

**De vigtigste nyheder i andet kvartal:**

- Da vi skrev vores seneste analyse på Hugo Games den 30-05-2016, kendte vi endnu ikke de eksakte betingelser for den varslede emission, der blev gennemført i sommer. Faktum blev, at selskabet udbød 20 mio. nye aktier á 1,5 NOK. Den oprindelige slutdato for emissionen var 11-07, men på selvsamme dag udsendte selskabet en vigtig nyhed om en indgået partneraftale om et nyt spil med FC Barcelona. Tidsfristen blev derfor forlænget til 01-08-2016. Emissionen blev overtegnet, da der indkom tegningsordrer på 35 mio. aktier. Nettoprovenuet blev 24,7 mio. NOK (ca. 20 mio. DKK), hvilket styrker selskabets finansielle stilling.
- I løbet af andet kvartal har Hugo Games indgået endnu en celebrity-aftale – denne gang med Cam Newton, der er en kendt NFL Quarterback og entertainer.
- Hugo Games har også indgået aftale med Play'n GO og RoyalCasino.dk om udvikling af et nyt spil til spilleautomater.
- Den for os at se vigtigste aftale er dog partnerskabet med Lima Sky, der har opnået stor succes med sit Doodle Jump spil, der ligger i top fem over alletiders mest downloadede computerspil.
- Hugo Flower Flush og fodboldspillet Ronaldo: Kick'n`Run er blevet lanceret, hvorved der hidtil i år er lanceret fire nye spil. Intentionen er fortsat at lancere i alt 8 til 9 nye spil i år.
- Selskabet fastholder de langsigtede mål om at have 5 mio. daglige brugere i 2018 med en omsætning pr. bruger pr. dag på 0,15 kr. Ultimo kvartalet havde selskabets spil mere end 500.000 daglige brugere, hvilket dog skal ses i lyset af, at spillet Ronaldo: Kick'n`Run netop var blevet lanceret.
- Meget kan ændre sig i både positiv og negativ retning set 2½ år frem, da Internettet og Gaming-industrien udvikler sig hastigt. Det spændende ved et selskab som Hugo Games er potentialet ved en rigtig fuldræffer, da der ikke findes nogen begrænsning på salgsvolumen opad – og dermed overskuddet. Kunsten er at ramme rigtigt, så det er et "regnestykke" bestående af lav sandsynlighed ganget med en stor nutidsværdi ved en rigtig succes for et spil.
- Kursudviklingen siden børsnoteringen i juni 2015 til kurs 11 NOK har været skuffende for de oprindelige investorer. Siden er der blevet gennemført emissioner, og vi kan ikke afvise behov for yderligere kapitaltilførsler i fremtiden. Det er dyrt at udvikle nye spil, og tempoet i år er højt med 8-9 planlagte spil. For ledelsen gælder det om at holde ambitionerne på et niveau, der passer til selskabets svage finansielle position.
- Omsætningen i aktien er begrænset og børsværdien lav. Ethvert køb af aktien skal derfor tilpasses disse forhold. Som dansk investor skal man desuden forholde sig til valutakursudviklingen på NOK. Med NOK nede i 0,80 burde pilen pege op ad igen.
- Vi finder aktien interessant, men vi må samtidig understrege de ekstraordinært høje risikoforhold. Hugo Games kan stige betydeligt i kurs, hvis blot et af selskabets spil for alvor vinder brugernes gunst. Der er imidlertid hård konkurrence med mange spil på markedet, og kun få udvikler sig til en "guldgrube". Investorer skal vurdere - eller gætte - angående dette spørgsmål baseret på de oplysninger, som er tilgængelige om de nuværende og kommende spil, og se det i forhold til alternative tilbud.

Aktuel Kurs: 1,7 NOK

Børs: Oslo Axess

Markedsværdi: 77,0 mio. NOK

Antal aktier: 45.274.148 styk

Næste regnskab: Q3 regnskab den 11-11-2016

**Anbefaling:**

Kort sigt: Køb for investorer med en meget høj risikoprofil

Langt sigt: Køb for investorer med en meget høj risikoprofil

Kursudvikling 0-6 mdr.: Kan ikke estimeres

Kursudvikling 12-18 mdr.: Kan ikke estimeres.

Tidligere anbefaling 30-05-2016: Hold til efter emission/Køb efter aktietegning (høj risiko). Kursen var 3,4 NOK d. 30-05-2016.

**Selskabets forventninger til 2016**

Selskabet forventer at opnå et bruttoresultat på 20-25 mio. kr. og et brutto driftsresultat (EBITDA) før særlige poster i intervallet +3-7 mio. kr. Efter Q2-regnskabet er forventningen dog, at EBITDA-rammer i den nedre del af dette interval. Målet er i år at skabe et positivt bruttoresultat (EBITDA) for første gang i selskabets historie. I Q2 var der et underskud før skat på 6,7 mio. kr. Den likvide beholdning er pr. 30-06-2016 opgjort til 1,7 mio. kr.

## Muligheder

Hugo Games har et stærkt Brand via trolden Hugo, der i over 25 år har været kendt i mange lande. Der er i år skruet op for tempoet af nye spillanceringer. Endnu mangler selskabet dog at få et banebrydende spil på markedet, der for alvor kan generere indtægter. Selskabet søger at udnytte kendiseffekten af personer som Cristiano Ronaldo, Nyjah Huston og Cam Newton og blive markedsført via deres relationer på de sociale medier. FC Barcelona er et godt navn, men endnu kan vi kun gisne om effekten af et nyt spil relateret til denne stolte fodboldklub. Det nye samarbejde med Lima Sky giver store muligheder. Aktiekursen er faldet fra 11 NOK til nu 1,7 NOK efter flere udvandringer af de bestående aktionærer. Hvis ledelsen formår at skabe et positivt cash-flow i år, synes der at være upside i aktiekursen.

## Risici

Hugo Games opererer i et segment præget af intens konkurrence. Det gælder over for andre spiludbydere, men vigtigst er kampen om at tiltrække og fastholde brugerne. De bedste spil på rette tidspunkt er alfa og omega. Det er en udfordring at få brugerne til at fastholde interessen og få dem til at anvende penge ved køb inde i spillene, der som udgangspunkt er gratis at anvende. Internt i firmaet er det afgørende at kunne tiltrække og fastholde nøgle-medarbejdere. Selskabet er lille målt på børsværdi og -omsætning, ligesom man råder over begrænsede økonomiske ressourcer. Der er risiko for yderligere emissioner i fremtiden, såfremt der opstår forsinkelser i lanceringen af nye spil, eller hvis indtægterne på disse spil ikke lever op til forventningerne. Der er også mulighed for en ny aktietegning, såfremt ledelsen sætter handling bag ordene i strategien om køb af andre selskaber/eksisterende spil.



Hugo Games satser på udvikling af spil baseret på sports-celebrities som fodboldspilleren Cristiano Ronaldo, skateren Nyjah Huston, NFL Quarterbacken Cam Newton og fodboldklubben FC Barcelona samt via et nyt samarbejde med Lima Sky. Samtidig er det dog vigtigt fortsat at være tro mod trolden Hugo.

## Facts om Hugo Games

- Selskabet er dansk og placeret i København. Det blev etableret i 2011 og har siden 25-06-2015 været børsnoteret på Axess (First North) i Oslo. Selskabet udvikler interaktive underholdningsspil, der er gratis at benytte og tilgængelige på forskellige platforme via smartphones og tablets. Forretningskonceptet er oprindeligt bygget op omkring trolden Hugo. Hugo blev især kendt fra underholdningsprogrammet Eleva2ren, der tryllebandt danske seere uge efter uge i starten af 1990'erne. De oprindelige Hugo-spil blev siden udbredt til over 40 lande.
- Selskabet følger en 3-trins strategi om selv af udvikle spil baseret på trolden Hugo, at købe og videreudvikle bestående apps, hvor der er mulighed for succes, og endelig en metode med at benytte kendte personer (celebrities) som blikfang for nye spil.
- Hugo Games lancerede i 2011 Hugo Retro Mania spillet. Siden er fulgt Hugo Troll Race (2012), Hugo World (2013) og Hugo Troll Wars (2013). I 2016 er der blevet lanceret fire nye spil: Axe in Face 2, Hugo Troll Race 2, Hugo Flower Flush og Ronaldo: Kick'n'Run. Aktuelt er der 5 spil under udvikling med planlagt lancering af 4-5 af disse i andet halvår 2016. I indværende år vil der altså i alt blive lanceret 8-9 nye spil, hvoraf de fire allerede er ude på markedet.
- Flere af selskabets ældre spil har fortsat en trofast skare af brugere, om end tallene er forholdsvis begrænsede. Der var store forventninger til sidste års lancering af et skaterspil med Cristiano Ronaldo, hvilket hurtigt blev downloaded over 7 mio. gange. Imidlertid var konstellationen med at lade en fodboldspiller optræde som en skater ikke optimal, hvilket har ført til en ny strategi i brugen af Cristiano Ronaldo (som fodboldspiller). Årets lanceringer har fået en skiftende modtagelse hos brugerne. Axe in Face 2 har ikke præsteret som forventet, og aktuelt venter man på resultaterne fra samarbejdet med Samsung i Asien. Hugo Troll Race 2 ligger også under forventet, men der meldes om en svag forbedring i indtjeningen pr. bruger. Ronaldo: Kick'n'Run er på linje med forventningerne angående antal daglige brugere, men indtjeningsmæssigt under forventet. Derfor indarbejdes der flere fodbold-features i spillet. Flower Flush har ikke opnået den ønskede markedsføring (endnu) på Apple AppStore og Google Play. Der satses desuden nu på en lidt anderledes og dyrere markedsføring.
- Målsætningen er i løbet af tre år at blive et af Nordens førende spiludviklingselskaber med mere end 5 millioner daglige aktive brugere og en daglig omsætning pr. bruger på i gennemsnit 0,15 kr. Det skal sikre et positivt cash-flow og overskud. I år venter ledelsen et positivt EBITDA-resultat efter flere år med underskud.
- Selskabet beskæftigede ultimo sidste år 16 medarbejdere. Desuden er der et samarbejde med det engelske selskab Fuzzy Frog Funday Studio, hvor 12 medarbejdere er dedikeret til at udvikle for Hugo Games.
- Henrik Kølle (født 1965) er administrerende direktør. Peter Ekman (født 1959) er CFO. Bertel Maigaard (født 1983) er formand for bestyrelsen.
- Aktionærforhold efter den gennemførte aktieemission: Aula Holding (kontrolleres af CEO Henrik Kølle) ejer 26,7 %. Bestyrelsesformand Bertel Maigaard ejer direkte og indirekte 5,46% af aktierne. De resterende aktionærer er i overvejende grad danske og norske, men antallet er ikke oplyst.

## Nettoprovenu på ca. 20 mio. kr. fra aktieemission

Børseemissionen blev overtegnet, idet der var tegningsordrer for 35 mio. styk nye aktier og kun udbudt 20 mio. aktier. Den nuværende storaktionær og CEO i selskabet, Henrik Kølle, havde via sit selskab Aula Holding givet forhåndstilsagn om køb for ca. 10 mio. kr. Grundet den store interesse for emissionen endte det med, at der ikke blev tildelt nye aktier til Aula Holding, der derfor fik udvandet sin ejerandel. Aula Holding ejede inden emissionen 47,6% af aktierne, men kun 26,7% efter emissionen. Bestyrelsen og andre ledende personer fik derimod tildelt aktier svarende til ca. 13% af den udbudte mængde. Set ude fra kan det virke besynderligt, at Aula Holding ikke fik tildelt aktier, men det skyldes vel ønsket om at brede aktierne ud på flere investorer. Det kan give god mening. Efter børseemissionen er aktiekursen faldet fra 3,45 NOK op til afslutningen af emissionen til nu 1,7 NOK. Det er sket under en meget tynd omsætning på blot 25.687 styk aktier. Det viser, hvor begrænset omsætningen er i denne aktie.

Umiddelbart må emissionen betegnes som succesfuld som følge af den store overtegning.

Bruttoprovenuet var 30 mio. NOK og efter omkostninger 24,7 mio. NOK. Det svarer til ca. 20 mio. kr. Pr. 30-06-2016 udgjorde den likvide beholdning 1,7 mio. kr., hvorfra skal trækkes 10,0 mio. kr. lån (heraf 4,0 mio. kr. i lån fra aktionærer). Det nye likviditetsgrundlag er derfor steget til 1,7 minus 10,0 plus 20 mio. kr. = 11,7 mio. kr. Kapitalgrundlaget er dermed styrket men fortsat svagt. Det er derfor endnu mere vigtigt, at ledelsens guidance om et beskedent underskud i år vil holde stik. Der er ikke penge til at opretholde driften i meget mere end et år frem.

## Det er nu succesen skal sikres

Timingen med at lancere fodboldspillet Ronaldo: Kick´n´Run kunne næsten ikke være mere perfekt. Det skete nemlig under EM-slutrunden i fodbold, hvor Ronaldo jo sammen med Portugal endte øverst på skamlen. Ronaldo er jf. aftalen forpligtet til at dele spillet via Facebook, Instagram, Twitter m.fl. Cristiano Ronaldo menes at have over 200 mio. følgere på de sociale medier. Der er altså tale om en massiv eksponering takket være hans enorme netværk. Set i dette lys er det skuffende, at Hugo Games ikke har formået at følge hans succes på grønsværen op med et brag af en lancering. Tallet for aktive daglige brugere er så vidt vi forstår oplysningerne fra Hugo Games på linje med forventningerne, men indtægterne (køb inde i spillet) ligger under estimat. Derfor arbejdes der på at implementere nye funktioner. Det havde været ønskeligt, hvis man havde formået fra dag nr. 1 at ramme og fastholde målgruppen og ikke siden skulle indarbejde nye funktioner. Det gælder om at ramme rigtigt i første forsøg, men det er også her at den allerstørste udfordring ligger.

Konkurrencen på Gaming-markedet er intens. Der udbydes dagligt en masse nye spil, og brugerne kan frit vælge, da spil i udgangspunktet er gratis. Indtægterne skal komme fra tilkøb inde i spillene. Selvom lanceringen af Kick´n´Run umiddelbart var perfekt, så kunne Hugo Games ikke vide, at der kort tid efter blev lanceret et helt anderledes nyt spil kaldet Pokemon GO, hvilket har taget markedet med storm. Der er nu engang kun 24 timer i døgnet, og for tiden er Pokemon IN hos brugerne. Det er ærgerligt for Hugo Games med dette sammenfald af tidspunktet for lancering af de to spil.

Hugo Games gør mange ting rigtigt. Man associerer sig med kendte celebrities inden for sportsverdenen, og lancerer spil, der siden promoveres via Apple AppStore, Google PLAY og de kendtes store internetbaserede netværk. Spillene kommer bredt ud, men ingen kan på forhånd vide, om et spil bliver en succes eller ej.

I resten af 2016 vil der blive lanceret 4-5 nye spil, blandt andet Street Soccer Ultimate, spillet Nyjah Huston: Super Skater og Cam Newton: Football Run. Kun fremtiden vil vise, om spillene opnår den ønskede succes.

## Nye spændende spil under udvikling med lancering i 2017

Der skal være penge i kassen til at udvikle flere nye spændende spil, der ventes sendt på markedet i 2017. Der er derfor brug for en succes med de spil, som lanceres i år, så der er penge til lanceringerne i 2017. Der er store forventninger til 50/50 samarbejdet med Lima Sky om udvikling af et nyt spil (Doodle Jump2), der ventes på markedet i Q1-Q2 2017. Lima Sky er en spændende og attraktiv samarbejdspartner, idet selskabet har stor succes med spillet Doodle Jump, der trods 7 år på bagen er downloaded i stor stil. Doodle Jump blev af brugerne på Google Play udnævnt som årets bedste spil i 2015. Det interessante er, at Hugo Games og Lima Sky har forpligtet sig til at krydspromovere selskabernes spil, hvilket klart må være en fordel for Hugo Games. Samarbejdet forløber planmæssigt, men det skal for god ordens skyld nævnes, at Lima Sky har en klausul, hvorved de har mulighed for at opsige samarbejdet, hvis det udviklede spil ikke lever op til nogle specifikke krav.

I juli 2016 er der blevet meldt om et nyt samarbejde med FC Barcelona. Hugo Games skal udvikle et fodboldspil, og efterhånden må der være høstet mange erfaringer fra fodboldspillene med Ronaldo, så man denne gang kan ramme markedet korrekt i første forsøg. Med denne aftale er der indgået aftaler med relationer til to af de mægtigste fodboldklubber i verden, FC Barcelona og Real Madrid (Ronaldo).

## Markedet for computerspil

Hugo Games er en mindre aktør blandt utallige spiludviklere i verden. Konkurrencen er intens, og udfordringen består i at udvikle spil, der appellerer til brugerne. Trafikken på Internettet er i eksplosiv vækst, og det samme gælder antallet af smartphones og små devices. Folk bruger mere og mere tid på spil og på at surfe på Internettet, men tolerancetærsklen er lav – man skal kunne se værdi i at foretage et download – ellers går man bare hurtigt videre til den næste mulighed. Kampen om brugerne sker via markedsføring, brug af celebrities og indgåelse af samarbejder. I en verden med lidt over 7 mia. mennesker er der især stor vækst i antallet af brugere af smartphones i Emerging Markets. Specifikt for Q2 melder Hugo Games om stor interesse for selskabets spil i Tyskland, Danmark, Amerika, Frankrig og Rusland. Vi er lidt skuffede over, at der ikke også nævnes et geografisk område som Asien, idet Hugo Games her har et samarbejde med MygameX, som er en ledende udgiver af mobile spil på det kinesiske marked. I juni indgik Hugo Games en aftale med Samsung om, at Axe in Face vil være et blandt fire præinstallerede spil i nye Samsung smartphones. Samarbejdet er dog endnu så nyt, at det ikke har kunnet aflæses i Q2 rapporten.

Hugo Games markedsfører deres spil på de gængse trafikkanaler og blandt andet via brug af celebrities. Der er store penge at hente på spil-markedet, hvis man kan udvikle de rigtige spil og lancere på det rette tidspunkt. Desværre er det kun et fåtal af de lancerede spil, der kan opnå og fastholde brugernes interesse.

Spil markedsføres via blandt andet AppStore og Google Play og via specifikke samarbejdsaftaler. Det er forbundet med store udgifter. Indtægterne kommer fra reklamer i spillene og tilkøb inde i spillene foretaget af brugerne. Det er muligt i snart sagt alle spil at købe sig til ekstra features, fx spilforlængende eller optimerende ting. Selv om der er tale om små beløb pr. køb, så løber det op, jo flere brugere man formår at tiltrække til spillene. Brugernes alder er meget diversificeret, og det udgør en fordel i et let påvirkeligt marked, hvor især unge kan skifte præference på et splitsekund og aldrig vil vende tilbage igen til et gammelt spil - uanset hvad udbyderen gør for at forbedre det. Mere modne personer har længerevarende præferencer for deres udvalgte spil.

## Hugo Games satser på kendte navne

Selskabet er inde i en afgørende fase, hvor der skal opnås en rigtig succes med brugerantallet for et nyt spil. Hvis blot et eller måske to af de nye spil bliver en gamechanger, kan det for alvor skabe nyt liv i selskabet og dermed aktien. Barrieren mellem succes eller fiasko er dog lille. Der er kun en kort periode til at tjene pengene hjem på nye spil – og denne information skal vurderes i forhold til strukturen med et overvældende udbud af nyheder, hvor små udbydere og nystartede folk har svært ved at hamle op med store firmaer. Det ligner musik, hvor der hvert eneste år er et enormt udbud, som udkrystalliserer sig i et mindre antal sange med varig værdi og brug, så kunstneren får et gennembrud. Opgaven som udbyder består i at lancere en sådan "evergreen" – i dette tilfælde drejer det sig bare om et spil.

Markedet for mobile spil boomer, og der er store penge at tjene, for dem der lykkes. Hugo Games har et mål om at opnå 5 mio. daglige aktive brugere i slutningen i 2018. Til sammenligning venter selskabet i år at have mellem 1,8 og 2,2 mio. daglige brugere. Intentionen er en omsætning pr. daglig bruger på 0,15 kr. svarende til 750.000 kr. pr. dag. Det vil give 270 mio. kr. i omsætning i 2018. Det vil være en gevaldig fremgang i forhold til prognosen for indeværende år. Det er fortsat målet, at selskabet for første gang i år skal opnå et positivt EBITDA-resultat før særlige poster på 3-7 mio. kr. - dog angives det nu til at blive i den nedre ende af intervallet. Med et underskud i første halvår skal der opnås et gennembrud i andet halvår for at indfri denne guidance.

I Q2-regnskabet har selskabet anført en række forhold, der kan ændre på de opstillede mål. Ledelsen tager således forbehold for, at der blandt andet kan ske ændringer omkring antallet af nye spillanceringer og tidspunktet herfor. Hvis tidsplanen forrykkes, kan det få stor betydning for selskabets økonomi. Med 11,7 mio. kr. netto i likviditet, er det nødvendigt, at der for alvor begynder at komme indtægter fra de lancerede spil. Vi må således påpege risikoen for, at der kan komme flere emissioner i de kommende år for at styrke kapitalen. En investering i Hugo Games er forbundet med ekstraordinær høj risiko. Afkastet kan blive enormt, men der er også stor risiko for tab.

## Regnskabstal i DKK

I tusind DKK	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	4.549	6.344	3.198	21.000
EBITDA	474	-1.215	-16.637	2.000
Driftsresultat (EBIT)	-1.153	-4.711	-33.909	-11.000
Nettoresultat	-849	-3.629	-29.431	-9.000
Investeringer		16	64	50
Aktiverede udviklingsomkostninger	25.428	34.639	40.538	43.000
Likvid beholdning		12.000	14.600	15.000
Balance	31.241	51.143	63.240	72.000
Egenkapital	13.394	36.874	52.055	63.000



## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.