

EMBRACER+ GROUP

Embracer Group

DER STEILE AUFSTIEG UND FALL

Immer mehr, immer größer: Die Embracer Group war kurzzeitig die wertvollste Videospielefirma Europas. Jetzt muss sie allerdings darum kämpfen, nicht an den eigenen Ambitionen zugrunde zu gehen. Von Martin Dietrich

Inflation, ein rückläufiges Konsumverhalten, die immer noch spürbaren Auswirkungen des Ukraine-Krieges und ein geplatzter Milliarden-Deal: Kicki Wallje-Lund, die Vorstandsvorsitzende der Embracer Group, ist während der öffentlichen Hauptversammlung des Unternehmenskonglomerats im September 2023 sichtlich bemüht, bei den anwesenden Investoren trotz multipler Krisen keine Untergangsstimmung aufkommen zu lassen. Da helfen manchmal nur Pathos und ein schiefer Vergleich. Als Wallje-

Lund zu Beginn die schwierige ökonomische Lage einordnet, blendet sie ein Zitat aus »Der Herr der Ringe« ein, als Frodo gegenüber Gandalf bedauert, den Ring je an sich genommen zu haben. »Das tun alle, die solche Zeiten erleben«, antwortet der weise Zauberer. »Aber es liegt nicht in ihrer Macht, das zu entscheiden. Wir müssen nur entscheiden, was wir mit der Zeit anfangen wollen, die uns gegeben ist.« So scheint sich Embracer zu sehen: Vom Schicksal gebeutelt, auserkoren, den eingeschlagenen Weg

weiterzugehen, egal wie groß die Verluste am Ende auch sein mögen. Dabei ist der schwedische Konzern zu großen Teilen ganz allein selbst für seine derzeit missliche Lage verantwortlich und keine höhere Gewalt – aufmunternde Zitate hin oder her.

Vor gut einem Jahr ergatterte Embracer die bekannte Fantasy-Lizenz für die Werke von J.R.R. Tolkien für rund 380 Millionen Dollar. Zuvor gönnte man sich Studios wie Crystal Dynamics und Eidos Montreal, womit die Rechte an Tomb Raider und Deus Ex in den Norden Europas wanderten. Damals befand sich Embracer auf dem Weg zu einem der wichtigsten Medienhäuser des Kontinents. Sein Franchise-Portfolio war mit Videospiele, Comics, Filmen und Brettspielen so prall gefüllt wie sonst nur Gimlis Bierkrug. Mittlerweile ist der schäumende Gerstensaft aber schal geworden.

Für diesen ausführlichen Report werfen wir einen Blick hinter die Kulissen: Das ist bei Embracer eigentlich los, und so betrifft das schon jetzt Spieler aus aller Welt.

Kehtwende mit vielen Opfern

Im Mai 2023 scheiterte kurz vor Bekanntgabe der sowieso wenig berauschenden Quartalszahlen von Embracer ein Lizenz-Deal, der angeblich zwei Milliarden US-Dollar über sechs Jahre in die Kassen ge-



Die Embracer Group kauft nicht nur Studios und Rechte ein, sondern auch tonnenweise Spiele für das historische Archiv.



Auch Tomb Raider gehört mit der Übernahme des Entwicklerstudios Crystal Dynamics seit 2022 der Embracer Group.



Zur Veröffentlichung plagten Saints Row viele technische Probleme. Embracer vermeldete zwar einen Verkaufserfolg, zeigte sich aber enttäuscht, dass das Spiel die hohen Erwartungen nicht erfüllte.

kanttestes Opfer der Sparpläne war aber das Entwicklerteam von Saints Row, Volition Games. Als nächster Kandidat auf der Abschlussliste soll nun Gearbox (Borderlands) stehen, das erst vor zwei Jahren für über eine Milliarde US-Dollar Teil der Embracer-Familie wurde und nun wieder verkauft werden soll. Noch sind das aber nur Gerüchte.

Embracer-Boss Lars Wingefors ließ bei der Hauptversammlung derweil durchblicken, dass es weitere Studioschließungen geben werde. Man werde vorher aber nach Investoren suchen, um Kündigungen bei einigen Projekten bestenfalls zu verhindern, sagte Wingefors. Ziel sei es weiterhin, den derzeitigen Schuldenberg von knapp 16,75 Milliarden schwedischen Kronen (1,4 Milliarden Euro) bis zum Ende des nächsten Fiskaljahres im März 2024 zu halbieren. Ohne erhebliche Eingriffe in die weitverzweigten Geschäftsfelder ist das kaum zu stemmen. Es kommen wohl düstere Zeiten auf die mehr als 16.000 Mitarbeiter und Mitarbeite-

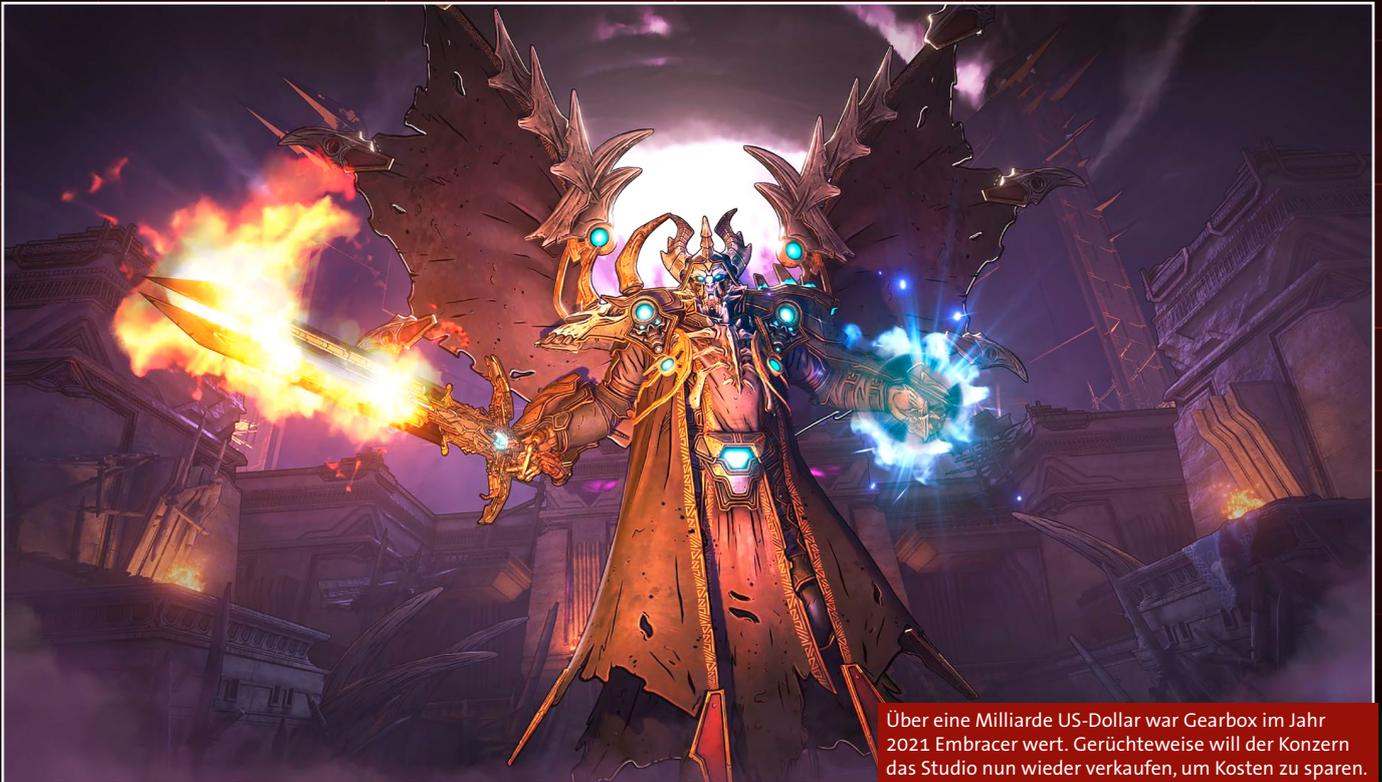
spült hätte. Der Aktienkurs der Firma stürzte daraufhin um über 40 Prozent ab. Embracer, das noch 2021 vor Ubisoft das wertvollste Videospielerunternehmen Europas war, taumelte und kündigte weitreichende Umstrukturierungsmaßnahmen an.

Einem Bericht der US-Seite Axios zufolge soll es sich bei dem Geschäftspartner, der kurzfristig absagte, um die Savvy Group handeln, die von Saudi-Arabien finanziert und kontrolliert wird. Bereits in der Vergangenheit trat das Königshaus um Premierminister Mohammed bin Salman über seine Spielefirmen als Investor in Erscheinung. Mit rund acht Prozent der Aktienanteile ist das monarchisch geführte Land hinter CEO Lars Wingefors der größte Anteilseigner der Embracer Group. Seit sich die Saudis mutmaßlich aus einem weiteren Deal zurückgezogen haben, hat sich Embracer einer Kehrtwende verschrieben. Statt immer neue Zukäufe zu tätigen, sollen die bisherigen Kräfte gebündelt werden, was letztlich bedeutet, Mitarbeiter zu entlassen und Studios zu schließen. Vom

Stellenabbau betroffen waren bereits Crystal Dynamics (Marvel's Avengers), Beamdog Studios (Baldur's Gate: Enhanced Edition) und Rainbow Studios (Monster Jam). Be-



In der deutschen Spielebranche arbeiten 970 Angestellte für Studios, die zum schwedischen Mutterkonzern gehören – darunter Piranha Bytes und Blackforest Games.



Über eine Milliarde US-Dollar war Gearbox im Jahr 2021 Embracer wert. Gerüchteweise will der Konzern das Studio nun wieder verkaufen, um Kosten zu sparen.

rinnen zu. Die Umstrukturierungen dürften aber nicht nur das Gesicht von Embracer verändern, sondern auch den gesamten europäischen Videospiegelmarkt nachhaltig prägen. Im besten Fall wird das Fiasko um Embracer ein abschreckendes Beispiel sein – im schlechtesten ein Vorbild.

Geboren, um zu verkaufen

Auf der offiziellen Unternehmensseite präsentiert sich CEO Wingefors als jemand, der schon seit ganz jungen Jahren das Business versteht, die Kunst des Verhöckerns. Mit 13 Jahren will er angefangen haben, gebrauchte Comics zu verkaufen. Zwei Jahre später sei daraus der größte Einzelhandel für Comics in Schweden geworden. Mitte der 1990er Jahre tauscht Wingefors die Comics gegen Videospiele ein, benennt sein Unternehmen in Nordic Games um und besitzt sogar einige Verkaufsfilialen.

Ein britischer Konzern übernimmt später Nordic Games für rund sechs Millionen Pfund. Hätte sich zur Jahrtausendwende der Hype um Internetunternehmen nicht als reichlich übertrieben herausgestellt, Wingefors wäre wohl einer der erfolgreichsten Jungunternehmer in der Geschichte Skandinaviens gewesen. Schon damals wird er aber wohl mitbekommen haben, wie geschäftsschädigend irrationale Spekulationen und allzu risikoreiches Wachstum sind. Die Dotcom-Blase kann Wingefors allerdings relativ souverän abschütteln. Er holt sich seine Unternehmensanteile zurück und baut langsam wieder eine Präsenz in Nordeuropa auf.

2008 wird die Publishing-Sparte von Nordic Games gegründet. Das funktioniert in der Nische recht erfolgreich. Man vertreibt beispielsweise Casual-Titel wie das Karaoke-Spiel *We Sing* für die Wii. 2011 und 2013 profitiert Nordic Games von zwei Insolvenzen, die den

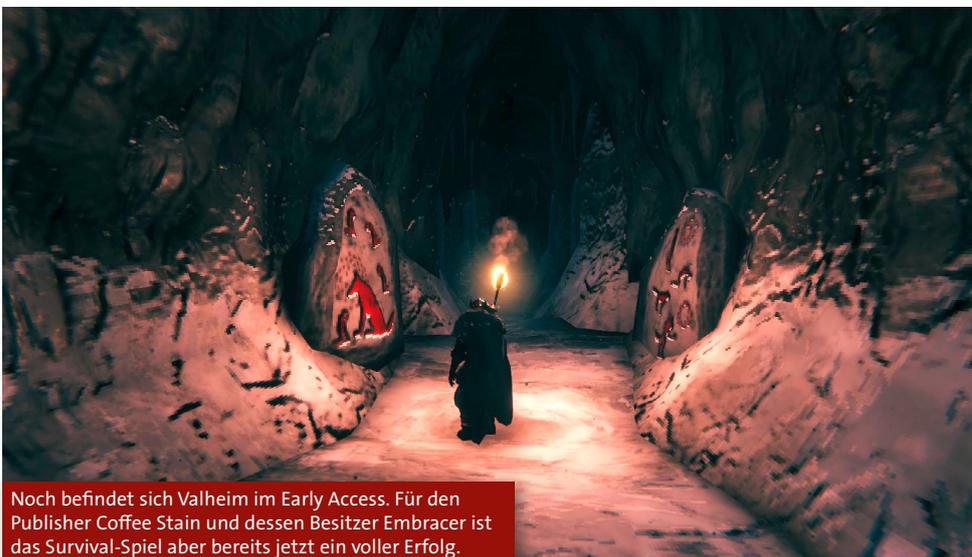
Preis von einigen etablierten Videospiegelmarken kräftig nach unten drücken.

Die Pleiten von Jowood und THQ verschaffen Nordic Games aber nicht nur die Rechte an Titeln wie *Darksiders* oder *Titan Quest*, auf lange Sicht wichtiger sind bestehende Unternehmensstrukturen mit versierten Angestellten und Managern. Statt mühsam Entwicklerstudios von Grund auf neu aufzubauen und dann Abermillionen in eine frische Marke zu stecken, die womöglich niemand will, holt sich Nordic Games erfahrene kleine bis mittelgroße Unternehmen, die relativ autonom agieren können. In einer Zeit, als Remakes und Remaster immer beliebter werden, bauen sie sich zudem einen Katalog an neu aufgelegten Kultklassikern auf. Wenn die Remaster sich wie im Fall von *Darksiders* gut verkaufen, bekommen sie auch richtige Fortsetzungen.

Bis zum Mond

Im Jahr 2016 wagt Embracer seinen ersten Schritt auf dem Aktienmarkt, auf der NASDAQ First North Stockholm für eine damalige Gesamtbewertung von 190 Millionen Euro. Die First North ist der kleine Wikingerverbruder der US-amerikanischen Hauptbörse NASDAQ und richtet sich explizit an junge Tech-Unternehmen, die ihr volles Potenzial noch nicht ausgeschöpft haben und wachsen müssen. Dieses Umfeld passt zu einem Konzern, der seine Hauptaufgabe darin sieht, die Konkurrenz zu schlucken.

Lange Zeit funktioniert diese Herangehensweise prächtig. Einerseits hat Embracer – wie sich das Unternehmen nach einigen Umfirmierungen schließlich nennt – den richtigen Riecher und identifiziert übernahmewillige Studios mit noch genügend Hits im Köcher. Dazu gehören Plaion (damals Koch Media)



Noch befindet sich Valheim im Early Access. Für den Publisher Coffee Stain und dessen Besitzer Embracer ist das Survival-Spiel aber bereits jetzt ein voller Erfolg.



Ursprünglich war die Embracer-Tochter Aspyr mit dem Remake des Rollenspiels Star Wars: Knights of the Old Republic beauftragt. Doch das Projekt befindet sich laut Gerüchten in Schieflage.

oder Coffee Stain, der Publisher des Steam-Hits Valheim mit über zwölf Millionen verkauften Einheiten. Andererseits belohnt der Markt schnelles Wachstum geradezu euphorisch. »Seit 2018 ist es Embracer gelungen, seinen Jahresumsatz von 500 Millionen auf 3,6 Milliarden US-Dollar zu versiebenfachen. Dabei setzte man fast ausschließlich auf den Erwerb von Studios, indem man die Fülle an billig verfügbarem Kapital auf dem Markt nutzte«, sagt Finanzexperte Joost van Dreunen, Co-Gründer des Marktforschungsunternehmens SuperData.

Niedrige Zinsen erlaubten es Embracer, schnell und einfach Schulden aufzunehmen, um mehr Unternehmen zu kaufen, die den Aktienkurs nach oben schnellen ließen, was wiederum den Zugang zu mehr Kapital und damit Investitionen erleichterte. Zusätzlich ließ die Corona-Pandemie die Einkaufstouren noch reizvoller erscheinen, wie van Dreunen erklärt: »Die Menschen saßen zu Hause fest, hatten viel freies Einkommen in der Tasche, und der Finanzmarkt schuf einen Hype um börsennotierte Gaming-Unternehmen.« Branchenexperte Simon Carless scherzte einmal in seinem Newsletter GameDiscoverCo, dass sich Embracer doch in Katamari Entertainment umbenennen sollte. Im Spiel Katamari Damacy lenkt man eine Kugel, die wie ein Schneeball ihre Umgebung aufsaugt und dadurch immer größer, aber auch zerstörerischer wird.

Gier ist gut

Um diese Logik besser zu verstehen, lohnt sich ein Blick auf ein anderes Unternehmen. 2020 wollte Roblox, der Sandbox-Gigant mit damals weit über 30 Millionen täglichen Spielern, an die Börse. Letztendlich verschob man zwar den Börsengang um ein

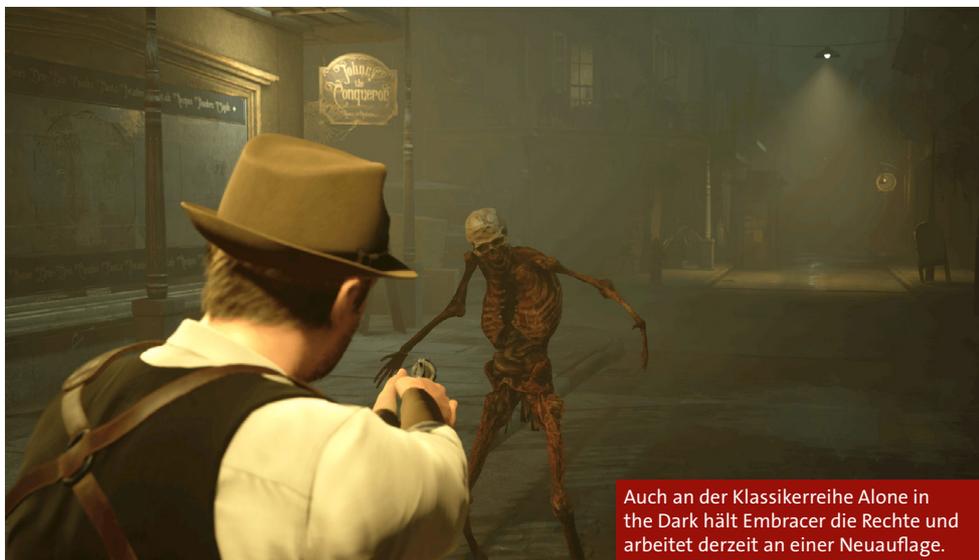
Jahr, dennoch wurden im Zuge der Verhandlungen interessante Zahlen bekannt. So wäre Roblox Ende 2020 rund 37 Milliarden US-Dollar wert gewesen, obwohl die amerikanische Firma im letzten Quartal täglich (!) ein Minus von 500.000 Dollar erwirtschaftete. Der Betrieb einer großen Online-Plattform sorgt eben für enorme Kosten.

Die Investoren störte das wenig, schließlich stieg gleichzeitig der Umsatz im gleichen Quartal um 91 Prozent auf über 240 Millionen Dollar. Profit ist etwas für die ferne Zukunft. Im Hier und Jetzt belohnt der Aktienmarkt vor allem mehr Umsatz, mehr Akquisitionen, mehr Reichweite, mehr Marken und das finanzielle Potenzial, das sich aus all diesen gesteigerten Kennzahlen theoretisch ergeben könnte. Und genau das lieferte Embracer. So mussten die Schweden für das Geschäftsjahr 2022 gleichzeitig einen Verlust von 340 Millionen Dollar ver-

zeichnen und konnten wenig später den erfolgreichsten Börsengangwechsel in der Geschichte der First North auf die Hauptbörse NASDAQ verkünden. Seit 2016 war der Aktienwert um 1.373 Prozent gestiegen.

Diverse Studios, diverse Probleme

Embracer war immer sehr stolz auf seinen Ansatz, verschiedene operative Gruppen zu vereinen, die frei ihr Königreich regieren können. »Das dezentrale Embracer-Modell stellt den Unternehmer und Schöpfer in den Mittelpunkt. Es dreht sich alles darum, die Firmen sowie großartigen Menschen zu stärken«, sagte Embracer-Boss Wingefors einmal über seine Firmenphilosophie. Deutsche Entwickler, die für diesen Report kontaktiert wurden, sich aber öffentlich nicht äußern wollten, betonten die positiven Aspekte dieser Herangehensweise. Es sei in der Tat so, dass man kaum Zügel von Embracer auferlegt bekom-



Auch an der Klassikerreihe Alone in the Dark hält Embracer die Rechte und arbeitet derzeit an einer Neuauflage.



Bis März 2024 will Embracer schlanker, weniger verschuldet und insgesamt profitabler werden. Für Projekte wie Elex 2 wären das wohl schlechte Nachrichten.

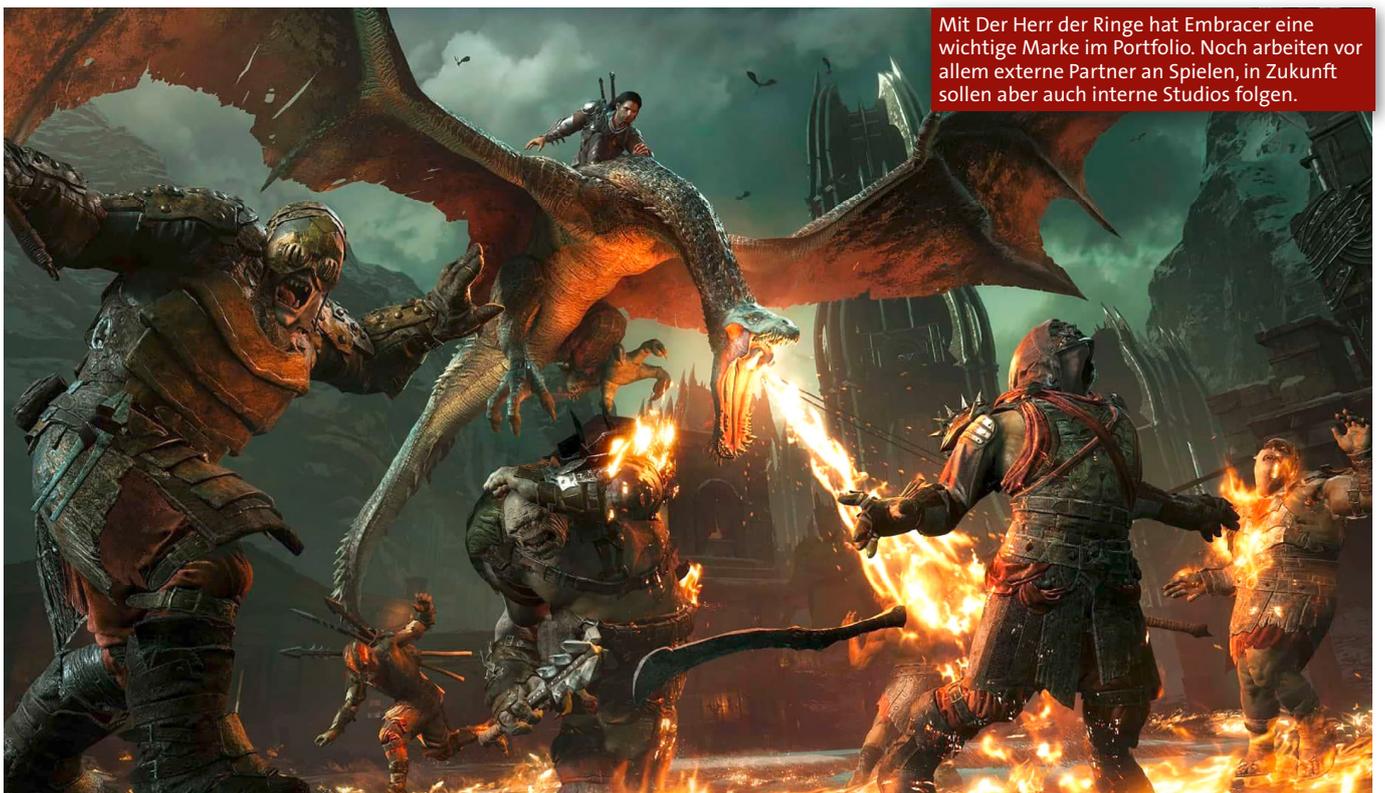
me oder zumindest wenig davon mitbekomme, was im Hauptquartier in Karlstad entschieden wird. Vielmehr seien THQ Nordic und Plaion im Großen und Ganzen eigenständige Entitäten. Trotzdem würden die zusätzlichen Ressourcen eines großen Konglomerats Freiheiten schaffen, die man sonst nicht hätte. Insbesondere im AA-Segment, also in der mittleren Budgetzone zwischen Indie und Blockbuster, konnte Embracer über die Jahre viele erfolgreiche Titel herausbringen, zuletzt etwa das Rundenstrategiejuwel Jagged Alliance 3. Die Schweden waren damit einer der wenigen großen Publisher, die lieber in

die Breite gingen und Nischenmarken wie etwa die deutsche Rollenspielstrategie-Mixtur Spellforce unterstützten.

Mit der Zeit musste Embracer jedoch lernen, dass so viele unterschiedliche Unternehmen nicht unbedingt Selbstläufer sind, gerade wenn im Hintergrund Investoren für jedes Quartal Wachstum erwarten. Spiele sind mal Flops wie Saints Row oder verzögern sich wie das Remake von Star Wars: Knights of the Old Republic, dessen Entwicklung sich laut Gerüchten in großen Schwierigkeiten befindet. Erst vor Kurzem sind der Ankündigungs-Trailer von 2021 von

sämtlichen PlayStation-Kanälen verschwunden, angeblich wegen einer abgelaufenen Musikkonzession. Schicksal ungewiss.

Auf dem Papier mag es nach einer cleveren Idee klingen, Studios zu kaufen, die dann ihr Ding durchziehen können. Die Integration einer solch diversen Belegschaft ist gleichzeitig aber eine große Herausforderung. »Es ist nicht sehr überraschend, dass ein Käufer von derart verschiedenen Unternehmen irgendwann ein strukturelles Problem bekommt. Konsolidierungen sind eine der schwierigsten Sachen in der Videospelindustrie«, sagt Odile Limpach, die die euro-



Mit Der Herr der Ringe hat Embracer eine wichtige Marke im Portfolio. Noch arbeiten vor allem externe Partner an Spielen, in Zukunft sollen aber auch interne Studios folgen.



Embracer beschränkt sich nicht nur auf den Spielmarkt: Im Dezember 2021 verkündete man die Übernahme des US-Comic-Verlags Dark Horse.

päische Spielebranche sehr gut kennt. Sie war viele Jahre Studioleiterin bei Ubisoft Blue Byte und gründete die deutsch-französische Beratungsfirma SpielFabrique. Limpach erklärt, dass Teams schnell ihre Agilität und Kreativität verlieren können, wenn sie ein Teil größerer Strukturen werden. Lasse man sie wiederum als kleinere Einheit autonom agieren, entstünden leicht Doppelstrukturen, oder man verpasse die Chance, wichtige Synergien zu nutzen und sich so weiterzuentwickeln. »Ehrlich gesagt ist das Problem, glaube ich, unlösbar. Ich warte noch auf denjenigen, der das richtig macht«, sagt Limpach.

Weniger soll mehr sein

Am Ende könnte Embracer die Evolution durchmachen, die bereits Electronic Arts, Ubisoft oder Activision Blizzard entscheidend veränderte. »In der Unterhaltungsbranche muss man zwangsläufig alles auf eine Karte setzen, um den größtmöglichen Erfolg zu erzielen«, sagt Analyst van Dreunen. »Die Verwaltung eines breiten Portfolios mit mehr oder weniger unabhängig operierenden Studios ist genau die Art von Fantasie, die sich nur jemand ausdenken würde, der die Welt durch Tabellenkalkulation sieht.« Winglefors deutete bereits im aktuellen Jahresbericht an, dass Embracer in Zukunft stärker in die

Geschäfte der Gruppe eingreifen könnte. Von einem »centralized framework« ist die Rede, das die Qualitätskontrolle bei der Spieleentwicklung verbessern sollte.

Auch aus ihrer bekanntesten Lizenz, J.R.R. Tolkiens Der Herr der Ringe, soll laut COO Matthew Karch »eines der größten Gaming-Franchises der Welt« werden. Nicht unwahrscheinlich also, dass Embracer bald mehr in Richtung AAA schielen wird. Wie bei der Konkurrenz werden dann nicht

mehr Dutzende Projekte mit ein paar wenigen Millionen US-Dollar finanziert, sondern einige wenige Spiele mit jeweils einer dreistelligen Millionensumme. Ob dieser Ansatz Erfolg haben wird, ist jedoch keinesfalls sicher. Wie der Xbox-Chef Phil Spencer erst jüngst in einer geleakten E-Mail erklärte, »melken AAA-Publisher ihre Top-Marken«, ohne ihr Portfolio danach wieder mit neuem Material aufzufüllen. Aber vielleicht macht es Embracer ja besser. ★

Selbst wer bei Limited Run Games physische Neuauflagen von Spielen wie dem Mega-Drive-Klassiker Gargoyles kauft, macht Geschäfte mit Embracer.