



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO ACADÉMICO 2021/2022

TRABAJO FIN DE GRADO

Mención en finanzas

**FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:
ANÁLISIS OPA SOBRE ACTIVISION BLIZZARD**

**MERGERS AND ACQUISITIONS: TAKE OVER BID
ANALYSIS OVER ACTIVISION BLIZZARD**

AUTOR/A: Gabriel Cadelo Herrero

DIRECTOR/A: Belén Díaz Díaz

FECHA: Julio 2022

INDICE

RESUMEN.....	5
ABSTRACT	6
1. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN	7
1.1 MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO	7
1.2 DEFINICIÓN OPA Y TIPOS	7
1.3 SITUACIÓN MACROECONÓMICA	8
1.4 EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS	15
1.5 MOTIVACIONES PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN	17
1.6 FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O FRACASO DE UNA OPERACIÓN	19
2. VALORACIÓN DE LA OPA DE MICROSOFT SOBRE ACTIVISION BLIZZARD	20
2.1 SITUACIÓN DEL SECTOR DE LOS VIDEOJUEGOS A NIVEL MUNDIAL.....	20
2.2 ANÁLISIS DE LA OPA.....	22
2.3 MOTIVOS PARA LA OPA	24
2.4 VALORACIÓN ACTIVISION BLIZZARD POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	26
2.5 VALORACIÓN ACTIVISION BLIZZARD POR MÚLTIPLOS	32
3. CONCLUSIONES	35
4. BIBLIOGRAFÍA	36

ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Ciclos económicos	8
Ilustración 2 : Crecimiento PIB mundial anual	9
Ilustración 3 : MSCI World Index	9
Ilustración 4 : Sectores y países del MSCI	10
Ilustración 5 : Evolución tipos de interés	11
Ilustración 6 : Gráfico evolución bonos a 10 años en EE. UU.....	12
Ilustración 7 : Gráfico evolución bonos basura EE. UU	12
Ilustración 8 : Gráfico evolución VIX EE. UU.....	13
Ilustración 9 : Evolución fusiones y adquisiciones (1985-2021).....	15
Ilustración 10 : Fusiones y Adquisiciones por industrias.....	16
Ilustración 11: Evolución sector videojuegos	21
Ilustración 12: Cotización Activision Blizzard	23
Ilustración 13: Cotización Microsoft.....	23
Ilustración 14 : Evolución rentabilidad Activision vs Nasdaq vs SP500	25

RESUMEN

Este estudio consta de dos partes principales, una primera donde analizaremos la situación macroeconómica y en la segunda valoraremos y desarrollaremos la OPA sobre Activision Blizzard.

En un primer lugar, realizaremos un análisis de carácter macroeconómico y del entorno donde podremos desarrollar alguno de los índices y estimadores globales de la economía como el MSCI World. Así mismo compararemos los momentos de recesiones pasadas con el momento actual comentando similitudes y contrastando esta evolución con otros indicadores importantes como los bonos basura, los bonos a 10 años y el VIX. También, daremos una explicación al contexto de la globalización y del comercio mundial tras los momentos de tensión vividos durante el año 2022.

Como punto adicional, analizaremos la evolución de las fusiones y adquisiciones a lo largo de las últimas décadas, destacando los mejores y peores años para estas operaciones y visualizando los principales sectores en los que se distribuyen y el peso de cada uno. Uno de los aspectos importantes del estudio consiste en determinar y explicar algunos de los factores y motivaciones que influyen en el número de fusiones y adquisiciones.

En la segunda parte del trabajo, de forma más práctica, veremos una OPA concreta, la OPA de Microsoft sobre Activision Blizzard, la cual ha sido catalogada como la operación de adquisición más grande de la historia en el sector tecnológico. Por esta razón, se ha hecho imprescindible comentar en esta segunda parte la situación y la evolución de dicho sector hasta la actualidad. Para la valoración de la empresa opada, utilizaremos por una parte el método de descuento de flujos de caja libres, lo que nos permitirá a través del cálculo de varios datos establecer dos escenarios, optimista y pesimista. Ambos escenarios arrojarán una valoración y un precio objetivo para las acciones de la empresa que posteriormente compararemos con el precio pagado en la OPA. Por otra parte, valoraremos Activision Blizzard por múltiplos, lo que nos permitirá a través de una serie de ratios comparar esta empresa con la competencia y con el sector tecnológico en su conjunto.

ABSTRACT

The development of this work will be divided into two main parts, in the first one, we will analyze the macroeconomic situation and in the second one we will assess and develop the takeover bid for Activision Blizzard.

In first place, we will carry out an analysis of a macroeconomic nature and of the environment where we will be able to develop some of the indexes and global estimators of the economy such as the MSCI World. Likewise, we will compare the moments of past recessions with the current moment, commenting on similarities and contrasting this evolution with other important indicators such as junk bonds, 10-year bonds and the VIX, we will also explain the context of globalization and world trade after the moments of tension experienced during the year 2022.

Additionally, we will analyze the evolution of mergers and acquisitions over the last decades, highlighting the best and worst years for these operations. An important part of this work is to determine and explain some of the factors and motivations that influence the number of mergers and acquisitions. We will analyze also the main sectors in which they are distributed and the weight of each one.

In the second part of the work, in a more practical way, we will see a specific takeover bid, Microsoft's takeover bid for Activision Blizzard, which has been classified as the largest acquisition operation in history in the technology sector. For this reason, it has become essential to comment in this second part on the situation and evolution of this sector to date. For the valuation of the offered company, we will use, on the one hand, the free cash flow discount method, which will allow us, through the calculation of various data, to establish two scenarios, optimistic and pessimistic. Both scenarios will yield a valuation and a target price for the company's shares that will later be compared with the price paid in the OPA. On the other hand, we will value Activision Blizzard by multiples, which will allow us, through a series of ratios, to compare this company with the competition and with the technology sector as a whole.

1. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN

1.1 MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO

Las fusiones y adquisiciones siempre han tenido un papel fundamental en el desarrollo y creación de nuevas empresas ya que estas operaciones se vuelven necesarias en algún momento de la empresa si desea seguir siendo competitiva en el mercado.

En un momento en el que hemos pasado por una pandemia global debido a la COVID-19 y en el que muchas empresas se han visto forzadas a cerrar sus puertas, otras han salido fortalecidas gracias a las fusiones y adquisiciones realizadas.

Por esto, es un momento ideal para estudiar el contexto macroeconómico en comparación con la etapa prepandemia y analizar el historial de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo.

1.2 DEFINICIÓN OPA Y TIPOS

“Una oferta pública de adquisición es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio. Aunque suele ser en efectivo, este precio también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones).”

(Las OPAs. Que son y cómo actuar. CNMV)

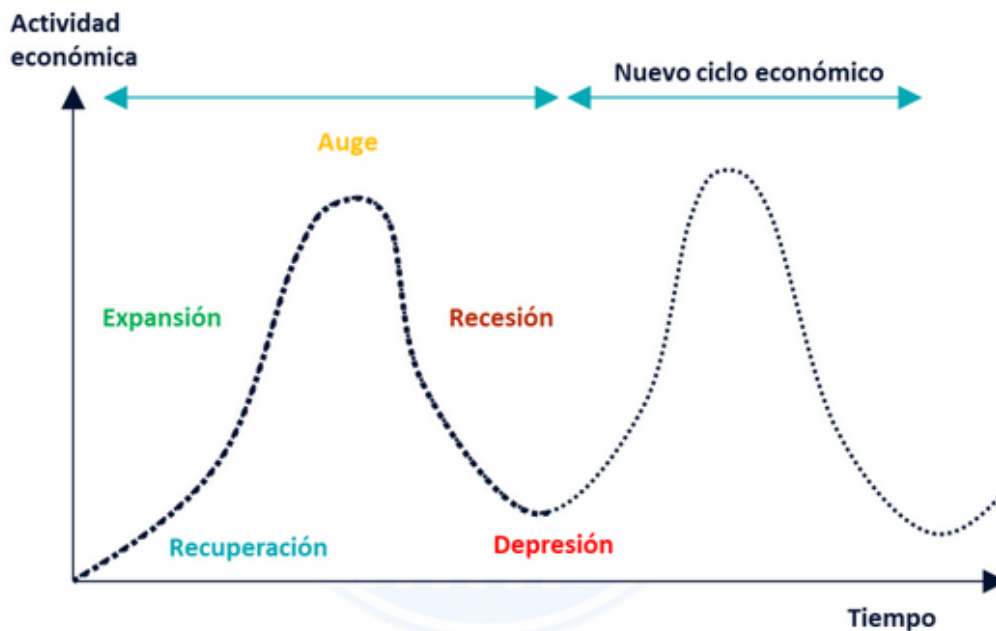
Así mismo, podemos indicar los distintos tipos de OPA existentes: OPAS obligatorias, OPAS por toma de control, OPA competidora, OPA de exclusión y OPA amistosas.

1.3 SITUACIÓN MACROECONÓMICA

En este apartado analizaremos y comentaremos la situación económica en la que nos encontramos centrándonos en varios puntos clave como el crecimiento del PIB, tipos de interés, primas de riesgo, inflación y un segundo análisis en el que veremos la situación de algunos de los indicadores actuales para poder elaborar una conclusión propia acerca del posible rumbo futuro de la economía a través de un análisis propio.

La evolución de la economía se define como ciclos económicos, es decir, la economía tiene una estructura cíclica y fractal formados por grandes impulsos y retrocesos., los cuales se denominan fases. En todas las economías se desarrollan las siguientes fases. recuperación, expansión, auge, recesión y depresión.

Ilustración 1: Ciclos económicos

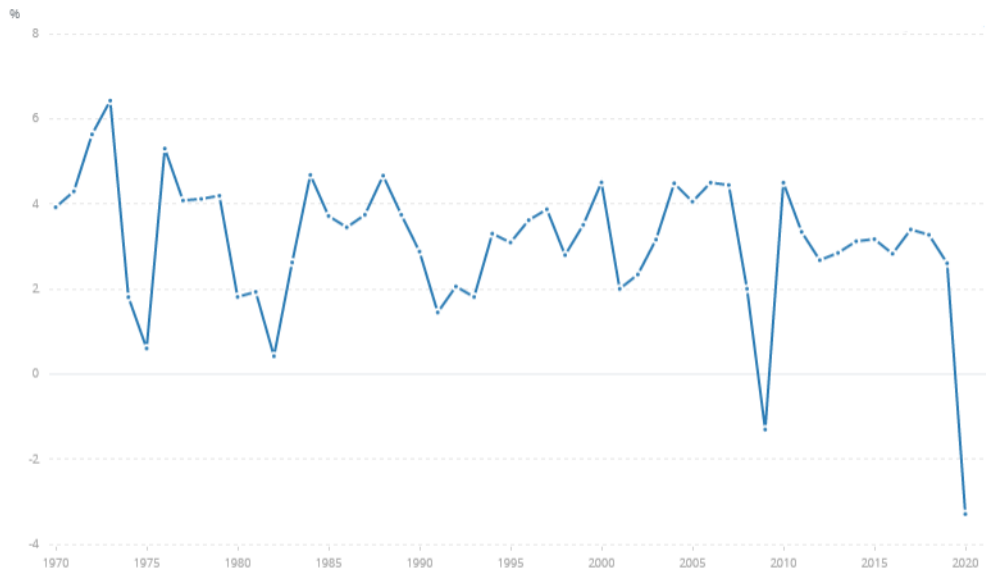


Fuente: economipedia.com

Las duraciones de los ciclos económicos es algo muy estudiado, pero raramente se encuentra una temporalidad exacta entre cada ciclo a lo largo de la historia. No obstante, hay circunstancias especiales que también producen el mismo efecto en un periodo de tiempo mucho inferior, incluso en meses como la pandemia de la COVID-19.

Una forma bastante efectiva de identificar en qué fase del ciclo nos encontramos es con ayuda del PIB. Resumidamente, si el PIB sube, nos encontraríamos en la fase de expansión si el PIB disminuye, nos encontraríamos en una situación de recesión.

Ilustración 2 : Crecimiento PIB mundial anual

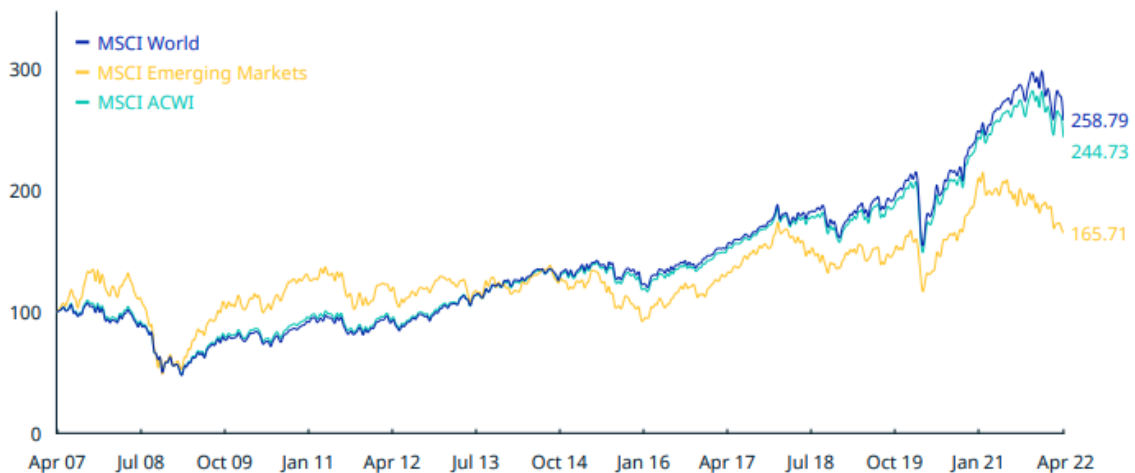


Fuente: datos.bancomundial.org

En el gráfico anterior podemos observar la evolución real del PIB mundial entre los años 1970 – 2020 sigue una alta correlación con esa teoría de las diferentes fases de un ciclo económico. Así mismo, identificamos los 3 grandes periodos de recesión; la burbuja de las puntocom en los 2000, la gran crisis financiera del 2008 y por último el año de la pandemia, donde indistintamente todos los países del mundo se vieron afectados por los confinamientos, la baja actividad económica, el cierre de muchas empresas y la situación desesperada de los ciudadanos, todas estas variables reflejadas en un gráfico.

En general, el crecimiento económico ha sido positivo a lo largo del tiempo a pesar de las correcciones citadas anteriormente y prueba de ello es el MSCI World Index.

Ilustración 3 : MSCI World Index

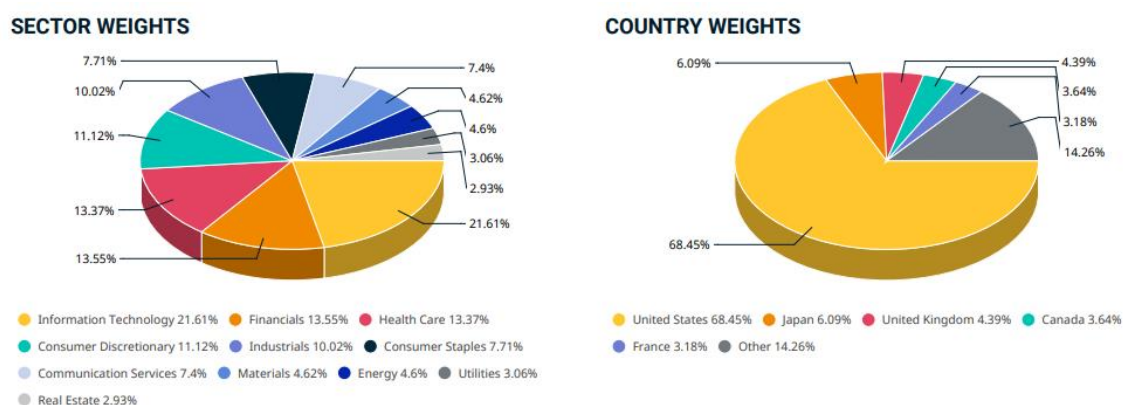


Fuente: [msci.com](https://www.msci.com)

Con un crecimiento promedio del 8.19% anual desde su creación en 1987, este índice recoge la representación de grandes y medianas empresas a lo largo de 23 mercados desarrollados lo que permite cubrir aproximadamente el 85% de la capitalización ajustada de mercado en free-floating en cada país, en el citado periodo, por lo que podemos concluir que representa con bastante exactitud los movimientos económicos mundiales.

Al igual que en la evolución del PIB el MSCI también sirve para comparar y observar crisis pasadas, en todas ellas los rendimientos del índice bajaron, pero si lo vemos de forma más global, la evolución es positiva como hemos comentado anteriormente. Esto significa que a pesar de que puede haber momentos de pánico en los mercados, nada es permanente y en un par de años o meses como en el caso de la pandemia se tiende a volver a niveles precrisis.

Ilustración 4 : Sectores y países del MSCI



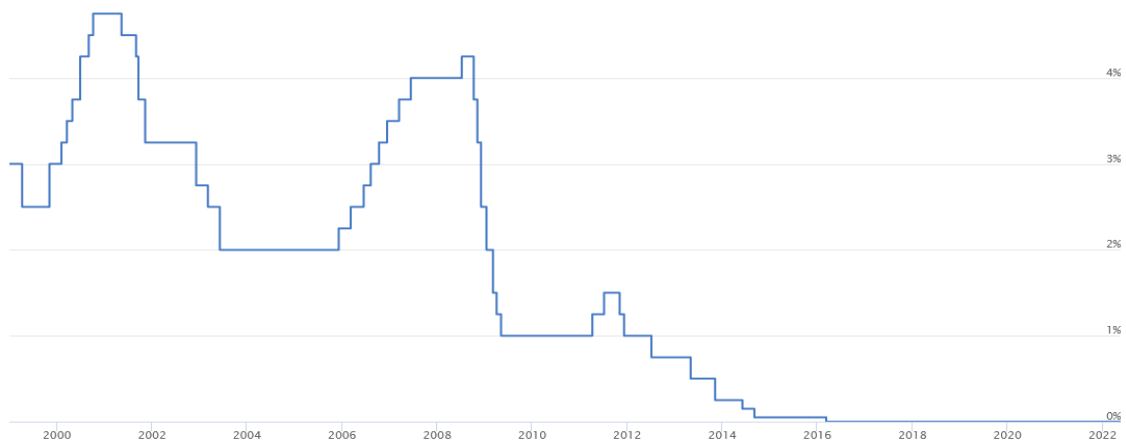
Fuente: [msci.com](https://www.msci.com)

Como curiosidad, podemos saber también que peso tienen algunos de los principales países en el índice, así como los sectores que más representatividad tienen en el mismo. El país que más representatividad tiene es Estados Unidos con casi el 69% del peso, por lo que el índice tendrá un grado alto de correlación con el índice estrella de EE. UU, el SP500.

Otro factor importante por analizar son los tipos de interés ya que estos son uno de los indicadores económicos que más nos afectan en nuestra vida cotidiana: cuando hablamos de préstamos, de depósitos, hipotecas...

Los tipos de interés les podríamos definir como la tasa de interés que establece cada Banco Central a otras instituciones bancarias y para las transacciones interbancarias. En nuestro caso y al analizar el ámbito europeo el banco encargado de esta tarea es el Banco Central Europeo (BCE)

Ilustración 5 : Evolución tipos de interés



Fuente: euribor-rates.eu

Como observamos en el gráfico anterior, la evolución de los tipos ha ido en disminución desde la gran crisis financiera del 2008. Actualmente y desde el año 2016 nos encontramos en una situación donde la tasa se sitúa al 0%, esto supone que el BCE lleva una política monetaria expansiva mediante la cual pretendía estimular el tamaño de la oferta monetaria de Europa. Tener un tipo cercano o igual al 0% supone que exista más facilidad para que las entidades financieras presten dinero a empresas y familias ya que estas verán más factible endeudarse reactivando así la economía y aumentando los niveles de producción y consumo, inyectando más liquidez al mercado.

Esta situación es efectiva cuando nos encontramos con una crisis en la que tenemos posibilidad de bajar los tipos, pero actualmente donde ya están al 0%, con el conflicto entre Rusia y Ucrania, el aumento del precio de la energía, los productos básicos y las bolsas mundiales con unas pérdidas en su mayoría por encima del 20% es posible que entremos en un momento histórico viendo tipos de interés negativos, donde se penalizará el ahorro pero se favorecerá el consumo y el crédito reactivando de esta forma la economía.

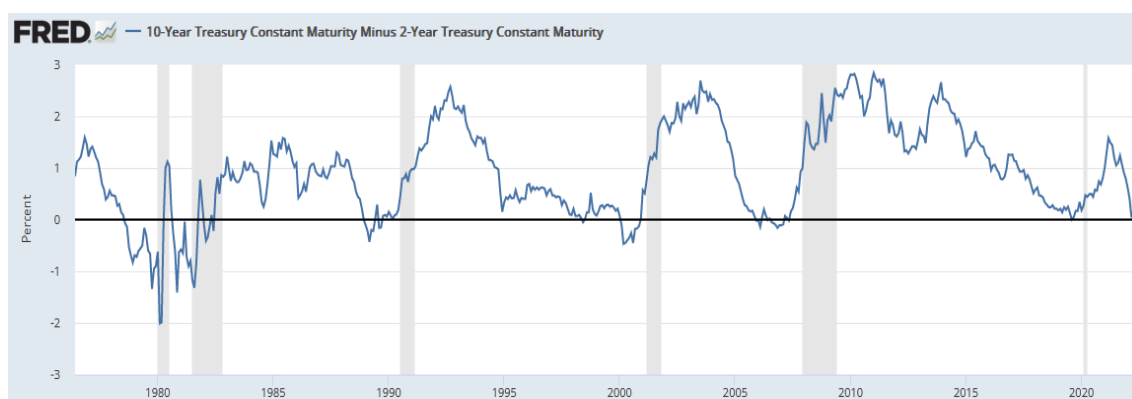
A continuación, vamos a observar otros indicadores más centrados en el ámbito financiero de forma que podamos realizar una pequeña predicción de cómo será la evolución de la economía durante los próximos meses. Nos centraremos en los bonos a 2 y 10 años, bonos basura y en el VIX.

En primer lugar, veremos cómo han funcionado estos indicadores en los momentos de crisis pasadas y los compararemos con la situación actual.

Bonos 2 y 10 años

Teóricamente, los bonos a 10 años deberían ofrecer mayor rentabilidad que los bonos a 2 años ya que el riesgo al que nos exponemos es mayor cuanto más largo sea el plazo del bono, pero esto no ha sido siempre así y en esos momentos en los que la rentabilidad de los bonos a 10 años se cruzaba a la baja con los de 2 años, significó el comienzo de una recesión por lo que basta con ver la evolución de rentabilidad de dichos bonos para poder ver de un modo muy general como puede avanzar la economía.

Ilustración 6 : Gráfico evolución bonos a 10 años en EE. UU



Fuente: fred.stlouisfed.org

Como observamos en el gráfico, el cruce a la baja de la rentabilidad de los bonos a 10 años con los de 2 años representados mediante porcentaje, siendo este negativo cuando se da dicha situación, es un indicador que está presente en todas las anteriores crisis. No es necesario que aparezcan porcentajes negativos ya que basta con que lleguen a 0 donde significaría que la variación en la rentabilidad de ambos bonos es semejante. Actualmente nos encontramos en esa situación. Cabe añadir que no se puede establecer una predicción en base a este solo indicador, sino que hay que contrastarlo con más argumentos.

Bonos basura

Nos referimos como bonos basura o de alto rendimiento a aquellos títulos emitidos por una empresa o un estado los cuales presentan un riesgo elevado de impago a cambio de una rentabilidad elevada. Estos bonos fueron uno de los detonantes de la gran crisis financiera del 2008 ya que eran bonos formados por cedulas hipotecarias de muy baja calidad crediticia al ser concedidos a personas con trabajos “basura”, malas condiciones sanitarias....

El siguiente gráfico muestra las rentabilidades de dichos bonos a lo largo del periodo de tiempo 1988 – 2022. Como en los gráficos anteriores también observamos en las zonas sombreadas las diferentes etapas de recesión. La rentabilidad de estos bonos aumenta en momentos de incertidumbre económica al ser la probabilidad de impago mayor.

Ilustración 7 : Gráfico evolución bonos basura EE. UU



Fuente: fred.stlouisfed.org

No estamos en una situación alarmante en relación con los bonos basura, pero si una situación de alerta.

VIX

Finalmente, el Volatility Index o VIX, recoge el sentimiento del mercado siendo una herramienta muy útil para evaluar el riesgo y es el indicador del miedo por excelencia. “El VIX se calcula utilizando los precios de las opciones del índice SP500 expresándose como porcentaje. Si el valor del VIX aumenta, es probable que el SP500 caiga, mientras que, si el VIX disminuye, es probable que el SP se mantenga estable “(Broker ig.com)

Este índice solo calcula la volatilidad del Standard & Poor's 500 pero este se suele usar de referencia para todo el mercado de valores de EE. UU.

Ilustración 8 : Gráfico evolución VIX EE. UU



Fuente: fred.stlouisfed.org

Por lo tanto, viendo la evolución del VIX, se pueden identificar las grandes depresiones que han tenido lugar, y se observa que en la mayoría de ellas el valor del índice se encontraba en unos niveles extraordinariamente altos.

Existen otros indicadores que puedan reflejar el comportamiento futuro de la economía, pero me he decantado por estos ya que poseen mayor fiabilidad.

En conclusión y para finalizar este apartado, podemos deducir que nos encontramos en una contracción del mercado, donde la mayor parte de las bolsas mundiales han perdido cerca del 30% de su capitalización, el entorno general de las criptomonedas no parece muy prometedor tampoco con caídas generalizadas tanto en BTC como ETH y Solana del 60%. Vemos también que el VIX, aunque lejos de los niveles pandemia y crisis del 2008 está relativamente alto, los bonos más de lo mismo.

Con todo ello podemos afirmar que todavía quedan varios meses en los que la tendencia principal de los mercados será bajista antes de que surja un impulso suficientemente grande como para tener un crecimiento positivo.

La situación global del comercio y de la producción vemos que tampoco es buena actualmente lo cual lleva implícito también una desaceleración del número de operaciones comerciales con el exterior.

Por una parte, el COVID-19, donde hemos visto como las empresas se vieron obligadas a parar la producción por la falta de stock de muchos componentes debido a los primeros confinamientos de China. El sector más afectado fue el tecnológico y automotriz, donde se dieron casos de vehículos defectuosos o limitados en funciones debido a la falta de componentes esenciales los cuales se producían en las fábricas de China. Otro efecto menos comentado, pero igual de alarmante se metió de lleno con el sector de los videojuegos, donde la falta de microchips y controladores limitó la producción de tarjetas gráficas llevando las pocas unidades existentes a precios desorbitados. Más concretamente, el sector de los videojuegos lo analizaremos más adelante.

“El mundo en el que la única alternativa para las empresas manufactureras era llevar sus fábricas a China y al sureste asiático es algo del pasado. Está cobrando cada vez más fuerza la opción opuesta: el 'reshoring' o relocalización, por el que estas mismas compañías repatrían parte o toda su producción a sus países originarios o a zonas más cercanas.” (elconfidencial.com, 2022)

Por otra parte, la guerra actual entre Ucrania y Rusia impacta también en la globalización, no solo en el comercio con esos países sino con sus respectivos aliados. Por un lado, Rusia con China, con India, con países árabes, respetando lo que está haciendo Putin y siguen manteniendo relaciones comerciales. Y, por otro lado, Estados Unidos y Europa, en un entorno mucho más crítico y apoyando a Ucrania, se está separando el mundo en dos y esto va a afectar al comercio internacional, evidentemente.

Hemos visto algunas compañías muy emblemáticas como APPLE trayéndose producción a Estados Unidos, pese a que es mucho más cara que hacerla en China, ante el miedo de que haya un conflicto adicional en torno a Taiwán y que pueda tener repercusiones a la hora de fabricar parte de su montaje del teléfono ya que más del 80% de los productos de APPLE se fabrican en China.

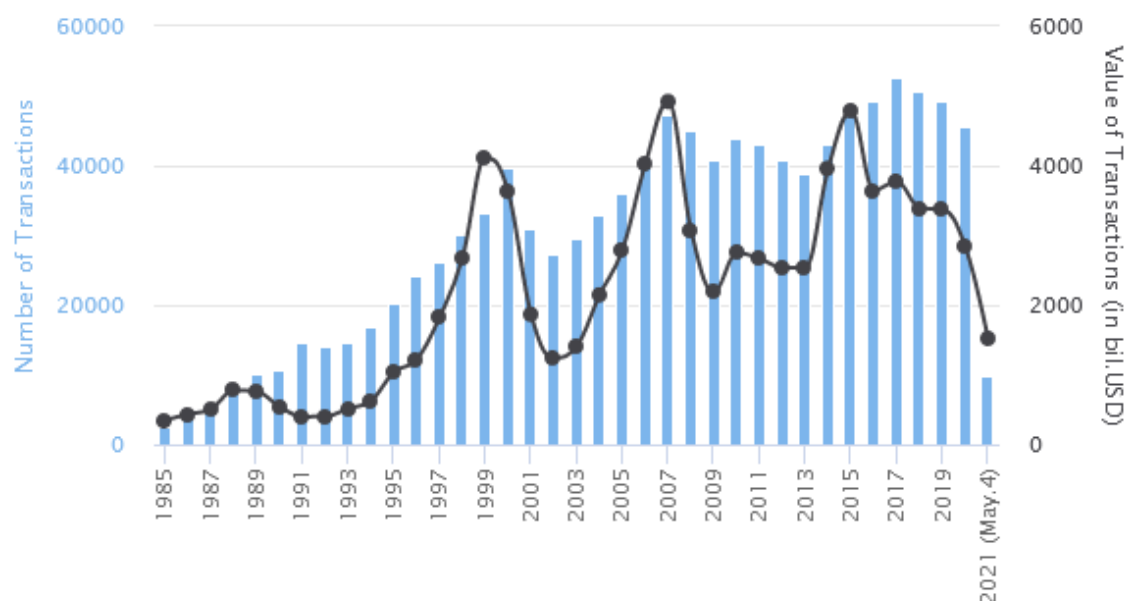
Como hemos visto, tampoco en el apartado de la relaciones comerciales internacionales auguran buenos periodos para la globalización, al menos a corto plazo.

1.4 EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

Las compras y adquisiciones de empresas vienen determinadas también por los ciclos económicos, ya que será en las fases de expansión donde se produzcan la mayoría de estas operaciones. No obstante, en tiempos de decrecimiento también se dan operaciones importantes.

En el siguiente gráfico podemos observar la evolución de las fusiones y adquisiciones según los datos facilitados por el Instituto de Fusiones, Adquisiciones y Alianzas (IMAA Institute) representando el número de transacciones y el volumen de las mismas.

Ilustración 9 : Evolución fusiones y adquisiciones (1985-2021)



Fuente: imaa-institute.org

Una vez analizados los datos vemos que al igual que los indicadores analizados en el apartado anterior, el número de fusiones y adquisiciones también varía con los ciclos económicos, reduciéndose este número en época de recesión.

Por otra parte, y como ya hemos visto el impacto del COVID-19 sobre el consumo y la inversión ha provocado consecuencias negativas sobre el PIB y ello, a su vez, al número de fusiones y adquisiciones. En el gráfico vemos esta caída reflejada entre los años 2019 a 2021.

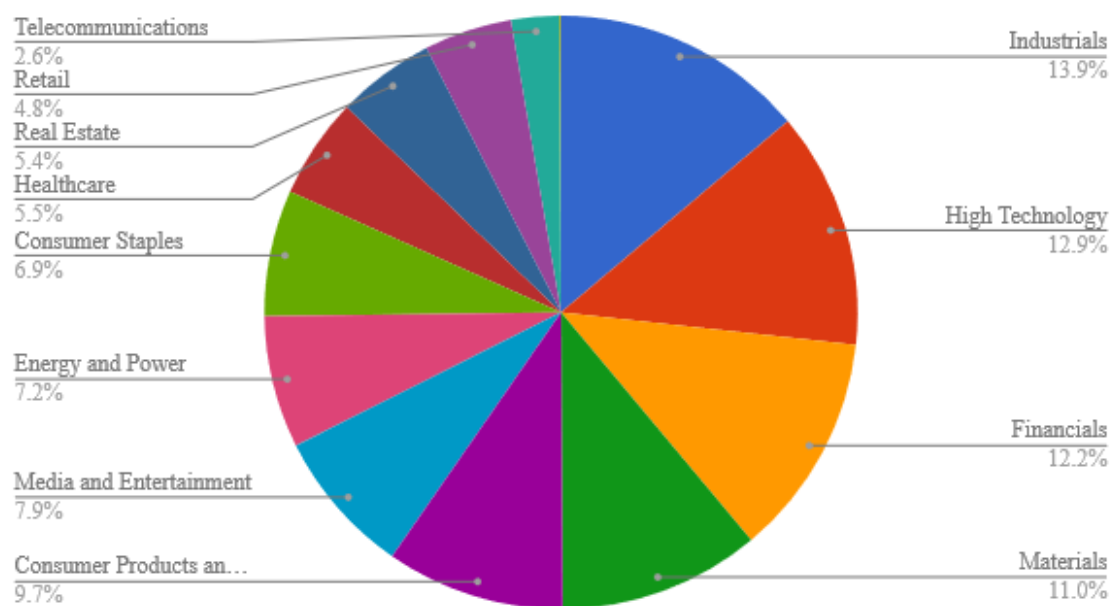
Desde una perspectiva más global, vemos como el año 2007 ha sido el año en el que más operaciones se han realizado, 48.000 operaciones valoradas en 4.920 billones de dólares, situación en la que las empresas obtenían grandes beneficios, la economía mundial estaba en su punto más álgido y muy pocos se esperaban la gran crisis financiera del 2008 la cual se extendió a todo el mundo y como observamos también en

el gráfico hizo que el número de fusiones y adquisiciones disminuyera también drásticamente.

Otro año donde el número de transacciones de este tipo se incrementó enormemente fue en el año 1999 dándose cerca de 33.000 operaciones por un valor aproximado de 4.116 billones de dólares.

A modo de conclusión, vemos como los años en los que mayor número de fusiones y adquisiciones se han registrado han sido justamente precedidos por grandes etapas de recesión económica.

Ilustración 10 : Fusiones y Adquisiciones por industrias



Fuente: imaa-institute.org

Con carácter mundial, en la ilustración anterior podemos observar la distribución del número de fusiones y adquisiciones por tipos de industria.

En primer lugar, vemos como el sector que mayor peso tiene dentro del total de operaciones es el sector industrial, el cual con un 13.9% representa un total de 126.700 operaciones con un valor de 6.000 billones de dólares. En segundo lugar, el sector de tecnológico ostenta el 12.9% con 118.000 operaciones con un valor de 5.000 billones de dólares.

Es importante destacar que, aunque el sector industrial posee el mayor porcentaje en términos de número de operaciones realizadas, es el sector financiero el que se sitúa el primero en términos de volumen con un valor de 10.800 billones de dólares seguido del sector energético con 9.000 billones.

1.5 MOTIVACIONES PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN

Está claro que el objetivo de toda adquisición de empresas es la creación de valor. No obstante, en este apartado profundizaremos en las razones o motivos que puedan dar lugar a una empresa a una operación de fusión y adquisición, tomando como referencia el libro *“Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas”* (Mascareñas, J, 2011)

- **Sinergia operativa**

Es el principal motivo cuando hablamos de fusiones horizontales, que son aquellas donde se fusionan empresas dentro del mismo sector y que se dedican a la misma actividad.

Esta operación logra conseguir economías tanto de escala como de alcance, por un lado, aumentando el volumen de producción lo que da lugar a una reducción del coste medio unitario y por otro lado la posibilidad de compartir costes entre ambas empresas.

- **Economías de integración vertical**

Este motivo se da en las fusiones y adquisiciones donde hay tanto integración hacia delante (downstreams o aguas abajo) como integración hacia atrás (upstreams o aguas arriba). Un ejemplo de integración vertical hacia delante sería un proveedor que compra a una empresa distribuidora de productos y un ejemplo de integración vertical hacia atrás sería un cliente que compra un proveedor el cual le proporcionaba las materias primas necesarias.

La principal ventaja se basa en la eliminación de los costes contractuales y de transacciones, pero por otra parte hay que ser precavido ya que en muchos casos no es más eficiente comprar una empresa para ahorrarse costes que externalizar procesos subcontratando servicios.

- **Mejoras en la gestión**

Este motivo surge en empresas que se encuentran mal gestionadas o con problemas pero que a su vez tengan un gran potencial de revalorización con una gestión adecuada por parte de los directivos aumentando a su vez los beneficios o reducir costes.

La rentabilidad de estas operaciones se basa en el bajo precio de compra y la cantidad de riesgo que se asume al comprar este tipo de empresas. Existen fondos llamados “capital – riesgo” los cuales se dedican a esta actividad, comprar empresas infravaloradas y que a través de una adecuada gestión puedan empezar a producir sinergias positivas. El objetivo de estos fondos no es ejercer control en la compañía, sino es meramente especulativo.

- **Empleo de fondos excedentes**

Se da en empresas con excedentes en tesorería y pocas oportunidades de inversión rentables. La compra de otra empresa como inversión proporciona tanto sinergias a la empresa adquiriente como seguridad al evitar ser comprada por otra empresa más grande atraída por su gran liquidez en tesorería.

- **Recursos complementarios**

Esta situación la observamos en empresas pequeñas que son adquiridas por otras más grandes donde es la empresa pequeña la que tiene componentes o servicios necesarios y de gran valor para la empresa grande.

- **Poder de mercado**

Consiste en incrementar la cuota de mercado a través de la fusión o adquisición de una empresa de la competencia. No obstante, este motivo no es suficiente por sí mismo ya que no justifica razonadamente cualquier operación de fusión o adquisición.

Un segundo aspecto a tener en cuenta es que cada vez existen más leyes y seguridad para los usuarios finales en relación a la libre competencia. Para evitar que por ejemplo tras una fusión o adquisición sea una empresa la que controla un mercado en concreto se actualizan y reforman leyes antimonopolio.

- **Diversificación**

Para reducir el riesgo económico global de una empresa, es necesario tener activos diversificados diferentes sectores, sectores que respondan de forma diferente ante ciclos recesivos de la economía o simplemente sectores que pasan por un momento de caídas pudiendo compensar posibles pérdidas.

Un ejemplo muy común de sector defensivo son las materias primas (oro, plata...) y sectores energéticos. La posesión de activos distribuidos en varios sectores proporciona seguridad y equilibrio a la compañía.

- **Menores costes de financiación**

Lógicamente, con la fusión o adquisición de dos compañías, aumenta la capacidad de endeudamiento al reducirse el riesgo financiero. Esta nueva situación permite a la empresa obtener financiación y endeudarse a tipos de interés más bajos de los que obtendrían por separado.

Esta situación se da porque al bajar el nivel de riesgo financiero, su ratio de insolvencia disminuirá y las empresas calificadoras la darán mayor valoración (Ej.: AAA)

- **Motivaciones de los directivos**

Este motivo puede ser tanto beneficioso como perjudicial para la empresa ya que existe una diferencia de intereses muy notable en todas las compañías entre los directivos y los accionistas y stakeholders. Los directivos tienen deseos y objetivos como aumentar el tamaño de la empresa, aumentar el número de empleados, obtener mayor cuota de mercado. Estos objetivos en ocasiones van encaminados a obtener luego recompensas o premios personales.

1.6 FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O FRACASO DE UNA OPERACIÓN

Los detalles específicos de los acuerdos pueden variar ampliamente dependiendo de la empresa y de la industria, pero, no obstante, podemos comentar una serie de factores genéricos que pueden marcar el rumbo de la operación.

- **Antes de la operación**

El factor más importante a la hora de llevar a cabo una operación de este tipo es tener un plan de inversión claro, en el que establecer cómo funciona el negocio para generar dinero y por supuesto de cómo la adquisición o fusión puede hacer a la empresa más valiosa con el tiempo. Es imprescindible una valoración adecuada y sensata de la empresa objetivo, valorar las sinergias que se esperan conseguir, así como la legislación implicada en la operación.

Otro factor a tener en cuenta es determinar el rango de precios que está dispuesto a pagar para adquirir la otra empresa, estableciendo la prima y haciendo atractiva la oferta en el mercado. También hay que establecer un medio de pago ya que dependiendo de cada medio pueden ocasionar unos impactos u otros en la cotización de la empresa.

Por último, es importante mantener y cuidar a los grupos de interés de la empresa o “stakeholders y shareholders” (empleado, clientes, sindicatos, accionistas...) ya que estos la componen y sus acciones tienen gran repercusión dentro de la misma.

En caso de que algunas de las cuestiones comentadas no se den o sean muy débiles, los adquirentes deben saber en qué momento deben alejarse del acuerdo.

- **Tras la operación**

Una vez llevada a cabo la operación, es necesario realizar una correcta y rápida reorganización entre las dos empresas. Establecer personas encargadas de la integración de las culturas empresariales y costumbres ya que en caso contrario es posible encontrar diferencias en el nivel de compromiso entre ambas empresas.

Otro aspecto importante consiste en evaluar de forma periódica el proceso de consecución de objetivos analizando también los recursos más valiosos y necesarios para el buen funcionamiento y por otra parte eliminando o vendiendo aquellos recursos obsoletos que no servirán de cara a cumplir los objetivos marcados.

- **Factores que aumentan las posibilidades de fracaso**

A continuación, y una vez vistos los factores que contribuyen al éxito, he querido analizar los factores más comunes que aumentan las posibilidades de fracaso.

El pago de un precio sobre inflado para adquirir a la compañía, pobre adaptación estratégica y fracaso de alcanzar potenciales economías de escala debido a una mala gerencia financiera o incompetencia.

2. VALORACIÓN DE LA OPA DE MICROSOFT SOBRE ACTIVISION BLIZZARD

En esta segunda parte del trabajo analizaremos la Oferta Pública de Adquisición (OPA) de Microsoft sobre Activision Blizzard que se anunció a principios de año, el 18 de enero de 2022 y además realizaremos una valoración propia de la empresa Activision Blizzard a través de varios métodos y partiendo como datos base de las Cuentas Anuales 2021 tanto de Microsoft como de Activision para su posterior comparación.

Así mismo, veremos cuales han sido las razones empresariales por las cuales Microsoft anunció la compra de esta compañía.

2.1 SITUACIÓN DEL SECTOR DE LOS VIDEOJUEGOS A NIVEL MUNDIAL

No cabe duda de que mercado de los videojuegos es muy valioso y cada vez con mayor crecimiento e ingresos. Como revelan los datos del *Newezoo Global Games Market Report 2019* los principales mercados del mundo son China y Estados Unidos representado conjuntamente 73.400 millones de dólares en comparación a los 43.450 millones que forman los ingresos del sector en Japón, Corea del Sur, Italia, Alemania, España, Reino Unido, Canadá y Francia juntos.

Esto demuestra que actualmente el mercado de los videojuegos está dominado por Estados Unidos y China.

Por otra parte, como podemos observar en la figura siguiente, es interesante el efecto positivo que dejó la COVID-19 en el sector de los videojuegos impulsando los beneficios del sector por encima de los 196.000 millones de dólares, superando a sectores tan populares como la música y el cine.

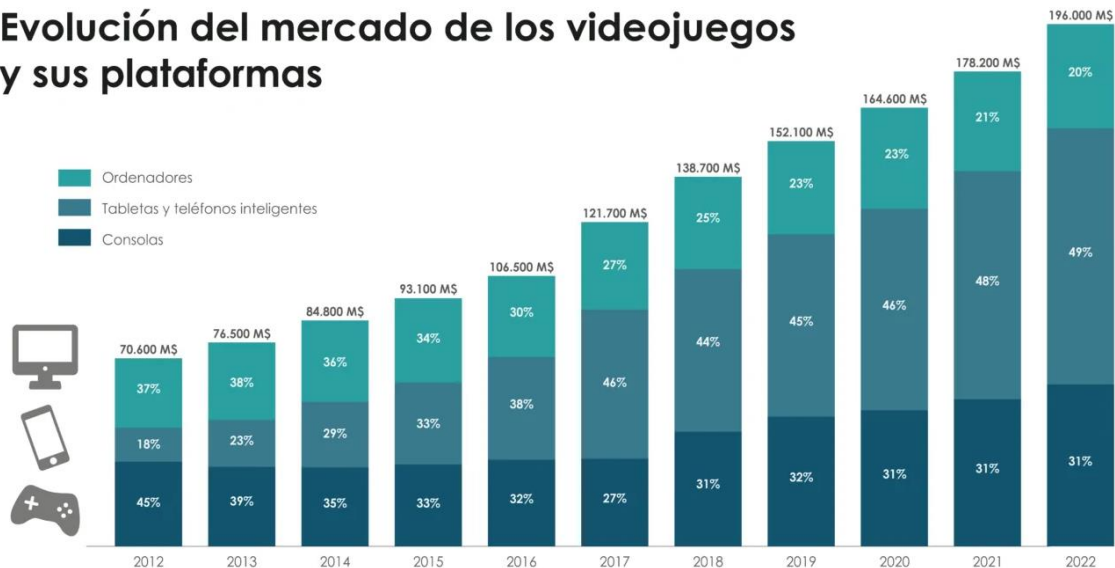
Durante la pandemia millones de personas se introdujeron en el mundo de los videojuegos y juegos online y es que echando un vistazo al informe de *Accenture: Gaming: the next superplatform* vemos que ya no existe solo un segmento de la población que se interese por los videojuegos porque según sus encuestas, el 79% de los encuestados son mayores de 25 años.

A la vista de estos datos, podemos afirmar que la industria de los videojuegos ha conseguido desarrollar y crear tanto historias como personajes los cuales han

transcendido a lo largo de los años transformándose en iconos de la cultura popular y atrayendo a jugadores a lo largo de varias décadas. Y si profundizamos más vemos como este sector de los videojuegos ha demostrado ser la primera opción en cuanto a ocio audiovisual y cultural en España se refiere.

Ilustración 11: Evolución sector videojuegos

Evolución del mercado de los videojuegos y sus plataformas



Fuente: elordenmundial.com

Quizás el dato más revelador de la figura es el crecimiento en los ingresos de los videojuegos para dispositivos móviles el cual se ha triplicado desde el 2012. La penetración de esta tecnología en mercados emergentes y superpoblados, como el indio o el latinoamericano, hacen que este tipo de dispositivos sean el futuro para gran parte del sector.

El potencial demográfico, junto con el desarrollo tecnológico de estos dispositivos, plantea un crecimiento de los ingresos del sector de los videojuegos muy alto en los próximos años, por lo que no es nada descabellado pensar que cada vez surgirán y tendrán más importancia las empresas relacionadas con este sector.

2.2 ANÁLISIS DE LA OPA

En este apartado analizaremos Activision Blizzard y justificaremos los motivos de la OPA lanzada. Para analizar y entender bien esta operación de adquisición es necesario conocer un poco sobre la historia de la empresa y las acciones que han llevado a Activision Blizzard a ser la tercera empresa más grande en el desarrollo mundial y creación de videojuegos.

La compañía opada es el resultado de la fusión en el 2007 de Activision y Blizzard Entertainment y actualmente su capitalización es de 61.954 millones de dólares y cuenta con unos ingresos en 2021 de 8.800 millones de dólares formando parte de una de las 500 empresas del SP500.

En relación con las líneas de negocio, podemos observar que Activision Blizzard, se divide en 5 unidades de negocio, todas ellas dedicadas a un sector específico:

Activision Publishing: Publica productos de software de entretenimiento interactivo y contenido descargable. Comercializa sus productos a través de canales minoristas y de descarga digital.

Blizzard Entertainment: Desarrolladora de videojuegos secundaria propiedad de Activision tras su fusión con la misma en 2007.

King: Desarrolladora de juegos para navegador y aplicaciones para dispositivos móviles. Entre sus títulos más famosos se encuentra la saga Candy Crush Saga.

Activision Blizzard Studios: Es una productora cinematográfica y la encargada de adaptar los videojuegos al sector del cine y de la animación.

Hay que destacar que entre las mejores producciones de Activision se encuentran juegos y sagas tan icónicas como: *Call of Duty*, *Crash Bandicoot*, *Guitar Hero*, *Tony Hawk's*, *World of Warcraft*, *StarCraft*, *Diablo*, *Hearthstone*, *Heroes of the Storm*, *Overwatch*, y *Candy Crush Saga*.

Por otra parte, es importante resaltar que Blizzard Entertainment tiene una posición asentada en la industria de los E Sports, industria que crece exponencialmente año tras año con el auge de transmisiones en vivo (Twitch, Facebook Gaming) y en ese sentido Microsoft no se quiere quedar atrás por lo que podría ser otro motivo de su compra.

En cuanto a su presencia geográfica y al ser una empresa tecnológica, los ingresos de Activision proceden de diversas partes del mundo, aunque son los Estados Unidos donde obtiene casi el 57%. Europa, países orientales y África suponen el 32% y el resto siendo este un 12% proviene del sector asiático.

Una vez situado el contexto de la empresa opada, procedemos a analizar las características propias de la OPA:

Los rumores de la OPA comenzaron el 3 de diciembre de 2021, donde se indicaba que Microsoft tenía interés en discutir una estrategia con Activision para su posterior compra. Como resultado de aquella negociación, se estableció un precio de compra de 80\$ por acción, cuando en aquel momento la cotización de Activision era de 69\$. Tras recibir ofertas competidoras, Microsoft elevó el precio de compra a 90\$ por acción.

Ilustración 12: Cotización Activision Blizzard



Fuente: Investing.com (tradingview.com)

Como observamos en el gráfico superior, la cotización de Activision comenzó una tendencia alcista con los primeros rumores hasta que finalmente, el 18 de enero de 2022, Activision y Microsoft cerraron el acuerdo de compra. Adicionalmente, vemos como el volumen de órdenes de venta de las acciones de Activision, representado por la barra roja de la parte inferior del gráfico, fue masiva, lo que concuerda con el porcentaje de éxito de la operación del 98%.

Ilustración 13: Cotización Microsoft



Fuente: Investing.com (tradingview.com)

El medio de pago utilizado por Microsoft en la OPA fue efectivo en su totalidad y como hemos comentado anteriormente, la forma de pago influye enormemente en la cotización del adquirente pues está refleja la forma en la que los directivos de la empresa compradora y sus accionistas valoran su empresa. El medio de pago preferido por los inversores es en efectivo ya que las acciones de la empresa adquirente tenderán a bajar

en el corto plazo por la sobreprima pagada del casi el 47%, la cual es una prima enorme para este tipo de operaciones.

En segundo lugar, pagando en efectivo, Microsoft se evita el llevar a cabo una ampliación de capital con las consecuencias negativas que eso conlleva como disminución del BPA y disminución del precio de la acción. Por último, si la operación se hubiese pagado con acciones, hubiese dado a entender que los directivos piensan que sus acciones están sobrevaloradas y por lo tanto los accionistas de la empresa compradora empezarían a vender acciones de la misma.

En el largo plazo y una vez descontado el efecto informativo del medio de pago, los accionistas valorarán positivamente la operación de adquisición tras la obtención de sinergias y la cotización de la empresa compradora aumentará.

El precio finalmente pagado a los accionistas por sus acciones fue de 95\$ por acción, lo que supone una prima del 46.7% respecto al día anterior de cotización. Esta adquisición ha sido calificada como la OPA más cara del sector de los videojuegos suponiendo para Microsoft un desembolso de 69 billones de dólares o el equivalente a 69 mil millones en el ámbito europeo. En el segundo puesto también se sitúa la OPA de Microsoft sobre ZeniMax Media por un total de 7.5 billones de dólares en marzo de 2021.

Una de las restricciones más importantes que impuso Microsoft en el OPA fue el porcentaje mínimo de votos a favor situado en el 50%, cuyo resultado final fue del 98% de los votos a favor de la adquisición.

2.3 MOTIVOS PARA LA OPA

En este apartado valoraremos algunos de los motivos principales de la OPA:

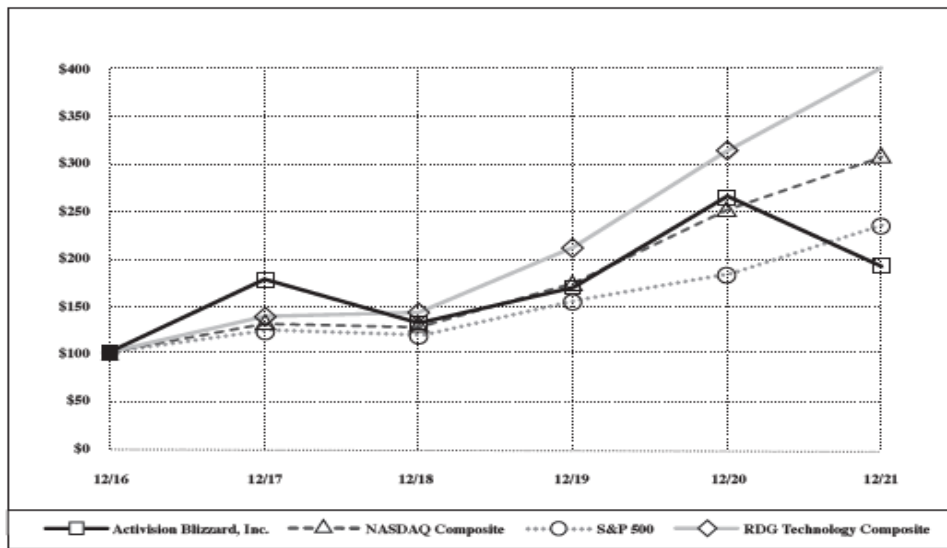
- **Obtención de sinergias**

Una vez establecida la fusión y llevada a cabo todos los planes de gestión y medidas de reestructuración, Microsoft espera obtener grandes sinergias positivas, reflejadas en la siguiente tabla obtenida del anuncio de la OPA enviado a los accionistas (en millones):

Long-Range Plan	Fiscal Year Ending December 31,			
	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenue ⁽¹⁾	\$8,856	\$9,174	\$11,725	\$12,405
Operating Income ⁽²⁾	\$3,718	\$3,886	\$ 4,849	\$ 5,597

Fuente: [Investor.activision.com](https://investor.activision.com)

Ilustración 14 : Evolución rentabilidad Activision vs Nasdaq vs SP500



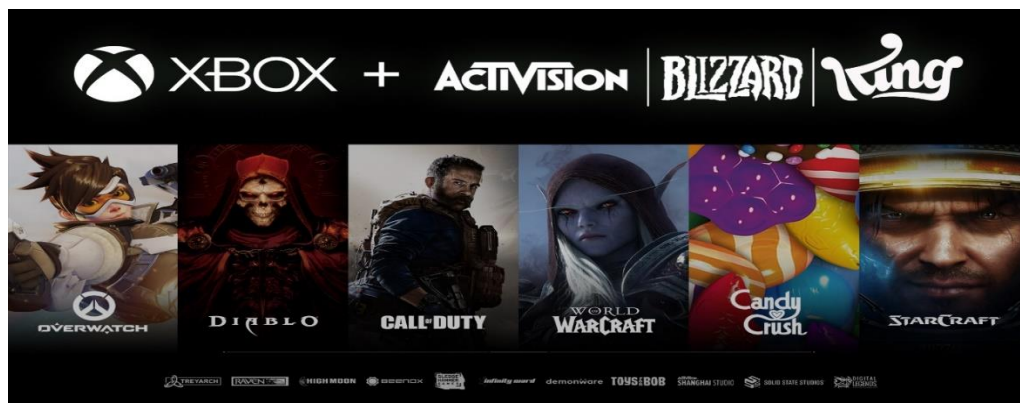
Fuente: [Investor.activision.com](https://investor.activision.com)

Otro ejemplo publicado por Activision en su anuncio de la OPA se basa en el rendimiento acumulado total para los accionistas desde 2016. La tabla refleja y compara la evolución de Activision contra los principales índices de EE. UU, NASDAQ y SP500 con una inversión inicial de 100\$. Como se observa claramente, la rentabilidad de las acciones de Activision ha sido iguales o superiores a la de los índices a excepción del año 2021.

- **Recursos complementarios**

Microsoft pasa a ser una empresa totalmente adaptada a las nuevas etapas tecnológicas del desarrollo y creación de videojuegos, combinando el ADN creativo de Activision Blizzard y la red tecnológica y de distribución de Microsoft.

Un motivo que ya se ha podido observar, es el refuerzo del catálogo de Game Pass de Microsoft, incluyendo juegos de Activision Blizzard. Además, Microsoft contará con 30 estudios internos de desarrollo de videojuegos, junto con capacidades adicionales de producción en términos de publicación y E-Sports.



Fuente: [Geeknetic.es](https://www.geeknetic.es)

- **Poder de mercado**

Una vez cerrada la operación, Microsoft pasará a ser la tercera empresa de videojuegos del mundo en cuanto a ingresos. Esta acción le permite estar más cerca de algunos de sus rivales históricos como Sony y Tencent.

Activision Blizzard posee cerca de unos 400 millones de jugadores activos mensuales, los cuales harán más atractivo que más usuarios nuevos se unan al Game Pass de Microsoft.

2.4 VALORACIÓN DE ACTIVISION BLIZZARD POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES

A continuación, se calculará el precio objetivo de la empresa que se ha opado (en este caso Activision Blizzard) utilizando diferentes métodos. Los métodos utilizados serán, descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos en base a los cuales obtendremos un rango de precios objetivo.

La finalidad de este apartado es poder concluir si el precio finalmente pagado en la operación es adecuado, teniendo en cuenta la previsión de precios objetivo, o si por el contrario se considera que se está sobrepagando.

El primer método que utilizaremos en este apartado es la valoración por descuento de flujos de caja y para ello vamos a trabajar sobre los datos de las Cuentas Anuales a 31 de diciembre de 2021 de dicha empresa.

La fórmula utilizada para este método de valoración es la siguiente:

$$EV \text{ (Valor empresa)} = \frac{FCF1}{(1 + WACC)} + \frac{FCF2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCFn}{(1 + WACC)^n} + \frac{VRn}{(1 + WACC)^n}$$

Definimos los flujos de caja libres (FCF) como aquellos que se espera produzcan los activos de la empresa y que pueden ser distribuidos entre accionistas y acreedores. Una anotación importante por realizar es que Activision Blizzard al ser una empresa tecnológica, la cual la mayor parte de su negocio radica en internet y en el desarrollo de videojuegos, no posee existencias ni proveedores.

Así mismo, la cuenta de clientes al reflejar los derechos de cobro de la empresa, es decir, productos vendidos y pendientes de cobro no es significativa ya que todos los productos al igual que en el resto de las empresas del sector se obtienen y se pagan vía online en el momento de la compra.

A continuación, debemos determinar la duración del periodo explícito, es decir, el número de años durante los cuales vamos a realizar previsiones de FCF antes de considerar que la empresa alcanza la madurez y su crecimiento se estabiliza (y que suele encontrarse entre 3 y 5 años). En nuestro caso, al tratarse de una empresa

perteneciente al sector tecnológico establecemos un periodo explícito de 5 años ya que las expectativas de crecimiento son elevadas.

A) Free Cash Flow

El FCF de Activision Blizzard para el último ejercicio cerrado (2021) ha sido de 2.815 millones de dólares, debido principalmente al incremento en el EBIT del 19% respecto al año anterior.

Tabla 1 : Cálculo Free Cash Flow (datos en millones de \$)

	2021
EBIT	3.259,00
(Impuestos)	478,96
NOPAT	2.780,04
Amortización	346
CFOperativo	3.126,04
(Inversiones en Capital Circulante = NOF)	-80
(Inversiones en Activo Fijo = Capex)	391
FCF	2.815,04

El CAPEX a su vez está formado por el CAPEX de mantenimiento, el cual hace referencia a las amortizaciones del inmovilizado y el CAPEX de expansión que está orientado a la variación del activo fijo neto. Con los dos CAPEX, formamos el CAPEX total o también denominado inversiones en activo fijo bruto.

Con todas las anotaciones anteriores vemos que a la hora de calcular los FCF de Activision las necesidades operativas de fondos (NOF) solo variarán en la misma cantidad que la cuenta de clientes, ya que como hemos comentado no poseemos ni existencias ni proveedores.

Tabla 2 : Cálculo Necesidades Operativas de Fondos (datos en millones de \$)

Inversiones en Capital Circulante (NOF)	2021	2020	Variación
Deudores	972,00	1.052,00	-80,00
Existencias	0,00	0,00	0,00
Proveedores			0,00
Fondo de Maniobra Operativo	972,00	1.052,00	-80,00
Variación en Capital Circulante			-80

Tabla 3 : Cálculo CAPEX (datos en millones de \$)

Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)	2021	2020	Variación
Inmovilizado inmaterial	9.799	9.765	34
Inmovilizado material	380	369	11
Dotación amortizaciones Inmovilizado	346		346
Variación inmov + amortización del periodo (Capex Total)			391

A partir de los datos obtenidos anteriormente, procedemos a calcular el FCF que podría mantenerse a largo plazo a partir de una serie de hipótesis que comentaremos a continuación:

Por una parte, establecemos que las NOF a largo plazo tendrán un valor de 0 ya que con el tiempo las necesidades de fondos positivas se compensan con las necesidades de fondos negativas.

Por otra parte, con relación al CAPEX y como hemos visto anteriormente, hay dos tipos de CAPEX, el de expansión también tenderá a 0 ya que las desinversiones e inversiones se compensarán y quedará el CAPEX de mantenimiento, que es el relativo a las amortizaciones de los activos.

Tabla 4 : Cálculo Free Cash Flow a largo plazo (datos en millones de \$)

	2021
EBIT	3.259,00
(Impuestos)	478,96
NOPAT	2.780,04
Amortización	346
CFOperativo	3.126,04
(Inversiones en Capital Circulante = NOF)	0
(Capex mantenimiento)	346
FCF a largo plazo	2.780,04

Como resultado obtenemos un FCF a largo plazo de 2.780 millones de dólares para el año 2021. Para efectuar adecuadamente la valoración debemos actualizar esta cifra a finales de 2022 basándonos en una tasa de crecimiento establecida en el 2% anual:

$$FCF_{2022} = FCF_{2021} \times (1 + 0.02) = 2.835 \text{ millones \$}$$

Para estimar el crecimiento de la empresa durante el periodo explícito (g) nos hemos basado en la siguiente fórmula, para la cual necesitamos saber la última ROE conocida y el payout de la empresa.

$$\text{Crecimiento (g)} = ROE \times (1 - \text{Payout})$$

Con una ROE conocida de 16.32% y un payout de 13.54%, obtenemos un crecimiento de 14.11%. Este crecimiento es una estimación bastante optimista ya que se sitúa muy por encima de la media del sector. No obstante, al establecer los precios objetivos en dos escenarios utilizaremos esta tasa de crecimiento para el escenario optimista.

Por otro lado, con relación al escenario pesimista utilizaremos la siguiente fórmula para estimar el crecimiento de una forma más conservadora. Esta fórmula la desarrollaremos más adelante en el apartado de valoración por múltiplos.

$$\text{Crecimiento } (g) = \left(\frac{\text{Val. final}}{\text{Val. inicial}} \right)^{\frac{1}{t}} - 1$$

El crecimiento anualizado estimado basándonos en el EBIT histórico de los últimos 10 años es 9.53%.

Finalmente, una vez transcurrido el periodo explícito de 5 años donde la empresa crece, entramos en otra etapa en la que el crecimiento será estimado a perpetuidad. Esta tasa estará formada por la variación de la inflación de EE. UU durante 10 años y la variación del PIB durante estos mismos 10 años. Todos los cálculos se pueden observar en la tabla inferior.

Tabla 5 : Cálculo crecimiento perpetuidad

Fecha	PIB EE. UU anual	Var. PIB (%)	Fecha	Inflación
2021	19.441.544 M€	5,70%	2021	7,00%
2020	18.333.753 M€	-3,40%	2020	1,40%
2019	19.091.884 M€	2,30%	2019	2,30%
2018	17.389.789 M€	2,90%	2018	1,90%
2017	17.284.234 M€	2,30%	2017	2,10%
2016	16.901.191 M€	1,70%	2016	2,10%
2015	16.415.622 M€	2,70%	2015	0,73%
2014	13.228.461 M€	2,30%	2014	0,76%
2013	12.685.797 M€	1,80%	2013	1,50%
2012	12.650.022 M€	2,30%	2012	1,74%
Promedio		2,06%		2,15%
Crecimiento perpetuidad				4,21%

La tasa de crecimiento a perpetuidad calculada es 4.21%, la cual utilizaremos en ambos escenarios.

B) WACC

En este apartado y una vez obtenido el FCF y la duración del periodo explícito calcularemos el coste medio ponderado de capital o WACC a través de la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e \times \frac{FP}{FP + Deuda} + K_d \times (1 - t) \times \frac{Deuda}{FP + Deuda}$$

Coste de las acciones (Ke)

La Ke o rentabilidad exigida por los accionistas se calcula mediante el modelo CAPM a través de la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

La beta de las acciones de Activision es de 0.42, la cual se ha extraído de gurufocus.com. Esta beta nos indica que, dentro del sector, las acciones de Activision tienen un carácter defensivo al ser su valor inferior a 1. Por otra parte, para el cálculo de la rentabilidad libre de riesgo hemos utilizado la rentabilidad del bono a 10 años de EE. UU al ser la empresa estadounidense. Esta rentabilidad se sitúa en el 2.78%. Adicionalmente también necesitamos la rentabilidad del mercado, en este caso la del SP500, donde los últimos 10 años ha ofrecido una rentabilidad anualizada de 11.4%.

Finalmente, obtenemos una K_e de 5.4%

Coste de la deuda (K_d)

Para el cálculo de la K_d realizaremos el cociente entre los gastos financieros y la deuda financiera mostrados en las cuentas anuales de 2021. La K_d para Activision en 2021 es del 2.54%.

Con todos los datos anteriores y una vez aplicada la fórmula del cálculo del WACC, obtenemos un valor de 5.15%. No obstante, al igual que sucede con el cálculo de la tasa de crecimiento, utilizaremos la tasa del sector de “Software Entertainment” siendo este el sector del que forma parte la empresa analizada. Esta decisión nos permite obtener unas conclusiones más realistas y acorde a la empresa y su relación con el mercado. Con los datos obtenidos de pages.stern.nyu.edu hemos situado esta tasa en 6.54%.

C) Cálculo precio objetivo

Con todos los datos anteriores podemos calcular el valor de las acciones, el cual se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Valor acciones} = \text{Valor de la empresa} - \text{Deuda Financiera Neta}$$

A su vez,

$$\begin{aligned} \text{Deuda Financiera Neta} \\ &= \text{Deuda Financiera} \\ &- \text{Efectivo e IFT (Inversiones Financieras Temporales)} \end{aligned}$$

Posteriormente, con el valor de las acciones y con el número total de acciones (786 millones de acciones) obtenemos los rangos de precio objetivo por acción.

Como hemos establecido con anterioridad, utilizaremos dos escenarios distintos para el cálculo del precio objetivo de las acciones de Activision Blizzard. En ambos escenarios hemos contemplado variaciones de 0.2% al alza y a la baja, para prever posibles variaciones y sensibilidades en el precio.

- **Escenario pesimista:**

Tasa de crecimiento del periodo explícito: 9.53%

WACC: 6.54%

Tabla 6 : Valoración de la acción de Activision en el escenario pesimista

WACC/Crec.P	3,41%	3,61%	3,81%	4,01%	4,21%
6,14%	\$ 168,30	\$179,44	\$192,49	\$208,00	\$226,73
6,34%	\$ 157,64	\$167,18	\$178,24	\$191,19	\$206,58
6,54%	\$ 148,34	\$156,60	\$166,07	\$177,04	\$189,90
6,74%	\$ 140,16	\$147,37	\$155,57	\$164,97	\$175,86
6,94%	\$ 132,91	\$139,26	\$146,42	\$154,55	\$163,88

Dentro del escenario pesimista, vemos que el rango de precios obtenido se sitúa entre \$132 y \$226, el cual es un rango bastante alejado y amplio del precio pagado por Microsoft (\$95) por acción.

- **Escenario optimista:**

Tasa de crecimiento del periodo explícito: 14.11%

WACC: 6.54%

Tabla 7 : Valoración de la acción de Activision en el escenario optimista

WACC/Crec.P	3,41%	3,61%	3,81%	4,01%	4,21%
6,14%	\$ 191,55	\$ 204,48	\$ 219,63	\$ 237,63	\$ 259,37
6,34%	\$ 179,18	\$ 190,26	\$ 203,09	\$ 218,13	\$ 235,99
6,54%	\$ 168,39	\$ 177,98	\$ 188,98	\$ 201,71	\$ 216,64
6,74%	\$ 158,91	\$ 167,28	\$ 176,79	\$ 187,71	\$ 200,35
6,94%	\$ 150,49	\$ 157,86	\$ 166,17	\$ 175,62	\$ 186,45

Dentro del escenario optimista, vemos que el rango de precios obtenido se sitúa entre \$150 y \$259, el cual es un rango todavía más alejado y amplio del precio pagado por Microsoft.

En conclusión, podemos destacar que la estimación del precio objetivo para Activision nos arroja unos precios muy elevados, siendo el rango global entre los dos escenarios \$132 - \$259, lo que nos permite concluir que: La compra de Activision ha resultado una buena operación, ya que el potencial de revalorización de la empresa es muy alto. Situación que justificaría la enorme prima pagada por Microsoft (46.7%) y sus intenciones de adquirir Activision a un precio tan elevado, ya que en un futuro no muy lejano estas acciones infravaloradas subirían de valor hasta el rango de precios establecido anteriormente.

2.5 VALORACIÓN DE ACTIVISION BLIZZARD POR MÚLTIPLOS

Una vez valorada la empresa por el método de flujos de caja, utilizaremos otro método para contrastar y complementar los precios objetivos obtenidos para Activision. El método elegido es el de valoración por múltiplos, el cual nos permitirá comparar la empresa opada con otra empresa del sector de los videojuegos, más concretamente utilizaremos la empresa tecnológica Tencent, ya que es una de las únicas empresas que se sitúan por delante de Activision Blizzard dentro del sector.

Con este método finalmente veremos si Activision estaba tan infravalorada y por lo tanto era tan buena opción de compra para Microsoft.

Tabla 8 : Recopilación datos Activision y Tencent

	2021 (millones \$)	
	Tencent	Activision
Ventas	\$ 21.628,20	\$ 8.803,00
EBITDA	\$ 42.101,00	\$ 3.699,00
Amortizaciones	\$ 1.185,75	\$ 346,00
EBIT	\$ 40.915,25	\$ 3.259,00
Bº Neto	\$ 34.847,00	\$ 2.699,00
Deuda Financiera Neta	\$ -3.036,45	\$ -7.527,00
FP	\$ 112.738,00	\$ 17.599,00
NOF	\$ 100,00	\$ -80,00
CAPEX	\$ 1.485,75	\$ 391,00
Nº Acc	\$ 9.610,00	\$ 786,821
Precio por acción	\$ 58,60	\$ 66,53
Capitalización bursátil	\$ 563.146,00	\$ 52.347,00
EV	\$ 494.134,00	\$ 51.529,02
Cash Flow	\$ 36.032,75	\$ 3.045,00
EPS	\$ 3,66	\$ 3,47

Tabla 9 : Estimación de los ratios de Activision y Tencent

	Tencent	Activision
PER	16,01	19,17
P/CF	15,629	17,19
P/BV	5,00	2,97
EV/VENTAS	22,85	5,85
EV/EBITDA	11,74	13,93
EV/EBIT	12,08	15,81

Con todos los datos recopilados de la Tabla 8 y calculados los ratios, procedemos a explicarlos más detalladamente a continuación. Algunos de los ratios serán comparados adicionalmente con los del sector, aportando una visión más completa de la valoración.

- **PER (Price Earnings Ratio)**

El ratio PER es el ratio más utilizado desde 1930 debido a su sencillez y la interpretación que tiene. No obstante, este ratio por sí solo no nos indica nada y debemos de compararlo con otra empresa del mismo sector, en nuestro caso Tencent. El PER nos indica si la acción está cara o barata, el tiempo que tardaremos en recuperar nuestra inversión y las expectativas de crecimiento que otorga el mercado a la empresa.

Este ratio se calcula dividiendo el precio de cotización de la acción por el beneficio por acción y siempre nos interesará comprar las acciones de la empresa con el PER más pequeño. Esta interpretación no siempre es la adecuada ya que un PER alto también podría indicar que la empresa tiene unas expectativas de crecimiento altas. Para evitar este efecto sería mejor observar el PEG (PER to Growth).

Observando la Tabla 9, podemos ver que el PER de Activision (19.17) es más elevado que el de su principal competidor, Tencent (16.01). Con estos datos podríamos deducir que las acciones de Tencent están infravaloradas en comparación con las de Activision y por lo tanto supondrían una mejor compra. Aun así, Microsoft quería Activision a toda costa por los motivos citados anteriormente en relación con la OPA.

Por otra parte, el PER del sector de los videojuegos es de 77.72 por lo que, si miramos de forma más global, ambas empresas serían buenas opciones de compra al tener un PER mucho más pequeño que su sector. Los datos sobre ratios sectoriales se han obtenido de pages.stern.nyu.edu.

- **P/CF (Price to Cash Flow)**

Este ratio nos indica la relación entre el precio de la acción y el Cash Flow por acción (este último es calculado como Bº Neto + Amortizaciones).

Activision posee un ratio de 17.19, el cual es ligeramente superior al de Tencent que es de 15.62. Esto nos indica que al igual que con el PER, la acción de Activision se encuentra sobrevalorada respecto a la de Tencent.

- **P/BV (Price to Book Value)**

El Price to Book Value relaciona el precio de la acción con el valor contable de la misma. Obtenemos que Activision tiene un ratio de 2.97 mientras que Tencent posee un ratio de 5. Podemos deducir que utilizando este ratio las acciones de Activision estarían infravaloradas respecto a las de Tencent.

Además, el P/BV del sector de los videojuegos tiene un valor de 7.52 por lo que también se podría llegar a la misma conclusión.

- **EV/VENTAS**

En este caso, el ratio nos indica lo que nos costaría adquirir el valor de una empresa en función de sus ventas teniendo en cuenta el valor de sus acciones y la deuda financiera neta.

El valor de este múltiplo para Activision es de 5.85 y de 22.85 para Tencent. La interpretación de este múltiplo al igual que con el PER tiene sus particularidades. Un valor alto no siempre indica una acción sobrevalorada ya que nos puede estar indicando que se espera un alto crecimiento en las ventas en el futuro o un alto nivel de endeudamiento y viceversa para un valor muy bajo. No obstante, el EV/Ventas del sector se sitúa en 8.12 lo que nos llevaría a deducir que la compra de Activision sería buena opción.

Adicionalmente, podemos estimar el precio objetivo de Activision utilizando el múltiplo del sector para saber si dista o no del precio de compra. Multiplicando el dato del sector por las ventas de Activision, obtenemos un valor de empresa (71.480 millones) y el consiguiente precio por acción, el cual es de 90.84 \$. El precio pagado por Microsoft fue de 95 \$, el cual se ajusta bastante al precio estimado.

- **EV/EBITDA**

Este múltiplo es otro de los más utilizados ya que nos permite comparar empresas de sectores diferentes pero que tengan las mismas necesidades de inversión. Es el cociente entre el valor de la empresa y el resultado bruto de explotación. No tiene en cuenta ni amortizaciones, resultados financieros ni resultados extraordinarios, evitando así posibles distorsiones.

El EV/EBITDA de Activision (13.93) es superior al de Tencent (11.74), lo que nos indicaría que las acciones de Activision se encuentran sobrevaloradas. Si observamos el dato del sector (20.51) vemos que ambas empresas se encuentran infravaloradas y ambas serían buenas opciones de compra.

- **EV/EBIT**

Al igual que el anterior ratio, el EV/EBIT también es muy utilizado ya que nos permite valorar una empresa sin tener en cuenta resultados financieros como los impuestos de cada país ni los tipos de interés por lo que es útil para comparar empresas no solo de distintos sectores sino también de distintos países.

En esta situación vemos que las acciones de Activision (15.81) también se encuentran sobrevaloradas frente a las de Tencent (12.08). No obstante, teniendo en cuenta el dato del sector (25.65) vemos que el valor del múltiplo de Activision se sitúa por debajo de la media siendo buena opción de compra.

En relación a la valoración por múltiplos podemos ver cómo los ratios de Activision son en ocasiones más pequeños que los de Tencent, pero en todos los casos más bajos que la media del sector.

3. CONCLUSIONES

Una vez concluido nuestro análisis tanto de la situación macroeconómica como de las adquisiciones y fusiones a nivel global, destacamos las ideas principales del trabajo.

En primer lugar, podemos afirmar que nos encontramos en un periodo de decrecimiento a nivel mundial, donde las bolsas afrontan grandes caídas y se prevé que esta situación siga durante varios meses más. Adicionalmente hemos visto, tanto en el sector de la automoción, como en el informático con los semiconductores, la preferencia de las empresas de traer la producción a sus países natales, aunque les aumente el coste. Por tanto, esa globalización ha dado una marcha atrás muy importante.

Con relación a las adquisiciones y fusiones destacar el enorme peso que tienen estas operaciones en la economía global. También vemos que reflejan con bastante exactitud los ánimos de las grandes compañías dando lugar a un notable descenso en el número de fusiones y adquisiciones. Los mejores años en términos de número de operaciones como de valor total de las operaciones fueron 2017 y 2015 respectivamente.

Los videojuegos son un sector en auge donde cada año se multiplican los ingresos y los jugadores. Al ser un sector atractivo supone que las empresas grandes del sector ya posicionadas tengan aun mayor posición de poder y siendo estas a su vez objetivo de OPA por empresas mundiales más grandes.

En segundo lugar, destacamos que Activision Blizzard forma parte de las 3 mejores empresas de su sector, con grandes perspectivas de futuro y gracias a la compra por parte de Microsoft, juntos ayudarán a dar forma al futuro del entretenimiento interactivo e impulsarán el compromiso con algunos de los juegos más populares en una de las principales redes de plataformas y dispositivos del mundo.

Por último, indicamos que el precio pagado por Microsoft en la OPA se encuentra por debajo del precio objetivo estimado en este trabajo lo que proporcionaría a Microsoft grandes beneficios y sinergias calificando esta adquisición como una muy buena operación.

4. BIBLIOGRAFÍA

CNMV [sitio web]. 2022. Las OPAs. Qué son y cómo actuar. [Consulta: 05 abril 2022] Disponible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF

DocumentCloud [sitio web]. 2022. Documento a los accionistas de Activision. [Consulta: 05 abril 2022] Disponible en:

<https://www.documentcloud.org/documents/21270320-activision-blizzard-form-prem14a#document/p42>

Economipedia [sitio web]. 2022. Ciclo económico - Definición, qué es y concepto. [Consulta: 12 de abril 2022] Disponible en:

<https://economipedia.com/definiciones/ciclo-economico.html>

ElConfidencial [sitio web]. 2022. Noticia producción en China. [Consulta: 11 de junio 2022] Disponible en:

https://www.elconfidencial.com/empresas/2020-02-23/mango-nike-apple-cierran-fabricas-chinas-vuelven-casa_2464107/

Gurufocus [sitio web]. 2022. Indicadores sobre Activision. [Consulta: 08 de mayo 2022] Disponible en:

<https://www.gurufocus.com/term/wacc/NAS:ATVI/WACC-Percentage/Activision%20Blizzard>

Gurufocus [sitio web]. 2022. Rentabilidad anualizada SP500. [Consulta: 15 de mayo 2022] Disponible en:

https://www.gurufocus.com/economic_indicators/63/sp-500-index

Hypebeast [sitio web]. 2022. Activision Blizzard Shareholders Approve Microsoft's Takeover Bid [Consulta: 02 abril 2022] Disponible en:

<https://hypebeast.com/2022/4/activision-blizzard-shareholders-approve-microsoft-takeover-news>

Macrotrends [sitio web]. 2022. Análisis Cuentas Anuales Activision. [Consulta: 08 de junio 2022] Disponible en:

<https://www.macrotrends.net/stocks/charts/ATVI/activision-blizzard/balance-sheet>

MASCAREÑAS, J. 2005. Fusiones y adquisiciones de Empresas. 4ª ed. Madrid. McGraw Hill.

Microsoft [sitio web]. 2022. Comunicado Microsoft sobre OPA. [Consulta: 12 abril 2022] Disponible en:

<https://news.microsoft.com/2022/01/18/microsoft-to-acquire-activision-blizzard-to-bring-the-joy-and-community-of-gaming-to-everyone-across-every-device/>

MSCI World [sitio web]. 2022. Evolución y datos MSCI World [Consulta: 20 de abril 2022] Disponible en:

<https://www.msci.com/www/fact-sheet/msci-world-index/05830501>

Newzoo Platform [sitio web]. 2020. Crecimiento sector videojuegos nivel mundial [Consulta: 01 abril 2022]. Disponible en:

<https://elordenmundial.com/mapas-y-graficos/evolucion-mercado-videojuegos/>

Pages.Stern [sitio web]. 2022. Price Earnings Ratios. [Consulta: 22 de abril 2022]
Disponible
en: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pedata.html