

Embracer Group AB Aktienanalyse

29. MAI 2022



JAN FUHRMANN CHRISTIAN LÄMMLE

EMBRACER - REALE RENDITEN MIT VIRTUELLEN WELTEN

In dieser Analyse sprechen wir über einen Konzern, der sich vom reinen Comicladen hin zum global agierenden Medien- und Videospielplayer entwickelt hat. Wachstum wird erreicht durch interne Investitionen und den Aufkauf von anderen Unternehmen. Diese Strategie scheint zu fruchten, denn in den letzten 4 Jahren konnte man den Umsatz um über 1.500 % erhöhen.

ÜBERSICHT

WKN / ISIN
Branche
Einordnung (Peter Lynch)
Fundamentales WLA-Rating
Technisches WLA-Rating
Porters Burggraben-Rating
Marktkapitalisierung
Dividendenrendite
KGV
Firmensitz
Gründungsjahr

A3C36T/SE0016828511
Nicht-Basiskonsumgüter
Fast Grower
5/10
4/10
17/25
93,13 Mrd. SEK (8,83 Mrd. EUR)
0,00 %
-23,07
Karlstad (Schweden)
2011 (heutige Form)

AUTOREN

Mitarbeiter



Jan Fuhrmann Head of Research

"If you're not failing, you're not pushing your limits, and if you're not pushing your limits, you're not maximizing your potential." - Ray Dalio

12.500



Christian Lämmle Head of Research

[&]quot;Markets are never wrong, only opinions are." - Jesse Livermore

Embracer Holdings Inc. Aktienanalyse

OMXSTO: EMBRAC_B

KURZPORTRAIT

In dieser Woche haben wir uns eine spezielle Aktie aus dem Gaming-Sektor herausgesucht, welche sowohl aus fundamentaler als auch aus technischer Sicht spannend zu sein scheint. Aus diesem Grund bleibt sogar der Name des Unternehmens exklusiv unseren Mitgliedern vorbehalten.

In den letzten vier Jahren konnte der Umsatz um mehr als 1.500 % gesteigert werden und die derzeitige Korrektur hat ein historisches Ausmaß erreicht. Einerseits macht dies eine Einschätzung schwieriger, aber andererseits konnte sich der Wert bereits stabilisieren und eine Bodenbildung ist fast abgeschlossen. Übergeordnet ist eine Aufwärtstrend aktiv, welcher im Anschluss an die derzeitige Abwärtskorrektur wohl fortgesetzt wird,

Die Analyse bezieht sich auf den Kenntnisstand unserer Recherche vom 28.05.2022.

Inhaltsverzeichnis

I. DAS UNTERNEHMEN	6
 Historie Gründung Einstieg ins Geschäft der Videospiele Neues Geschäftsmodell Börsengang und Umbenennung 	6
Mission und NachhaltigkeitMissionNachhaltigkeit	8
Aktionärsstruktur	10
 Geschäftsmodell Embracer Konzern Wachstumsstrategie von Embracer Rolle von Embracer in der Wertschöpfungskette Pipeline von Embracer (Auswahl) 	וו
BurggrabenEinleitungPorters Five Forces	18
Geschäftsführung	21
2. FUNDAMENTALE ANSICHT	22
KennzahlenUmsatzEBIT und KonzerngewinnMargen	22
Dividendenpolitik	27
Historische KennzahlenKUVKGVKOCV	28
Einordnung nach Peter Lynch	30
Fundamentales Wir Lieben Aktien-Rating	31

3.	KONKURRENZVERGLEICH UND BRANCHENANALYSE	32
	Allgemeine Infos über die BrancheEinleitungÜbersicht: Videospielmarkt	32
	 Überblick über die Konkurrenz Kennzahlen Performance seit dem Börsengang 	37
4.	CHANCEN UND RISIKEN	39
	ChancenDiversifikation (1)Starke Produktpipeline (2)	39
	Risiken • Verschuldung (1) • Potenzielle AAA-Titel als Flop (2)	41
5.	UNSERE BEWERTUNG	43
	 Die Eigenkapitalkosten Optimistisches Szenario Pessimistisches Szenario DCF-Modell Unsere Einschätzung 	
6.	TECHNISCHE ANSICHT	46
	Charttechnische Trendeinordnung • Übersicht • Langfristig • Mittelfristig • Kurzfristig • Aussicht	46
	Technisches Wir Lieben Aktien-Rating	49
	Marktsymmetrie	50
7.	FAZIT	51

1. Das Unternehmen

HISTORIE

Gründung

Mit nur 13 Jahren hat Lars Wingefors seine unternehmerische Tätigkeit begonnen - mit Gaming hatte das damals allerdings wenig zu tun. Wingefors begann mit seiner eigenen Comic-Sammlung ein Geschäft, welches schon zwei Jahre später zum größten Comic-Versandhandel Schwedens wurde. Der ursprüngliche Antrieb, Geld zu verdienen und sich etwas aufzubauen, ging somit hervorragend auf. 1995 wurde ihm bewusst, dass sich einige gebrauchte Videospiele in einem Comic-Laden, den er häufig besuchte, deutlich besser verkauften als die Comics Damit war die Idee zur Expansion und Geschäftsentwicklung geboren.

1997 brach der Gründer dann die High School ab und führte ein Geschäft mit mehreren Millionen Euro Umsatz (umgerechnet). Eine, für sein Alter, nahezu einzigartige Leistung, wie man sie nur selten sieht.

Einstieg ins Geschäft der Videospiele

Im Jahr 2000 betrieb Lars Wingefors schließlich den größten unabhängigen Großhandel für Videospiele in Schweden und hatte dabei nur ein Problem: Sehr niedrige Margen. Gemeinsam mit dem Wirtschaftswissenschaftler Erik Stenberg schaffte es Wingefors jedoch, Investoren mit an Bord zu holen und konnte mit dem frischen Kapital das Start-up Gameplay für 8 Mio. GBP übernehmen. Dies war zum Höhepunkt der Dotcom-Blase und somit ein sehr ungünstiger Zeitpunkt, aber es zeigte dennoch die künftige Ausrichtung des Unternehmens, welche von vielen weiteren Akquisitionen geprägt war.

Neues Geschäftsmodell

Nachdem man sich nun auf Erstveröffentlichungen von Spielen fokussierte, änderte Lars Wingefors das Geschäftsmodell 2004 entscheidend. Als Game Outlet Europe verkaufte das Unternehmen Spiele in ganz Europa und bediente dabei auch den Massenmarkt und nicht nur Läden für Videospiele. Die Transformation des Geschäfts war letztendlich erfolgreich und bot die Möglichkeit für weitere Investitionen.

2007 gründete man Nordic Games, die günstige bis mittelteure Videospiele veröffentlichten. Viele haben sicherlich schon "We Sing" auf der Wii gespielt – dies stammt bspw. aus dem Hause von Nordic Games. In den folgenden Jahren erfolgten noch etliche weitere Akquisitionen, die das Portfolio ausweiteten. Die Anzahl der Akquisitionen in der Abbildung 1 beziehen sich auf das jeweilige Kalenderjahr (nicht Geschäftsjahr).

Akquisitionen von der Embracer Group



Abb. 1: Akquisitionen von der Embracer Group

Börsengang und Umbenennung

Kurz von dem Börsengang (Ende 2016) erfolgte die Umbenennung in THQ Nordic, da man sich unter dieser Bezeichnung schon einen gewissen Bekanntheitsgrad erarbeitet hatte. Für einen Börsengang ist dies grundsätzlich hilfreich, denn bei einem höheren Interesse der Investoren kann der Konzern mehr Kapital einsammeln.

Der Name Embracer Group besteht erst seit 2019. Der Grund für die Umbenennung lag in einer häufigen Verwechslung von der Muttergesellschaft mit der bereits erwähnten Tochter THQ Nordic.

MISSION UND NACHHALTIGKEIT

Mission

Im Rahmen der Umbenennung zu Embracer Group erklärte das Unternehmen auch die eigene Mission: Es wolle "großartige Unternehmen, großartige Menschen und großartige Ideen (...) unterstützen" (Embracer Group AB, übersetzt). Das englische Wort "embrace" spiegelt genau das wider, denn es bedeutet so viel wie "umarmen" im Sinne von "unterstützen" oder "fördern". Für den Kunden bzw. Gesellschaft möchte Embracer einen guten Unterhaltungswert bieten.

Nachhaltigkeit

Grafik: eigene Darstellung Quelle: Embracer Group AB

Embracer legt Wert darauf, einen langfristigen Mehrwert für alle Stakeholder zu schaffen und betont dabei zum einen die langfristige Ausrichtung und zum anderen den Vorteil des dezentralisierten Geschäftsmodells. Durch letzteres ist es laut eigener Aussage besser möglich, Risiken zu managen und das eigene Geschäft weiterzuentwickeln. Gerade das Thema Nachhaltigkeit wird noch einmal separat hervorgehoben:

Environment Social Government Grünerer Planet **Großartige Leute** Geschäftssinn Wir wollen unseren Planeten Mit Ehrlichkeit und Vertrauen Unsere Mitarbeiter sind durch Innovation und tätigen wir Akquisitionen kreativ, engagiert und unser und bauen langfristig wichtigstes Kapital. grüner machen. Markenwerte auf.

Solide Arbeit
Unsere Produkte unterhalten und erzeugen Gefühle,
die auf kreativem Ausdruck und

gesundem Menschenverstand basieren.

Smarter Business - Unser Ansatz für Nachhaltigkeit

Abb. 2: Nachhaltigkeitsansatz von Embracer

In Bezug auf die Umwelt möchte Embracer mit innovativen und technologischen Fortschritten sowie lokalen Aktivitäten, einen positiven Einfluss ausüben. Dabei wird vor allem auf Investments in Partnerschaften gesetzt, um u. a. den Klimawandel zu verhindern bzw. abzuschwächen und den eigenen ökologischen Fußabdruck zu verkleinern. Besonders ist Embracer sich den Auswirkungen der Rechenzentren bewusst, die für das eigene operative Geschäft benötigt werden. Das übergeordnete Ziel ist das Erreichen der Netto-Null in Bezug auf die Emissionen.

Da Embracer als dezentraler Konzern mit verschiedenen operativen

Gruppen auftritt, hat man eine sog. Ambassador Group (Botschaftergruppe) eingerichtet. In jeder Gruppe gibt es einen Nachhaltigkeitsbotschafter, der Einblicke aus dem jeweiligen Bereich teilt. Bei regelmäßigen Treffen der inzwischen 40 Mitglieder umfassenden Ambassador Group werden dann Initiativen und Ideen ausgearbeitet, die der Nachhaltigkeit zugutekommen sollen.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Embracer hat A-Aktien und B-Aktien, welche jeweils eine unterschiedliche Gewichtung in Bezug auf das Stimmrecht haben. Die A-Aktien haben ein höheres Stimmrecht und sind nur im Besitz von dem Gründer und CEO Lars Wingefors sowie Matthew Karch und Andrey lones.

Lars Wingefors hält rund 23,20 % des Gesamtkapitals und hat zugleich 42,30 % der gesamten Stimmrechte. Sobald also nur wenige Aktionäre nicht von ihrem Stimmrecht Gebrauch machen, hat Wingefors eine einfache Mehrheit.

Mit (gemeinsam) 11,47 % der Stimmrechte sind Matthew Karch und Andrey Iones ansonsten die einzigen weiteren relevanten Einzelaktionäre. Matthew Karch und Andrey Iones sind zwei der drei Mitbegründer von Saber Interactive. Dies ist ein Entwicklungsstudio für Videospiele, welches 2020 von Embracer übernommen wurde. Darüber hinaus ist Karch Mitglied des Boards von Embracer.

GESCHÄFTSMODELL

Embracer Konzern

Die Embracer Gruppe fungiert als Dachkonzern für mehrere Unternehmen, die Spiele für den PC, Konsolen und Handys entwickeln, veröffentlichen und vermarkten. Die letzten beiden Punkte beschreiben in der Videospielbranche einen sogenannten "Publisher". Insgesamt kommt Embracer somit auf mehr als 800 Franchise. Das sind die Marken der einzelnen Spiele oder Spielreihen. Zu den bekannteren Namen gehören Saints Row, Goat Simulator, Dead Island, Darksiders, Metro, MX vs ATV, Kingdoms of Amalur, TimeSplitters, Satisfactory, Wreckfest, Insurgency, World War Z sowie Borderlands und viele weitere.

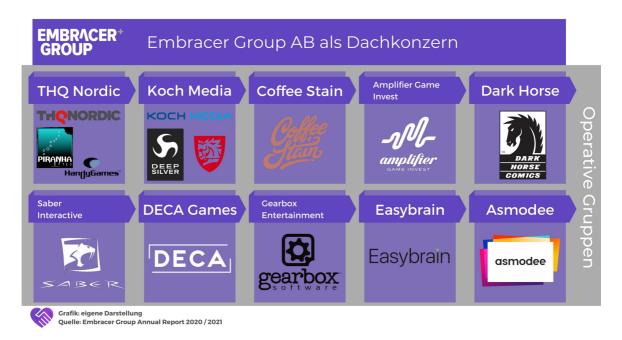


Abb. 3: Struktur der Embracer Gruppe mit den zehn operierenden Gesellschaften und den untergeordneten, wichtigsten Tochtergesellschaften

Insgesamt besteht die Embracer Group aus zehn operierenden Subunternehmen, die man als Dachgesellschaft verwaltet. Jede einzelne Tochtergesellschaft von Embracer agiert jedoch unabhängig. Die einzelnen Unternehmen besitzen teilweise jeweils nochmal eigene, untergeordnete Tochtergesellschaften. Zu THQ Nordic gehört mit Piranha Bytes und HandyGames bspw. eine der wichtigsten Einheiten von Embracer. Zu Koch Media gehören Deepsilver und Warhorse Studios.

Wachstumsstrategie von Embracer

Der Konzern hat in der Vergangenheit bereits bewiesen, dass auch hohes Wachstum konstant gehalten werden kann. Die Strategie fußt

hierbei auf organisches als auch nicht-organisches Wachstum. Unternehmen sollen weiterhin akquiriert werden, genauso wie Publisher und Spieleentwickler. Gleichzeitig will man aber auch mit bereits im Unternehmen vorhanden Strukturen wachsen: Über neue Spieleentwicklungen, eigens hervorgerufene Projekte und zusätzliches Marketing von bereits vorhandenen Titeln.

Auf der Akquisitionsseite steht das Aufkaufen weiterer Unternehmen, Studios und Publisher. Auf der organischen Seite stehen bereits vorhandene Gesellschaften, deren Portfolios weiter profitabel gepflegt werden sollen. Hierfür werden neue Unternehmen ins Leben gerufen, neue Spiele entwickelt und vorhandene Titel mit DLCs (Downloaded Content) und Updates gepflegt, außerdem das Marketing und Publishing vorangetrieben.



Abb. 4: Wachstumsstrategie von Embracer

Rolle von Embracer in der Wertschöpfungskette

Jede Wirtschaftssparte besitzt eine Wertschöpfungskette. Das ist der Prozess, in dem ein "Rohstoff" zum Endprodukt wird. In der Gamingbranche gibt es logischerweise keinen Rohstoff, da es sich um ein digitales Produkt handelt, trotzdem gibt es einen Prozess, den ein Spiel normalerweise von der Idee zum Endprodukt durchläuft. Um das Geschäftsmodell von Embracer als Dachorganisation zu verstehen, schauen wir uns also an, wie dieser Vorgang aufgebaut ist – und wo das Unternehmen seine Finger im Spiel hat (im wahrsten Sinne des Wortes).

Die Rolle von Embracer in der Wertschöpfungskette

n der Gamingbranche besteht die Wertschöpfungskette aus drei wichtigen Teilen, die zum Spiel führen: IP-Owner, Entwickler und Publisher. Von da an geht es an die digitalen) Reseller/Retailer weiter hin zum Endkunden. Die Rolle von Embracer reicht über alle wichtigen Punkte

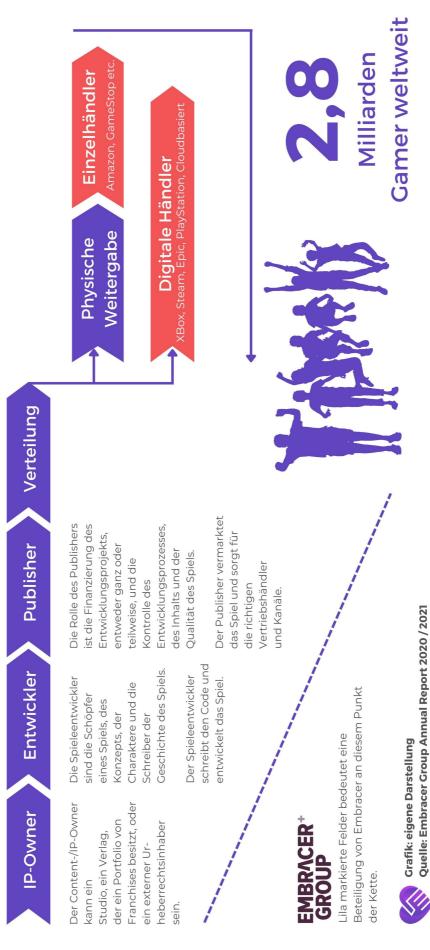


Abb. 5: Rolle von Embracer in der Wertschöpfungskette der Spieleindustrie

Üblicherweise beginnt die Entwicklung eines Videospiels mit einer Marke, die zu einem Content Owner/IP-Owner gehört. Das könnte z. B. ein externes Unternehmen wie Marvel/Disney sein, das ein Spiel zu den Avengers haben möchte oder die Rechte dafür verkauft. Von da an geht es weiter an ein Entwicklerstudio, welches die wichtigste Aufgabe übernimmt: Schreiben des Codes für das Spiel, Konzept, Charaktere und so weiter. Ist das Spiel fertig, dann übernimmt der Publisher, der bereits schon im vorherigen Schritt teilweise aktiv war und die Entwicklung des Spiels überwacht sowie die Finanzierung übernommen hat. Der Publisher ist außerdem verantwortlich für sämtliches Marketing und die Weitergabe und Logistikplanung für die Veröffentlichung des Spiels, sowohl an physische Händler/Einzelhändler wie Amazon oder Gamestop als auch digitale Contributoren wie Xbox, Steam, Playstation etc.

Die Embracer Gruppe ist an allen drei Schritten für die eigentliche Entwicklung des Spiels beteiligt. Insgesamt gehören dem Unternehmen 240 Spieletitel und Franchise und 60 interne Entwicklerstudios mit globalen Kapazitäten. Somit ist das Unternehmen im kompletten Entwicklungsprozess stark und diversifiziert aufgestellt.

Pipeline von Embracer (Auswahl)

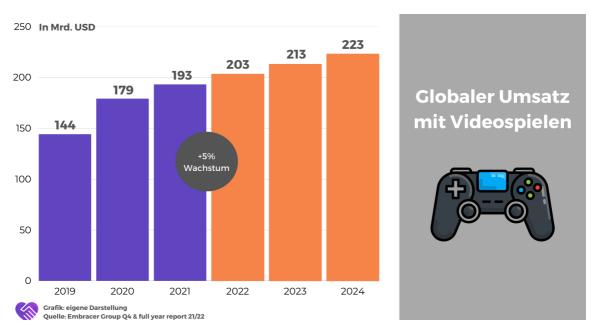


Abb. 6: Globaler Umsatz mit Videospielen

Die Auswahl der Spiele von Embracer und den entsprechend zugehörigen Publishern und Entwicklern ist riesig und reicht über alle Formen: Handyspiele, PC-Spiele und Konsolen. Außerdem werden so gut wie alle Genres abgedeckt. Wir haben drei der Titel rausgesucht, die Embracer auch mitunter im eigenen Geschäftsbericht vorgestellt hat, rausgesucht, um Dir einen kleinen Eindruck über die Arbeit des Unternehmens zu verschaffen. Alles andere würde den Rahmen sprengen und man könnte bestimmt zu THQ Nordic, einem der wichtigsten Publisher von Embracer, eine ganze Analyse schreiben. Fast alle Titel, die Embracer veröffentlicht, sind auch über IPs im Besitz des Unternehmens, nur selten werden externe Franchise entwickelt.

Desperados III

Publisher: THQ Nordic + Studio Mimimi (extern)

DESPERADOS





Abb. 7: Desperados III

"Desperados III ist ein handlungsorientiertes, taktisches Hardcore Stealth Spiel, das in einem unbarmherzigen Wildwest-Szenario spielt. Ein guter Plan kann den Unterschied zwischen Überleben und dem Abschuss einer Pistole ausmachen."

Kingdoms of Amalur

Publisher: THQ Nordic/Entwickler: Kaiko

"Entdecke die Geheimnisse von Amalur, von der pulsierenden Stadt Rathir über die riesige Region Dalentarth bis hin zu den düsteren Kerkern der Höhlen von Brigand Hall. Remastered mit atemberaubender Grafik und verfeinertem Gameplay."



Abb. 8: Kingdoms von Amalur

"Desperados III ist ein handlungsorientiertes, taktisches Hardcore Stealth Spiel, das in einem unbarmherzigen Wildwest-Szenario spielt. Ein guter Plan kann den Unterschied zwischen Überleben und dem Abschuss einer Pistole ausmachen."

SPONGEBOB: Battle for Bikini Bottom – Rehydrated Publisher: THQ Nordic/Entwickler: Purple Lamp Studios



Abb. 9: SPONGEBOB: Battle for Bikini Bottom - Rehydrated

"Spiele als SpongeBob, Patrick und Sandy und zeige dem bösen Plankton, dass sich Verbrechen noch weniger lohnt als die Arbeit bei Mr. Krabs. Willst du Bikini Bottom mit deinen mächtigen Seifenblasen vor den zügellosen Robotern retten? Aber natürlich willst du das!"

BURGGRABEN

Einleitung

Zum 31. März diesen Jahres gehörten 181 Studios mit insgesamt 12.760 Mitarbeitern zu Embracer. Hierin sehen wir einen wichtigen Beitrag zum Burggraben, denn das Unternehmen besitzt somit die Kapazitäten, um das bestehende Portfolio, welches bereits äußerst umfassend ist, weiter auszubauen.

Um den stetigen Ausbau des Produktportfolios mit Zahlen zu untermauern, ist in Abbildung 10 die Entwicklung der Anzahl an Franchise bzw. Marken dargestellt, welche zu Embracer gehören. Während sich diese im letzten Quartal des Geschäftsjahres 2018 noch auf 91 belief, konnte bis zum 31. März 2022 eine Steigerung auf 815 Stück realisiert werden. Zum aktuellen Zeitpunkt ist die Anzahl an Franchise sogar auf über 850 angewachsen.

Anzahl der Franchise, die zur Embracer Group gehören

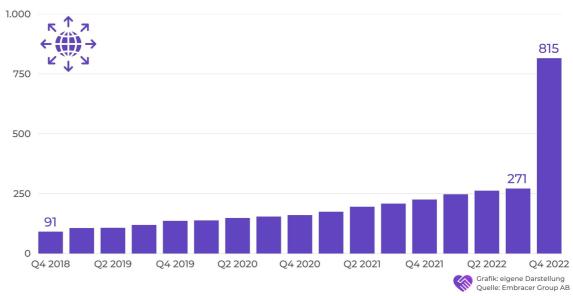


Abb. 10: Anzahl der Franchise, die zur Embracer Group gehören

Porters Five Forces

Nachstehend die Branchenstrukturanalyse nach Michael E. Porter. Diese dient der Einordnung von externen Kräften, welche auf die Unternehmen einer Branche einwirken. Unsere Skala reicht hierbei von 0 bis 5. Je besser Embracer aufgestellt ist, desto höher ist die Punktzahl, welche wir vergeben.

Rivalität unter bestehenden 2/5 Wettbewerbern Nach Angaben des Managements konnte Embracer in den für das Unternehmen relevanten Märkten zuletzt einen Anteil von 1,50 % für sich beanspruchen. Obwohl das schwedische Unternehmen im Laufe der letzten Jahre mit einer Reihe von Akquisitionen ein beachtliches Portfolio an Franchise aufgebaut hat, ist die Rivalität unter bestehenden Wettbewerbern aus diesem Grund nicht zu unterschätzen.

Bedrohung durch neue Wettbewerber

4/5

4/5

3/5

Neue Konkurrenten stellen aus unserer Perspektive eine weitaus geringere Bedrohung für Embracer dar. Diese können zwar auch mit einem unerwarteten Erfolg Marktanteile gewinnen, dennoch halten wir die entsprechende Wahrscheinlichkeit für Mitbewerber niedriger. Aufstrebende könnten auch als Akquisitionsziel und dementsprechend als Chance für Embracer betrachtet werden. Daher vergeben wir für diese externe Kraft 4 von 5 Punkten.

Verhandlungsmacht der Lieferanten Innerhalb des operativen Geschäfts von Embracer können z. B. Distributoren der Spiele wie Steam, Amazon oder GameStop als Lieferanten bzw. Kooperationspartner identifiziert werden. Obwohl Marktanteile von Embracer zum aktuellen Zeitpunkt vergleichsweise niedrig sind, ist das Unternehmen in den letzten Jahren zu einem Entwickler von mehreren erfolgreichen Titeln herangewachsen. Daher erachten wir die Verhandlungsmacht der Lieferanten als eher gering.

Verhandlungsmacht der Kunden Die potenzielle Kundengruppe von Embracer ist riesig. Aktuellen Schätzungen zufolge existieren weltweit mehr als 3 Mrd. Menschen, welche ihre Zeit regelmäßig mit (Video-)Spielen verbringen. Mit Brett-, Handy-, PC- und Konsolenspielen bedient Embracer außerdem verschiedene

Verhandlungsmacht der
Kunden

Teilbereiche der Branche. Somit kann die
Abhängigkeit und Verhandlungsmacht von
einzelnen Kunden als eher niedrig
eingestuft werden.

Aus Sicht der Unternehmensführung ist die
Gaming-Industrie eine der attraktivsten
Branchen in den kommenden Jahrzehnten,

Bedrohung durch 4/5 Ersatzprodukte Aus Sicht der Unternehmensführung ist die Gaming-Industrie eine der attraktivsten Branchen in den kommenden Jahrzehnten, für die weiterhin Zuwächse erwartet werden. Im Rahmen der folgenden Branchenanalyse werden wir hierauf einen detaillierten Blick werfen. Eine Freizeitbeschäftigung, welche das Potenzial besitzt, Gaming nachhaltig zu ersetzen, können wir uns aktuell nicht vorstellen.



Abb. 11: In Porters Burggraben-Rating erzielt Embracer 17 von 25 Punkten.

GESCHÄFTSFÜHRUNG

Lars Wingefors

Lars Wingefors wurde 1977 geboren und wuchs in Schweden in mittleren Verhältnissen auf – weder arm noch reich. Schon früh wurde ihm aber klar, dass er selbst etwas tun muss, um ein Vermögen aufzubauen und so entstand im Laufe der Zeit die heutige Embracer Group.

Neben seiner Position als Gründer und größter Einzelaktionär von Embracer ist er auch heute noch der CEO und leitet das Unternehmen somit ununterbrochen. An der langfristig positiven Entwicklung von Embracer kann man seine Fähigkeiten sehr gut erkennen.

Ein Studium hat Wingefors nicht abgeschlossen, denn er brach dieses aufgrund des extremen Erfolgs seines eigenen Unternehmens ab. Zudem hat Wingefors keine Erfahrung bei anderen Firmen sammeln können.



Abb. 12: Lars Wingefors

2. Fundamentale Ansicht



Aktienfinder

Die Prognosen aus diesem Abschnitt werden vom <u>Aktienfinder</u> zur Verfügung gestellt.

KENNZAHLEN

Umsatz

Entwicklung

Bei der Betrachtung der historischen Kennzahlen von Embracer ergibt sich eine Besonderheit. Bis einschließlich 2017 endete das Geschäftsjahr des schwedischen Gaming- und Entertainmentkonzerns am 31. Dezember und stimmte demnach mit dem Kalenderjahr überein. Im Rahmen der Hauptversammlung in 2018 haben die Aktionäre jedoch beschlossen, das Wirtschaftsjahr von Embracer an jenes von wichtigen Tochtergesellschaften anzugleichen. Seitdem erstreckt sich dieses vom 01. April bis zum 31. März. Um eine Vergleichbarkeit der folgenden Kennzahlen zu gewährleisten, haben wir für 2018 und 2019 entsprechende Anpassungen vorgenommen.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Analyse entspricht 1 EUR ungefähr 10 SEK. Um die Größenordnung der folgenden Kennzahlen grob einschätzen zu können, kannst Du die Werte also durch 10 dividieren.

Dass die Erlöse zwischen den einzelnen Quartalen stark schwanken, ist bei Embracer keine Seltenheit. Dies ist neben Saisonalitäten des operativen Geschäfts (z. B. Nachfrageanstieg in der Weihnachtszeit), auf die Veröffentlichung wichtiger Spiele oder große Übernahmen zurückzuführen. Nichtsdestotrotz lässt sich in den letzten fünf Jahren ein eindeutiger Trend bei der Umsatzentwicklung erkennen: seit 2018 sind die Einnahmen um den Faktor 16,10 angestiegen, was einem Wachstum i. H. v. 100,30 % pro Jahr entspricht. Auch im letzten Jahr konnte Embracer einen markanten Umsatzsprung verbuchen, welcher sich in der Übernahme von Gearbox Entertainment, Easybrain, Dark Horse sowie Asmodee begründen lässt. Diese neuen operativen Gruppen werden insbesondere ab dem laufenden Geschäftsjahr eine wichtige Rolle spielen.

Für 2023 erwarten die Analysten ein Umsatzwachstum um 119,91 % auf

37,46 Mrd. SEK. Zum einen wird Embracer mehrere Spiele veröffentlichen, welche sich dem Premium-Segment zuordnen lassen. Zum anderen werden weitere Akquisitionen, welche voraussichtlich zwischen Juli und September abgeschlossen werden, für Steigerungen sorgen.

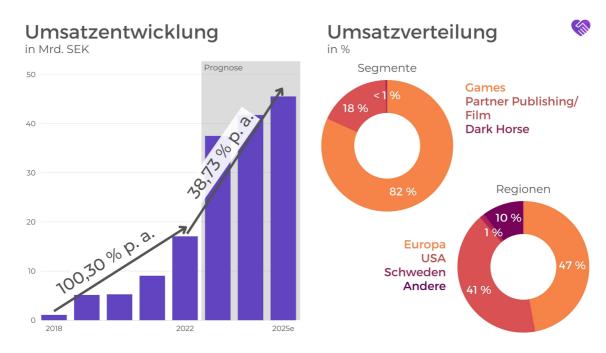


Abb. 13: Umsatzentwicklung und -verteilung

Umsatzverteilung nach Segmenten

Die mit Abstand größte Einnahmequelle und somit das Kerngeschäft von Embracer stellt das Segment Games dar. Auf dieses war zuletzt ein Umsatzanteil von 81,79 % zurückzuführen.

Auf sämtliche Dienstleistungen des Unternehmens, welche sich dem Verlegen von Spielen oder Filmen für Dritte zuordnen lassen, entfielen zuletzt 17,77 % der Erlöse.

Dark Horse, ein Verleger von verschiedenen Comics aus den USA, welchen Embracer im März diesen Jahres akquirierte, war im Wirtschaftsjahr 2022 für 0,44 % der Erlöse verantwortlich.

Umsatzverteilung nach Regionen

Wie sich die Umsätze in 2022 auf die verschiedenen Regionen verteilten, in denen Embracer tätig ist, konnte nicht recherchiert werden. Daher greifen wir im Folgenden auf die Zahlen des Geschäftsjahres 2021 zurück.

Mit einem Umsatzanteil von 47,13 % war Europa der wichtigste Absatzmarkt für den schwedischen Konzern. Die meisten der operativen Gruppen haben hier ihren Unternehmenssitz.

Auf dem zweiten Platz folgen die USA, deren Relevanz mit 41,44 % nur

geringfügig kleiner ist. Hier konnte Embracer in der Vergangenheit die größten Zuwächse verbuchen.

In seinem Heimatland Schweden erzielte das Unternehmen im vorletzten Geschäftsjahr 1,25 % der Einnahmen. Der Umsatzanteil war in den letzten Jahren jedoch tendenziell rückläufig.

Auf alle weiteren Regionen, welche nicht näher spezifiziert werden, entfielen in 2021 10,19 % der Einnahmen von Embracer.

EBIT und Konzerngewinn

Die Wachstumsstrategie von Embracer hat zur Folge, dass in der Gewinn- und Verlustrechnung ein riesiger Kostenblock auftaucht: Abschreibungen. Durch die vielen Übernahmen, welche Unternehmen im Laufe der Zeit durchgeführt hat, ist in der Bilanz eine Menge Goodwill entstanden, welcher von Embracer regelmäßig im Wert berichtigt wird. In 2022 wurden entsprechende Aufwendungen i. H. v. 6,68 Mrd. SEK verbucht.

Für die Schätzungen des operativen Ergebnisses konnten nur Werte recherchiert werden, welche um die erläuterten Abschreibungen adjustiert wurden. Daher betrachten wir im Folgenden das bereinigte FBIT.

Dieses entwickelte sich seit 2018 insgesamt sehr positiv und konnte analog zu den Umsätzen um fast 100 % pro Jahr gesteigert werden. Die Nettoergebnisse stagnierten bis einschließlich 2021, bevor in 2022 sogar ein Jahresfehlbetrag von -4,28 Mrd. SEK erwirtschaftet wurde.

Während die Analysten derzeit davon ausgehen, dass der Nettoverlust in den kommenden drei Jahren auf dem aktuellen Niveau verbleiben wird, sollen beim bereinigten EBIT weiterhin hohe Zuwächse verzeichnet werden können. In 2025 könnte dieses bereits 13,21 Mrd. SEK betragen, wodurch eine durchschnittliche Steigerung um 44,08 % pro Jahr zustande kommen würde.

Da Wertberichtigungen zwar den Gewinn eines Unternehmens beeinflussen, aber natürlich keinen Abfluss von finanziellen Mitteln verursachen, erwirtschaftete Embracer im von uns betrachteten Zeitraum übrigens stets einen positiven operativen Cashflow.

EBIT und Konzerngewinn



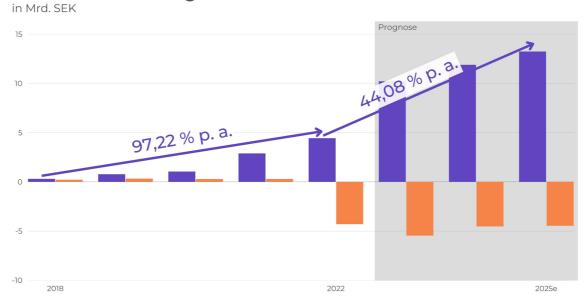


Abb. 14: EBIT- und Konzerngewinnentwicklung

Margen

Die Bruttomargen von Embracer konnten in den vergangenen Jahren insgesamt gesteigert werden, was laut dem Management u. a. auf die Akquisitionen von Easybrain und Gearbox Entertainment zurückzuführen ist. Zuletzt belief sich der Bruttogewinn auf 72,39 % der Erlöse, womit der schwedische Gaming- und Entertainmentkonzern auf Augenhöhe mit anderen Unternehmen aus der Branche liegt.

Während die Nettomarge von Embracer in den letzten fünf Jahren kontinuierlich gesunken ist und in 2022 sogar im negativen Bereich notierte, konnte die bereinigte EBIT Marge unter recht starken Schwankungen einigermaßen stabil gehalten werden. Zum Ende des letzten Geschäftsjahres belief sich diese auf 25,92 %.

Den Analystenschätzungen entsprechend werden sich sowohl die Nettogewinnspanne als auch die operative Gewinnspanne in den kommenden drei Jahren positiv entwickeln, wenngleich keine neuen Bestwerte zu erwarten sind.

EBIT Marge und Gewinnmarge in % Prognose Prognose

Abb. 15: EBIT- und Gewinnmargenentwicklung

2025e

DIVIDENDENPOLITIK

Zu Beginn der Analyse sind wir auf die Strategie von Embracer eingegangen, welche neben einem organischen Wachstum ebenfalls vorsieht, dass durch gezielte Akquisitionen Zuwächse realisiert werden und die Gruppe gestärkt wird. Hierfür benötigt das Unternehmen selbstverständlich Kapital. Mittelabflüsse in Form von Dividenden wären demzufolge schädlich für die Unternehmensstrategie und langfristigen Entwicklung von Embracer nicht zuträglich. Mit Ausschüttungen an die Anteilseigner kann demnach vorerst nicht gerechnet werden.

HISTORISCHE KENNZAHLEN

Zur Finanzierung der Akquisitionen, welche Embracer in den letzten Jahren getätigt hat, wurden regelmäßig neue Aktien emittiert. Auch künftig sind weitere Kapitalerhöhungen nicht unwahrscheinlich. Da dies schwierig zu prognostizieren ist, bleibt dieser Umstand bei der folgenden Betrachtung der historischen Bewertung von uns unberücksichtigt.

KUV

Die Kurs-Umsatz-Verhältnisse von Embracer schwankten seit 2018 stark. Während die Aktie des Unternehmens bis auf den Zeitraum des vergangenen Geschäftsjahres einen stetigen Wertzuwachs verzeichnen konnte, stiegen auch die Erlöse kontinuierlich an. Aktuell beläuft sich die Marktkapitalisierung von Embracer auf das 5,79-fache der Umsätze, der historische Mittelwert liegt hingegen bei 7,86. In Anbetracht der aktuellen Prognosen könnte das KUV in Bezug auf den derzeitigen Kurs auf 2,17 sinken.

KGV

In Folge der beschriebenen Faktoren konnte Embracer bis 2021 lediglich stagnierende Konzerngewinne verbuchen, weshalb das Gewinnvielfache kontinuierlich angestiegen ist. Im vergangenen Geschäftsjahr ist das Multiple, dem erwirtschafteten Jahresfehlbetrag entsprechend, in den negativen Bereich gerutscht. An dieser Situation wird sich bis 2025 voraussichtlich nichts ändern. Ein historischer Durchschnittswert hätte an dieser Stelle aus unserer Sicht also keine Aussagekraft. Bereinigt man das Nettoergebnis von Embracer um die Abschreibungen des Goodwills, welche aufgrund der getätigten Übernahmen entstehen, so beläuft sich das aktuelle KGV übrigens auf 25,94.

KOCV

Trotz einer durchwachsenen Gewinnentwicklung in den letzten fünf Jahren war Embracer in der Lage, ein beachtliches Wachstum der operativen Cashflows zu realisieren. Obwohl Embracer seit 2018 eine erhebliche Wertsteigerung hingelegt hat, schwankte das Multiple um den historischen Durchschnittswert i. H. v. 23,24. Derzeit wird das Unternehmen mit den 23,04-fachen Mittelzuflüssen aus dem operativen Geschäft bewertet. Legt man die Analystenschätzungen für 2025 zugrunde, so beträgt das erwartete KOCV 7,03.

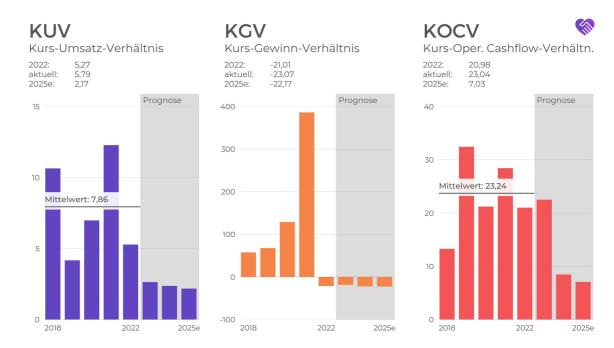


Abb. 16: Entwicklung von KUV, KGV und KOCV

EINORDNUNG NACH PETER LYNCH

Obwohl ein erheblicher Anteil des historischen Wachstums von Embracer auf die beschriebenen Übernahmen zurückzuführen ist, konnten auch hohe organische Zuwächse verzeichnet werden. Daher ist das schwedische Unternehmen ohne Zweifel als Fast Grower einzuordnen.

Einordnung nach Peter Lynch



Slow Grower

- Wachstum: 2 % bis 4 %
- Dividende: großzügig, regelmäßig



Zykliker

- zyklische Gewinnentwicklung
- => Umsatzentwicklung
- => parallel zur Gesamtwirtschaft



Average Grower

- Wachstum: 10 % bis 12 %
- => stetig, kontinuierlich



Turnaround

- Konkurs droht
- extremer Kursverlust
- => Hoffnungsschimmer



Asset Play

- Betriebsvermögen
- => von Masse übersehen
- => z.B. Liquidität, Immobilien, ...



Fast Grower

Abb. 17: Embracer ist ein Fast Grower.

- Wachstum: 20 % bis 25 % => Expansion + Reinvestition
- => häufig klein + aggressiv + neu



FUNDAMENTALES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

In unserem fundamentalen Wir Lieben Aktien-Rating für Fast Grower erzielt Embracer mit 5 von 10 möglichen Punkten ein durchwachsenes Ergebnis. Im vergangenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen zur Finanzierung der Strategie neues Fremdkapital aufgenommen. Dadurch werden unsere Kriterien bezüglich der Eigenkapitalquote sowie der Nettoverschuldung in Relation zum EBITDA verletzt. Weiterhin führt die Tatsache, dass Embracer in 2022 rote Zahlen geschrieben hat und sich daran bis 2025 nichts ändern soll, zu weiteren Punktverlusten.

Fundamentales Wir Lieben Aktien-Rating

für Fast Grower



Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre): Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre): über 10 % (38,73 %) EBIT Wachstum (letzten 5 Jahre): EBIT Wachstum (nächsten 3 Jahre): Konzerngewinn:

über 15 % (100,30 %) über 10 % (97,22 %) über 10 % (44,08 %)

Eigenkapital-Quote: KGVe in 5 Jahren: Verschuldungsgrad zum EBITDA: EBIT Marge (aktuell): über 0 (-4,28 Mrd. SEK) EBIT Margen Wachstum (in 3 Jahren): über 20 % (12,03 %)

über 50 % (47,95 %) unter 30 (-22.02) unter 1 (2,35) über 10 % (25,92 %)

Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis. Wir berechnen dies mit dem prognostizierten durchschnittlichen Gewinnwachstum der nächsten 3 Jahre und berücksichtigen einen Sicherheitsabschlag von 30 %.

Abb. 18: Embracer erzielt im fundamentalen Rating für Fast Grower 5 von 10 Punkten.

3. Konkurrenzvergleich und Branchenanalyse

ALLGEMEINE INFOS ÜBER DIE BRANCHE

Einleitung

Der Videospielmarkt fokussiert sich auf Videospiele, also Spiele in elektronischer Form, die auf verschiedensten Plattformen wie Computer, Konsolen oder auch mobilen Endgeräten wie Tablets oder Handys gespielt werden können. In den vergangenen Jahren wurde primär zwischen Computerspielen und Konsolenspielen unterschieden. Durch das Aufkommen von Smartphones und Tablets wurden auch neue Kategorien wie Mobile und Social Games entwickelt. Abgesehen davon ist auch die geschichtliche und technologische Entwicklung, angefangen von den ersten 2D-Spielen bis zu den heutigen realitätsnahen fotorealistischen Spielumgebungen, in der die Anwender eintauchen können, eine Analyse an sich Wert, auf die wir aber in diesem Kapitel nicht eingehen werden.

Übersicht: Videospielmarkt

Analysten verschiedenster Plattformen sind sich einig, dass der Videospielmarkt in den nächsten Jahren weiter wachsen wird. Stellt man die erwarteten Zahlen unterschiedlicher Analysten des jeweiligen Jahres gegenüber, so ergeben sich natürlich minimale Abweichungen, die Tendenz aller veröffentlichten Daten ist jedoch dieselbe. Abweichungen lassen sich vor allem durch die in den Statistiken angeführten Daten bzw. durch die Definition des Marktes erklären. Die Daten aus dem Statista Digital Market Outlook für Digitale Medien beinhalten z. B. keine Videospielverkäufe auf physischen Datenträgern sowie Demoversionen, sondern nur folgende vier Bereiche:



Abb. 19: Überblick über die Branche

Angetrieben durch die mittlerweile über 3 Mrd. Videospieler weltweit, zeigt die Videospielindustrie keine Anzeichen einer Verlangsamung. Während es 2015 weltweit 2,03 Mrd. Videospieler gab, wird diese Zahl bis 2024 voraussichtlich auf über 3,32 Mrd. Gamer ansteigen. Der Umsatz am weltweiten Spielemarkt (physische Datenträger exkludiert) wird laut Analysten in den folgenden Jahren ebenfalls weiter wachsen und im Jahr 2024 rund 240 Mrd. USD erreichen. Betrachtet über den Zeitraum von 2017 bis 2026 entspricht das einem jährlichen Wachstum von 11,90 %.

Umsatz des Videospielmarktes in Mrd. USD 250 **Gaming Networks Online Games** 11,9% p.a. 200 **Download Games** 150 100 50 **Mobile Games** 2017 2025 2026 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 Grafik: eigene Darstellung Ouelle: Statista

Abb. 20: Umsatz des Videospielmarktes

Inkludiert man auch die physischen Verkäufe und betrachtet die Gesamtheit aller zur Verfügung stehender Daten, so soll der Videospielmarkt in diesem Jahr bereits ein Gesamtvolumen von über 200 Mrd. USD erreichen, konkret gehen Experten von einem Marktwert von 203,10 Mrd. USD aus.

Mit rund 52 % des erwarteten Umsatzes im Jahr 2022 soll der meiste Umsatz im Segment der Mobile Games generiert werden. Die Subsegmente Smartphone Games (45 %) bzw. Tablet Games (6 %) konnten, bezogen auf das Vorjahr, um 5,70 % bzw. 1,20 % zulegen. Das klassische PC-Gaming ist im Segmentvergleich an letzter Stelle, hinter den Konsolenspielen, mit nur 20 % (Browser Games inkludiert) am weltweiten Gesamtumsatz beteiligt.

Videospielmarkt nach Segmenten

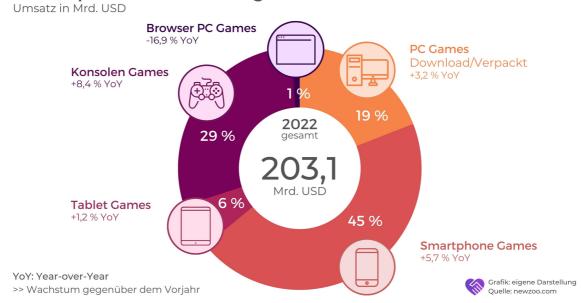


Abb. 21: Videospielmarkt nach Segmenten

Wie üblich betrachten wir auch die Umsatzverteilung nach Regionen weltweit. Dies haben wir für Euch in Abbildung 22 dargestellt. Die mit Abstand größten Umsätze sind dem asiatisch-pazifischen Raum mit Haupttreiber China zuzuordnen. Für das Jahr 2022 sollen hier rund die Hälfte der weltweit generierten Umsätze anfallen. Konkret erwartet man einen Marktanteil von 47 %, was einem Umsatz von 96,30 Mrd. USD diese mit Abstand das entspricht. Obwohl Region Marktvolumen aufweist, entwickelten sich die Umsätze im Vergleich zu den anderen angeführten Regionen mit nur 3,40 % im Vergleich zum Jahr 2020 am schwächsten. Nordamerika bleibt wie im Jahr 2021 die zweitgrößte Region mit Spieleeinnahmen von 54,30 Mrd. USD (hauptsächlich aus den USA). Das stärkste regionale Wachstum im Vergleich Vorjahr entfällt interessanterweise die zum umsatzschwächsten Märkte Mittlerer Osten & Afrika sowie Lateinamerika. Beide Regionen konnten im Jahresvergleich ein Wachstum im zweistelligen Bereich von 12,90 % bzw. 10 % respektive vorweisen.

Aufgrund des Russland-Ukraine-Konflikts möchten wir auch kurz auf die Auswirkungen in dieser Region auf den Spielemarkt eingehen. Der Wert des russischen Spielemarktes, einschließlich des Mobil-, PC- und Konsolensektors im Jahr 2021, ist von Newzoo auf etwa 2 Mrd. USD geschätzt, was etwa 1 % des Weltmarktes entspricht. Für die Ukraine werden dazu keine Größenangaben gemacht. Viele Gaming-Unternehmen haben den Handel mit Russland eingestellt und in den wichtigsten digitalen Geschäfte wie Steam und dem PlayStation Store wird, obwohl sie zugänglich sind, nur ein sehr begrenztes Sortiment

angeboten. Der Mobilfunkmarkt ist ebenfalls betroffen, da die russischen Verbraucher nicht mehr im App Store von Apple oder im Google Play Store einkaufen können.

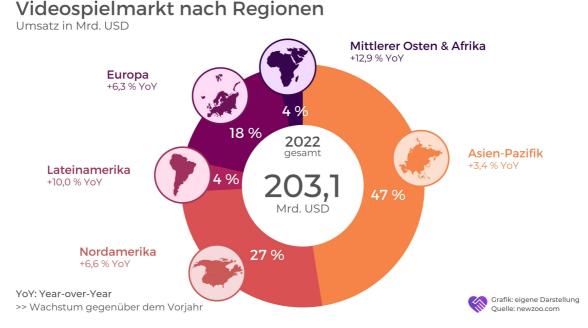


Abb. 22: Videospielmarkt nach Regionen

Der größte Teil des Umsatzes im asiatisch-pazifischen Raum kann, wie bereits erwähnt, der Volksrepublik China zugordnet werden. Bis zum Jahr 2026 erwarten Analysten auch hier den größten Anstieg von 9,30 % jährlich. Ähnlich gutes Wachstum wird auch für die Vereinigten Staaten von Amerika sowie Europa mit je 8,30 % bzw. 8,70 % respektive prognostiziert. Der prozentuell größte Teil entfällt in allen Regionen auf das Segment Mobile Games.

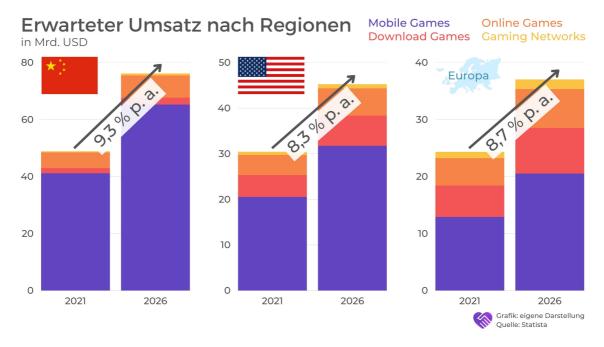


Abb. 23: Erwarteter Umsatz nach Regionen

Das bislang meistverkaufte Spiel, mit rund 238 Mio. verkauften Einheiten, ist Minecraft von Microsoft. Grand Theft Auto V von Rockstar Games kommt an zweiter Stelle mit 160 Mio. Verkäufen. Auf Platz 3 kommt Tetris mit weltweit 143 Mio. verkauften Einheiten. Der Computerspielklassiker wurde während der Zusammenarbeit mit Nintendo rund 43 Mio. mal verkauft und später durch die Übernahme von Electronics Arts noch weitere 100 Mio. mal. Abbildung 24 zeigt die weltweit physisch meistverkauften Videospiele bis Oktober 2020 und inkludiert daher keine Onlineinhalte oder Downloads aus Onlinestores.

Absatzzahlen der weltweit meistverkauften Videospiele in Mio. Stück

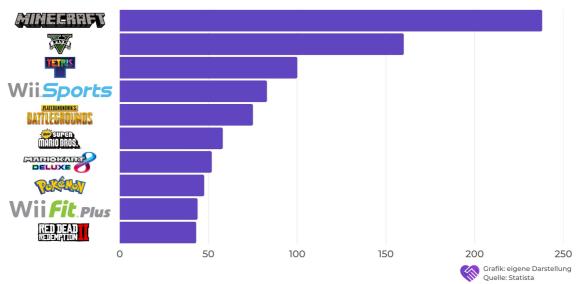


Abb. 24: Absatzzahlen der weltweit meistverkauften Videospiele

ÜBERBLICK ÜBER DIE KONKURRENZ

Kennzahlen

In folgender Tabelle vergleichen wir die Konkurrenten von Embracer anhand der Kennzahlen.

Unternehmen	Embracer Group	Take-Two Interactive	Ubisoft	Electronic Arts
WKN/ISIN	A3C36T / SE0016828511	914508 / US8740541094	901581 / FR0000054470	878372 / US2855121099
Mitarbeiter	12.760	7.799	19.000	12.900
Marktkapitalisierung	98,63 Mrd. SEK	14,57 Mrd. USD	5,95 Mrd. EUR	38,77 Mrd. USD
Umsatz	17,04 Mrd. SEK	3,50 Mrd. USD	2,13 Mrd. EUR	6,99 Mrd. USD
Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre)	100,30 % p. a.	18,24 % p. a.	5,25 % p. a.	7,94 % p. a.
Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre)	38,73 % p. a.	17,77 % p. a.	11,23 % p. a.	6,78 % p. a.
Bruttomarge	72,39 %	56,19 %	87,31 %	73,41 %
EBIT Marge	25,92 %	13,51 %	11,36 %	16,15 %
KUV	5,79	4,16	2,80	5,55
KGV	-23,07	34,85	75,17	49,14
Dividendenrendite	-	-	-	0,55 %
Ausschüttungsquote	-	-	-	25,18 %
Nettoverschuldung	14,41 Mrd. SEK	-2,55 Mrd. USD	-0,13 Mrd. EUR	-0,89 Mrd. USD

Das Portfolio an Spieleentwicklern und Publishern der größten Unternehmen im Gaming-Sektor haben wir für Euch nochmal grafisch in Abbildung 25 dargestellt. Dabei bekommt man auch ein gutes Gefühl Größenverhältnis bzw. Machtverhältnis untergeordneten Unternehmen) in diesem Sektor.



Abb. 25: Spieleentwickler und Publisher der größten Unternehmen im Gaming-Sektor

Performance seit dem Börsengang

Seit dem Börsengang hat Embracer die Konkurrenz deutlich outperformt. Dies ist sicherlich vor allem auf die enormen Wachstumsraten zurückzuführen, die das kleine schwedische Unternehmen im Gegensatz zur Konkurrenz vorweisen kann.



Abb. 26: Performancevergleich von Embracer und Konkurrenten (inkl. reinvestierter Dividenden)

4. Chancen und Risiken

CHANCEN

Diversifikation (1)

"Building a diverse business that stands on many revenue stream" – ein Statement aus dem aktuellem Geschäftsbericht. Das Unternehmen verfolgt also die Strategie sich, durch stetige Zukäufe von Unternehmen, so breit wie möglich aufzustellen. Dadurch will man sicherstellen, dass die Umsatzströme nicht nur von einem Hauptprodukt oder Entwickler abhängig sind, sondern breit gefächert werden. Zugleich kann Embracer Umsatzausfälle einzelner Zukäufe leichter kompensieren. Derzeit belaufen sich 55 % der erzielten Erlöse auf die Top 40 Produkte, wobei auf den größten Einzeltitel nicht mehr als 4 % des Gesamtumsatzes entfallen. Der in weiterer Folge erwirtschaftete Gewinn wird direkt wieder in die Akquisition neuer Spieleherausgeber, Entwicklungsstudios oder andere Assets verwendet. Im Zeitraum von 2016 bis Ende 2021 verzeichnet das Unternehmen 71 Akquisitionen, dabei sind allein im Jahr 2021 27 getätigte Übernahmen zu verzeichnen. Darunter befinden sich großteils Gaming Studios, aber auch Videospieleentwickler sowie Unternehmen wie Ouantic Lab. die sich mit den Themen Qualitätssicherung, User Experience und Übersetzung auseinandersetzen.

Obwohl wir die starke Umsatzdiversifikation als Chance oder eigentlich auch Stärke sehen, wollen wir an dieser Stelle nicht unerwähnt lassen, dass Embracer möglicherweise Akquisitionen tätigen wird, die möglicherweise nicht die erwarteten finanziellen Vorteile für das Unternehmen bringen könnten.

Starke Produktpipeline (2)

Im Oktober bis Dezember 2021 (4. Geschäftsquartal 2021/2022) hatte die Embracer Group insgesamt 216 Spieleentwicklungsprojekte, gegenüber 197 Projekten im Vorquartal und gegenüber 160 Projekten auf Jahresbasis, in Entwicklung. Mit Blick auf die Zukunft erwartet die Geschäftsführung vor allem im Geschäftsjahr 22/23 ein erhebliches organisches Wachstum. Grundlage sollen mehrere Veröffentlichungen von Spielen aus dem Premium-Spielesegment (AAA) aus der derzeitigen Projektpipeline bilden. Der Begriff "AAA-Spiele" ist innerhalb der Videospielindustrie eine Klassifizierung, die verwendet

wird, um hochkarätige Spiele, sogenannte "Blockbuster" zu beschreiben. Bekannte AAA-Spiele sind zum Beispiel FIFA oder Call of Duty. Laut Angaben des Unternehmens geht Embracer von der Veröffentlichung von über 25 AAA-Titeln bis April 2026 aus. Bezugnehmend dazu ein Statement von Lars Wingefors:

"Ich würde sagen, dass die Pipeline im Allgemeinen über die nächsten 2 Jahre hinausgeht. Es wird also ein paar Jahre geben, in denen nicht so viele große neue Spiele herauskommen, und es wird einige erstaunliche Dinge geben, die durch unsere Studios kommen, wenn wir weiter in die Zukunft schauen."

Anzahl der Videospiele in der Pipeline von Embracer

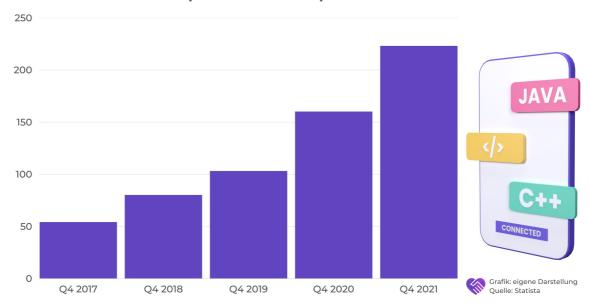


Abb. 27: Anzahl der Videospiele in der Pipeline von Embracer

RISIKEN

Verschuldung (1)

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel Auswirkungen: niedrig-mittel

Durch immer mehr Akquisitionen erhöhen sich dementsprechend auch die Schulden der Embracer Group. Schulden werden aus unserer Sicht aber erst dann zu einem echten Problem, wenn Embracer diese nicht ohne Weiteres zurückzahlen kann, sei es durch Kapitalbeschaffung oder aus dem eigenen Cashflow.

Wichtig in diesem Zusammenhang ist immer die Betrachtung der Barmittel zum aktuellen Schuldenstand und natürlich die Entwicklung über die letzten Quartale bzw. Jahre. Zum Jahresende, also Dezember 2021, beliefen sich die verzinsten Schulden auf 2,51 Mrd. SEK gegenüber 2,04 Mrd. SEK zum Vorjahr. Die Barmittel belaufen sich auf 15,23 Mrd. SEK und sind im Vergleich dazu also ausreichend hoch. Daher steht am Ende des Tages bzw. Jahres 2021 eine Nettoliquidität von 12,72 Mrd. SEK Buche. Durch weitere Akquisitionen im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2022 änderte sich dementsprechend auch die Bilanz des Unternehmens und es liegen aktuell Nettoschulden in der Höhe von 14,41 Mrd. SEK vor. Die Geschäftsführung betont zwar, dass man bestrebt sei, diese Schulden wieder abzubauen, jedoch könnte sich das durch weitere geplante Akquisitionen dementsprechend schwierig gestalten. Eine gesunde Bilanz kann jedoch nur mit künftigen Gewinnen aufrechterhalten werden. Was dafür nötig ist wird u. a. auch in Risiko 2 betrachtet.

Potenzielle AAA-Titel als Flop (2)

Eintrittswahrscheinlichkeit: niedrig-mittel

Auswirkungen: mittel

Nicht jeder AAA Spieletitel, von dem sich die Entwickler viel erhoffen, bringt auch den erwarteten Erfolg mit sich. Selbst die größten Videospieleentwickler der Welt können dem gelegentlichen Flop einer Fehlentwicklung nicht entkommen und dies kann sich aus unserer Sicht natürlich nachteilig auf die Zukunft des Unternehmens auswirken. Auch wenn ein Konzept wie eine überzeugende Idee erscheint, gibt es keine Garantie dafür, dass die Spieler das Endprodukt ebenso gut empfinden wie die Entwickler selbst. Als Beispiel für einen solchen Flop können wir das Spiel Cyberpunk 2077 des polnischen Entwicklerstudios CD Projekt RED anführen. Der wohl meisterwartete

Titel des Jahres 2020 entwickelte sich zu einem totalen Debakel. Hier wurde den Spielern einfach zu viel versprochen und den Kunden im Prinzip ein Produkt in einem sehr desolaten Zustand geliefert. Angesichts der massiv schlechten Kritik wurde das Spiel sogar aus den Download- Shops genommen. Eine solche Fehlentwicklung bedeutet in den meisten Fällen nicht nur finanzielle Einbußen, sondern auch einen Imageschaden, der wohl gravierender sein dürfte. Durch die breite Diversifizierung der Embracer Group in diverse Spieletitel wird sich ein potenzieller AAA-Flop wohl kaum auf die finanzielle Stabilität des Unternehmens auswirken, dennoch kann dieses Szenario nicht ausgeschlossen werden.

Risikomatrix Wahrscheinlichkeit niedrig mittel hoch hoch Auswirkung Risiko 2 Potenzielle AAA-Titel als Flop niedrig Verschuldung

Abb. 28: Risikomatrix

5. Unsere Bewertung

Die Eigenkapitalkosten

Beginnen wir wie immer bei der Ermittlung der kalkulierten Eigenkapitalkosten:

Unsere Werte für die Embracer Group sind hier wie folgt:

Risikoloser Basiszins: 1,50 %

Risikoprämie: 9,07 % Marktrendite: 7.00 %

Beta: 1.65

ergeben insgesamt Eigenkapitalkosten von 10,57 %.

Für die Embracer Group haben wir bewusst einen höheren Abzinsungssatz herangezogen. Zwar sehen wir die Gamingbranche nicht als extrem zyklisch an, allerdings muss man beachten, dass das Unternehmen noch recht klein ist und vor allem noch unprofitabel.

Die Bilanz von Embracer sieht sehr durchwachsen aus. Durch die jüngsten Übernahmen besteht erstmalig eine hohe Nettoverschuldung von über 14 Mrd. SEK. Zwar ist man gemessen am operativen Cashflow positiv, aber dennoch besteht hier ein erhöhtes Risiko für das Unternehmen.

Bedenklich ist wieder die Entwicklung des Goodwills. Zum Ende des 31.03.2021 lag dieser noch bei rund 10 Mrd. SEK. Zum 31.12.2021 allerdings bereits bei knapp dem dreifachen Wert mit über 29 Mrd. SEK. Das entspricht ungefähr 2x dem Umsatz vom derzeitigen Umsatz und stellt damit aus rein bilanzieller Sicht ein Risiko dar.

Optimistisches Szenario

Unserer Meinung nach sind die derzeitigen Analystenschätzungen bis 2025 bereits sehr optimistisch, weswegen wir diese als Grundlage für unsere Bewertung herangezogen haben. Ab dem Jahr 2026 gehen wir nur noch von einem Wachstum von 9 % aus, welches sich dann auch auf 7 % reduziert.

In der ewigen Rente kalkulieren wir das Wachstum mit 2 %.

Die bereinigte EBIT Marge soll auf bis zu 38 % ansteigen. Die Nettomarge kalkulieren wir bis 2031 auf bis zu 28,50 %. Zugegeben, diese Schätzungen sind relativ unpräzise, allerdings ist zum derzeitigen in welche nicht ganz absehbar, Margenentwicklung tendiert. Wir haben in diesem Szenario versucht, einen für uns tragbaren optimistischen Kompromiss zu tätigen.

Mit diesen Annahmen kommt das Unternehmen auf einen fairen Wert von 106,80 SEK.

Nimmt man an, dass die Embracer Group 2031 mit einem KGV von 25 bewertet wird und die Aktienanzahl leicht erhöht wird, dann kommt man auf eine Renditeerwartung von knapp 14,10 %.

Pessimistisches Szenario

In diesem Szenario sind wir bei weitem nicht vom schlimmsten Szenario ausgegangen. Wir haben lediglich mit deutlich langsameren Wachstumsraten und einer späteren Nettoprofitabilität kalkuliert. Der Umsatz 2025 soll hier z. B. lediglich 38 Mrd. SEK betragen (gegenüber ca. 45 Mrd. im optimistischen). Die bereinigte Marge soll sich schwankend entwickeln und zum Ende unseres Berechnungszeitraums bei 27 % einpendeln.

Der faire Wert je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 43,76 SEK belaufen.

Selbst wenn man das KGV dann bei 25 belässt, jedoch mit einer erhöhten Aktienanzahl kalkuliert, kommt die Embracer Group nur auf eine Renditeerwartung von rund 4,80 %.

Wie bereits erwähnt, ist dieses Szenario insgesamt nicht das schlechteste. Dennoch wird deutlich, dass das Unternehmen stark vom zukünftigen Wachstum abhängig ist, da ansonsten die kalkulierte Rendite drastisch reduziert ist.

DCF-Modell

Im DCF-Modell kommen wir auf einen WACC von 9,66 %, mit welchem die zukünftigen Free Cashflows abgezinst werden. Die Free Cashflow Marge liegt ab dem Jahr 2024 in unserer Berechnung durchschnittlich zwischen 17-20 % pro Jahr.

Der Wachstumsabschlag beläuft sich auf 1 %.

Damit kommen wir auf einen fairen Wert je Aktie von 84,27 SEK.

Die klassische DCF-Bewertung kommt auf eine knappe Überbewertung. Das Modell findest du hier.

Unsere Einschätzung

Im vorangegangenen Satz habe ich (Christian) bereits ausgeführt, dass es stark auf die Annahmen ankommt, von denen man ausgeht. In meinen Augen ist zwar das optimistische Szenario und dessen Annahmen näher an der Realität als das pessimistische, dennoch sollte ein gewisser Risikoabschlag bei der erwarteten Rendite betrachtet

werden. Insofern würde ich Embracer eine Rendite von ca. 12 % pro Jahr zutrauen. Voraussetzung hierfür ist jedoch das Einhalten der Wachstumsziele.

Ebenfalls relevant ist das Erwirtschaften von Nettoprofiten. Das Unternehmen ist durch den positiven Free Cashflow bereits auf einem sehr guten Weg, allerdings ist es wichtig, zeitnah auch schwarze Zahlen zu schreiben.

Die Ampel ist demnach auf Grün, sofern man die benannten Risiken eingehen möchte. Für meinen eigenen Investmentcase ist die Ampel jedoch Gelb.

Im Depot habe ich das Unternehmen derzeit nicht. Für einen sehr guten Einstieg fehlt mir noch etwas die Tiefe in der Korrektur. Insofern ist mein persönliches Chance-Risiko-Verhältnis noch nicht erfüllt.

Die genaue Berechnung kann der Exceltabelle (DNP-Modell) durch einen Klick entnommen werden.

Unsere Bewertung	Aktueller Kurs: 87,17 SEK		
Eigenkapitalkosten:	Optimistisches Szenario		
Beta-Faktor: 1,65	Fairer Wert: ≈ 106,80 Unterbewertung: 18 %		
Marktrendite: 7,00 %	SEK SEK		
Risikoprämie: 9,07 %	Pessimistisches Szenario		
Risikoloser Basiszins: 1,50 %	Fairer Wert: ≈ 43,76 Überbewertung: 99 %		
>>>> Gesamt: ≈ 10,57 %	DCF-Modell		
	Fairer Wert: $\approx 84,27$ Überbewertung: 3 %		

Abb. 29: Bewertungsszenarien für Embracer

6. Technische Ansicht

CHARTTECHNISCHE TRENDEINORDNUNG

Übersicht

	Trend	Trendbestätigung	Trendbruch
langfristig (Monats-Chart)	•	134,70 SEK	30,90 SEK
mittelfristig (Wochen-Chart)	(-)	-	-
kurzfristig (Tages-Chart)	•	in Progression	64,33 SEK

Abb. 30: Trendeinordnung für Embracer

Langfristig

Der langfristige Trend von Embracer ist seit dem Börsengang aufwärtsgerichtet und befindet sich aktuell in einer Korrektur, welche sich dem Ende neigen könnte. Das Ausmaß (zeitlich und Länge) der Abwärtsbewegung übertrifft bisherige Korrekturen allerdings deutlich, weshalb die Lage aus langfristiger Sicht etwas schwieriger einzuschätzen ist.

Mittelfristig

Im Wochen-Chart wurde der Abwärtstrend kürzlich beendet, denn das letzte Hoch konnte überboten werden. Aus diesem Grund ist die Struktur nun neutral.



Abb. 31: Wochen-Chart von Embracer

Kurzfristig

Kurzfristig konnte bereits eine Trendumkehr gelingen und ein dynamischer Aufwärtstrend wurde eingeleitet. Bemerkenswert ist vor allem die Stärke der Bullen, welche nach der Ausbildung des (vorläufigen) Tiefs sichtbar ist.



Abb. 32: Tages-Chart von Embracer

Aussicht

Die derzeitige Unterstützungszone ist vorerst das wichtigste Niveau, von dem aus eine Wiederaufnahme der langfristigen Aufwärtstrendrichtung möglich ist. Ob dies gelingt, ist vorrangig davon abhängig, ob die rot markierte Widerstandsregion nachhaltig überboten werden kann.

Sollte dies nicht gelingen und Embracer rutscht noch einmal ab, dann rückt die Unterstützung um 50 SEK in den Fokus. Spätestens hier sollte allerdings eine Umkehr erfolgen, damit der übergeordnete Aufwärtstrend nicht noch mehr geschwächt wird.

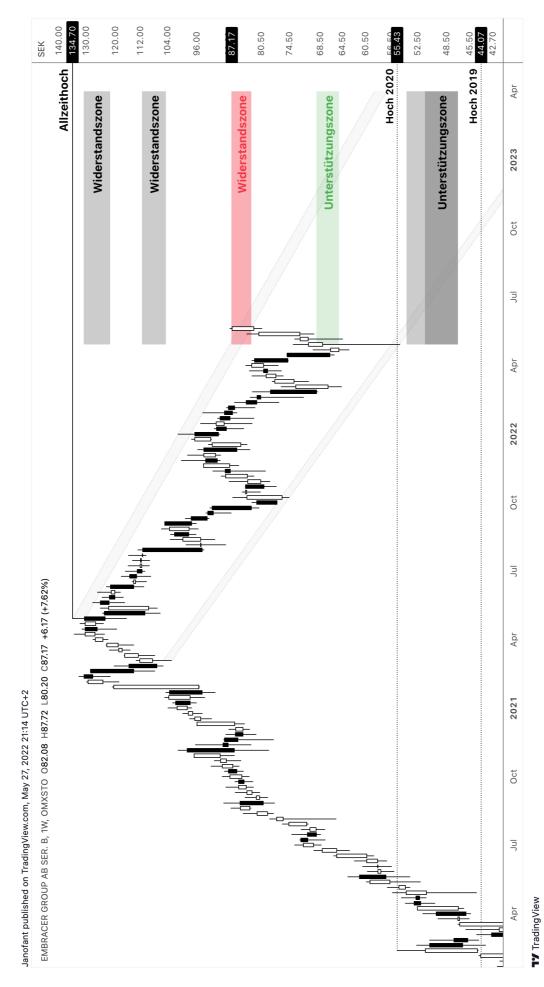


Abb. 33: Embracer hat das Hoch jetzt überboten, aber ist noch in der Entscheidungszone.

TECHNISCHES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Embracer nur 4 von 10 möglichen Punkten. Dies ist vor allem auf die mangelnde Charthistorie zurückzuführen, weshalb weder ein sehr langfristiger Trend noch eine lange Trendstabilität bewertet werden kann. Darüber hinaus ist oberhalb vom aktuellen Kurs ein sehr ausgeprägter Volumenwiderstand, der zugleich auch den VPOC darstellt.

Die zwei subjektiven Punkte erhält Embracer als Ausgleich aber auf jeden Fall, denn ansonsten würde das Rating die technische Qualität der Aktie schlechter darstellen als sie eigentlich ist.

Technisches Wir Lieben Aktien-Rating Trend Trendstabilität sehr langfristig: aufwärts (2 P.) aktuell: 50 EMA > 200 MA (1 P.) langfristig: aufwärts (1 P.) 3 Jahre: 50 EMA > 200 MA (1 P.) 5 Jahre: 50 EMA > 200 MA (1 P.) <u>Volumen</u> VPOC: unterhalb vom aktuellen Kurs (1 P.) **Sonstiges** Volumen-Cluster: keins über dem aktuellen Kurs (1 P.) Ausgleich/subjektiv: neutral (2 P. von 2 P.) VPOC Kurs, an dem am meisten Volumen gehandelt wurde. EMA und MA Exponentieller gleitender Durchschnitt und normale gleitender Durchschnitt. Beide werden im Wochen-Chart

Abb. 34: Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Embracer 4 von 10 Punkten.

MARKTSYMMETRIE

Die aktuelle Korrektur kann nicht zuverlässig eingeschätzt werden, da es noch nie eine Abwärtsbewegung von vergleichbarer Länge und Dauer gab. Die bisherigen Korrekturen hatten nie ein derart langfristiges Ausmaß, wobei dem hinzugefügt werden muss, dass auch die derzeitige Abwärtsbewegung den langfristigen Abwärtstrend noch nicht gefährdet.

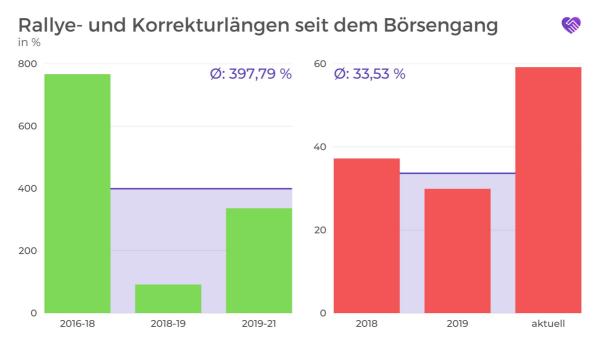


Abb. 35: Rallye- und Korrekturlängen



Abb. 36: Trendbasiertes Chance-Risiko-Verhältnis

7. Fazit

"Ein kleiner Fisch in einem großen Teich.", so beschreibt sich Embracer in Anbetracht der aktuellen Marktanteile selbst. Nichtsdestotrotz ist es dem schwedischen Gaming- und Entertainmentkonzern u. a. durch zahlreiche Übernahmen gelungen, ein breites Portfolio aus über 850 Franchise wie Borderlands, Saints Row und Biomutant aufzubauen und zu einem relevanten Player innerhalb der Gamingindustrie aufzusteigen. Sollte Embracer in der Lage sein, die beschriebene Wachstumsstrategie auch künftig erfolgreich umzusetzen, so könnte der kleine Fisch immer weiter wachsen.

Wie beschrieben steht die Investmentampel aus allgemeiner Betrachtung auf Grün, mit einer Renditeerwartung von rund 12 % pro Jahr. Allerdings setzt Christian die Renditeampel für sich selbst, also individuell, auf Gelb.

Die charttechnische Perspektive ist bei Embracer schwieriger einzuschätzen als bei anderen Werten, da sich die Aktie das erste Mal in einer derartigen Korrektur befindet. Dennoch scheint sich Embracer zu stabilisieren und sobald die genannte Widerstandszone nachhaltig überboten wurde, stehen die Chancen gut, dass die langfristige Aufwärtstrendrichtung wieder aufgenommen wird.



Abb. 37: Fazit unserer Analyse zu Embracer

Transparenzhinweis und Haftungsausschluss

Die Autoren haben diesen Beitrag nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, können die Richtigkeit der angegebenen Informationen und Daten aber nicht garantieren. Es findet keinerlei Anlageberatung durch "Wir Lieben Aktien", oder durch einen für "Wir Lieben Aktien" tätigen Autor statt. Dieser Beitrag soll eine journalistische Publikation darstellen und dient ausschließlich Informationszwecken. Die Informationen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Börsengeschäfte sind mit erheblichen Risiken verbunden. Wer an den Finanz- und Rohstoffmärkten handelt, muss sich zunächst selbstständig mit den Risiken vertraut machen. Der Kunde handelt immer auf eigenes Risiko und eigene Gefahr. "Wir Lieben Aktien" und die für uns tätigen Autoren übernehmen keine Verantwortung für jegliche Konsequenzen und Verluste, die durch Verwendung unserer Informationen entstehen. Es kann zu Interessenkonflikten kommen, durch Käufe und einen darauffolgenden Profit durch eine positive Kursentwicklung von in Artikeln erwähnten Aktien.

Mehr Infos unter: https://wir-lieben-aktien.de/haftungsausschluss/



Wir Lieben Aktien

Analysen erstellt mit Verantwortlichkeit. Mit Liebe zur Börse. ...mehr auf wir-lieben-aktien.de

