolag
9,5 %	Nils Magnus Lilj
2,5 %	Salcinvest

Analytiker

Ylber Rexhepi
Vilhelm Ruhr



Bakgrund

Hoi Publishing är en snabbväxande förlagskoncern med en tydlig förvävsstrategi. Bolagets affärsmodell bygger på en hybridlösning där förlaget och författaren i stor utsträckning delar på riskerna och möjligheterna vid bokutgivning. Detta särskiljer verksamheten från övriga bokförlag, samtidigt som det minskar risken vid boklanseringar. Hoi har varit noterat på NGM sedan 2022 och har ett börsvärde på cirka 19 miljoner SEK vid tidpunkten denna analys upprättats.

Verksamhet

Hoi bedriver en förlagsverksamhet med digitalt fokus och strävar efter att erbjuda ett omfattande sortiment av boktitlar med stark lönsamhet. Bolagets verksamhet är för närvarande etablerad i både Sverige och Danmark, där det även finns en fysisk närvaro.

Hoi-modellen

Genom den så kallade "Hoi-modellen" involveras författarna i finansieringen av sina egna bokutgivning, vilket möjliggör en bredare publicering av verk. Vidare erbjuder Hoi tjänster genom en förlagsagentur som sköter försäljning av rättigheter, samt ett intressebolag som är inriktat på att förädla bokmanus för användning i film och liknande medier, vilket ytterligare ökar värdet på bokkatalogen.

Hoi har i dagsläget en personalstyrka på 27 anställda, vilken utökades kraftigt efter förvävet av Ekström & Garay. Samtidigt har Bolaget ett omfattande nätverk av frilansare, vilket ger Bolaget en stor flexibilitet i verksamheten. Frilansnätverket innefattar ett brett utbud av tjänster, såsom korrekturläsning och redaktion. Med tanke på att arbetsbördan kan variera beroende på projekt anses detta vara en stor fördel.



Förvärv

Hoi arbetar aktivt med förvärv som en del av sin strategi för att bli ett av de ledande förlagen i Norden. Tack vare en rad framgångsrika förvärv har Bolaget lyckats öka sin omsättning markant och genom att slå samman flera mindre förlag kan koncernen även optimera kostnader som bidrar till förbättrad lönsamhet.

Impala Nordic estimerar att Hoi, med beaktande av de senaste förvärven, kommer att uppnå en omsättning på 40 MSEK 2024. Detta motsvarar en signifikant tillväxt från den rapporterade omsättningen på 15,7 miljoner SEK 2023. Den estimerade omsättningen för 2024 är dessutom exklusive eventuella nyförvärv, som kan innebära att koncernen växer ytterligare.

“Med vår bevisade förmåga att genomföra förvärv som verkligen tillför värde och med rätt organisation för att fortsätta växa öppnas fler dörrar. Det tydliga behovet av konsolidering av förlagsbranschen i Norden innebär stora möjligheter för ett expansivt noterat förlag som vårt.”

-Lars Rambe, VD Hoi Publishing AB (publ)



Hoi
PUBLISHING

Förvävsstrategi

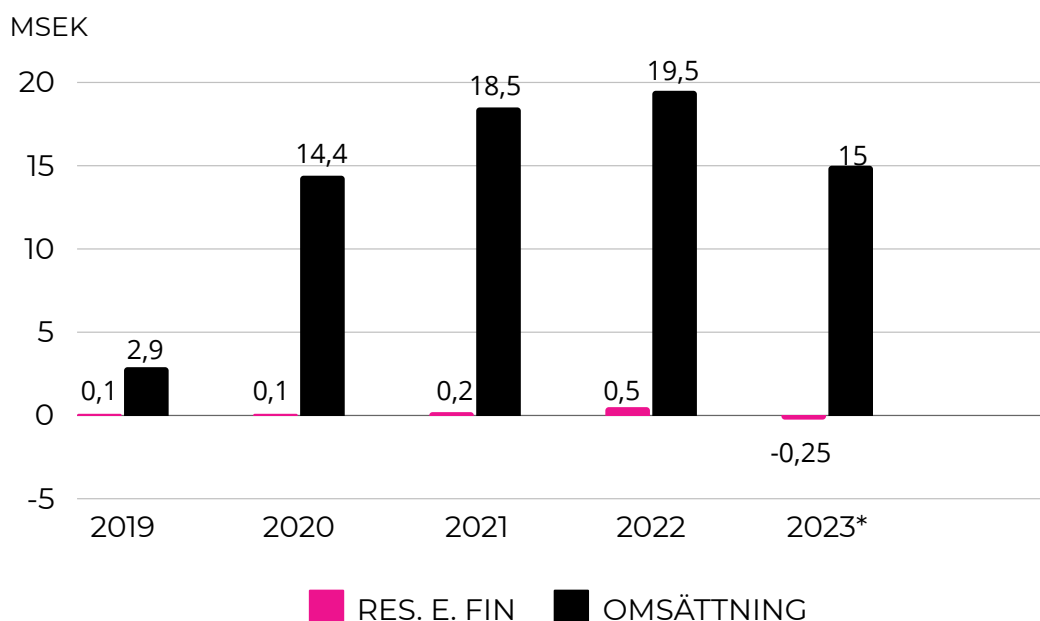
Hoi Publishings förvävsstrategi är tämligen enkel och bygger på Bolagets unika position som det enda noterade förlaget i Norden. Detta underlättar finansieringsmöjligheterna markant, samtidigt som onoterade förlag naturligt kan söka sig till Hoi. Hittills har även alla förvärv skett på säljarnas förfrågan, vilket tydliggör Bolagets attraktiva position.

Med tanke på att koncernen kommer att växa signifikant under 2024, blir det samtidigt enklare att genomföra större förvärv. Om det förutsätts att en rimlig storlek på förvärvskandidater är 50–75 % av koncernens omsättning så ökar möjligheterna att förvärva större verksamheter i snabb takt när Bolaget växer. Att Hoi hittills har förvärvat med förmånliga villkor och egenemitterade aktier till stor premie, gör att de utförda förvärven framstår som förmånliga.

Betydande förvärv

Ekström & Garay AB

Hoi undertecknade i början av 2024 ett avtal för att förvärva Ekström & Garay AB, vilket väntas fördubbla Hoi-koncernens omsättning under 2024. Samtidigt är prognosen att Ekström & Garay kommer att generera vinst framöver, vilket tillsammans med kostnadsoptimeringar bör förbättra koncernens resultat. Preliminära siffror från 2023 visar att Ekström & Garay omsatte 15 MSEK, med en förlust på 0,25 MSEK. Genom förvärvet förväntas antalet årliga bokutgivningarna att öka till cirka 400 titlar samtidigt som bokenkatalogen består av över 2000 titlar.



*Förväntad omsättning och resultat

Den totala överenskomna köpeskillingen uppgick till 11 MSEK, vilket till stor del finansierades genom en emission av 4 000 000 nya aktier i Hoi. Aktiernas teckningskurs sattes till 2 SEK, vilket signifikant överstiger dagens aktiekurs. Utöver detta erhöll säljarna 500 TSEK kontant, samt en möjlighet att erhålla en tilläggsköpeskillning tidigast 2027 förutsatt att Hoi-koncernen rapporterar vinst. Denna tilläggsköpeskillning består av 1 000 000 aktier och 500 TSEK.



Fördelaktigt ur aktieägarperspektiv

Enligt Impala Nordic framstår förvärvet som fördelaktigt ur ett aktieägarperspektiv, då säljaren huvudsakligen erhåller aktier som har emitterats till en premie om 317 %. Därmed är den "verkliga kostnaden" för förvärvet avsevärt lägre än den nominella köpeskillingen. Utspädningseffekten, exkluderad för tilläggsköpeskillingen, är endast 18 %.

Genom förvärvet blir ägarna av Ekström & Garay, CQA AB, den näst största ägaren i Hoi, med ett innehav om 17,9 % av kapitalet. CQA AB har även ingått ett lock-up-avtal som sträcker sig till den 1 mars 2026. Därutöver kommer grundarna av Ekström & Garay, Tomas Ekström och Melker Garay, fortsatt att vara en del av koncernen, vilket är en viktig komponent i förvärvet.

Superlux ApS

Superlux är ett danskt förlag som förvärvades av Hoi under 2023. Superlux är baserat i Odense, Danmark, och har en stark position inom deckare och thrillers.



Under det brutna räkenskapsåret 2023 omsatte Superlux cirka 7 MSEK, samtidigt som resultatet uppgick till cirka 0,5 MSEK. Med tanke på att förvärvstillträdet inte skedde förens den 28 april 2023, kommer SuperLux bidrag till Hoi-koncernens omsättning 2024 vara något högre än 2023. Superlux har en stabil lönsamhet och vi förväntar oss att detta förbättrar Hoi-koncernens resultat betydligt under 2024.

Förvärvet skedde genom köpeskillning på 1 500 000 aktier i Hoi, samt en möjlighet till tilläggsköpeskillning om ytterligare 1 000 000 aktier under 2024 och 2025 vid uppfyllda finansiella mål. Genom transaktionen blev Rikki Tholstrup Jörgensen, majoritetsägaren i Superlux med ett innehav om 75 % av bolaget, en av de största aktieägarna i Hoi.

Historia Group ApS

I september 2023 tecknade Hoi ett avtal om att förvärva det danska förlaget Historia Group ApS. Köpeskillingen för förvärvet uppgår till 5 MSEK och betalas genom nyemitterade aktier till ett pris av 2 SEK per aktie. Förvärvet innebär en utspädning om 13 % för Hoi Publishings befintliga aktieägare. Tillträdet förväntas äga rum i början av 2024.



Finansiell inverkan

Historia Group förväntas bidra med en omsättning på 7 MSEK under 2024, med ett förväntat resultat på cirka 1 MSEK. Förvärvet kommer därmed att ha en betydande finansiell inverkan på koncernen 2024. Förvärvet innebär också en väsentlig förstärkning av Hoi Publishings närvaro i Danmark, med en förväntad fördubbling av omsättningen från föregående år.

Det är även noterbart att Rikki Tholstrup Jörgensen, f.d. ägare av SuperLux ApS, också innehar en ägarandel om 60 % i Historia Group. Transaktionen kommer således medföra att hans ägarandel i Hoi ökar från de nuvarande cirka 10 % av kapitalet.

Övrig verksamhet

Utöver ovannämnda förvärv har Hoi Publishing ett flertal övriga verksamheter som är en del av Hoi Publishing AB, vilka bidrar till att skapa ett heltäckande och konkurrenskraftigt erbjudande till författare.

Tallbergs Förlag

Tallbergs Förlag är ett förlag som nischat sig mot HBTQ- samt minoritetsfrågor och förvärvades av Hoi under 2022 för 1 MSEK. Även om förlaget är av den mindre storleken så breddar det Bolagets exponering och skapar möjligheter för författare som skriver om HBTQ- och minoritetsfrågor.



Lusthuset Förlag

Likt Tallbergs Förlag är Lusthuset Förlag ett nischat förlag som riktar sig mot erotisk litteratur. Utgivningar sker framförallt digitalt och i ljudformat, vilket skapar intressanta möjligheter med tanke på att intresset för bland annat ljudböcker växt kraftigt. Böckerna ges ut hos flera av de stora streamingtjänsterna, som bland annat Storytel och Bookbeat.



Kunskapshuset Förlag

Kunskapshuset Förlag är ett förlag inriktat mot facklitteratur och ger ut titlar inom områden som ekonomi, entreprenörskap och personlig utveckling. Kunskapshuset har gett ut allt från musikbiografier till böcker om IT-arkitektur och ekonomi.



Hoi Agency

Hoi Agency är likt ovannämnda verksamheter en del av Hoi Publishing. Hoi Agency är Bolagets förlagsagentur och har stor betydelse när det gäller rättighetsförsäljning av titlar. För tillfället arbetar Hoi Agency bland annat med att bana väg för internationell rättighetsförsäljning av boken "Ett halv år, ett halvt liv".

Script46

Under 2022 ingick Hoi ett strategiskt samarbete med Script46, vilket breddade Hoi Publishings erbjudande till att även omfatta film. Samarbetet innebär att den omfattande bokkatalog som Hoi besitter ständigt kommer utvärderas för filmproduktion. Detta stärker Bolagets erbjudande då författare som samarbetar med Hoi också har potential att vidareutveckla manus till film.




I samband med det annonserade samarbetet förvärvade Hoi 25 % av Script46, vilket skedde genom aktier i Hoi, motsvarade 300 TSEK till kursen 3 SEK per aktie. Under 2023 stärkte Hoi sitt ägande och förvärvade ytterligare 5 %. Script46 är därmed fortfarande ett separat bolag som inte är helägt.

Affärsmodell

Hoi Publishings affärsmodell bygger på ett samarbete mellan förlaget och författaren där både kostnader och intäkter relaterade till bokutgivningen delas. Detta innebär att författarna investerar mellan 75 000 och 140 000 SEK för att publicera en bok av normal längd. Genom att författarna även tillhandahåller Hoi med räntefria lån, kan förlaget minska den finansiella risken avsevärt vid utgivningen av nya titlar.

Innan en bok ges ut, genomför Hoi en noggrann bedömning av manusets litterära kvalitet och kommersiella potential. Baserat på denna utvärdering, erbjuds författaren ett anpassat upplägg som bäst matchar bokens förutsättningar.

Hoi har även möjlighet att omvandla bokmanus till film, vilket representerar en betydande intäktsmöjlighet. Nyligen meddelade Hoi att "A Life's Worth", en självbiografisk berättelse från Bosnienkriget, kommer att bli en TV-serie. Med tanke på att Hoi hanterar de globala bokrättigheterna för författaren, öppnar detta upp stora möjligheter till intäkter från internationell rättighetsförsäljning.



Hoi har även möjlighet att omvandla bokmanus till film, vilket representerar en betydande intäktsmöjlighet.

Marknad

Förlagsmarknaden i Sverige präglas av en stark koncentration till ett fåtal stora bolag, med Bonnierförlagen och Norstedts Förlagsgrupp som de mest framträdande aktörerna. Bonnierförlagen, den största aktören, rapporterade en omsättning på cirka 1,2 miljarder SEK under 2022.

Trots närvaron av ett par hundra professionella förlag i Sverige, är de flesta relativt små med en omsättning som placerar dem långt från de största aktörerna. I dagsläget är en årlig omsättning på 10 MSEK tillräckligt för att klassas bland de 50 största förlagen. Detta innebär att Hoi sannolikt kommer växa till att bli ett av de största förlagen i Sverige kommande år.

Under 2023 uppgick bokförsäljningen i Sverige till cirka 5 miljarder SEK, enligt Svenska Förläggareföreningen. Internetförsäljning dominerar marknaden med en andel på cirka 40 %, följt av digitala abonnemang som står för 32 %, medan den fysiska handeln utgör 22 %.



Värddrivare

Impala Nordic bedömer att den största värddrivaren framöver är fortsatt tillväxt och att Bolaget stärker sin lönsamhet. Detta minskar behovet av nytt kapital och bör resultera i en uppvärdering av Bolaget.

Samtidigt har det nyligen annonserade förvärvet av Ekström & Garay tillsammans med andra förvärv potential att väsentligt öka koncernens storlek. Slutligen ser Impala Nordic den kommande tv-serien "A Life's Worth" som en stor möjlighet för Hoi att sälja bokrättigheter utomlands. Rimligtvis bör serien generera stort intresse, då bland annat välkända skådespelare som Edvin Ryding och Johan Rheborg är delaktiga.

Risker

Den främsta risken i caset anses vara att lönsamheten inte förbättras och att Bolaget inte växer i önskad takt framöver. Det finns även en stor risk kopplat till Bolagets förvärvsstrategi, då man dels kan behöva förvärva till sämre villkor än tidigare, dels att integration av nya verksamheter kan vara svårt.

Bolaget står samtidigt inför en nyemission, vilket kan ha en negativ påverkan om det önskade kapitalet inte säkras.



SWOT analys

Strengths

- Snabbväxande koncern
- Lönsamhet på EBITDA-nivå de tre senaste kvartalen
- Stort insynsägande

S

Weaknesses

- Förlust på sista raden
- Svag organisk tillväxt
- Omsättningsmål som är beroende av förvärv

W

Opportunities

- Förvärv
- Öka lönsamheten
- Försäljning av bokrättigheter

O

T

Threats

- Att nyckelpersoner på de förvärvade bolagen slutar
- Kapitalbehov

Finansiell översikt

Under 2023 rapporterade Hoi en omsättning på 15,7 MSEK, vilket innebär en imponerande tillväxt på 43 % jämfört med året innan. Trots ett rörelseresultat på -2,9 MSEK, kunde Bolaget ett EBITDA-resultat på 0,8 MSEK. Det fjärde kvartalet 2023 utmärkte sig som det starkaste kvartalet omsättningsmässigt sedan Bolagets notering, med en kvartalsomsättning på över 5 MSEK.

För att stärka sin finansiella ställning, effektivisera verksamheten och finansiera köpeskillingen för förvärvet av Ekström & Garay, beslutade Bolaget den 28 februari att genomföra en företrädesemission på 7,1 MSEK. Denna emission täcks i dagsläget till 31 % av teckningsförbindelser, där styrelse, ledning och befintliga aktieägare har åtagit sig att delta. Bolaget har dock kommunicerat att man kan komma att komplettera emissionen med garantiåtaganden.

MSEK	2023	Q4 23	Q3 23	Q2 23	Q1 23	2022	2021
Nettoomsättning	15.7	5.2	3.9	4.2	2,5	11	10,8
Bruttoresultat	9.9	3.1	2.1	3.3	1,4	6	6,5
EBITDA	0.8	0.1	0	1.3	-0,6	-1	2,2
EBIT	-2.9	-1.0	-0.9	0.4	-1,2	-3.3	0,5

Balansräkning

I slutet av oktober 2023 stärkte Bolaget sin finansiella ställning genom en riktad nyemission på 1,2 MSEK, parallellt med att man upptog lån på totalt 1,5 MSEK. Noterbart är att aktierna emitterades till en premie om 35 %, motsvarade 0,65 SEK per aktie. Lånen upptogs i tre olika delar: 200 kSEK med en löptid på 12 månader, 500 kSEK med en löptid på 18 månader och 800 kSEK med en löptid på 36 månader.

I samband med den kommande företrädesemissionen planeras också viss refinansiering av befintlig skuld, vilket innebär att fler lån blir långfristiga och därmed minskar likviditetsrisken.

Sammanfattningsvis anser Impala Nordic att Bolagets finansiella situation är hanterbar, samtidigt som den stärks ytterligare genom den planerade företrädesemissionen. Förvärven av Ekström & Garay samt Historia Group innebär dessutom att koncernen mer än dubblas i storlek, vilket sannolikt stärker resultatet avsevärt 2024.

Finansiell ingenjörskonst

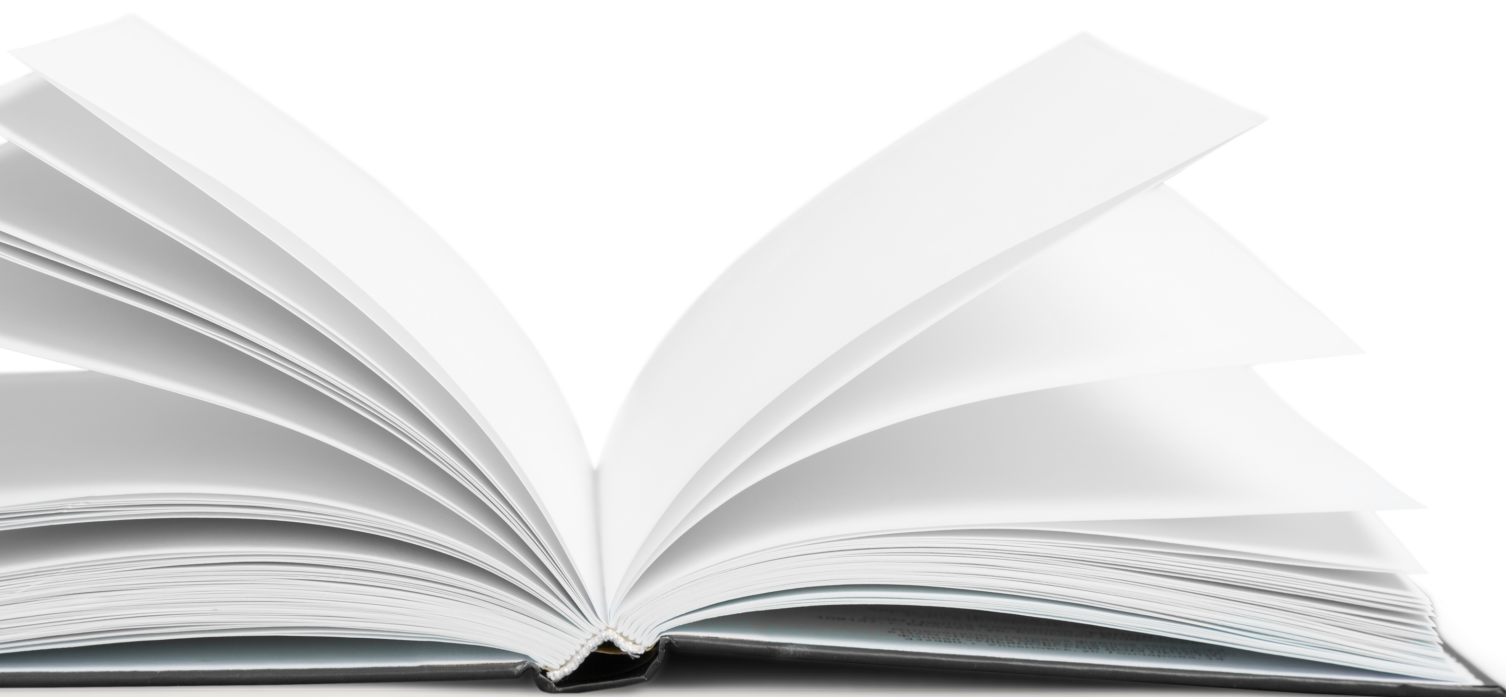
Hoi använder en modell där författarna till stor del finansierar sina egna bokutgivningar och dessutom bidrar med räntefria "förlagslån", vilket medför att en betydande del av boklagret kan finansieras effektivt. Dessa lån amorteras baserat på antalet sålda bokexemplar och om en bok inte skulle sälja slut har författaren möjlighet att köpa de återstående exemplaren till tryckkostnad.

Eftersom förlagslånen i praktiken kan jämföras med eget kapital, bidrar detta även till en förbättring av Bolagets soliditet. Vid slutet av 2023 uppgick det redovisade egna kapitalet till 7,1 MSEK. Om man däremot inkluderar förlagslånen ökar det egna kapitalet till 10,9 MSEK, vilket innebär att den "verkliga" soliditeten är 36 % jämfört med de redovisade 24 %.

Kapitalbehov

Impala Nordic bedömer att den nyligen aviserade företrädesemissionen vid fullteckning bör vara tillräcklig för att finansiera verksamheten framöver. Koncernen är i dagsläget inte långt ifrån att vara lönsam och för helåret 2023 uppgick kassaflödet före förändringar av rörelsekapital till -0,26 MSEK.

Anledningen till att resultatet uppgick till -4,6 MSEK 2023 beror framförallt på av- och nedskrivningar om 3,7 MSEK. I vår mening är därför det mest rättvisande resultatmåttet EBITDA, då goodwillavskrivningar har en väldigt stor påverkan på resultatet.



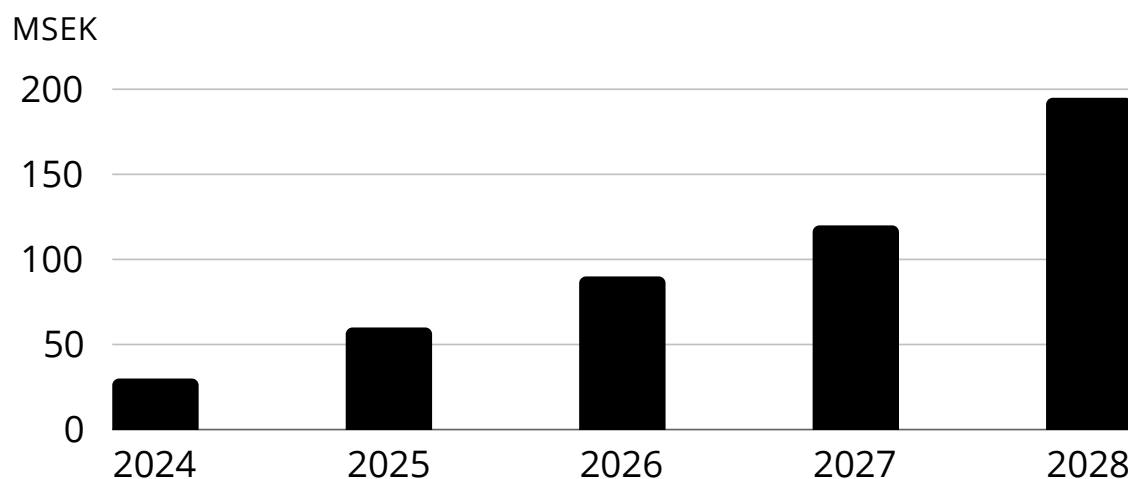
Finansiella mål

Hoi har väldigt ambitiösa finansiella mål, där visionen är att omsätta cirka 200 MSEK 2028. Trots att målen framstår som utmanande i jämförelse med dagens omsättning, anser Impala Nordic att det finns möjlighet att nå målen, förutsatt att den uttalade förvävsstrategin fortlöper.

Hoi har inga kommunicerade mål för lönsamheten, men Impala Nordic bedömer att den framtida EBITDA-marginalen kommer vara relativt låg och ligga mellan 7-15 % beroende på vilka tillväxtantaganden som görs.

Nackdelen med Hoi's aggressiva förvävsstrategi är att befintliga aktieägare blir utspädda under resans gång. Samtidigt har Hoi hittills kunnat förvärva med aktier emitterade till signifikant premie mot dagens värdering, vilket skapar stora möjligheter trots viss utspädning.

Bolagets omsättningsmål



Utmaning att nå lönsamhet på bottenraden

Hoi-koncernen är enligt vår bedömning lönsam i dagsläget förutsatt att goodwillavskrivningar exkluderas. Borträknat Q1 2023 så har Bolaget varit lönsamt på EBITDA-nivå hela 2023 och vi bedömer att resultatet kommer stärkas ytterligare under 2024.

Med tanke på att Bolaget behöver göra goodwill-avskrivningar kopplat till utförda förvärv, dels skriva av värden på bokkatalogen så påverkar detta EBIT och bottenraden avsevärt. Med tanke på att posterna inte är kassaflödespåverkande bedömer Impala Nordic att EBITDA är ett lämpligt resultatmått att använda i Hoi's fall.

Geografisk uppdelning

Hoi's geografiska intäktsfördelning är i dagsläget tämligen jämnt fördelad mellan Sverige och Danmark. Framåtblickande kommer däremot den svenska verksamheten att vara störst, då förvärvet av Ekström & Garay kommer att synas i siffrorna 2024. I absoluta tal kommer även den danska verksamheten att växa avsevärt genom förvärvet av Historia Group.

Nettoomsättning i kSEK	Q4 2023	Q4 2022	2023	2022
Sverige	2 031	2 550	8 280	9 889
Danmark	3 151	499	7 460	1 096
Totala intäkter	5 183	3 049	15 740	10 986

Branschöverblick

Även om det inte finns några noterade förlag i Sverige så har vi valt att belysa några av de onoterade förlagen, vilket bland annat ger en bättre bild av vilka framtida marginaler som kan vara rimliga att anta. I vår jämförelse har vi lyft de två största förlagen, Bonnierförlagen och Norstedts Förlagsgrupp samt två mindre förlag, Modernista och Piratförlaget.

Bonnierförlagen

MSEK	2022	2021	2020	2019
Nettoomsättning	1 140	1 265	1 170	1 158
EBITDA	-1	142	131	100
EBITDA-marginal	-	11,2 %	11,2 %	8,6 %
EBIT	-14	125	122	90
EBIT-marginal	-	9,9 %	10,4 %	7,7 %

Norstedts Förlagsgrupp

MSEK	2022	2021	2020	2019
Nettoomsättning	406	434	440	451
EBITDA	42	61	52	21
EBITDA-marginal	10,3 %	14,1 %	11,8 %	4,6 %
EBIT	26	49	44	16
EBIT-marginal	6,4 %	11,3 %	10 %	3,5 %

Modernista

MSEK	2022	2021	2020	2019
Nettoomsättning	50	41	34	28
EBITDA	6,5	2,3	1,8	1,6
EBITDA-marginal	13 %	5,6 %	5,2 %	5,7 %
EBIT	6,5	2,3	1,7	1,6
EBIT-marginal	13 %	5,6 %	5 %	5,7 %

Piratförlaget

MSEK	2023	2022	2021	2020
Nettoomsättning	52	45	45	45
EBITDA	3,6	2,6	2,3	2,4
EBITDA-marginal	6,9 %	5,8 %	5,1 %	5,3 %
EBIT	3,6	2,6	2,3	2,4
EBIT-marginal	6,9 %	5,8 %	5,1 %	5,3 %

Tillväxtscenarion

Vi har valt att göra tre olika tillväxtscenarion för att ge en bild av hur koncernens resultat kan komma att se ut framöver. Vi har valt att endast estimerat EBITDA, då förvärvad goodwill får signifikant påverkan på EBIT. Resultatet på bottenraden är därför ytterst beroende av hur Bolagets kommande förvärv ser ut.

Räknat som ett snitt de senaste åren så har förlagen vi lyft i vår branschöverblick haft EBITDA-marginaler på ungefär 8 %. Vi förväntar oss dock att Hoi kan ha starkare marginaler med tanke på affärsmodellen är annorlunda uppbyggd.

Hoi har kommunicerat att man känner sig bekväma med att förvärva bolag med 50–75 % av den egna storleken, vilket skapar stora möjligheter att signifikant växa omsättningen i koncernen. Samtidigt medför detta att aktieägarna sannolikt kommer bli avsevärt utspädda om Bolaget ska nå sina ambitiösa tillväxtmål. Som investerare anser Impala Nordic att man således bör ta ordentlig höjd för att resultatet per aktie kommer påverkas.

Att göra en pricksäker estimering av framtida utspädning är väldigt svårt, då det är ytterst beroende av vilka villkor framtida förvärv sker på. Vi har därför valt att inte estimerat någon framåtblickande vinst per aktie.

Impala Nordic anser dock att den framåtblickande värderingen ser aptitlig ut, då aktien handlas till runt 6x EBITDA i vårt grundscenario för 2024. Detta räknat på en kurs om 0,4 SEK och att kommande företrädesemission blir fulltecknad.



Grundscenario

I vårt grundscenario räknar vi med att Hoi kan växa sin omsättning med en CAGR på 40 % mellan 2024–2028. Detta medför att man omsätter drygt 150 MSEK 2028, vilket är något lägre än Bolagets mål som ligger på cirka 200 MSEK i omsättning 2028. Scenariot är ytterst beroende av att Bolaget kan förvärva i en aggressiv takt även framöver. Vi räknar med att EBITDA-marginalen succesivt stärks och uppgår till 13 % 2028.

MSEK	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	15,7	40	56	78	110	154
EBITDA	0,83	2,8	4,5	7,8	12,1	20
EBITDA-marginal	5,3 %	7 %	8 %	10 %	11 %	13 %

Optimistiskt scenario

I det optimistiska scenariot räknar vi med att Bolagets mål gällande omsättningsutveckling infrias. Detta medför en omsättning på 190 MSEK 2028e, vilket innebär en CAGR om cirka 50 % mellan 2024–2028. Marginalen antar vi succesivt stärks, för att uppgå till 15 % 2028. Vi betonar att detta scenario bör ses som väldigt opportunistiskt.

MSEK	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	15,7	40	60	90	120	190
EBITDA	0,83	2,8	5,4	9,9	15,6	28,5
EBITDA-marginal	5,3 %	7 %	9 %	11 %	13 %	15 %

Pessimistiskt scenario

I vårt pessimistiska scenario räknar vi med att Hoi växer sin omsättning med 20 % CAGR mellan 2024–2028. Scenariot återspeglar en långsammare förvärvstakt, samtidigt som vi räknar med något svagare marginalutveckling för koncernen.

MSEK	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	15,7	40	48	58	69	83
EBITDA	0,83	2,8	3,6	4,6	5,9	7,5
EBITDA-marginal	5,3 %	7 %	7,5 %	8 %	8,5 %	9 %

Företagsstyrning

Bolaget leds av VD Lars Rambe, som även är medgrundare och den största ägaren i Bolaget. Han har en bakgrund som bolagsjurist och advokat, där han drev en egen advokatbyrå. Därutöver är Lars Rambe en deckarförfattare med flera bästsäljande titlar, vilket är relevant för hans position som VD i Hoi. Ordförande i Hoi är Mikael Palmqvist, med en bakgrund som bland annat chef för Skandias Private Banking och regionchef i Sparbankerna Finn och Sparbanken Syd.

Styrelse och ledning



Lars Rambe

VD, Styrelseledamot

Lars är affärsjurist med en bakgrund som internationell bolagsjurist inom läkemedelsindustrin och tio år som advokat med egen byrå inklusive en tid som delägare i Advokatfirman Delphi. Han har arbetat med ledningen för ett stort antal riskkapitalfinansierade teknikbolag och även genomfört omfattande överlåtelser av immateriella rättigheter liksom företagsöverlåtelser. Lars är etablerad deckarförfattare med flera bästsäljande titlar, och startade som en av Sveriges mest framgångsrika egenutgivare.

Innehav i Bolaget: 2 735 100 A-aktier & 1 614 000 B-aktier privat och genom bolag



Mikael Palmqvist

Ordförande

Mikael är tidigare yrkesofficer, chef för Skandia Private Banking och därefter Sparbankschef på Sparbankerna Finn och Syd. Han har varit styrelseordförande i ett antal bolag däribland Onoterat AB (publ).

Mikael är idag Senior Partner och huvudägare i Cetona Invest AB. Han är även verksam inom fastighetsutveckling med ett flertal genomförda och pågående projekt i Sverige, Norge och Spanien.

Innehav i Bolaget: Inget innehav



Niklas Folkesson

Styrelseledamot

Niclas är entreprenör med styrelsepositioner i flera företag och mer än 15 års erfarenhet av ledarskapsutbildning och organisationsförbättring. Niclas är en högt meriterad expert inom sitt område. Han arbetar för att få individer, team och företag att växa genom att sätta kunden i första rummet. Han har mycket bred erfarenhet av att arbeta med olika människor och företag i alla olika åldrar och faser. Niclas har sitt fokus på ledningsgrupper som ska bli högeffektiva och skapa en organisation med hög produktivitet. Niclas har arbetat med yrkeslandslaget, fotbollslandslaget, internationella samt nationella bolag liksom myndigheter.

Innehav i Bolaget: 143 500 A-aktier & 416 000 B-aktier genom bolag



Kristina Ahlinder

Styrelseledamot

Kristina har tidigare varit VD för Svenska Förläggarföreningen under 27 år och är en av förlagsbranschens mest tongivande företrädare. Kristina är förvaltningssociom (Bachelor of Science in Public administration) och har därtill en kandidatexamen i statsvetenskap från Stockholm Universitet.

Innehav i Bolaget: 38 000 B-aktier



Alexander Koistinen

Styrelseledamot

Alexander driver egen firma som IT-konsult och har tidigare arbetat som EU-tjänsteman. Han investerar i såväl noterade som icke-noterade bolag och är delägare i flera start-ups i Sverige och utomlands. Alexander har en civilingenjörsexamen i teknisk fysik från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm och är även reservofficer med erfarenhet från fredsbevarande operationer på Balkan och i Västafrika. Alexander är författare till Europaserien, en trilogi politiska thrillers.

Innehav i Bolaget: 170 000 A-aktier & 90 000 B-aktier genom bolag



Jesper Hörnberg

Styrelseledamot

Jesper har mer än 20 års erfarenhet som VD, entreprenör och rådgivare till ett stort antal företag i Europa och Afrika. Han har flera styrelseuppdrag i näringslivet och är passionerat engagerad i energifrågor som rör landsbygden i Afrika och Asien. Jesper är senior rådgivare inom innovation och ledarskap med inriktning på klimat- och hållbarhetsfrågor i Asien, Afrika och Sydamerika.

Innehav i Bolaget: 298 000 A-aktier & 46 835 B-aktier privat och genom bolag

10. ÄGARBILD

Ägare*	Kapital	Röster
Lars Rambe med bolag	18,6 %	45,1 %
CQA	17,9 %	6,3 %
Rikki Jørgensen med bolag	10,2 %	3,6 %
Nils Magnus Lilja	9,5 %	3,4 %
Salcinvest	2,5 %	2,9 %
Fredrik Attefall	2,2 %	0,8 %
Dahlgren Communications	2,0 %	4,3 %
Håkan Lindgren	1,8 %	0,6 %
Kathrine Frich Lindström Schultz	1,7 %	0,6 %
Jesper Hörnberg med bolag	1,5 %	4,8 %

*De 10 största ägarna i Hoi enligt Bolaget.



Impala Nordic har slutordet

Enligt Impala Nordic framstår dagens värdering av Hoi, med ett börsvärde på cirka 19 MSEK, som modest. Vi anser att det finns starka argument för ett ökat intresse för Bolaget, särskilt med tanke på dess snabba tillväxt, grundarleda natur och att Bolagets VD, Lars Rambe, är största ägare.

Vår uppfattning är att aktien handlas som den gör på grund av tre primära faktorer: låg likviditet i aktien, negativt sentiment kring svenska mikrobolag, och att Bolaget rapporterar förlust på bottenlinjen.

Bolaget är för närvarande lönsamt på EBITDA-nivå och har varit det under de tre senaste kvartalen. I och med koncernens betydande tillväxt genom förvärven av Ekström & Garay och Historia Group ApS, tror vi att den positiva resultatutvecklingen kommer att fortsätta. Vi anser därför att det finns goda chanser för koncernen att börja visa vinst på EBIT-nivå under 2024. Dock anser vi att EBITDA är det mest relevanta resultatmåttet, eftersom avskrivningar av goodwill väsentligen belastar resultaträkningen.

Om Hoi uppnår sina finansiella mål finns det sannolikt en betydande uppsida för aktien. Målen är dock ambitiöst satta, vilket gör Bolaget starkt beroende av att genomföra flera större förvärv de kommande åren. Med tanke på att inga lönsamhetsmål har kommunicerats, blir det även av stor vikt att följa marginalutvecklingen framöver.

Trots att Hoi har en relativt stabil finansiell ställning anser vi att investerare bör hålla ett öga på utfallet av den kommande företrädesemissionen. En hög teckningsgrad skulle nämligen förbättra förutsättningarna för att optimera balansräkningen och refinansiera kortsiktiga skulder. Å andra sidan skulle en låg teckningsgrad vara negativ för Bolaget.

De primära riskfaktorerna för investeringen, enligt vår bedömning, inkluderar risken för misslyckade förvärv och att lönsamheten inte förbättras framöver. Därför bör stor vikt läggas vid Bolagets marginaler de kommande kvartalen.

Avslutningsvis bedömer vi det som sannolikt att aktien kommer att få en uppsving i takt med att Bolaget bevisar att dess förvärvsstrategi är lönsam, eller att riskviljan bland investerare i svenska mikrobolag förbättras. Om Bolaget med tiden kan visa vinst på EBIT-nivå och en ökande bottenlinje, ökar även potentialen för att fler investerare får upp ögonen för Bolaget.

Disclaimer

© 2024 Impala Nordic. All rights reserved.

Materialet och informationen som upprättats av Impala Nordic är inte att betrakta som investeringsrådgivning av något slag. Varje investeringsbeslut fattas självständigt och tas på egen risk. Finansiella instrument kan både öka och minska i värde, och det finns en risk att du inte får tillbaka investerat kapital. Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic äger inga aktier i Bolaget.

Denna analys är oberoende men finansierad. Detta innebär att Impala Nordic har erhållit betalning från Bolaget för att upprätta analysen. Impala Nordic reserverar sig för eventuella faktafel, felskrivningar och feltolkningar i analysen.

Källor

1. **2024-02-23, Hoi Publishing presenterar bokslutskommuniké för 2023** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-presenterar-bokslutskommunike-for-2023-ba4bbf75>
2. **2023-05-02, Hoi Publishing offentliggör årsredovisningen för 2022** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-offentliggor-arsredovisningen-for-2022-f987186d>
3. **Investor Relations - Hoi Publishing** - <https://www.hoi.se/investor-relations>
4. **2022-09-19, Hoi Agency ingår strategiskt samarbetsavtal med Script46 och förvärvar 25% i bolaget** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-hoi-agency-ingar-strategiskt-samarbetsavtal-med-script46-och-forvarvar-25-i-bolaget-9f7c9f9a>
5. **2023-05-25, Hoi Agency stärker positionen i Script46** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-hoi-agency-starker-positionen-i-script46-i-samband-med-att-det-bolaget-utvecklas-och-rekryterar-mycket-meriterad-vd-ee2ac2e6>
6. **2023-04-27, Hoi Publishing förvärvar det danska förlaget Superlux ApS** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-forvarvar-det-danska-forlaget-superlux-aps-3b367597>
7. **2022-08-08, Hoi Publishing gör tilläggsförvärv från Tallberg Communication and Entertainment** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-gor-tillaggsforvarv-fran-tallberg-communication-and-entertainment-bf631430>
8. **2023-10-30, Hoi Publishing genomför riktad nyemission av B-aktier** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-genomfor-riktad-nyemission-av-b-aktier-om-cirka-1-2-msek-samt-upptar-lan-om-1-5-msek-de9fb3f4>
9. **2024-03-21, "A Life's Worth" blir internationell TV-serie** - <https://mfn.se/cis/a/hoi-publishing/hoi-publishing-a-lifes-worth-magnus-ernstroms-sjalvbiografiska-skildring-fran-bosnienkriget-blir-internationell-teveserie-eac6e3c8>
10. **Ekström & Garay AB - Företagsinformation** - <https://www.allabolag.se/5591932610/ekstrom-garay-ab>
11. **Modernista Group AB - Företagsinformation** - <https://www.allabolag.se/5568292311/modernista-group-ab>
12. **Bonnierförlagen Aktiebolag - Företagsinformation** - <https://www.allabolag.se/5560238445/bonnierforlagen-aktiebolag>
13. **Norstedts Förlagsgrupp AB - Företagsinformation** - <https://www.allabolag.se/5560457748/norstedts-forlagsgrupp-ab>
14. **Piratförlaget Aktiebolag - Företagsinformation** - <https://www.allabolag.se/5565735379/piratforlaget-aktiebolag>
16. **Modernista - Hemsida** - <https://www.modernista.se/>