



Corso di Laurea in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra di Operazioni Straordinarie e Valutazione D'Impresa

La creazione di valore del M&A nel mercato videoludico: il caso “Activision Blizzard – Microsoft”

Prof. E. Pinto

RELATORE

Prof. A. Musai

CORRELATORE

Giulio Ingraldi

CANDIDATO

A.A. 2023/2024

Indice

Introduzione.....	3
1. Finanza e Videogiochi.....	7
1.1 Introduzione al mercato	7
1.2 Evoluzione storica.....	10
1.2.1 L'era Arcade	11
1.2.2 L'ascesa delle piattaforme e dei PC da gaming: le "Console War"	11
1.2.3 Gli anni 00'.....	14
1.2.4 Gli anni 10'.....	14
1.3 La Pandemia dei Videogiochi	17
1.3.1. L'inizio degli anni 20': la pandemia dei videogiochi	17
1.3.2. Il futuro.....	17
1.3.3. Trend e Analisi dei Consumatori	19
1.3.4. Controversie Attuali	24
1.4. Analisi del Business	25
1.4.1 Analisi di Contesto.....	25
1.4.2 Revenue Model	27
1.4.3 Catena del Valore	28
1.4.4 Struttura del prodotto.....	30
1.4.5 Il modello organizzativo Haier.....	31
2. M&A & Videogames	32
2.1 Creazione di Valore	30
2.1.1 Strategie e Creazione di Valore	30
2.1.2 Clustering e Acquisizioni nel Mercato Videoludico	31
2.2 Trend di M&A nel settore.....	39
2.2.1 Anni 70' e Inizio Anni 80': First Trend Setting	39
2.2.2 Anni 80' e Inizio Anni 90': Crisi e Rilancio.....	40
2.2.3 Millenium Gaming.....	40
2.2.4 La Crisi Finanziaria e Il Consolidamento delle Big	41
2.2.5 Gli Anni 20' e le tendenze attuali	41
2.3 Studio del Campione Statistico.....	43
2.3.1 Ipotesi di Ricerca	44
2.3.2 Metodologia	45
2.3.3 Risultato e Analisi	45
2.3.4 Analisi e Commenti	49
3 Il Caso Microsoft - Activision Blizzard	51
3.1 Activision-Blizzard	52
3.1.1 Introduzione	53
3.1.2 Analisi Storica del Business Model	54
3.1.3 Posizionamento	58
3.1.4 Analisi Economica – Finanziaria.....	59
3.2 Microsoft Games	61
3.2.1 Introduzione: la "console war"	61

3.2.2 Posizionamento nell'hardware.....	63
3.3 Valutazione di Activision Blizzard	66
3.4 Conclusioni dello Studio.....	86
<i>Abstract</i>	87
<i>Appendice</i>	94
<i>Bibliografia</i>	89

Introduzione

La tesi si pone tre obiettivi:

- Analizzare il mercato videoludico, avanzando un piccolo excursus storico;
- Contestualizzare l'importanza delle operazioni di M&A nel settore e studiare la l'eventuale creazione di valore;
- Presentare e valutare un caso studio.

La mia analisi introduce il mercato dei videogiochi: un settore che affonda le sue radici più di cento anni fa e che non ha mai smesso di crescere; a integrazione dello studio dell'industria ho impostato una storyline, per raccontare meglio l'ascesa dei protagonisti più importanti e dei giochi più famosi.

Il mercato è stato sotto i riflettori per tutta la pandemia per poi passare ad una fase di rallentamento fisiologico: nonostante questo, i tassi di crescita che propongono le più importanti banche di investimenti operanti nel settore sono molto ambiziosi, ma realistici; stiamo affrontando un periodo di transizione che porterà alla nuova generazione gaming, guidata da tecnologie come VR e cloudgaming.

Dopo aver presentato il mercato approfondirò le logiche di gestione aziendale, ricostruendo i business model, le catene del valore e il modello organizzativo. La diversificazione e le nicchie sono importantissime a livello strategico e portano a moltissime soluzioni operative: difatti, in base al gioco che viene prodotto cambia completamente la supply chain.

Il settore videoludico è peculiarmente molto concentrato e presenta molti cluster: la domanda a cui vorrei rispondere attraverso la mia ricerca sarebbe capire se questo fenomeno aiuti o meno le aziende a creare valore. Le risposte sono controverse ed interessanti, oltre a legarsi perfettamente alla composizione del

contesto in analisi.

La storia del M&A all'interno dell'intrattenimento virtuale è stato influenzato da vari trend, creando fattispecie over strutturate: anche questo sarà oggetto di critica e disamina lungo il progetto.

Per rispondere alla mia ipotesi di ricerca, ho voluto studiare un campione di un centinaio di operazioni di finanza straordinaria per analizzarne la creazione di valore a breve, medio e lungo periodo; questa disamina sarà molto interessante non solo per quantificare il fenomeno ma anche in ottica di valutazione del mio caso studio.

L'ultimo capitolo presenta l'operazione tra Microsoft e Activision Blizzard intercorsa tra il periodo 2022-2023. Quest'ultima parte comprende un'analisi descrittiva dei due colossi del gaming e una "fairness opinion" sul prezzo pagato dalla casa di Bill Gates. Coerentemente con il resto della tesi, ho svolto una valutazione alla data di annuncio dell'acquisto e una un anno dopo: questo da un'ottica comparativa e di "test" sul campione analizzato.

L'oggetto della mia analisi trova le fondamenta su una domanda ricorrente tra gli appassionati, ovvero se la concentrazione porti dei risultati positivi al mercato e all'industria. La risposta non è mai omogenea per i consumatori incalliti dato che la qualità dei giochi non sempre dipende dalla struttura dello sviluppatore.

Negli anni in cui manca innovazione, la diversificazione e le nicchie portano più idee e offrono più qualità al mercato rispetto alle realtà integrate, che per lo più si occupano di scalare il business e consolidare quanto creato.

Durante il progetto cerco di dare una risposta, mischiando business e finanza.

Activision Blizzard ha sviluppato know-how avanzatissime in alcuni generi specifici, in particolare sugli soprattutto in prima persona e sui giochi competitivi, creando community molto solide e fidelizzazione al brand.

Da grande fan dell'industria, il mio intento è quello di far conoscere le potenzialità del mercato, cercando di sdoganarlo dalla figura del "nerd", elevandolo al futuro dell'online entertainment.

1. Finanza e Videogiochi

1.1 Introduzione al mercato

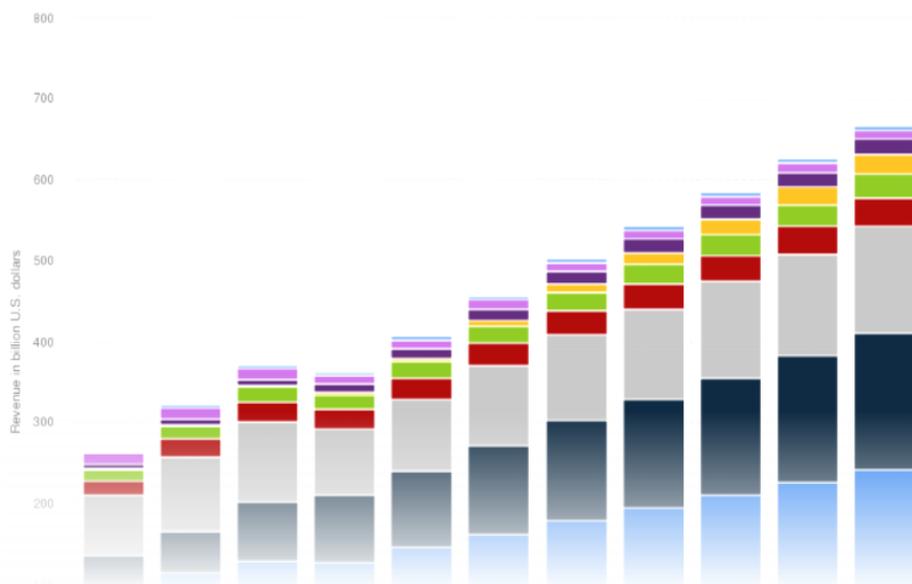
Il mercato dei videogiochi ha registrato una crescita importante negli ultimi anni divenendo un'industria multimiliardaria. È un mercato complesso, che abbraccia una pluralità di piattaforme diverse, inclusi PC, Playstation, Xbox, Nintendo e dispositivi mobili, ciascuna con proprie dinamiche di mercato e tendenze di consumo.

I top player del settore sono senz'altro le produttrici delle console sopra citate: Sony, Microsoft e Nintendo; queste competono sotto forma di hardware, software, sistemi digitali ed abbonamenti per videogiochi online. Per quanto riguarda gli editori, il mercato è per lo più occupato dalle "big three" producer di software: Activision Blizzard, Electronic Arts e Ubisoft; queste si occupano principalmente di produrre i titoli videoludici per Playstation, Xbox e PC, investendo in giochi multiplayer online, blockbuster e contenuti scaricabili addizionali, che assicurano un flusso di entrate continuativo; sono diversi, invece, gli editori di mobile gaming, che vedono anche loro tre protagonisti assoluti: Supercell, King e Tencent. Il segmento di videogiochi per telefono è il più recente e quello in maggiore crescita, con Tencent che si distingue non solo come un gigante nel settore, ma anche come un influente investitore e proprietario di molteplici studi di sviluppo internazionali.

L'avanzamento tecnologico e l'introduzione di tecnologie emergenti come la realtà virtuale rendono l'industria un campo fertile per l'innovazione e la crescita continua, non solo per il mercato videoludico: molte case di sviluppo si stanno già espandendo nel settore educativo e formativo, offrendo esperienze interattive che migliorano l'apprendimento in settori come scienza, medicina ed ingegneria.

L'interesse crescente per gli e-sports (competizioni professionistiche di videogiochi) ha ulteriormente amplificato il valore del mercato, trasformando in competizioni agonistiche alcuni videogiochi multiplayer. Questa nuova era ha portato un aumento di possibilità di monetizzazione (con pubblicità, partnership etc...) e contemporaneamente elevato il settore come “mainstream”, portandolo allo stesso piano di altre forme di intrattenimento come musica e film. Il Comitato Olimpico Internazionale (IOC) ha inoltre approvato la creazione dei “Olympic Esports Games” che si svolgeranno a partire dal 2025 in Arabia Saudita. L'obiettivo degli organizzatori è di attirare l'attenzione del pubblico più scettico, promuovendo i sani valori dello sport attraverso i videogames¹.

La grandezza del mercato è molto difficile da delineare, ma secondo i report dalle maggiori società di ricerca (Statista e Newzoo) si dovrebbe aggirare circa a 190 miliardi di euro con la seguente proporzione:

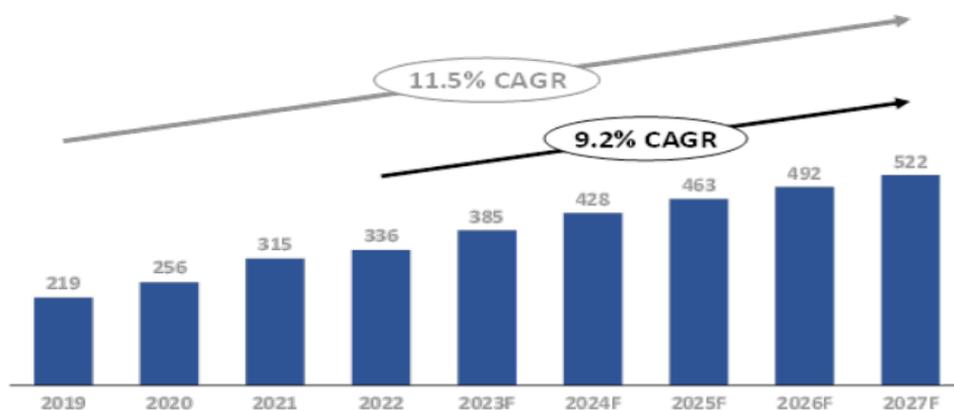


Fonte Statista: Video game market revenue worldwide from 2019 to 2029, by segment – August 2024
(Mobile-Console-PC-Handheld-Cloud-VR-Arcade-Other)

¹ (<https://olympics.com/ioc/news/ioc-enters-a-new-era-with-the-creation-of-olympic-esports-games-first-games-in-2025-in-saudi-arabia>)

I giochi per Mobile coprono circa il 40%-50% del mercato, questo perché il segmento possiede un target di riferimento molto più ampio rispetto a console e pc games.

Secondo uno studio di Klecha & Co² del 13 settembre 2023 (banca di investimento specializzata nel settore IT) l'industria avrebbe un valore approssimativo di 336 miliardi di dollari ed è in costante crescita: la banca rende attendibile un CAGR del 9,2% annuo, che porterebbe nel 2027 ad arrivare ad un valore pari a 522 miliardi di dollari.

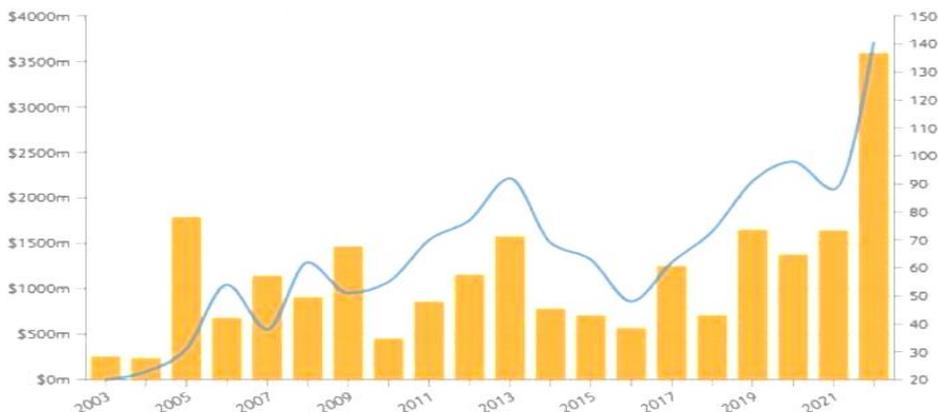


Fonte: ricerca di Klecha & Co. Del 13 settembre 2023 – Figura 1.2

International gaming growth

Foreign direct investment (FDI) in video games, applications and digital content, 2003-2022*

■ FDI projects ■ Capex (\$m)**



Fonte: fDI Intelligence/Markets13 – Figura 1.3

² Report di Klecha & Co. Del 13 settembre 2023

Nel 2022 abbiamo raggiunto il massimo storico per FDI in ricerca e sviluppo per l'espansione internazionale per videogiochi e applicazioni.

Il Nord America rappresenta l'avanguardia, con investimenti pari al 26% della quota globale (nonostante possieda solo il 7% del numero di gamers). Sono aumentati anche gli investimenti in startup da parte di Venture Capital, che nel 2022 ammontano a circa 13 miliardi di dollari¹. Le nuove tendenze tecnologiche sono principalmente quelle del Cloud Gaming (previsto un CAGR annuo del 45,8% e una stima al 2022 di 21 miliardi di dollari)² e soprattutto del Metaverso (addirittura alcune stime lo portano sopra al trilione di entro il 2030)². Oggi sviluppare un videogioco per console costa mediamente dagli 80 ai 300 milioni di dollari, e può raggiungere anche il miliardo per le saghe più importanti (la saga di GTA è sicuramente quella che attira di più, ma anche la più costosa della storia del gaming).

Geograficamente, il 50% dei videogiocatori è asiatico, con una predominanza sul mobile gaming; la restante fetta di mercato se la spartiscono principalmente Nord America ed Europa.

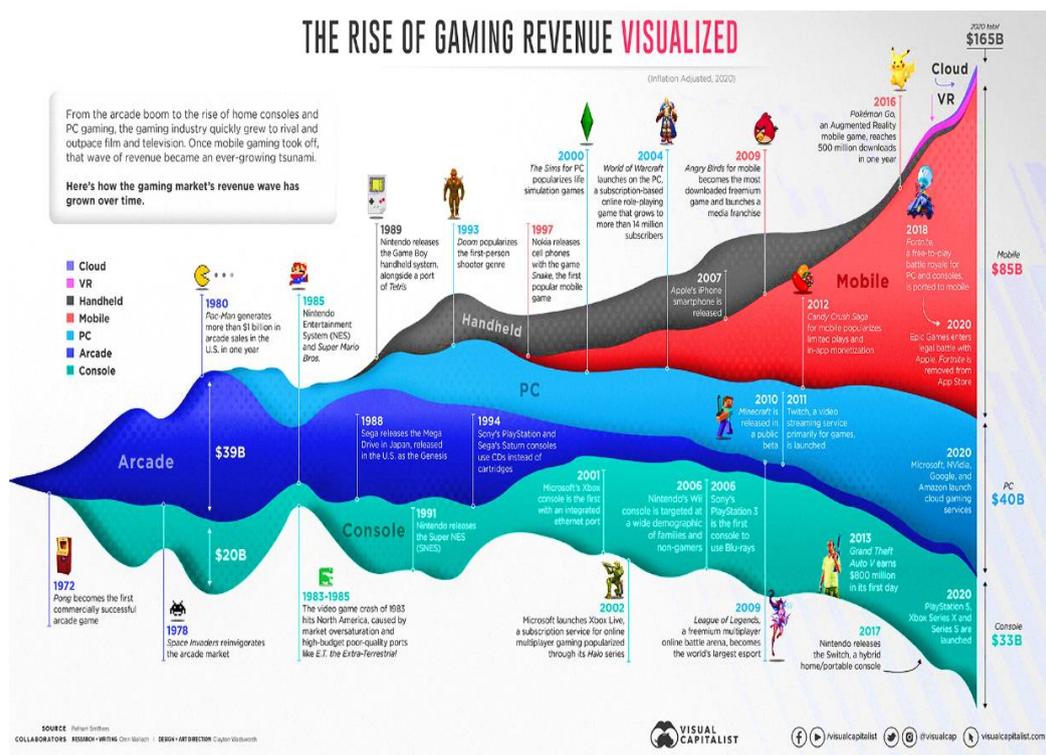
Stephane Klecha, founder e name partner dell'omonima banca d'investimento specializzata nel settore dei software, mette la lente d'ingrandimento sotto questa industria: *“Il settore del gaming è in costante crescita e lo sviluppo tecnologico ad esso collegato ha significative ricadute positive su diversi settori, molti dei quali strategici, come l'educazione, la sanità o la difesa (...) Ci aspettiamo un'accelerazione non solo degli investimenti ma anche dell'attività di m&a che sarà trainata da un lato dall'esigenza di costruire economie di scala in un settore ancora frammentato, dall'altro dalla volontà di integrare nuove soluzioni come quelle realizzate da player dell'intelligenza artificiale”*.

Gli esperti del settore guardano le aziende del gaming con estremo riguardo non solo per la redditività del mercato, ma soprattutto per la sua eventuale evoluzione nei prossimi anni: un mondo completamente stravolto dal metaverso sarà terreno fertile per le aziende sviluppatrici di soluzioni grafiche. L'esempio più lampante

è NVIDIA: la società che ad oggi (estate 2024) si afferma alla pari delle big mondiali per capitalizzazione di mercato, ed essendo ai vertici di S&P500, fino al periodo pre-covid era soltanto un'azienda operante nel settore dello sviluppo di hardware per PC Gaming. Il mercato dopo la crisi dei microchip, ha ben capito la prosperità di queste tecnologie, dalla domotica fino all'utilità bellica.

1.2 Evoluzione storica

Per meglio contestualizzare il settore è doveroso un excursus storico, al fine di comprendere meglio le dinamiche di mercato e la sua variabilità nel tempo¹². Il sole 24 ore ha commentato una ricerca fatta Pelham Smithers e commissionata da Visual Capitalist³, dandomi un incipit per raccontare la storia del gaming.



Fonte: Visual Capitalist Report – Figura 1.4

³ <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2024/01/17/cinquantanni-di-storia-dei-videogiochi-in-un-grafico>

1.2.1 L'era Arcade

Gli anni 70'-80' danno vita all'industria videoludica tramite gli arcade games. La concezione di gaming in quegli anni è completamente diversa rispetto a quella moderna. Non esistevano piattaforme domestiche, né tantomeno tascabili. Si videogiocava in sale comuni, dette "arcade", e per lo più delle volte funzionavano a gettoni. Pong, Pac-Man e Space Invaders diventano il punto di riferimento per l'intrattenimento elettronico: queste riescono a generare oltre un miliardo di dollari solo negli stati uniti, lasciando un'eredità cult e mainstream con un gusto retrò e vaporwave. Il picco degli Arcade viene toccato a circa 39 miliardi di dollari. Ad oggi gli arcade sono un segmento molto ristretto, per lo più dedicati ai nostalgici e ai collezionisti: quest'ultimi mantengono vivo il settore tramite tornei ed aste, che impreziosiscono il valore di questi "reperti" della prima era gaming¹².

1.2.2 L'ascesa delle piattaforme e dei PC da gaming: le "Console War"

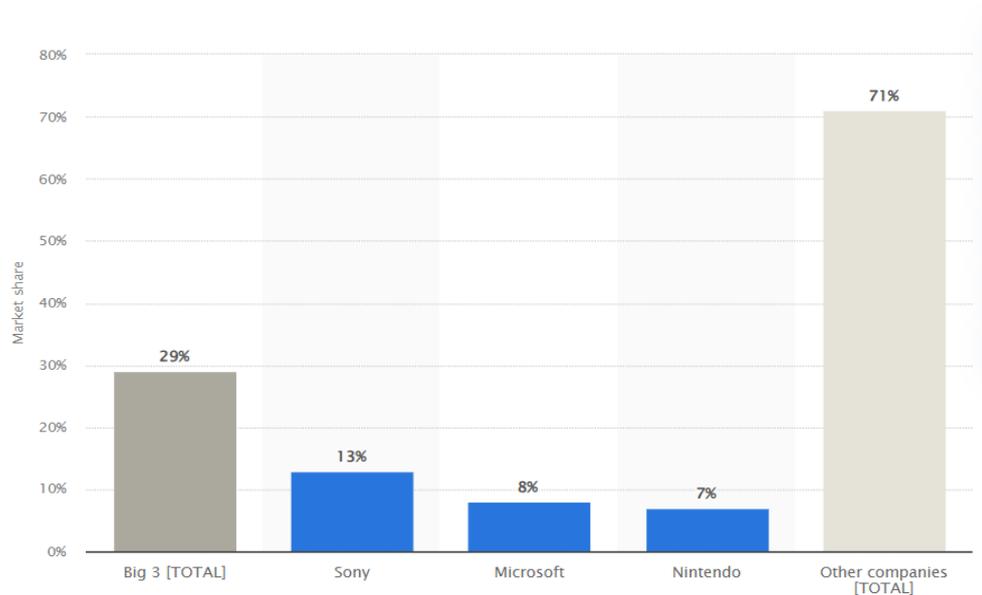
Nell' 83' l'industria viene colpita da un pesante crisi causata dallo scoppio della bolla arcade, dovuta a un mercato saturo e privo di innovazione.

A metà degli anni 80' è Atari (sviluppatrice di Pong e Space Invaders) a rivoluzionare il mercato tramite la creazione delle console domestiche. L'Atari 2600 e il Nintendo Entertainment System (NES), iniziano a diventare un "must have" sui mobili TV della generazione dei "boomer". Il NES introduce classici come Super Mario Bros, icona culturale e uno dei brand più grandi al mondo.

Verso la chiusura del decennio inizia a guadagnare popolarità il PC gaming; questo è stato possibile tramite la diffusione dei computer personali e lo sviluppo di videogiochi avanguardistici come DOOM (1993). I videogiochi iniziano ad essere molto più immersivi e realistici, anche grazie alla creazione dei videogiochi in prima persona, dotati di un gameplay con una visuale che simula lo spazio visivo del protagonista.

Solo una delle "vecchie big 3" produttrici di console degli anni 90' (Sega, Nintendo ed Atari) è riuscita a conservare il titolo, ma mai a conquistare il primato; difatti, le "nuove big 3", sono riuscite ad imporsi non prima di inizio

anni 2000 continuando a dominare il mercato ancora oggi, queste sono Sony con la sua Playstation, Microsoft con la sua Xbox e Nintendo con le sue console portatili.



Market share delle big 3 sul totale del mercato - Fonte: Statista 2023 – Figura 1.5

In questa era nasce la tanto dibattuta: “Console war”. Mentre Sony e Microsoft hanno sempre cercato di puntare sulla qualità del proprio hardware, avviando un vero e proprio duopolio sulle console ad alto rendimento grafico, Nintendo ha sempre puntato sulla diversificazione dei propri videogame, rendendoli esclusivi per le sue piattaforme e puntando sui fortissimi brand che ha creato durante la sua lunghissima storia (Pokemon, Super Mario, Zelda etc...). La strategia di Nintendo si è rivelata vincente, tanto che Sony ha deciso di adottarla; ad ora i migliori titoli in commercio e i “best games award” li vincono prettamente le case sviluppatrici affiliate alla sudcoreana (Naughty Dog, Santa Monica studio etc..) e alla giapponese, costringendo Microsoft ad un’asta per portarsi a casa sviluppatori di altissimo rango, tra cui proprio Activision Blizzard. A fine anni ’90, il mercato era diviso in quattro (figura 1.4): console domestiche (oligopolio di Nintendo, Sega ed Atari), Arcade (in vertiginosa discesa), PC e Handheld Console (monopolizzato dal GameBoy di Nintendo); il mercato iniziava ad essere saturo ed era pronto ad essere rivoluzionato nuovamente¹².

1.2.3 Gli anni 00'

Gli anni 2000 segnano l'avvento degli smartphone e parallelamente del mobile gaming. Con il primo iPhone, esplode la moda dei videogiochi per telefono e giochi come Angry Birds e Candy Crush ridefiniscono il concetto di "casual gaming". I videogames diventano non solo accessibili, ma anche alla portata di tutti; non è più necessario investire in una console, né tantomeno giocare da casa. Questo segmento cresce continuamente, e ad oggi, rappresenta circa il 50% delle entrate globali del settore.

Dal punto di vista dell'offerta, i piccoli sviluppatori hanno trovato campo fertile per potersi esprimere tramite applicazioni non troppo costose ed abordabili. Supercell e King, due dei tre più grandi studi di sviluppo di app, hanno iniziato a produrre videogiochi semplici ed economici, per poi iniziare a guadagnare e reinvestire gli utili.

La penetrazione degli smartphone e l'accessibilità di queste tipologie di videogame hanno istituzionalizzato il mercato fino a portarlo alla quota che ha tutt'ora¹².

1.2.3 Gli anni 10'

Durante l'ultimo decennio, le quote di mercato hanno amplificato i sintomi percepiti negli anni precedenti (figura 1.6): si sono affermati mobile, pc e console, mentre sono cadute nel mainstream gli arcade e le piattaforme portatili.

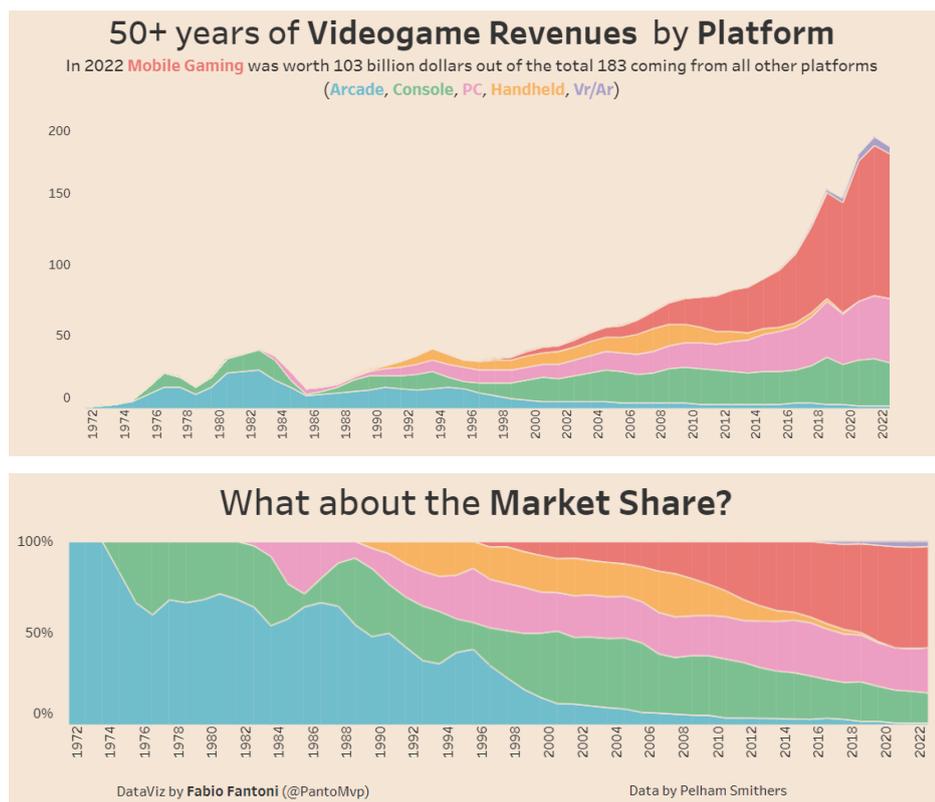
La più grande rivoluzione riguarda i business plan delle sviluppatrici software e hardware.

L'istituzionalizzazione degli abbonamenti per prodotti online (Netflix, Spotify, Sky etc...) ha sdoganato questi tipi di fonte di reddito: banalmente, fino all'inizio degli anni '10, la maggior parte del fatturato delle aziende operanti nel mercato arrivava dal comparto retail fisico; GameStop era la più grande catena operante nel settore del retail gaming e vendeva principalmente le copie su disco dei videogiochi. Oggi, quest'ultima ha dovuto ridimensionarsi e cambiare target, in

quanto il mercato è diventato completamente digitale. Questa transizione, molto simile a quella che avvenne con BlockBuster, ha cambiato completamente il modo di videogiocare e ha avuto due conseguenze diverse per i produttori di videogiochi e produttori di console:

- i) I produttori di hardware come Sony e Microsoft hanno cambiato il loro business model e puntano a guadagnare tramite abbonamenti mensili che permettono ai sottoscrittori di usufruire di server online e di provare un parco titoli per dei periodi limitati; le piattaforme sono vendute quasi in perdita e non presentano quasi più il classico leggendischi.
- ii) Prima degli anni 10' le case di sviluppo software puntavano a guadagnare attraverso la vendita delle copie: il modello economico portava a sviluppare il maggior numero di titoli possibili (tipicamente uno all'anno per le saghe più importanti) con una durata di gioco molto bassa, in modo tale che il videogiocatore fosse incentivato a comprarne di nuovi per intrattenersi. Questo modello era redditizio, ma non efficiente. Il nuovo metodo, sperimentato in primis da Riot e Blizzard, consisteva nel produrre un software duraturo e con dei contenuti a pagamento; l'obiettivo è semplice, un po' meno il percorso: si voleva evitare di investire ogni anno centinaia di milioni di euro per sviluppare un videogioco, con il rischio di un flop; l'intuizione vincente è stata l'implementazione dei DLC (downloadable content), in pratica dei contenuti aggiuntivi a pagamento. In questo modo, le aziende integrano un modo costante di fare cassa ed evitano di offrire al mercato dei giochi poco innovativi frutto dalla frenesia con cui si dovevano produrre; i gamers preferiscono dei contenuti aggiuntivi ed aggiornamenti costanti piuttosto che spendere per un nuovo titolo con poche modifiche all'attivo. Activision ha sofferto molto questo fenomeno, e verrà analizzato lungo la sua disamina. L'unico inconveniente rimaneva il "bilanciamento del multiplayer": per dare piena opportunità a tutti di poter videogiocare con altre persone senza nessuno dislivello, se non dato dalle proprie skills, bisognava garantire che tutti i DLC non andassero a inficiare il gameplay e la competitività del multiplayer. La soluzione è stata offrire ai player degli oggetti per personalizzare il proprio

alterego digitale, così da non inficiare il bilanciamento; tuttavia, i consumatori non erano disposti a pagare fino a ottanta euro per un gioco per poi continuare a sborsare per la personalizzazione del proprio avatar in game. La soluzione definitiva adottata dai due pionieri prima citati (Blizzard e Riot) è stata portare al mercato un videogioco competitivo, duraturo e soprattutto gratuito. Un gioco gratis valorizzato da una community ampia e competitiva aveva tutti i requisiti necessari per permettere al videogiocatore di spendere i propri soldi su contenuti aggiuntivi; la percezione del consumatore è quella della “convenienza”: si intrattiene nonostante non abbia pagato, allora è ben disposto a spendere per delle additional deluxe, anche molto di più di quanto farebbe comprando un videogame a prezzo pieno.



Fonte: <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2024/01/17/cinquantanni-di-storia-dei-videogiochi-in-un-grafico/> - market share per segmento - Figura 1.6

1.3 La pandemia dei videogiochi

1.3.1. L'inizio degli anni 20': la pandemia dei videogiochi

Durante la pandemia, il mercato videoludico ha sperimentato una crescita esponenziale, diventando uno dei settori più in auge del periodo. Con miliardi di persone costrette a stare a casa, nuovi e vecchi fan si sono avvicinati alle realtà videoludiche. Tra il 2019 e il 2021 (figura 1.1 e 1.2), il mercato ha ricevuto uno share altissimo: rispettivamente tra 2019 e il 2020 e tra il 2020 ed il 2021 c'è stato un incremento di circa il 20% sul mercato globale. Le conseguenze sono visibili in figura 1.3, investimenti folli, probabilmente sovradimensionati rispetto alle sue effettive capacità. La pandemia è stato un processo di consolidamento più che di evoluzione; il cambiamento vero e proprio lo avremo nei prossimi anni, con l'avanzare delle tecnologie come i visori ed il cloud gaming.

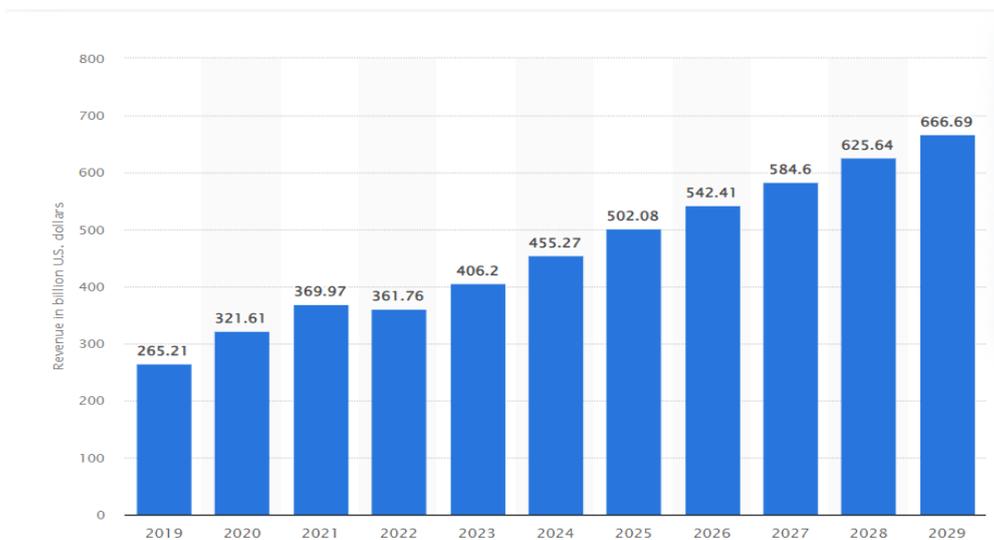
1.3.2. Il futuro

Il futuro del gaming è alle porte e le tecnologie in culla hanno le capacità di stravolgere il modo di videogiocare.

L'unica vera rivoluzione digitale è stato il passaggio dagli arcade alle console casalinghe; da quel momento non ci sono stati veri e propri cambiamenti radicali, soltanto una costante e veloce evoluzione. Il mercato tutt'ora è in solido consolidamento, le piattaforme si evolvono dal punto di vista ergonomico e delle performance hardware/software, ma il concept rimane lo stesso di 50 anni fa. Le due tecnologie pronte a rivoluzionare il mercato globale sono la realtà virtuale e il cloud gaming: I VR (Virtual Reality) sono dei visori che permettono di immedesimarsi nel mondo videoludico in maniera tridimensionale, portando esperienze sia coinvolgenti che realistiche; molte aziende produttrici di gaming hardware stanno prestando molta attenzione a questa apparecchiatura, vedendo campo fertile anche nei settori healthcare e della istruzione; Il cloud gaming permette di giocare su qualsiasi dispositivo tramite un cloud, senza la necessità di un hardware potente, abbattendo le barriere all'entrata che hanno imposto le

console war. Queste innovazioni hanno già trovato una nicchia di appassionati, che permette dei feedback veloci e una evoluzione sempre più rapida. A supporto del mercato ci sono altre tecnologie parallele al gaming: l'AI viene utilizzata fin dal primo videogame della storia per simulare un nemico/avversario realistico all'interno di un gioco; la ricerca e sviluppo in questo ambito porterebbe i giochi ad un livello di interazione superiore, con esperienze reattive e coinvolgenti. Il metaverso è un'altra opportunità enorme da cogliere, con uno scenario da film potremmo ritrovarci all'interno di community virtuale, giocando al nostro titolo preferito. Il problema principale, ad oggi, rimangono le infrastrutture digitali. Il 5G ancora non è al pieno del suo potenziale e le connessioni non sono ancora così stabili da permettere un gameplay fluido e senza incastri.

Studi del 2022¹ (figura 1.2) mostrano impennate incredibili per il mercato, ma non è detto abbiano una velocità tale da raggiungere il 10% annuo, soprattutto in questo preciso periodo storico.



Fonte: Statista - Articolo 22 Agosto 2024 - J.Clement – (Figura 1.7)

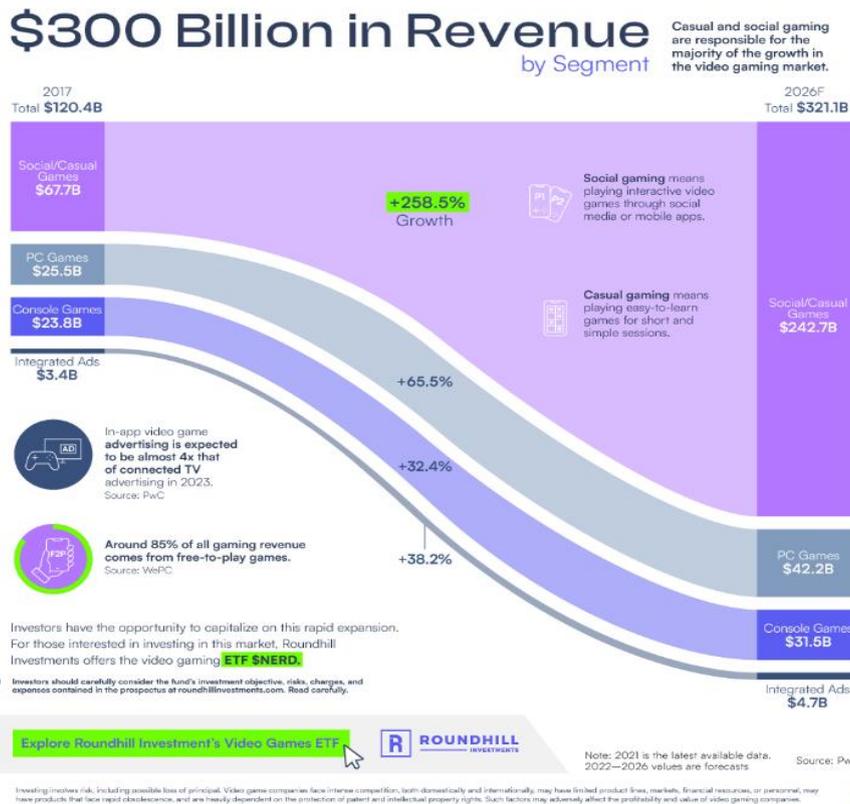
Secondo la statista e ricercatrice J. Clement, insieme a numerose banche di investimento specializzate nel settore IT come Drake Star e Klache & Co¹, il mercato è solo all'inizio della sua fase di crescita. Nonostante la flessione del 2022 e una leggerissima ripresa nel 2023 (figura 1.7), tutti suggeriscono una impennata del settore; il flop del 2022 e il poco margine del 2023 vengono categorizzati come

eventi a sé, che non influiscono nel lungo periodo. Sebbene la guerra in Ucraina e le sovrastime portate dall'ondata pandemica abbiano impattato l'andamento del mercato, ma non ne compromettono le prospettive di prosperità.

1.3.3. Trend e analisi dei consumatori

Studi recenti di mercato e statistiche aggiornate^{4,2} danno molta credibilità alla prosperità del settore. La ricerca di Roundhill Investments su Visual Capitalist (figura 1.8) segue la falsa riga di quanto riportato da Kloche & Co² e dalle ricerche di Statista (Figura 1.7;1.1;1.2). Le “big 3” dominano il mercato console, sia handheld che domestiche (figura 1.5-1.9); le nuove insider del segmento mobile hanno frazionato l'oligopolio, entrando irruentemente tra le top aziende per ricavi nell'industria. Fra queste trovano spazio Tencent e NetEase, con un grande impatto soprattutto nel mercato asiatico; Activision e Bandai Namco (entrambi esclusivamente sviluppatori di videogiochi) sono subito dietro le top del settore, con un grosso gap rispetto a Nintendo; dopo l'acquisizione della casa di produzione di Santa Monica, Microsoft ha risalito la classifica, riportando la console war in auge. Playstation dall'uscita di PS4 ha dominato l'hardware gaming, facendo diventare le sue piattaforme dei must have; come detto precedentemente i titoli fanno la differenza e negli ultimi anni il “game of the year” continuano a vincerlo esclusiva di casa Sony (per esempio The last of us e God of War).

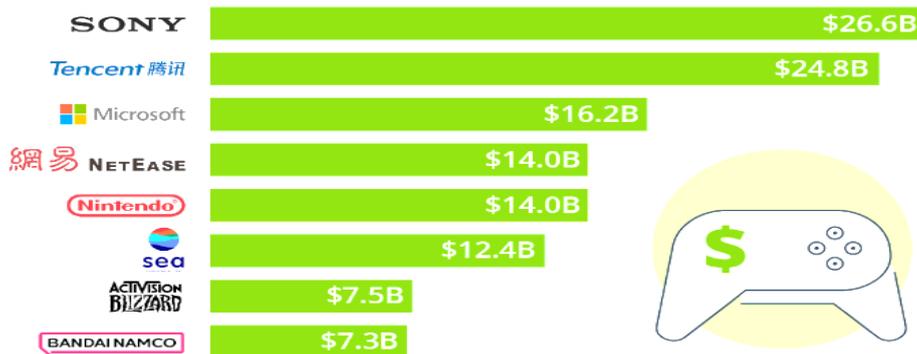
⁴ Sitografia di riferimento:<https://www.agendadigitale.eu/cultura-digitale/lindustria-dei-videogiochi-vacilla-licenziamenti-di-massa-e-futuro-incerto/>
<https://www.infodata.ilsole24ore.com/2023/09/23/cosa-sta-accadendo-al-mercato-dei-videogiochi-in-cinque-grafici-e-un-numero-infographics/>
<https://www.aiv01.it/mercato-globale-dei-videogiochi-il-report-2023/>



Fonte: Sole 24h e PwC – studio di mercato di Roundhill e Visual Capitalist 8-Set. 2023⁴- Figura 1.8

Play To Earn: The Most Lucrative Gaming Companies

Public companies with the highest games revenue in their fiscal year 2022*



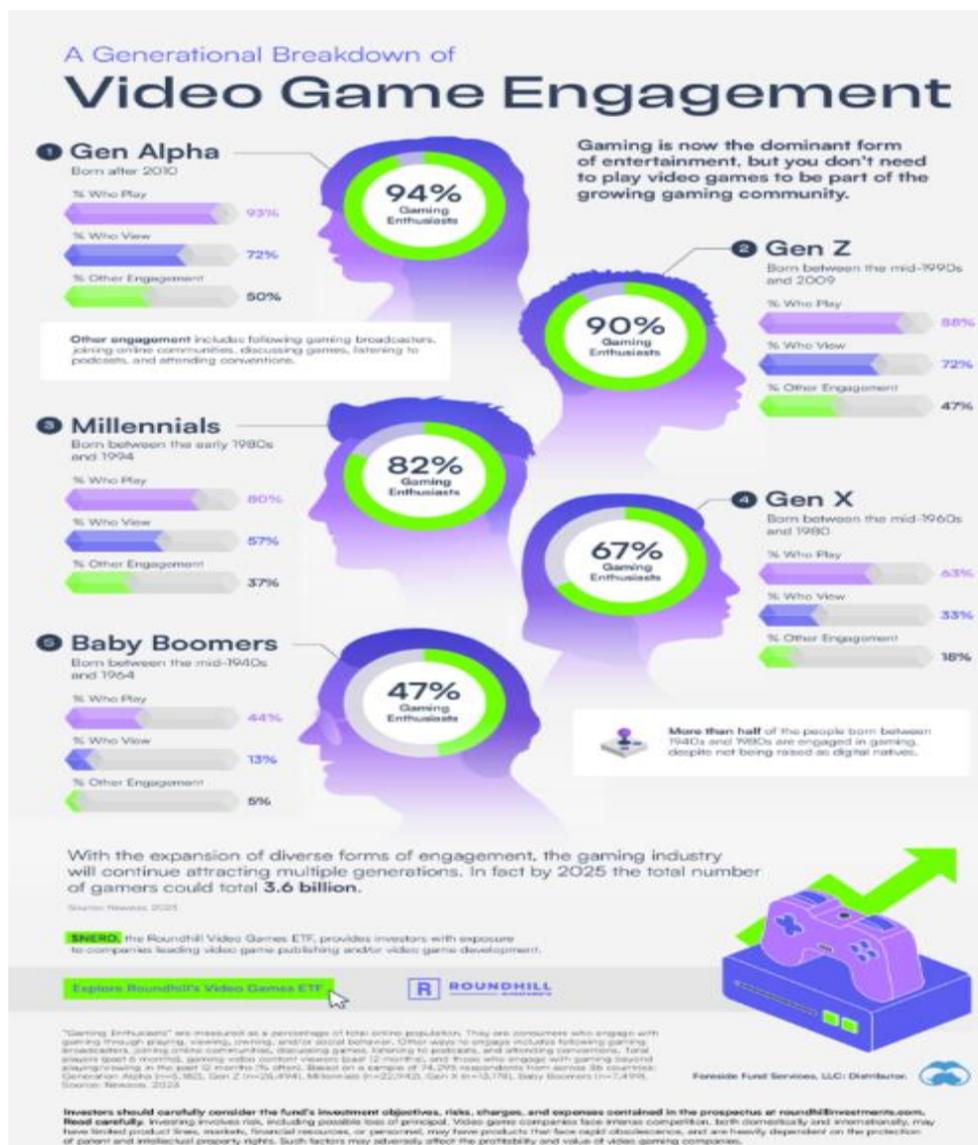
* excl. companies not listing gaming as its own segment. Foreign currency exchange rates as of release date of the corresponding annual report
Sources: Company statements



statista

Fonte: Sole 24⁴ – Statista 2023 – Nel grafico sono raffigurate solo le entrate di Playstation per Sony e di Microsoft USA per Microsoft - nell'elenco in immagine figurano solo i ricavi riguardanti il gaming delle aziende rappresentate – Figura 1.9

Come si nota in **figura 1.9**, il mercato è abbastanza spezzato a metà tra Console/PC e Mobile, non è detto che la proporzione si mantenga nel tempo, probabilmente cambierà a favore della seconda: secondo un studio di GVR⁴ il segmento delle app per telefono avrà il CAGR più elevato tra il 2023 ed il 2030 (16,8%); Le entrate totali per il mercato degli abbonamenti⁴ e del cloud gaming è stimano 24,1 miliardi di euro entro la chiusura del decennio, tuttavia questi dati avranno esternalità negative sul segmento console.



Fonte: Sole 24h - RoundHill Investment– Figura 1.10⁴

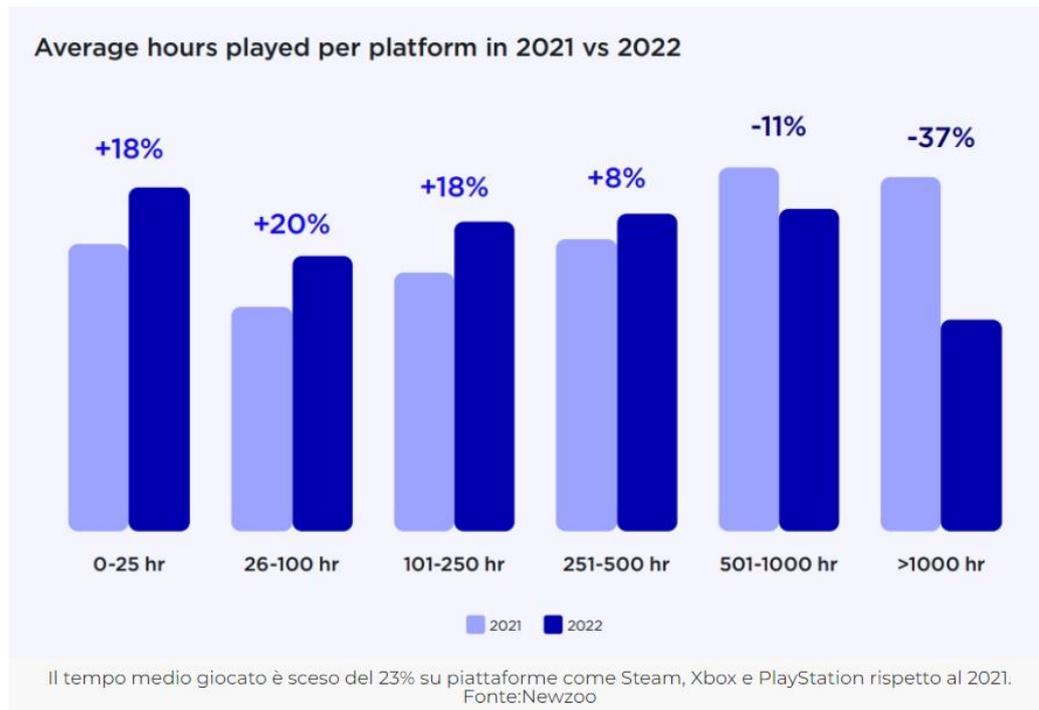
Per analizzare il mercato è meglio studiare i suoi consumatori: secondo uno studio di Newzoo⁵, quest'ultimi raggiungeranno i 3,6 miliardi nei prossimi anni, mantenendo la proporzione composte nella figura 1.10. In immagine sono riportate delle statistiche su un campione di 75.000 persone condotto per fasce d'età: questo studio ha evidenziato come il 94% della Gen Alpha ed il 90% della Gen Z, gioca ai videogiochi. I Baby Boomer e la Gen Z sono più indietro nei sondaggi, e questo è una buona notizia per l'industria: le nuove leve non sono prevenute e percepiscono i videogiochi positivamente, al contrario delle generazioni più anziane; la diffusione di piattaforme online di streaming, degli influencer-gamer e la creazione degli e-sports ha sdoganato i videogame dalla visione del "Nerd" elevandolo a un intrattenimento cult e mainstream, al livello di film e musica.

Secondo lo stesso studio⁵, il settore ha risentito del post pandemia con un calo del tempo medio giocato del 23% (Figura 1.11): questo fenomeno era già stato messo in conto dalle aziende dell'industria, che hanno sfruttato questo periodo per fidelizzare i nuovi entranti nel mercato e ripescare i vecchi. Sony e Microsoft hanno deciso di rilasciare le console di nuova generazione durante il 2020, nonostante la rinomata crisi dei microchip, proprio in funzione di sfruttare il vento in poppa al settore di punta del periodo. La fretta di portare al mercato le piattaforme di ultima generazione non hanno rispettato i ritardi fisiologici delle case di sviluppo dei videogiochi, facendo vacillare l'industria per i periodi subito successivi.

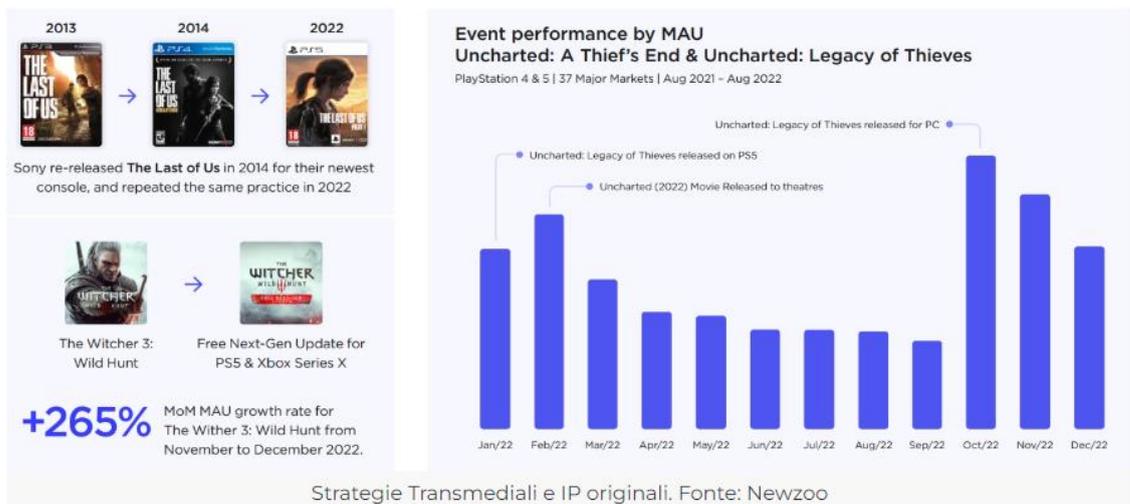
I videogiochi, come film e musica, sono influenzati da ecosistemi interni ed esterni all'industria. Nel 2022 abbiamo l'esempio lampante, con *The Last Of Us Remastered* e *Cyberpunk 2077: Le remastered*, ovvero dei reboot di vecchi videogiochi ri-sviluppati con nuove tecnologie, portano in hype le lore saghe, portando esternalità positive al genere a cui appartiene, l'azienda che lo produce e i sequel usciti nel tempo; la figura 1.12 mostra come i due remake di *The*

⁵ Fonte: Report Newzoo 2023 - <https://newzoo.com/resources/trend-reports/pc-console-gaming-report-2023>

Witcher abbiano avuto un impatto estremamente positivo. Simile e curioso il caso di Cyberpunk Edgerunner, serie animata Netflix basata sull'omonimo videogame di CD Projec Red: questa ha avuto un discreto successo nella piattaforma di streaming, spingendo i più curiosi a comprare il titolo, riportandolo in auge dopo un paio d'anni dalla sua uscita.



Fonte: Newzoo – Figura 1.11 - 2023⁵



Fonte: Newzoo 2023 – Figura 1.12⁵

1.3.4 Controversie attuali

La maggior parte delle ricerche e delle analisi di mercato portano a pensare ad un futuro fruttuoso per le aziende occupate nel settore; tuttavia, ci sono sintomi di una malattia che potrebbe colpire l'industria, così come è successo nel 2023⁶. I videogiochi stanno attraversando una fase di incertezza che inizia a preoccupare insider e addetti al lavoro. Per il global gaming report di Drake Star (importante banca d'investimento operante nel settore) si tratta di una transizione fisiologica e normale per l'industria. Nonostante le rassicurazioni degli statisti, il settore ha evidentemente rallentato e le motivazioni sono molteplici. Il ritorno alla normalità post-covid ha portato le persone a giocare sempre di meno (**figura 1.11**) con l'aggravante che durante la pandemia l'offerta si era alzata per soddisfare la domanda, aumentando la competizione attuale. I costi di sviluppo dei videogiochi sono, ormai, faraonici: le case di produzione più grosse superano agevolmente i 100 milioni di dollari per gioco; l'acutissimo palato degli appassionati pretende giochi sempre più travolgenti, accattivanti e ben strutturati, non ci sono spazi per errori, pena la credibilità del brand e l'andamento dei titoli. Costi eccessivi portano sugli scaffali prezzi elevati (fino a 90\$ per copia) rendendolo un mercato esclusivo e competitivo: due giochi con diversi contenuti e concept, di per sé, non sono un paniere di beni sostitutivi, lo diventano nel caso in cui il target è la generazione alfa (figura 1.10) e il portafoglio non permette di comprarli entrambi; l'innalzamento dei prezzi comporta anche ragionamenti di questo tipo. Questo scenario, integrato dagli investimenti sovradimensionati fatti nel 2022 (figura 1.3) e l'esplosione della moda della intelligenza artificiale ha portato a licenziamenti di massa, per rimanere competitivi sui costi (come hanno anche fatto le big tech come Meta e Microsoft). Dal punto di vista del consumatore la conseguenza principale è stata la deludente offerta di titoli sul proprio store digitale: le aziende

⁶ Fonte: <https://www.lifestyleblog.it/blog/2024/04/crescita-robusta-del-mercato-dei-videogiochi-in-italia-analisi-e-prospettive-per-il-2024/>;
<https://www.agendadigitale.eu/cultura-digitale/lindustria-dei-videogiochi-vacilla-licenziamenti-di-massa-e-futuro-incerto/>

cercano di non sovrapporre in un anno troppi giochi (per il ragionamento fatto precedentemente) e si deve ancora abituare ai ridimensionamenti fatti durante l'anno. Il futuro rimane incerto, con la necessità di innovazione continua e la gestione efficace dei costi che diventeranno fattori critici per la sopravvivenza e il successo delle aziende nel lungo termine; il mercato è saturo e pronto ad accogliere le nuove innovazioni.

1.4. Analisi del Business

1.4.1 Analisi di contesto

Il business dei videogiochi è molto intuitivo e simile alle altre forme di intrattenimento digitali⁷. Contrariamente a musica, film e serie TV, i ricavi principali provengono dalla vendita retail dei titoli; sicuramente è un modus operandi destinato a cambiare, dettato dalle deboli infrastrutture digitali presenti al momento, che non potrebbero reggere il peso tecnico del cloud gaming. Siamo all'inizio della transizione che ha visto il mercato cinefilo dieci anni fa: il passaggio da retail ad abbonamenti online; queste ultime due industrie sono molto simili e il parallelismo tra il declino di Gamestop (regina della vendita al dettaglio dei videogame) e quello di BlockBuster è decisamente centrato; inoltre, entrambi creano cerchie di appassionati che espandono il settore orizzontalmente e verticalmente. La nascita degli e-sports¹, la diffusione di piattaforme di intrattenimento come Twitch e YouTube e delle figure dei influencer-gamers, hanno elevato l'intrattenimento portandolo come forma audio-visiva, non solo videoludica: ai fan piace vedere altri appassionati giocare e sono anche disposti a pagare per vederlo fare. Le nuove generazioni hanno completamente rimpiazzato i programmi TV "da salotto" con le infrastrutture digitali (figura 1.10), con un elevato tasso di fidelizzazione ai canali preferiti. Nonostante la barriera linguistica, l'Italia fa da esempio mondiale per questo passaggio di testimone tra televisione e internet: Blur, personaggio italiano che si occupa prevalentemente di influencing gaming, è da anni tra i top tre per numeri di abbonamenti al suo canale; "italian do

⁷ Wirtz, B. W. (2020). *Media Management: Strategy, Business Models and Case Studies* (2nd ed.). Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-47913-8>

it better” è uno slogan anche e-sportivo, siamo campioni mondiali dei videogiochi più importanti al mondo come FIFA e Pokemon. La bandiera italiana non smette di sventolare anche se la lingua è parlata da poche persone, rendendoci top classe globale, sdoganando l’idea di un paese molto conservatore.

1.4.2 Revenue Model

Per capire meglio il business è necessario spiegare come funziona il mercato. I titoli si dividono in base alla difficoltà di esecuzione dei propri software: banalmente come se fosse un derivato, viene categorizzato in “AAA”, “AA”, “A” ed “Indie”. Ogni videogioco che prevede nel suo business model la vendita di un certo numero di copie per fare utile ha una fascia di prezzo fissa e non può cambiarli in base a esigenze di controlling: gli “AAA” hanno un range di prezzo che va tra gli 80 ed i 90 euro, gli “AA” spaziano tra i 50 ed i 60 euro, gli “A” tra i 30 ed i 40 ed infine le indie, che possono passare da gratuiti fino ai 25/30 euro. Non c’è una vera e propria classificazione ufficiale dei videogame, sono delle categorie fanmade che successivamente hanno ritrovato un riscontro comune. Da considerare diversamente sono gli “Online Free to Play”, che hanno un business model diverso, che si basa su contenuti aggiuntivi a pagamento e/o pubblicità. Le aziende come Riot e Blizzard hanno sviluppato un nuovo modello basato sulla creazione di software gratuiti a lungo termine, arricchiti da contenuti a pagamento (Come DLC, Deluxe edition e accessori per personalizzare il proprio avatar). L'obiettivo era ridurre il rischio finanziario legato allo sviluppo di nuovi giochi ogni anno, puntando invece su aggiornamenti continui e contenuti aggiuntivi che mantengano l'interesse dei giocatori. Questo approccio ha permesso di creare un flusso di entrate costante, evitando il rilascio di titoli poco innovativi. I giocatori preferiscono investire in contenuti aggiuntivi piuttosto che acquistare un nuovo gioco con poche novità, percependo un maggior valore nel lungo periodo. Grazie a questa strategia, un gioco gratuito supportato da una community ampia e competitiva diventa un'opportunità per i giocatori di spendere di più per contenuti extra, spesso superando il costo di un gioco tradizionale; questo modello rappresenta circa il 69% delle vendite globali di giochi per PC, con un fatturato di

22,8 miliardi di dollari nel 2017. Inoltre, i giocatori spendono in media circa 87 dollari per contenuti aggiuntivi per ciascun gioco mobile, rendendo questo modello una fonte di ricavo significativa per gli sviluppatori⁷. Le vendite di console per videogiochi e dei giochi distribuiti offline rappresentano le principali fonti di entrate per il mercato. In questi casi, gli utenti pagano una tariffa per ogni transazione, sia per l'acquisto di una console che per una copia fisica di un videogioco; secondo gli esperti del settore, quest'ultimo modello sarà stravolto nel giro del prossimo decennio.

L'industria offre un'ampia gamma di servizi che va ben oltre hardware e software, includendo accessori, dispositivi periferici, merchandise e servizi correlati: i personaggi dei videogiochi (vedi Super Mario Bros e Pokemon) vengono usati in altri mercati come stampa, TV, cinema, giocattoli, abbigliamento e altro.

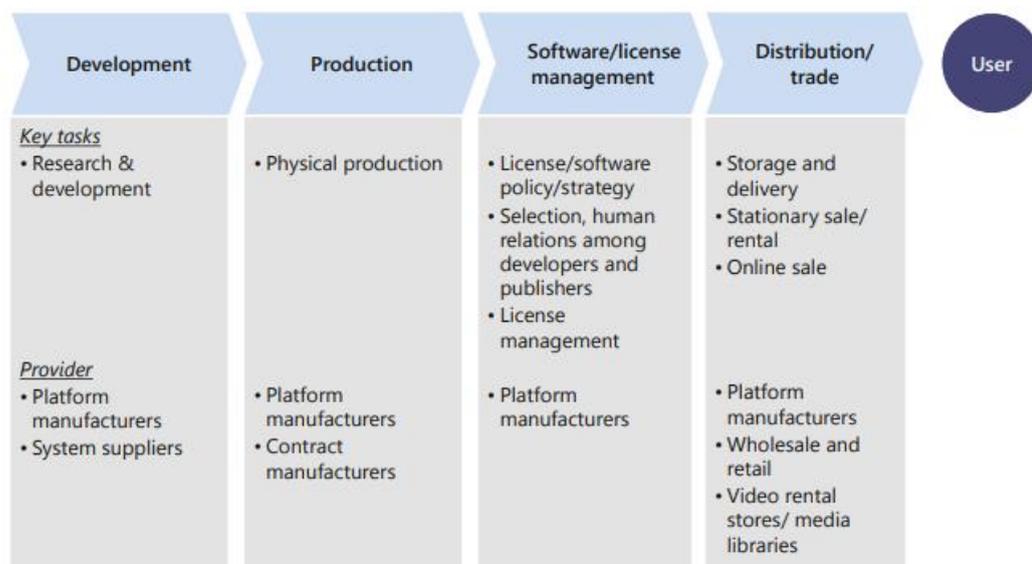
La diversificazione dei contenuti è il punto forte dei videogiochi (Figura 1.13), che variano per genere e numero di giocatori. I giochi possono essere per giocatore singolo, multiplayer o mass-multiplayer, con esempi come "Fortnite" e "World of Warcraft" che permettono a migliaia di giocatori di interagire online. Ogni tipologia di gioco presenta caratteristiche diverse in termini di modalità online o offline, mobilità, e capacità di coinvolgere singoli o gruppi di giocatori. In base alla modalità cambia anche il business model.

	Offline		Online	
	Stationary	Mobile	Stationary	Mobile
Single player	• Classical single game on the PC, console or set-top box	• Gaming on mobile platforms, e.g. classic Game Boy game and smartphone games	• Gaming on the PC, console, or set-top box via application-hosting	• Gaming of online smartphone games/ laptop/ tablet PC
Multi player	• Gaming on a stationary platform using several gamepads or LAN	• Gaming on connected mobile platforms, e.g. via WLAN (Nintendo DS, Playstation Portable) or smartphone games via Bluetooth	• Playing of online, multiplayer and mass-multiplayer games on the PC, console, or set-top-box	• Playing of online multiplayer games on the smartphone/ laptop/ tablet PC

Fonte:⁷ - Figura 1.13 – Gamma di videogame

1.4.3 Catena del Valore

La creazione di valore nell'industria dei videogiochi si basa su strutture distinte per l'hardware e il software, che sono interdipendenti e rendono necessaria un'analisi separata. Queste value chains riflettono la complessità e la coordinazione necessarie per portare un videogioco o una console dal concept al consumatore finale. L'interdipendenza tra hardware e software richiede una gestione integrata delle fasi di sviluppo, produzione, pubblicazione e distribuzione per massimizzare il valore creato nel mercato dei videogiochi. Secondo Wirtz⁷, l'hardware ha una catena del valore articolata in quattro fasi: Sviluppo, Produzione, Licensing Management e Retail (Figura 1.14).



Fonte:⁷ - Figura 1.14 – Hardware Value chain

Lo sviluppo comprende la R&D di nuove funzionalità e tecnologie; i produttori ed i fornitori delle piattaforme collaborano per perfezionare componenti standard come schede grafiche e microchip, con l'obiettivo di adattarli alle console.

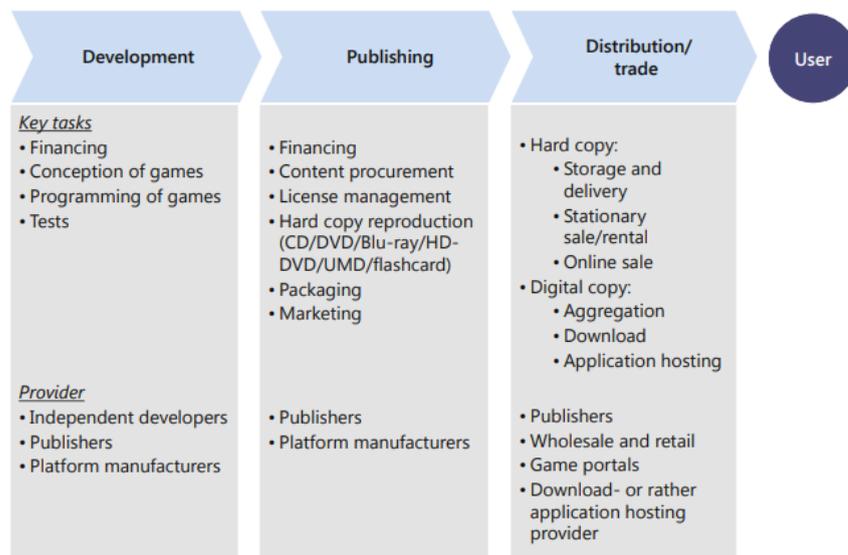
La produzione è spesso esternalizzata in paesi in cui la manodopera è più bassa o in aziende specializzate nell'assemblaggio (come Microsoft che ha affidato il processo a Flextronics).

Il License Management è il segmento più importante della catena: con gestione

delle politiche di gioco, selezione di sviluppatori e editori e creazione di cartelli e accordi. In questo tratto avvengono le maggiori acquisizioni e fusioni, con un key role all'interno delle strategie delle imprese.

La distribuzione avviene tramite grossisti, è la fase meno impegnativa, in quanto i negozi di ogni tipo cercano di avere in magazzino delle console da vendere, dai negozi di giocattoli a quelli di elettronica.

L'industria software è ben diversa, e si identifica come un settore complementare a quella degli hardware: non esisterebbe l'uno senza l'altro. In questo caso la catena è più corta e strutturata nelle seguenti fasi⁷: Sviluppo, Pubblicazione e Retailing (Figura 1.15).



Fonte:⁷ - Figura 1.15 – Software Value chain

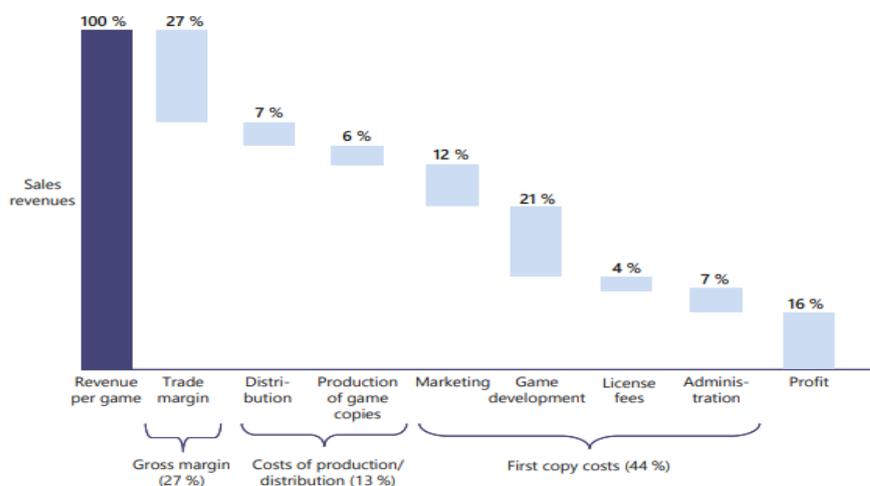
Lo sviluppo del software si articola in concept, coding e test finali. È la parte più creativa ed è gestita da sviluppatori indipendenti o da divisioni specifiche dei publisher e dei produttori di hardware.

La pubblicazione comprende le fasi di acquisizione dei contenuti, license management, covering e marketing. Sono gestiti quasi totalmente dai publisher dato la loro competenze nella gestione del mercato.

L'ultimo segmento della catena è la distribuzione, che funziona su un doppio binario: fisico tramite grossisti e digitale tramite gli store delle console.

1.4.4 Struttura del prodotto

Prendendo come esempio il mercato dei videogiochi offline con distribuzione fisica, ricostruiamo il prodotto da un punto di vista del controllo di gestione⁷. La struttura dei costi è impostata come in immagine (Figura 1.16): la prima peculiarità sono gli elevatissimi costi fissi, rendendo i videogiochi molto rischiosi sul punto di vista della leva operativa. I costi più incisivi sono quelli per produrre la first copy (fino al 44% del totale), altamente variabili in base alla categoria di videogiochi (AAA, AA, A ed Indie); sono meno rilevanti le spese per distribuzione e produzione, ovvero i costi variabili per antonomasia. Per i giochi distribuiti online, vengono eliminati i costi legati alla produzione fisica e si riducono i costi di distribuzione e commercializzazione, poiché non è necessario il trasporto e l'immagazzinamento dei supporti fisici. Tuttavia, aumentano i costi tecnici legati alla distribuzione online, ai sistemi di pagamento e di gestione contabile, e ai costi di mantenimento delle infrastrutture. I costi di produzione variano significativamente a seconda del volume di produzione, del mercato di riferimento e della complessità del progetto. La distribuzione online sta cambiando le dinamiche dei costi, rendendo più competitivi i giochi distribuiti digitalmente rispetto a quelli distribuiti fisicamente. Questa evoluzione rappresenta una trasformazione significativa nel modello economico dell'industria videoludica, influenzando sia i costi variabili che le strategie di pricing.



Fonte:⁷ - Figura 1.16 – Struttura dei costi

1.4.5 Il modello organizzativo Haier

Il modello ideale per aziende che hanno bisogno di creatività e flessibilità sarebbe un metodo organizzativo con poche gerarchie e libero dalle pressanti scadenze imposte dalle big corporate. Spesso le aziende sviluppatrici di videogame sono divise internamente in più team, ognuno si occupa di un videogioco/progetto diverso; Activision Blizzard, per esempio, ha dieci studi interni (i più noti sono Activision, Blizzard, King, Treyarch e Sledgehammer Games) a seguito di varie operazioni di M&A e concentrazione del settore. Per meglio gestire le sinergie senza intaccarne l'indipendenza e la qualità del lavoro vengono gestite in maniera decentrata secondo il modello Rendanheyi di Haier⁸. Questo modello, sviluppato da Zhang Ruimin, CEO di Haier, si basa sull'idea di trasformare l'azienda in un insieme di micro-imprese indipendenti, ciascuna con la responsabilità di servire i clienti e generare profitti. Il concetto di Rendanheyi si articola in: Rendan, ovvero la interconnessione tra i dipendenti; Heyi: la combinazione tra risorse interne ed esterne; Open Ecosystem: l'importanza della co-creazione di valore.

Quasi tutte le case sviluppatrici di app e software hanno implementato questo metodo per efficientare e spronare i propri dipendenti: in un'azienda dove contano strategia e creatività non possono mancare stimoli e flessibilità. I benefici sono molteplici, dalla velocità innovativa alla responsabilizzazione immediata del personale: ogni staff può interfacciarsi direttamente con il capo, senza avere middle manager. La problematica più ingombrante da affrontare è la coordinazione tra i diversi team, con il rischio di creare un'azienda poco coesa e con molte realtà autonome interne; uno volta superato questo scoglio, si potrebbe definire come il modello organizzativo preferito da tutti i CEO e COO del settore.

⁸ Yani, Z., Kierans, G., Liu, H., & Ng, E. H. K. (2021). The impact of the implementation of the financial shared service model on Haier Smart Home. *E3S Web of Conferences*, 235. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/20212350001>

Zhou, Y. (2017). Haier's Management Model of Rendanheyi: From Sea to Iceberg. *Management and Organization Review*, 13(3), 583-592. <https://doi.org/10.1017/mor.2017.34>

2. M&A & Videogames

Una delle peculiarità principali dell'industria videoludica è la concentrazione dell'offerta, giustificata dall'elevato rischio associato alla sua leva operativa. L'alta incidenza dei costi fissi sul prodotto (**figura 1.16**) rende complicata la produzione per i piccoli sviluppatori; questa specificità ha portato i vari studi di sviluppo ad integrarsi in realtà grandi e competitive. L'obiettivo di ricerca di questo capitolo è capire se la concentrazione del mercato porti benefici o meno, non solo in termini finanziari, ma anche in termini di qualità del titolo. I consumatori soffrono le acquisizioni dei grandi studi, in quanto potrebbero portarle ad essere meno indipendenti e vincolare la loro libertà di espressione. In realtà, questa potrebbe essere una visione molto provinciale, in quanto i migliori titoli in circolazione sono stati prodotti da grandi realtà integrate. Per studiare meglio il fenomeno, vorrei fornire un contesto sulle operazioni di M&A in generale e di seguito applicarlo al settore in analisi; infine, farò un'analisi qualitativa e quantitativa sulla loro creazione di valore.

2.1 Creazione di valore

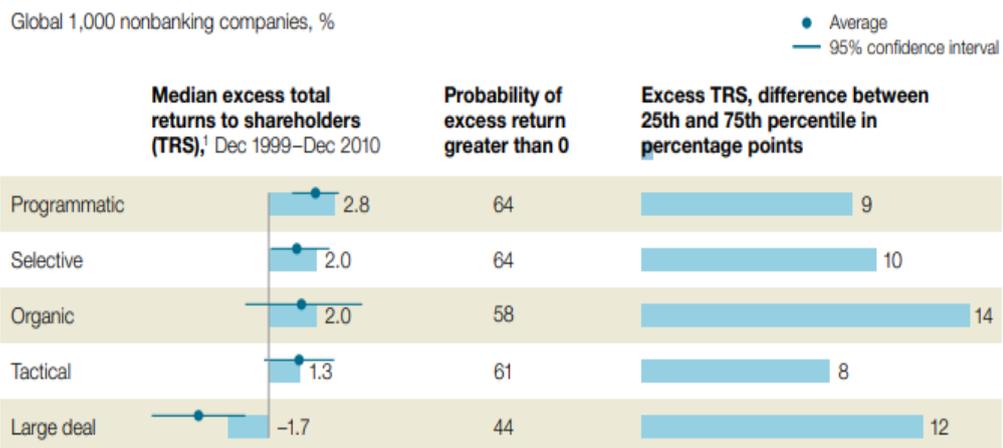
2.1.1 Strategie e Creazione di Valore

Partiamo dal presupposto che la misurazione di valore di un'azienda e del valore creato da una sua operazione straordinaria sia una scienza inesatta e molto empirica⁹. Generalmente si analizzano i prezzi delle azioni prima e dopo l'annuncio dell'accordo, così da immortalare la reazione degli investitori a breve termine. Tuttavia, tale metodo ha dei limiti molto significativi, in quanto tende a dare maggior peso all'operazione di grandi dimensioni, sottovalutando il ruolo chiave di quelle piccole, che rappresentano gran parte delle transazioni. Uno degli svantaggi principali di affidarsi alle reazioni di mercato per valutare la creazione di valore è

⁹ **Rehm, W., Uhlener, R., & West, A.** (2012). Taking a longer-term look at M&A value creation. *McKinsey & Company*. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/taking-a-longer-term-look-at-m-and-a-value-creation>

che questo metodo sovrastima le operazioni di grandi a scapito di strategie che constano nel cumulare piccole operazioni in un periodo di tempo limitato. Inoltre il dato viene sintetizzato in una media o in una mediana, evitando di giustificare tutte le differenze tra le aziende. Secondo uno studio sull'excess TRS delle 1.000 principali aziende operanti nel settore industrial, analizzando più di 15.000 operazioni straordinarie, si è rivelato che i rendimenti a lungo termine sono caratterizzati da grande varianza in base al tipo di acquisizione e del settore. Il metodo che premia di più è caratterizzato da modelli programmatici o selettivi (figura 2.1) caratterizzati da numeri deals di piccola dimensione, con l'assunzione che è meglio portare del valore aggiunto alle acquisite, piuttosto che il contrario⁹ (figure 2.2). Le operazioni di grande portata sono caratterizzate da alto rischio e tempi molto lunghi, portando la società a esborsi da capogiro coinvolgendone fino al 30/40% della capitalizzazione di mercato dell'acquirente: sono tipici di settori maturi, dove l'accentramento potrebbe portare a grandi efficienze produttive con il compromesso di una lunga e cruciale integrazione. I lentissimi tempi per sviluppare un deal e per organizzare i nuovi assetti societari possono comportare la perdita di opportunità di mercato in industrie dinamiche.

Companies using a programmatic strategy are the most successful.



Fonte Figura 2.2⁹ – Excess TRS da operazioni di M&A

Rehm, W., Uhlaner, R., & West, A. Illustrano (Figura 2.1) le diverse strategie derivanti da acquisizioni e fusioni⁹: l'approccio programmatico e tattico consistono

nell'acquistare numerose e piccole aziende, efficientandone i processi e portando know how (IBM è l'esempio bibliografico di questi tipi di operazioni); in maniera speculare si sviluppano il modello selettivo e di larga scala, tramite deals di grossa portata, utilizzato in particolare nelle aziende IT (come l'acquisizione di Activision Blizzard da parte di Microsoft o quello di Instagram da parte di META (ex Facebook)) per scopi strategici e di innovazione.

The excess shareholder returns of the world's top 1,000 nonbanking companies reveal distinct patterns of deal making.

Global 1,000 nonbanking companies, 1999–2010 (ie, 639 institutions for which data are available through 2010)

■ Number of companies in given category



Source: Dealogic; McKinsey analysis

Figura 2.1⁹ – Tipologie di operazioni di M&A

Quando si fa un'analisi di questa tipologia bisogna essere molto specifici sul settore, le medie globali sono completamente illusorie e non considerano le peculiarità delle diverse industrie (In figura 2.3). Il settore dei videogiochi si piazza a metà tra il retail e l'high tech: la filiera di produzione è simile a quella high tech, quella di distribuzione e marketing a quella retail; il settore dei videogame non subisce troppo l'ondata dei trend di mercato come nelle aziende IT, ma nemmeno lenta come quella dell'F&B; questa posizione di mezzo tra i due mercati rappresentati in grafica non porta ad una risposta univoca alla domanda che portiamo avanti, ma ci da un'idea su come posizionare il deal in analisi.

Returns by M&A approach are widely distributed and can obscure individual results, but they roughly indicate the top strategies by industry.

Global 1,000 nonbanking companies, median excess TRS, Dec 1999–Dec 2010, %

■ Top strategies in industry

Top strategies	Industries							
	Consumer discretionary	Telecom	PMP ¹	High tech	CPG ¹ and retail	Materials	Manufacturing, other industrials	Insurance and related
Programmatic	4.2	4.5	3.1	-1.2	3.2	4.5	0.7	0.1
Selective	2.0	1.3	6.4	-2.6	2.5	-1.5	4.8	1.7
Tactical	0.4	0.7	N/A ²	1.2	2.6	-3.0	1.8	2.6
Large deals	-2.8	-0.9	2.0	-6.7	3.8	-0.3	3.5	4.0
Organic	-4.2	N/A ²	N/A ²	-2.0	1.4	N/A ²	-5.2	9.8

¹PMP = pharmaceutical and medical products; CPG = consumer packaged goods.

²Data not shown where category contained <5 companies.

Source: Dealogic; McKinsey analysis

Figura 2.3⁹ – Top M&A strategies per Industry

2.1.2 Clustering ed Acquisizioni nel mercato videoludico

2.1.2.1 Clustering Model

La concentrazione dell'industria videoludica è anche geografica: tutti i più grandi studi made in USA sono clusterizzati in California, in maniera particolare a Santa Monica e nella Silicon Valley; stesso tema in Giappone, con Tokyo come centro nevralgico. Clustering ed M&A sono due fenomeni paralleli: capire se la stretta collaborazione e competizione tra aziende vicine porti a esternalità positive è cruciale per entrambi i casi. Attraverso uno studio su 4607 imprese e 1229 sussidiarie nell'industria globale dei videogiochi dal 1972 al 2007, De Vaan, M., Boschma, R., & Frenken, K.¹⁰ hanno studiato il fenomeno del clustering nel settore videoludico con l'obiettivo di capire se creasse valore per le aziende.

La teoria economica tradizionale ha sempre sottolineato l'importanza delle esternalità di localizzazione, riferendosi ai benefici che le imprese ottengono co-

¹⁰ De Vaan, M., Boschma, R., & Frenken, K. (2012). Clustering and firm performance in project-based industries: The case of the global video game industry, 1972–2007. *Journal of Economic Geography*, 13(6), 965-991. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbs038>

localizzandosi, come la condivisione di forza lavoro specializzata e dei costi di transazione interaziendale. I distretti che si creano, spesso, si uniscono sotto un unico nome, attraverso operazione di fusione ed acquisizione, proprio per inglobare in pieno questo tipo di esternalità; tuttavia, non è sempre così. In base alla peculiarità dei mercati, questo fenomeno può avere diverse sfaccettature. Nelle industrie basate su progetti, come quella in analisi: le esternalità negative crescono proporzionalmente all'ingrandirsi del cluster, mentre, quelle positive crescono più secondo una curva quasi esponenziale (figura 2.4)¹⁰.

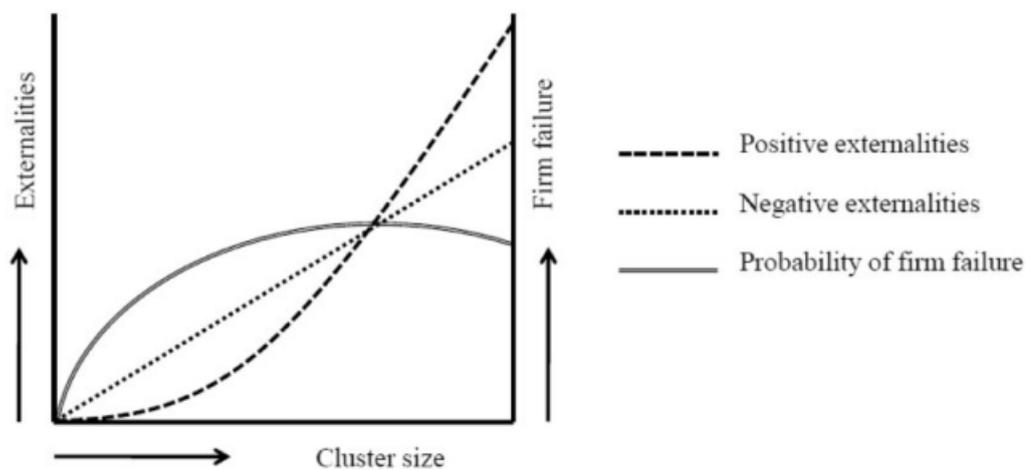


Figure 1. Expected relation between cluster size, externalities and firm failure.

Figura 2.4¹⁰ – Esternalità nel clustering

Come in immagine (**figura 2.4**)¹⁰, notiamo che ci sarà un momento in cui l'aumento della concorrenza, conseguente all'ingrandimento del cluster, porterà un netto negativo; una volta superato il punto critico (l'incrocio tra le curve) le aziende avranno benefici esponenziali con effetto netto positivo, create da possibilità di accesso a risorse finanziarie, scambio di conoscenze e maggiore interazione sociale. La forte dipendenza dell'industria da capitale umano ed economico, porta alla necessità di persone specializzate e pronte ad essere assunte per i progetti temporanei (incluso scrittori, programmatori, ingegneri del suono e artisti grafici).

2.1.2.2 Acquisition Model

Un'azienda che opera in un cluster grande e consolidato ha più opportunità di essere notata e acquisita da altre aziende, perché beneficia di un ambiente ricco di risorse e contatti, che facilita la sua crescita e il suo successo. Questo rende l'acquisizione un evento più probabile rispetto alle aziende che operano in isolamento o in cluster meno sviluppati. Per dimostrare questo fenomeno De Vaan, M., Boschma, R., & Frenken, K.¹⁰ hanno costruito un acquisition model utilizzando un hazard model, ovvero uno strumento statistico per modellare il tempo fino al verificarsi di un evento. Il modello, in questo caso si concentra sul calcolo dell' "hazard rate" dell'acquisizione, che rappresenta la probabilità che venga comprata un'azienda in un dato momento dato che non è stata venduta precedentemente.

La curva che si viene a creare è una relazione tra la grandezza ed importanza del cluster e la possibilità che essa venga acquisita, ovvero "hazard rate" (figura 2.5).

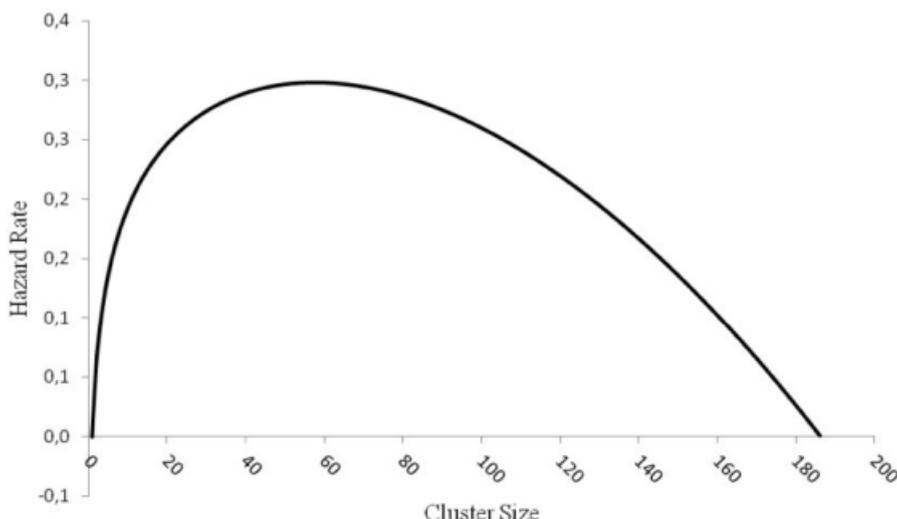


Figure 6. Relation between hazard rate and cluster size.

Figura 2.5¹⁰ – Relazione tra hazard rate e grandezza del suo cluster

Questo risultato suggerisce che le aziende situate in cluster grandi possono beneficiare di una maggiore visibilità, accesso a risorse finanziarie e capitale umano, e opportunità di networking, che a loro volta aumentano la loro attrattiva per gli acquirenti, specialmente in industrie dinamiche come quella dei videogiochi, dove le acquisizioni possono essere un segnale di successo piuttosto che di

fallimento. Le piccole aziende hanno solo due vie d'uscita dal mercato: andare male e fallire o andare bene ed essere acquistata/ fare una fusione con un'altra realtà (figura 2.6). Questo fenomeno spiega come mai il mercato sia così tanto concentrato.

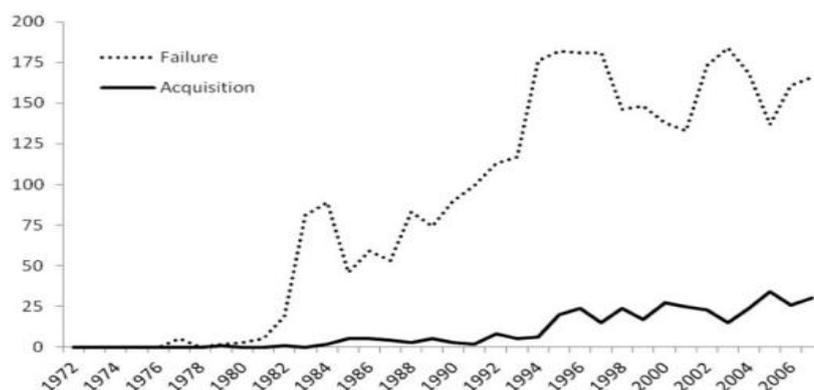


Figura 2.6¹⁰ – Uscenti dal clustering per fallimento o Acquisizione

2.2 Trend di M&A nel settore

Per risalire all'importanza della concentrazione in questo settore e analizzare i nuovi trend, è meglio introdurre una storyline delle fusioni ed acquisizioni nella storia dell'industria¹² parallelamente alle tendenze globali di quei periodi¹¹.

2.2.1 Anni '70 e '80: First Trend Setting

La prosperità che l'industria prometteva durante gli anni 80' spinge sviluppatori ed appassionati a posizionarsi sul mercato. Durante questo periodo è presente soltanto l'Arcade Gaming, con un settore molto frammentato. Molte piccole aziende sperimentano nuove tecnologie, format, hardware e software. Alla fine del decennio poche aziende dominano il mercato: Atari è la prima della classe e inizia il primo ciclo di acquisizioni e una fase di consolidamento; tuttavia, il mercato è ancora moderatamente piccolo, e gli investimenti necessari per sviluppare un videogioco non sono troppi, rendendo le barriere all'entrata moderatamente basse .

In quegli anni, i trend M&A globali erano composti dalle prime forme di leverage buyout¹¹ (attraverso il fenomeno dei “corporate raiders”), dalle acquisizioni ostili (cambi di proprietà contro cui il management si oppone) e dalle fusioni orizzontali transfrontaliere (peculiarmente in Europa, in vista del mercato comune). Queste tendenze hanno influenzato il neonato mondo dei videogiochi, spinto dalla prematura voglia di consolidamento.

2.2.2 Anni ‘80 e inizio ‘90: Crisi e Rilancio

La crisi dei videogame dell’83¹², porta ad una concentrazione di mercato: questo periodo è servito a ripulire l’industria da inefficienze e ad unire le forze, entrambi fattori favorevoli per l’innovazione. I primi consolidamenti e ristrutturazioni sono serviti a far emergere le prime console ed espandere la domanda. Come illustrato in **figura 2.6** in quel periodo cominciano ad uscire dal mercato tantissimi player e inizia ad impennarsi la curva del numero di acquisizioni. Subito dopo, ad inizio anni ,90, le grandi aziende spinte dalla wave globale delle acquisizioni strategiche¹¹ vengono coinvolte in numerose transazioni transfrontaliere, soprattutto per esternalizzare le produzioni ed efficientare costi di manodopera e assemblaggio.

2.2.3 Millenium Gaming

Il gaming viene travolto dalla “megamerger wave”¹¹ con la creazione di grossi conglomerati multinazionali. Grandi acquisizioni, come quella di Vivendi Games che compra Activision, danno il via all’espansione del mercato su scala globale. Il gaming online spinge le protagoniste dell’industria ad accaparrarsi gli sviluppatori più pratici in materia, mentre Valve stravolge nuovamente il mercato tramite Steam

¹¹ Gugler, K. P., & Siebert, R. (2015). *Market power versus efficiency effects of mergers and research joint ventures: Evidence from the semiconductor industry*. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 658-685. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.007>

¹² Donovan, T. (2010). *Replay: The History of Video Games*. Yellow Ant Media.

Kent, S. L. (2001). *The Ultimate History of Video Games: From Pong to Pokémon and Beyond – The Story Behind the Craze That Touched Our Lives and Changed the World*. Three Rivers Press.

e la distribuzione digitale dei videogiochi. La bolla del “dot.com” non intacca il mercato dei videogiochi (**Figura 2.6**), in quanto la si considera un’industria solida e prospera. Il trend in auge spinge alcune delle più grandi operazioni della storia: Chrysler e Daimler, Ford e Volvo, Vodafone e AirTouch Communications e British Petroleum e Amoco. Tutte le operazioni erano tipicamente finanziate con un ricorso limitato al debito, puntando ad economie di scala e opportunità di mercato.

2.2.4 La Crisi Finanziaria e Il Consolidamento delle Big

La crisi dei mutui subprime del 2008 contribuisce a concentrare maggiormente l’industria: contrariamente a quella degli anni ‘80, la necessità di unire le forze era prettamente finanziaria, non di innovazione. Il trend globale era governato da deals che coinvolgevano le economie emergenti (B.R.I.C.S.), alimentati da benefici fiscali e leggi favorevoli. Il ruolo centrale dei fondi di private equity e il picco storico nel 2013 di volume di transazioni trovano applicazione anche nel settore videoludico. Activision si fonde con Blizzard per evitare di essere mangiata dalle “big three”, mentre Microsoft compra Mojang (il produttore di minecraft, il gioco più venduto della storia dei videogame). Alla fine degli anni ‘10, si chiude la wave del megamergering e dell’integrazione orizzontale per passare a strategie di acquisizione più programmatiche predisposte ad accogliere nuove tecnologie.

2.2.5 Gli anni ‘20 e i trend attuali

Con l'aumento della penetrazione del cloud gaming, le acquisizioni si concentrano su tecnologie di streaming e infrastrutture cloud: Microsoft continua a espandere il suo ecosistema di Xbox orizzontalmente acquisendo ZeniMax Media, e verticalmente prendendo Activision Blizzard mentre altre aziende tecnologiche come Google e Amazon iniziano a fare i loro ingressi nel settore.

Durante gli ultimi due anni il volume dei deal ha seguito l’andamento del mercato: secondo quanto esposto nel report trimestrale di Drake Star Partners¹³

¹³ Drake Star Partners. (2024). *Global Gaming Report Q1 2024*. Drake Star Partners.

(Multinazionale operante nel settore dell'investment banking specializzata nel settore), il 2023 ha vissuto un periodo esteso di calma. Secondo un'intervista fatta da Axios a Mertzger, Managing Partner di Drake Star¹⁴, il settore è ancora scosso dal recente ridimensionamento; inoltre, secondo l'esperto emerge che a esito di numerose discossioni con le principali aziende di gaming si aspettano che il volume aumenti costantemente nei prossimi anni. Il calo è stato fisiologico, nono ci si poteva aspettare che tenesse i numeri della pandemia. Sempre Metzger prevede che Tencent, Sony e Take-Two saranno i principali acquirenti nel 2024, mentre, le società quotate, secondo lo studio di Konvoy Ventures, stanno accumulando decine di miliardi di dollari cash per sfruttare le occasioni che la crisi sta per portare. La notizia più importante è la crescita esponenziale di fondi di venture capital specializzati nel settore come Bitkraft, A16Z, Play Ventures e Griffin Gaming. Storicamente più operazioni ci sono, più questo settore cresce, proprio perché le case di sviluppo vedono l'integrazione come una vittoria, non come una resa ad un colosso.

GAMING M&A TRANSACTIONS Q1 2024
47 DEALS AND \$2.4B IN ANNOUNCED DEALS

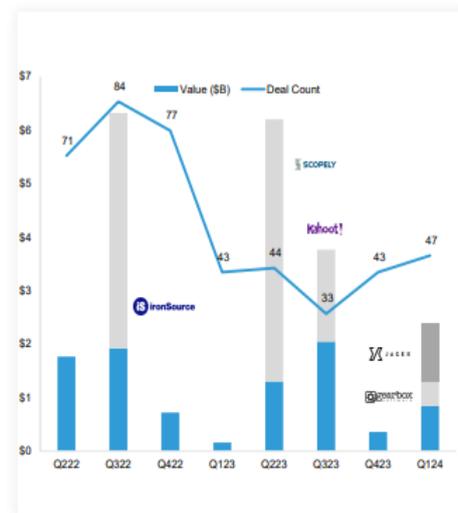
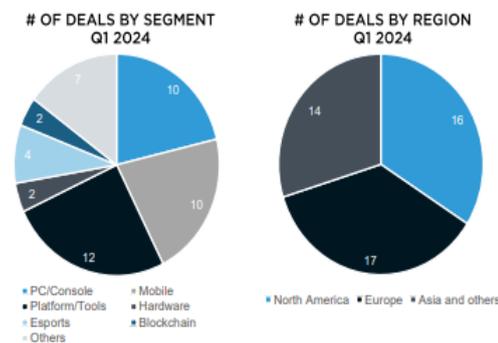


Figura 2.7¹³ – Numero di Deal ad inizio 2024 e i principali players

A fine 2023 e inizio 2024 le operazioni sono state di meno ma con un valore più

¹⁴ Totilo S. (2023, October 26). *Why 2024 will be a big year for video game deals*. Axios. <https://www.axios.com/2023/10/26/game-industry-deals-2024>

alto dell'ultimo paio d'anni (**Figura 2.7**): ricordiamo l'acquisto da parte di Playtika di Youda Games e Innplay Labs per circa 450 milioni di dollari, nonché l'offerta di successo da 1,7 miliardi di dollari guidata da Goldman Sachs per rendere privata la piattaforma di gaming educativo Kahoot. Le operazioni di finanziamento privato (Figura 2.8) hanno anch'esse mostrato un notevole aumento, con oltre 2,4 miliardi di dollari raccolti attraverso 188 deals, invertendo il trend negativo osservato dalla metà del 2022: Disney, per esempio, ha investito 1,5 miliardi di dollari in Epic Games (sviluppatore del videogioco più famoso dell'ultimo decennio, Fortnite) e Build a Rocket Boy è riuscito a raccogliere un complessivo di 110 milioni di dollari. Reddit si può catalogare come la prima vera e propria IPO di successo nel settore IT, e si prevede faranno altrettanto Discord ed Epic Games.

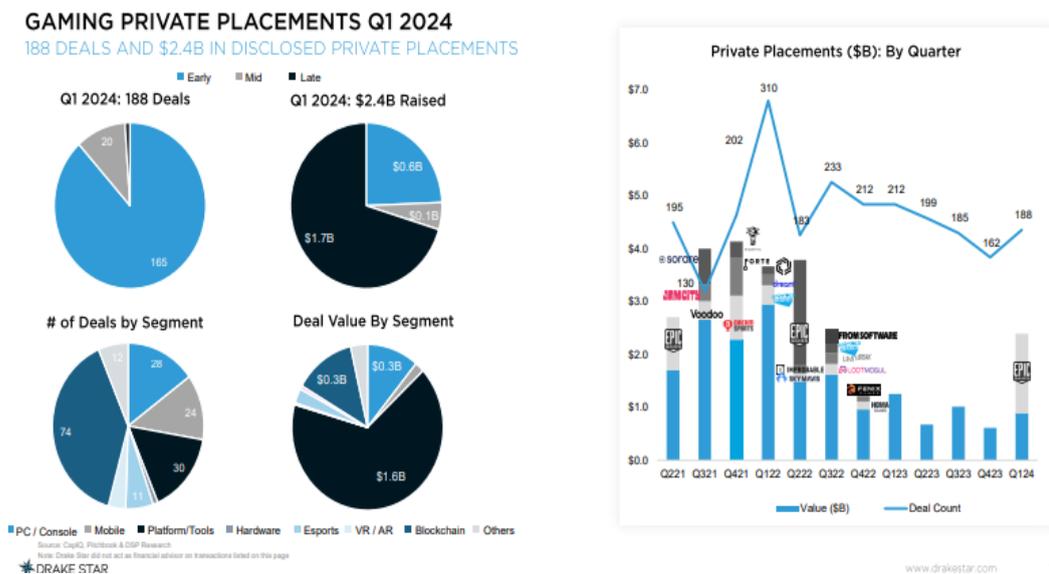


Figura 2.7¹³ – Numero di privatizzazioni ad inizio 2024 e i principali players

Complice l'investimento di Disney in Epic Games, anche le altre piattaforme di streaming digitale stanno iniziando ad investire nel settore. Amazon vuole sfruttare il suo know how in quanto ad infrastrutture digitali per far crescere il valore del cloud gaming: dopo il successo conferito a Twitch (piattaforma operante nell'intrattenimento live) a seguito della trasformazione post-acquisizione, il colosso di Jeff Bezos sta iniziando a seminare investimenti all'interno di piccole realtà che si occupano di cloud gaming.

2.3 Studio del Campione Statistico

2.3.1 Ipotesi di Ricerca

Ipotesi di ricerca è semplice dato il contesto: l'elevata concentrazione porta ad un vantaggio effettivo alle aziende che partecipano alle transazioni oppure è solo una propensione culturale. De Vaan, M., Boschma, R., & Frenken, K.¹⁰ fanno notare un pattern nei modelli di acquisizione delle aziende del settore: le aziende o escono dall'industria o si concentrano. Per storicità e usi comuni, essere inglobati da una realtà più grande è fonte di successo per i piccoli studi di sviluppatori, ma non sappiamo se è sempre un bene. Per i videogiocatori l'argomento è controverso: sanno che i loro producer preferiti avrebbero accesso ad una maggiore indipendenza economica, ma non espressiva. Spesso succede che l'acquirente imponga il proprio business model e limiti i nuovi entranti, arginando la libertà del piccolo studio indipendente. Se analizziamo i risultati del "Best Game Awards", il più importante riconoscimento nel mondo videoludico, due degli ultimi tre "Game Of The Year" sono andati a Hazelight Studios e Larian Studios, sviluppatori molto piccoli ed indipendenti. Anche in questo caso la giustificazione è controversa: l'industria è in un momento di transizione dove è fondamentale l'innovazione; i videogiocatori in questo periodo storico cercano la novità più della qualità, ma sono momenti eccezionali, non rappresentano la normalità. Attraverso un'analisi quantitativa intendo esplorare se l'acquisizione e la concentrazione portino realmente a un vantaggio competitivo sostenibile per le aziende, o se, al contrario, possano compromettere la diversità e la vitalità del settore. Un approfondimento su questo tema potrebbe fornire ulteriori prospettive su come bilanciare la crescita economia preservando la creatività e l'autonomia del personale. Questo studio mi sarà, inoltre, molto utile per cercare di capire se il prezzo che ha pagato Microsoft per portarsi a casa Activision Blizzard sia ragionevole e rispetti dei criteri di crescita di mercato.

2.3.2 Metodologia e Raccolta Dati

Per riuscire a dare una risposta quantitativa alla mia ipotesi di ricerca mi appoggio a delle metodologie di studi di eventi che sono la base di tutti gli studi di questo ambito: MacKinlay con il suo “Event studies in economics and finance”¹⁵ imposta un trend sulla determinazione della creazione di valore da eventi anomali. Il concetto di base è molto semplice, analizzare il prezzo dell’azione prima e dopo un avvenimento o un’operazione straordinaria. Tre presupposti fondamentali guidano questa metodologia: efficienza di mercato, in cui si assume che esso avvenga sotto una simmetria informativa perfetta; l’evento deve essere completamente inaspettato; assenza di effetti confondenti durante l’intervallo preso in considerazione. Se un evento rispetta tutti i presupposti elencati precedentemente lo si può confrontare con il suo rendimento atteso normale, così ottenendo un rendimento anomalo¹⁶. Una ricerca basata soltanto sul rendimento contabile non sarebbe stata adeguata alla ricerca e avrebbe distorto il suo risultato, per più ragioni: i dati amministrativi sono facilmente manipolabili e non riflettono il valore in potenza di un’azienda. Colossi come Instagram e Facebook per anni sono andati in perdita nonostante il loro valore fosse già molto alto. Il prezzo di un’azione, secondo la teoria classica, rappresenta il valore scontato di tutti i flussi di cassa futuri tenendo conto di tutte le informazioni possibili¹⁷. La finestra temporale presa in considerazione inizia cento giorni prima l’evento, per dare una visione dell’impresa nella sua gestione ordinaria, cercando di abbattere gli elementi confondenti, e si chiude dieci giorni dopo, per dare il tempo necessario al mercato di riassetarsi dopo la notizia; inoltre, ho voluto raccogliere i dati sul suo andamento 1 e 3 anni dopo l’acquisizione, per avere una visione di lungo termine. Il campione in analisi è stato scelto tra tutte le operazioni straordinarie di grossa taglia avvenute nel mercato videoludico e sviluppo software, in particolare tra il 2019 ed il 2021,

¹⁵ MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.

¹⁶ Wang, M., & Ngai, E. (2020). Data mining and knowledge discovery in financial engineering: Advances and applications. *International Journal of Data Science and Analytics*, 10(4), 287-312.

¹⁷ McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.

per meglio analizzare il loro andamento a lungo termine. L'input di dati era composto da circa 1.250 operazioni di M&A riportati dal software "Refinitiv Workspace", di cui, eliminando le operazioni di basso profilo e quelle della società non private ho raggiunto un campione di un centinaio di operazioni (riportate all'interno dell'appendice). Su questi rendimenti ho effettuato tante regressioni quante sono le finestre temporali analizzate (100gg prima e 10gg dopo; 1 anno dopo: 3 anni dopo). I risultati danno un punto di vista molto interessante sul mercato e sulle sue peculiarità. Come tutti i modelli ha un puro scopo esemplificativo, difatti presenta molti difetti, e non si può definire al 100% affidabile: il campione è ristretto e la finestra temporale a lungo termine può essere intaccata da elementi confondenti (fra cui il boom della pandemia o la crisi attuale); tuttavia, questa metodologia degli studi di eventi è molto usata in letteratura e il limitato campionamento è giustificato dalla poca ampiezza del mercato. Le aziende di videogame sono spesso o piccole e senza accesso al mercato del capitale o molto grandi, per questo motivo non è facile trovare degli esempi affidabili.

2.3.3 Risultati

A fronte della mia ipotesi di ricerca e dalla metodologia che ho voluto usare, ho trovato degli spunti molto interessanti sulle operazioni nel settore. La mia analisi si divide in tre parti, in base agli orizzonti temporali considerati. I risultati registrati dalla mia analisi statistica sono esposti in figura 2.8, tramite una tabella:

Dati\Indice	Media	Mediana	Varianza	Correlazione
100gg-10gg	1,13	1,07	0,16	0,99
1 aa dopo	1,23	1,03	1,27	0,97
3 \ Actual Date	1,40	0,97	2,88	0,87

Figura 2.8¹⁸

¹⁸ Analisi condotta tramite metodologie elencate nel 2.3 sottocapitolo

L'indice statistico più usato è la media, banalmente composta dalla somma di tutti i valori divisa per il numero totale di osservazioni. È una misura di tendenza centrale che rappresenta il valore medio di un insieme di dati. Ha il vantaggio di essere molto semplice e da una rappresentazione complessiva del campione, di contro è molto sensibile ad outliers e a distribuzioni con varianze troppo alte¹⁹. Un altro indice utilizzato, la mediana, rappresenta il valore centrale di un insieme di numeri. In un numero dispari di osservazioni la mediana è il valore centrale, mentre in caso di pari è la media dei due centrali. Avvantaggiato dal non essere influenzato da outliers è adatto a distribuzioni asimmetriche, tuttavia, non prende in analisi tutto il dataset (contrariamente alla media) ed è tendenzialmente meno sensibile alle variazioni. Un database, come quello preso in considerazione, è tanto più affidabile quanto media e mediana si assomigliano: se analizziamo eventi diversi e ci danno sempre lo stesso risultato, o risultati molto simili, possiamo classificare l'analisi come attendibile.

Due indici molto utili per analizzarne l'affidabilità sono varianza e correlazione. La varianza misura la dispersione dei dati rispetto alla media, dando una visione semplificativa di quanto i valori analizzati si discostino in media dal valore medio²⁰; questo indice considera tutte le osservazioni, riassumendo la dispersione, ma è molto sensibile ad outliers. Infine, l'indice di correlazione misura forza e direzione tra più osservazioni, con valori che vanno da -1 a 1: più l'indice è vicino a +/- uno, più la correlazione è forte, più si avvicina a 0, più è debole. È semplice da calcolare, ma non rileva le relazioni non lineari. Ogni indice ha un suo ruolo all'interno dell'analisi dei risultati.

La "core analysis" è sicuramente quella a breve termine, oltre ad essere quella più attendibile a scopo accademico. L'ipotesi di ricerca era vedere se un evento come un'operazione straordinaria venisse percepita dal mercato come un evento positivo,

¹⁹ Media (μ) = $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i$

²⁰ Varianza (σ^2) = $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \mu)^2$

creando valore attraverso una variazione positiva del prezzo, attraverso il rapporto tra il p^{t-1} e il p^t . Il risultato è molto soddisfacente: sia media che mediana sono entrambi positivi (**Figura 2.8**) e hanno un valore molto simile; la **figura 2.9** è una interpolazione tra i dati esaminati, più la retta che interseca i dati è dritta, più la correlazione è forte. In questo caso analizziamo un campione con pochissima varianza, correlazione vertiginosamente vicina ad uno e un grafico che ben riassume il campionamento. La mediana superiore ad uno suggerisce che la maggioranza dei rapporti analizzati giacciono sopra la retta; perciò, si assume che la parte più cospicua delle osservazioni viene premiata dal mercato per aver intrapreso un'operazione straordinaria, per altro con un cospicuo aumento medio di circa il 10%.

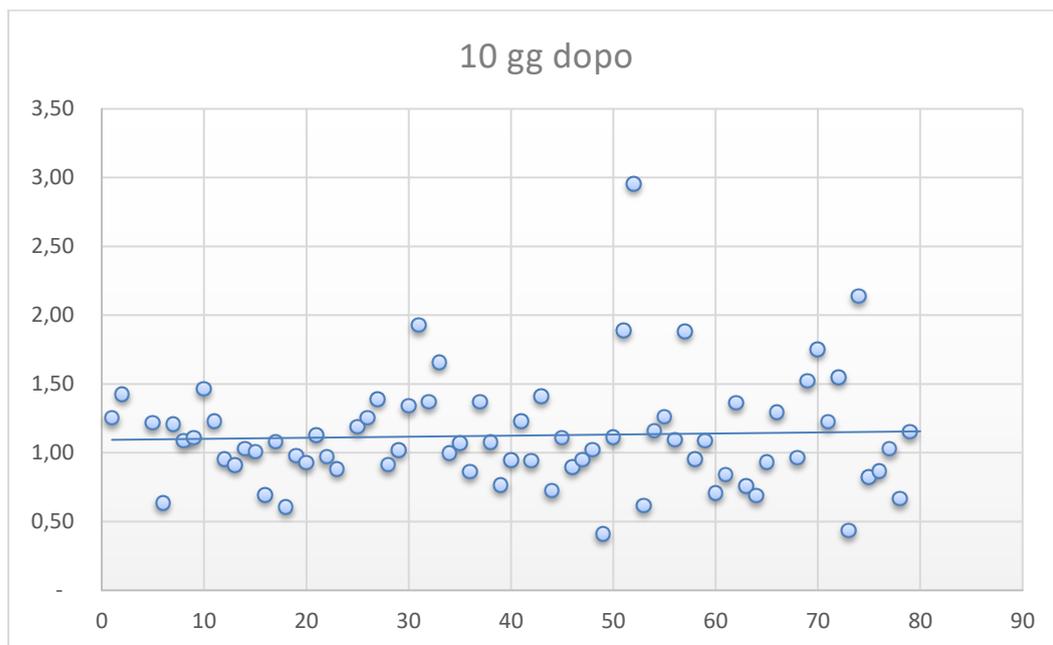


Figura 2.9¹⁸

L'analisi a medio termine risente moltissimo dei difetti del modello, portando con sé una serie di disagi alla ricerca: la varianza si impenna, aumenta il gap tra media e mediana e la curva (**Figura 2.10**) inizia a presentare un'inclinazione. Quando detto ci fa intuire che siamo di fronte ad uno scenario molto meno lineare del primo; perciò, tutte le conclusioni devono essere ponderate. L'analisi evidenzia un aumento medio del 20% degli affari post-operazione, ma è molto viziata dagli

outliners; difatti, la mediana suggerisce un trend molto inferiore a quanto riportato dalla media, anche se rimane superiore ad uno. La logica conclusione a questa analisi è che le aziende hanno la tendenza di conservare il proprio valore creato anche dopo un anno dal deal, ma con una varianza molto più alta; quindi, è normale che alcune crollino di molto ed altre abbiano un'impennata fuori dal comune.

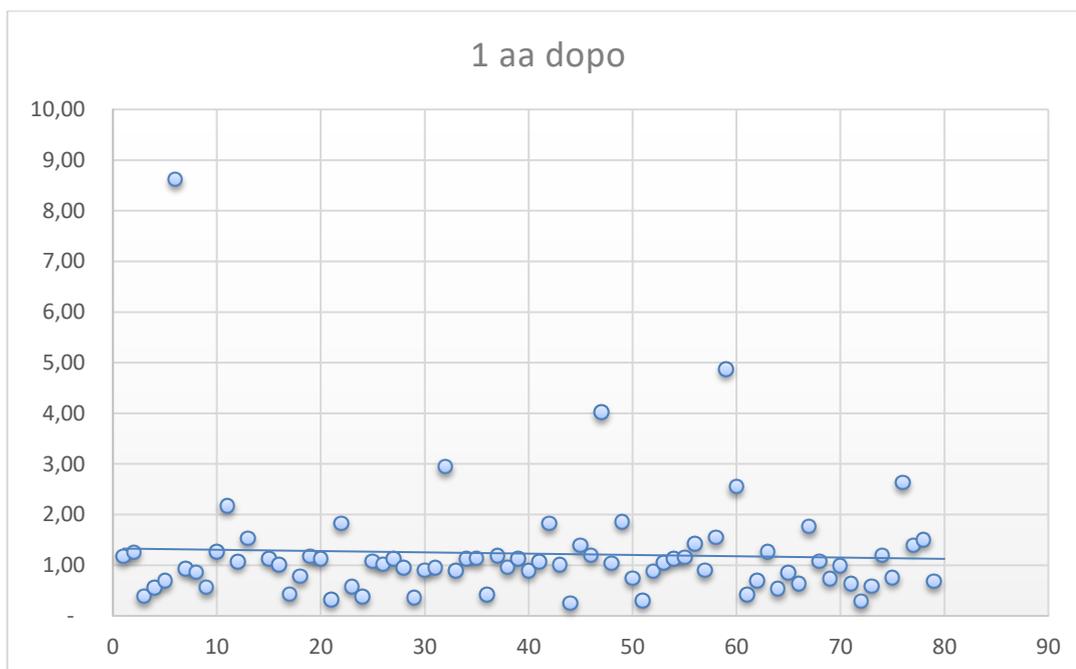


Figura 2.10¹⁸

L'ultima analisi che presento studia il rapporto tra il prezzo dell'azienda prima dell'acquisizione e 3 anni dopo. Quest'ultimo caso non da un risultato molto attendibile, ma favorisce alcuni ragionamenti molto interessanti. La varianza si moltiplica ulteriormente, la correlazione si abbassa e media e mediana sembrano fotografare due fenomeni diversi. La conseguenza la troviamo in **figura 2.11**, dove l'interpolazione si è inclinata fino a diventare uno scivolo. Mentre la media suggerisce un aumento del valore del 40%, la mediana si spinge di poco sotto l'uno, evidenziando che la maggior parte delle aziende ha distrutto valore dal momento t. Questa analisi, però, da uno spunto molto interessante: non trova un vero e proprio tasso di crescita a cui le aziende si potranno realisticamente immedesimare, ma suggerisce che la maggior parte di essere dopo 3 anni avranno conservato o distrutto il valore dell'acquisizione, ma la minoranza che lo acquisisce, lo fa molto più che

proporzionalmente rispetto alle perdite delle altre. Questa ultima disamina non ci dà un valore attendibile di crescita ma incalza perfettamente il mercato: sono poche le aziende eccezionali dentro il settore, ma queste rendono per un'industria intera.

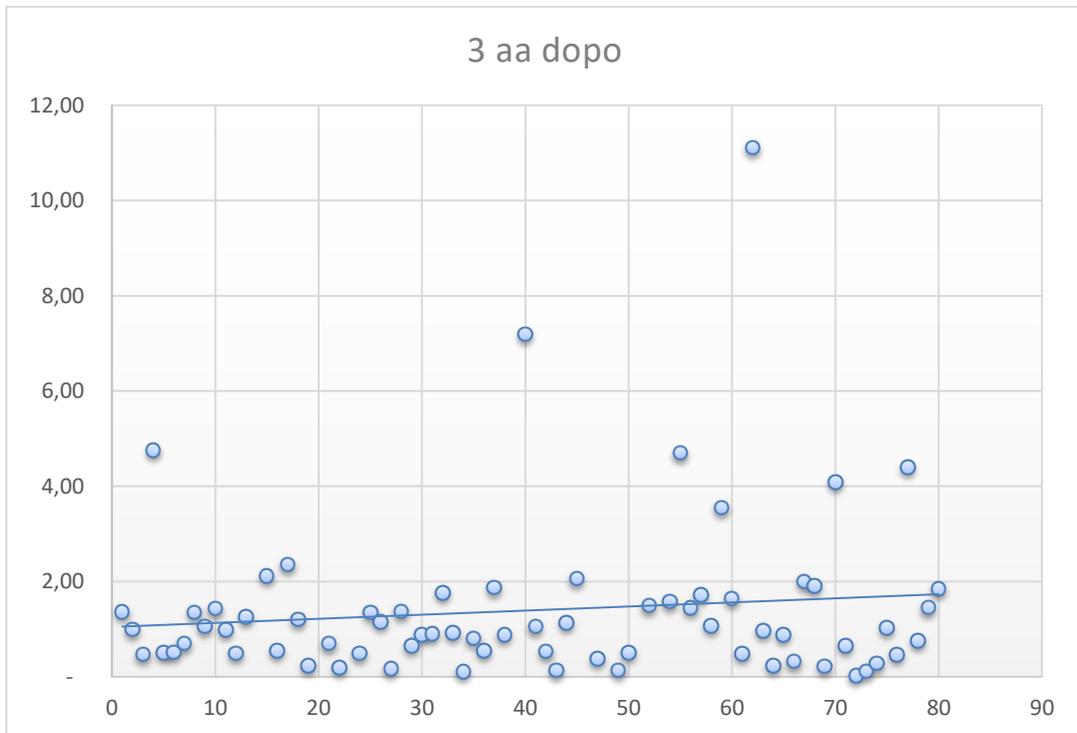


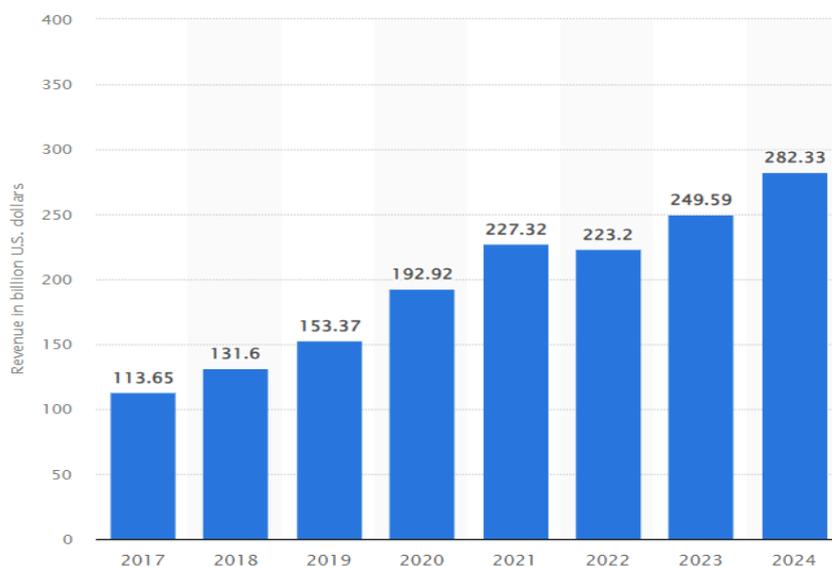
Figura 2.11¹⁸

2.3.4 Commenti ed Analisi

L'analisi condotta nel capitolo rivela un panorama interessante dell'M&A nel settore. Nel breve termine il modello dimostra tutto il suo potenziale ed i risultati suggeriscono una tendenza positiva, con la maggior parte delle operazioni che generano valore, come correttamente indicato da media e mediana. Il mercato percepisce un deal come un evento positivo, riflettendo un aumento immediato del valore tramite l'impennata del prezzo. Tuttavia, l'analisi a medio termine inizia a svelare i primi punti deboli del metodo. La varianza impenna e con essa la pendenza della regressione. La maggior parte delle aziende continua a giovare delle operazioni, altre sembrano subirle, rendendo il contesto molto meno prevedibile e più soggetto a variazioni significative. L'analisi a lungo termine fornisce i risultati

più contrastanti, ma probabilmente anche quelli più interessanti. Il modello perde efficacia nel darci un valore univoco sulla crescita delle aziende, ma da un punto di vista molto calzante nell'analisi dell'industria: la maggior parte delle aziende durante il triennio ha distrutto valore, mentre, quelle che non lo hanno acquisito lo hanno fatto più che proporzionalmente.

Un'ultima considerazione interessante sulla media dei rendimenti calcolati precedentemente è la loro coerenza con la crescita del valore dell'industria. La maggior parte delle operazioni in analisi è avvenuta tra il 2019 ed il 2020, e gli scostamenti di valori tra questi due anni (pari al 25% circa) e tra il 2019 ed il 2022 (pari al 45% circa) sono molto simili ai risultati che ho trovato nella mia analisi. Questo spunto potrebbe dare credibilità ai miei studi di lungo periodo, ma non c'è alcun tipo di correlazione accertata tra i due.



Fonte:²¹ - Digital video game market value worldwide from 2017 to 2024 - Figura 2.12¹⁸

²¹ Statista. (2024). *Global digital gaming revenue 2020-2027*. Retrieved from <https://www.statista.com/statistics/1344686/global-digital-gaming-revenue/>

3. Il caso “Microsoft - Activision Blizzard”

Nel panorama contemporaneo dell'industria videoludica, poche operazioni hanno avuto un impatto così significativo come l'acquisizione di Activision Blizzard da parte di Microsoft. Annunciata nel gennaio 2022 e conclusasi nel 2023, questa operazione rappresenta una delle più grandi acquisizioni nella storia del settore tecnologico, con un valore complessivo stimato di 68,7 miliardi di dollari. L'acquisizione non solo segna una svolta per Microsoft, che rafforza ulteriormente la sua posizione nel mercato dei videogiochi, ma evidenzia anche dinamiche chiave e tendenze nell'industria dell'intrattenimento digitale.

Activision Blizzard è uno dei principali protagonisti del settore, noto per titoli di successo globale come Call of Duty, World of Warcraft e Candy Crush. La decisione di Microsoft di acquisire questa società può essere vista come una mossa strategica per consolidare la propria presenza nella produzione di contenuti e per rafforzare il suo servizio di abbonamento Xbox Game Pass, posizionandosi meglio nella crescente competizione per la dominanza nel settore dei servizi di gaming.

Questo caso studio si propone di analizzare l'acquisizione di Activision Blizzard attraverso diverse prospettive: economica, strategica e di mercato. L'obiettivo è comprendere se e in che modo questa operazione ha creato valore per Microsoft, valutando sia gli effetti a breve termine sui prezzi delle azioni e sulla percezione del mercato, sia le implicazioni a lungo termine in termini di competitività, innovazione e integrazione aziendale.

3.1 Activision Blizzard

3.1.1 Introduzione

Il colosso del gaming che oggi conosciamo come Activision Blizzard nasce dalla

fusione di due grandi studi di sviluppo che ne compongono il nome. Activision è stata fondata nel 1979 da una costola di Atari, la più grande azienda videoludica dell'epoca. Fu la prima grande azienda videoludica indipendente (ovvero non collegata a produttori di console) e produceva esclusivamente titoli per la piattaforma più in voga dell'epoca, l'Atari600. Alla fine degli anni '90 Activision, sfuggendo a diverse difficoltà finanziarie e tramite una serie di acquisizioni si afferma fra i leader del mercato del gaming software. Nel 2003 viene pubblicato "Call Of Duty", la saga che cambierà la storia dei videogame e della sua casa sviluppatrice. Parallelamente nel 1991 nasce Silicon & Synapse, sviluppatore di videogame per conto di terzi. Dopo qualche anno sua fondazione pubblica "Warcraft", e cambia nome in Blizzard Entertainment, dando inizio alla sua favola. Con l'uscita nel 2004 di "World of Warcraft", la casa di sviluppo inventa un genere videoludico e si afferma come una big nel settore. Pochi anni dopo dai rispettivi successi globali, Activision e Vivendi Games (proprietario di Blizzard) si fondono nel 2008 per unire le forze contro un mercato sempre più spietato, con la volontà comune di rimanere indipendenti dalle dominatrici del mercato dell'hardware gaming.

La concentrazione porta innovazione, idee e successo: si specializzano in una strategia di lungo termine al fine di spremere il brand, fino al punto da rimanerne intrappolati per un paio d'anni. Nel 2016 la casa di Santa Monica si aggiudica King Digital Entertainment, uno degli studi di sviluppo di mobile gaming più importanti nel mercato, creatore di saghe come Candy Crash. A fine anni '10 Activision Blizzard affronta un periodo di crisi, peggiorato da accuse e problemi legati alla gestione del personale, che hanno attirato l'attenzione di media ed autorità. Le difficoltà sono state superate cavalcando la cresta dell'onda in pandemia: Activision pubblica il videogame più giocato del 2020 e del 2021, e lo rilascia a titolo gratuito, novità assoluta per il brand Call Of Duty, che riesce a pulirsi l'immagine dopo anni di acciacchi.

3.1.2 Analisi Storica del Business Model

Come analizzato nel primo capitolo esistono vari revenue model e value chain nell'industria. Partiamo dal presupposto che Activision Blizzard si occupa soltanto di produzione di software da gaming, non di hardware; perciò, la sua catena del valore segue quanto in **Figura 1.15**. Fino all'operazione effettuata con Microsoft vantava il titolo di sviluppatore indipendente più grande al mondo, per poi consolidarsi in casa Xbox. Secondo la rappresentazione in **Figura 1.13** e la descrizione del **capitolo 2.4** possiamo elencare diversi revenue model in base ai giochi prodotti. L'azienda è strutturata, come d'usanza in tutta l'industria, sulla base dei suoi progetti: a un gruppo di persone viene assegnato un videogioco da sviluppare, ognuno di questi ha un project manager che ne decide il business model; in base all'importanza del progetto i team sono più o meno grandi, e le risorse sono più facili da ottenere. Data l'impostazione dell'organizzazione, quando viene acquisito un altro studio di produzione non viene smembrato; il più delle volte rimane intatto, al massimo efficientato, così da conservare la sua indipendenza. È normale che ogni casa di sviluppo abbia all'interno più studi, Activision Blizzard ne ha ben dieci al suo interno: Activision, Blizzard Entertainment, Treyarch, High Moon Studios, Sledgehammer Games e Infinity Ward in California; King Digital Entertainment e Demonware in Europa; Raven Software in Wisconsin e Beenox in Québec.

Questa prefazione serve a motivare la molteplicità dei business model che ci potrebbe essere all'interno della stessa realtà; tuttavia, per la casa di Santa Monica ne distinguiamo due in particolare. Activision, al contrario della sua diretta competitor EA, si è specializzata nello sviluppo di un modello economico riconosciuto per spremere al meglio le potenzialità di un brand. Dal 2005, ogni anno viene pubblicato un Call of Duty (anche detto COD), saga di punta dello sviluppatore americano. È riuscito a costruire delle sotto saghe all'interno di un solo titolo, facendolo sviluppare da studi diversi: Black Ops di casa Treyarch e Modern Warfare prodotto da Infinity Ward; queste si alternavano per riuscire a portare ogni anno un COD diverso. Il sales model funziona tantissimo e trova il suo apice tra il 2010 ed il 2015, dove si concentrano i titoli più venduti sia della saga che della storia dei videogiochi. C'è un grande malus nel portare ogni anno un videogioco,

non c'è innovazione. Dopo il boom della prima metà degli anni '10 il mercato reagisce malissimo all'uscita del titolo del 2016: il trailer di Infinity Warfare diventa il teaser di un videogioco con più dislike della storia. Activision risente del periodo di down, peggiorato dai rumor che descrivevano l'ambiente aziendale come tossico. Blizzard Entertainment, al contrario del socio, aveva tutt'altra strategia di business: porta al mercato pochi giochi, ma tutti quanti con grandi potenziali di crescita a lunghissimo termine, guadagnando da pacchetti espansivi, remake ed eventi e-sports. Questo portava Blizzard a fatturare di meno di Activision, ma ad avere un margine più ampio e sostenibile (**figura 3.2**).

	For the Years Ended December 31,				
	2015	2014	2013	Increase/ (decrease) 2015 v 2014	Increase/ (decrease) 2014 v 2013
Segment net revenues:					
Activision.....	\$ 2,700	\$ 2,686	\$ 2,895	\$ 14	\$ (209)
Blizzard.....	1,565	1,720	1,124	(155)	596
Other(1).....	356	407	323	(51)	84
Segments net revenues total.....	4,621	4,813	4,342	(192)	471

Figura 3.2²²

La forza dello sviluppatore ex Vivendi Games è stata la creazione di un bacino di utenza che era sostenuto da un forte ambito competitivo (neonati e-sports); spinta che ha avuto anche Call of Duty durante i suoi anni d'oro, ma che non ha saputo sfruttare a pieno. COD è stata la mamma di tutti i clan competitivi nati su console: tutti i team più importanti nascono tramite il network di Activision e la loro diffusione tramite YouTube; nonostante questo, lo sviluppatore di Santa Monica non aveva ancora visto l'infinito potenziale che ad ora ha portato i videogiochi alle olimpiadi. La forte temperatura agonistica dei videogiochi in casa Activision è sempre stata più fanmade che appositamente pensata dagli sviluppatori; la vera discesa della sua saga di punta è stata influenzata da questo fattore. La volontà non esplicita degli sviluppatori era di mantenere il gioco di guerra più famoso della storia come "casual gaming", ovvero per videogiocatori che non considerano l'aspetto competitivo, ma giocano solo per intrattenersi. La condivisione di know-how tra Activision e Blizzard ha dato vita ad Overwatch, unendo l'aspetto competitivo dei giochi di uno e l'expertise in giochi di guerra in prima persona

²² Activision Blizzard annual report 2015

dell'altro. Il risultato è un successo incredibile. I giocatori che prima penavano la poca competizione dentro COD ora hanno trovato pieno sfogo agonistico. In Italia, fra tutti, Giorgio Calandrini aka Pow3r, content creator e agonista nel mondo e-sport ha diffuso il competitive gaming: questo non è un caso, in quanto una novità importante implementata dagli sviluppatori californiani è stato l'uso degli influencer gamer per scopi di marketing. I content creator in ambito videoludico hanno vissuto un periodo di boom: questi hanno suscitato la curiosità di tutti i publisher, che hanno iniziato ad invitarli ad eventi e a chiedere opinioni sullo sviluppo dei videogiochi.

Capire da dove vengono i ricavi è fondamentale per capire le necessità del business, come illustrato nel **capitolo 1.4**. Difatti è fondamentale sapere che Activision Blizzard produce prevalentemente giochi "AAA" multiplayer (**figura 1.13**); dato ciò, per meglio concludere la disamina sul business model dell'azienda, è necessario guardare la struttura dei ricavi degli ultimi 12 anni (**Figura 3.3-6**).

	For the Years Ended December 31,		
	2022	2021	2020
Net revenues			
Product sales	\$ 1,642	\$ 2,311	\$ 2,350
In-game, subscription, and other revenues	5,886	6,492	5,736
Total net revenues	7,528	8,803	8,086

Fonte:²³- Figura 3.3

	For the Years Ended December 31,		
	2018	2017	2016
Net revenues			
Product sales	\$2,255	\$2,110	\$2,196
Subscription, licensing, and other revenues	5,245	4,907	4,412
Total net revenues (Note 2)	7,500	7,017	6,608

Fonte:²⁴- Figura 3.4

	For the Years Ended December 31,		
	2015	2014	2013
Net revenues			
Product sales	\$ 2,447	\$ 2,786	\$ 3,201
Subscription, licensing, and other revenues	2,217	1,622	1,382
Total net revenues	4,664	4,408	4,583

Fonte:²² - Figura 3.5

²³ Activision Blizzard annual report 2022

²⁴ Activision Blizzard annual report 2018

	For the Years Ended December 31,		
	2012	2011	2010
Net revenues			
Product sales.....	\$3,620	\$3,257	\$3,087
Subscription, licensing, and other revenues.....	1,236	1,498	1,360
Total net revenues	4,856	4,755	4,447

Fonte:²⁵- Figura 3.6

Il segmento di mercato in cui si specializza la casa di Santa Monica ha cambiato il suo modo di fare utili. Activision Blizzard è l'esempio lampante di questo cambio di direzione. L'anno in cui il trend dei ricavi è cambiato è stato durante il triennio 2014-2016: Nel primo dei tre anni il rapporto sales/revenues in-game inizia ad alzarsi rispetto allo standard dettato dagli anni precedenti; nel 2015, anno di uscita di Black Ops III, il rapporto diventa pari ad 1; alla chiusura del triennio, contemporaneamente viene pubblicato il flop del decennio (Infinity Warfare), il gioco del futuro (Overwatch) e viene consolidata King (colosso del mobile Gaming), con la conseguenza che si abbassano i ricavi da vendite retail e raddoppiano quelli in-game. La tendenza creatasi nel 2016 non ha più smesso di andare di moda. L'apice arriva con l'uscita nel 2020 di un Call of Duty "free to play", cross platform (giocabile da console, Pc e mobile), con contenuti estetici a pagamento: il mix tra la moda del genere e la pandemia, ha portato chiunque a scaricarlo, creando un successo globale e ripulendo il nome della saga. In conclusione, dipingiamo Activision Blizzard come un'azienda molto redditizia, con la capacità fondamentale di evolversi nel tempo; saper accettare l'innovazione non è mai facile per realtà molto integrate, ma è necessaria in un mercato in evoluzione costante

3.1.3 Posizionamento

Non tutte le aziende di videogiochi sono uguali: da questa affermazione si deduce che le big del settore non si trovano necessariamente in conflitto tra di loro. Fa

²⁵ Activision Blizzard annual report 2012

eccezione la teoria classica-economica di Marshall²⁶ e della scatola di Edgeworth²⁷: come rappresentato dalle analisi di RoundHill Investment in **figura 1.10**, la maggior parte della popolazione dei videogiocatori è rappresentata dalle nuove generazioni, che per definizione hanno un portafoglio molto ristretto ma molto tempo a disposizione; detto ciò, il videogioco perfetto sarebbe un titolo duraturo e che costi poco, tipicamente un “free to play”. Alla scarsa disponibilità economica prescinde un indice di preferenza, anche su beni completamente diversi. Ubisoft, per esempio, è un producer specializzato in giochi “AAA” single player offline (**figura 1.13**), che di per sé è un segmento molto diverso rispetto a quello occupato da Activision Blizzard, ma secondo la teoria precedente, il teenager è costretto ad una scelta. Questa prefazione è utile per meglio capire il posizionamento all’interno del mercato dei videogiochi, soprattutto quelli per console. Come vediamo in **figura 3.7 AB** si piazza al settimo posto per ricavi all’interno del settore, con le vendite che nel 2023 superano quelle del diretto competitor, Electronic Arts (anche detto EA). La peculiarità della casa di Santa Monica è la diversificazione di segmenti che serve (**figura 3.10**): questa, è leader sia nel mercato mobile che in quello PC/Console; Mentre EA è specializzato in multiplayer online e videogame sportivi. Activision Blizzard si consacra come la casa indipendente più profittevole al mondo, ma non lo sarà dal 2024. Se prendiamo in considerazione il nuovo acquisto da parte di Microsoft, l’ecosistema XBOX si sposta verso la parte sinistra nella classifica (**figura 3.8**), diventando il numero uno specializzato nel mercato delle piattaforme casalinghe. La fusione tra Microsoft e Activision Blizzard rappresenta un punto di svolta per l’industria, rendendo il mercato ancora più top-heavy e alimentando una competizione serrata tra i principali attori globali. Tuttavia, l’analisi mostra anche come il settore sia in rapida evoluzione, con la continua crescita del segmento mobile e l’introduzione di nuove tecnologie come l’intelligenza artificiale generativa che potrebbero ridefinire il panorama videoludico nei prossimi anni²⁸.

²⁶ Marshall, A. (1890). *Principles of Economics*. London: Macmillan. e Samuelson P.A. (1947) *Foundations of Economic Analysis*. Cambridge: Harvard University Press.

²⁷ Edgeworth, F. Y. (1881). *Mathematical Psychics: An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences*. London: C. Kegan Paul.



Top 10 public companies by game revenues

H1 2023

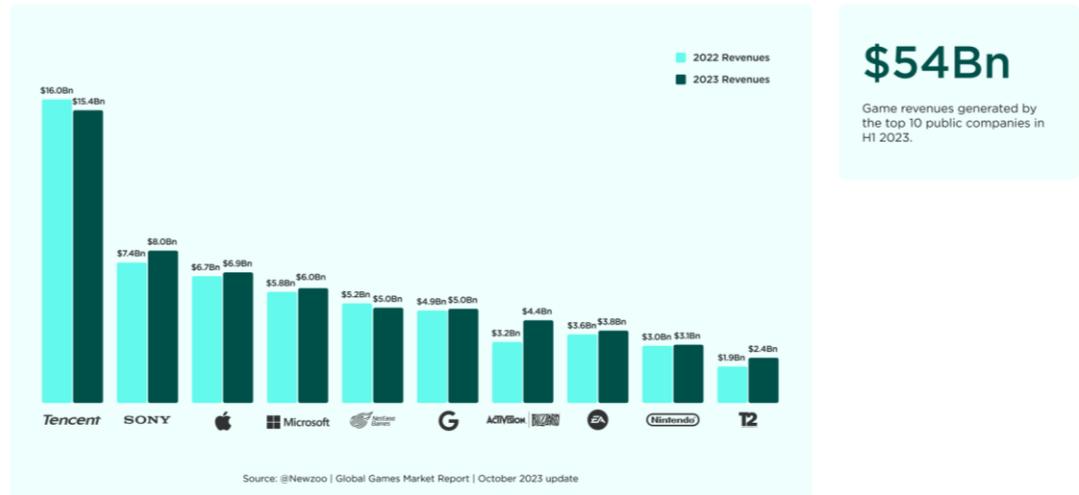


Figura 3.7²⁸ - Ricavi 2022 e 2023 delle aziende più grandi del settore, calcolando soltanto gli incassi da software videogame



Microsoft & Activision Blizzard merged would have generated more game revenues than Sony in H1

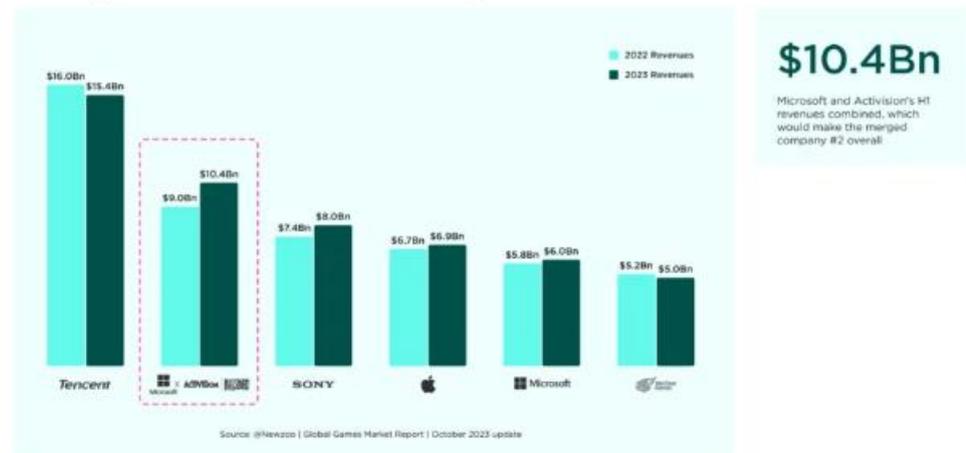


Figura 3.8²⁸ - Ricavi 2022 e 2023 delle aziende più grandi del settore dopo l'acquisizione di AB
Dalla figura 3.10 emerge quanto sia ben diversificata la casa di Santa Monica: Activision è leader nel mercato console, Blizzard in quello PC e King in quello Mobile. Al momento il più redditizio è sicuramente lo studio di sviluppo svedese,

²⁸ Newzoo. (2023). *Top 10 public companies by game revenues in H1 2023*. Retrieved from <https://newzoo.com>

con anche marginalità più alte dato dal tipo di business che serve.

	Year Ended December 31, 2022					
	Activision	Blizzard	King	Non-reportable segments	Elimination of intersegment revenues (3)	Total
Net revenues by platform:						
Console	\$ 1,661	\$ 92	\$ —	\$ —	\$ —	\$ 1,753
PC	456	1,203	70	—	(76)	1,653
Mobile and ancillary (1)	481	321	2,715	—	—	3,517
Other (2)	45	56	—	504	—	605
Total consolidated net revenues	<u>\$ 2,643</u>	<u>\$ 1,672</u>	<u>\$ 2,785</u>	<u>\$ 504</u>	<u>\$ (76)</u>	<u>\$ 7,528</u>

Figura 3.10²⁸ – Ricavi per piattaforma e Studio

Il canale di distribuzione è per l'88% digitale: questo abbate tutti i costi di distribuzione presenti in **figura 1.16**. Il segmento console è l'unico che ancora fa domanda di giochi fisici, ma è una tendenza che prestissimo cadrà in disuso

	Year Ended December 31, 2022					
	Activision	Blizzard	King	Non-reportable segments	Elimination of intersegment revenues (3)	Total
Net revenues by distribution channel:						
Digital online channels (1)	\$ 2,324	\$ 1,600	\$ 2,785	\$ —	\$ (76)	\$ 6,633
Retail channels	274	16	—	—	—	290
Other (2)	45	56	—	504	—	605
Total consolidated net revenues	<u>\$ 2,643</u>	<u>\$ 1,672</u>	<u>\$ 2,785</u>	<u>\$ 504</u>	<u>\$ (76)</u>	<u>\$ 7,528</u>

Figura 3.11²⁸ – Ricavi per canale di distribuzione e Studio

Infine, dal punto di vista geografico c'è una chiara predominanza americana, che occupa il 56% della domanda; seguono la zona EMEA con il 31% e l'Asia con la restante quota.

	Year Ended December 31, 2022					
	Activision	Blizzard	King	Non-reportable segments	Elimination of intersegment revenues (2)	Total
Net revenues by geographic region:						
Americas	\$ 1,732	\$ 716	\$ 1,809	\$ —	\$ (49)	\$ 4,208
EMEA (1)	652	434	668	504	(22)	2,236
Asia Pacific	259	522	308	—	(5)	1,084
Total consolidated net revenues	<u>\$ 2,643</u>	<u>\$ 1,672</u>	<u>\$ 2,785</u>	<u>\$ 504</u>	<u>\$ (76)</u>	<u>\$ 7,528</u>

Figura 3.12²⁸ – Ricavi per area geografica e Studio

3.1.3 Analisi Economico-Finanziaria

L'analisi economica-finanziaria è parzialmente strumentale alla valutazione dei

capitoli successivi. Quello che emerge dalla **figura 3.9** è che un'azienda economicamente redditizia: tutti i margini sono molto ampi e danno l'idea di un'azienda ben strutturata. Per dare un contesto, ho messo come comparabile il rivale di Activision Blizzard per antonomasia, Electronics Art. L'azienda competitor ha un business model quasi identico alla casa di Santa Monica, producendo per lo più giochi "AAA" multiplayer; inoltre, anche EA ha un forte imprinting competitivo, producendo per lo più giochi sportivi adatti alle olimpiadi e agli e-sports. Per meglio contestualizzare il livello di competizione, le due case di sviluppo sono conosciute per l'infinita lotta tra i loro titoli di guerra di punta: Call of Duty e Battlefield. Inoltre, paradossalmente, mentre Activision Blizzard ha collaborato moltissimo con Playstation, EA lo faceva con XboX, portando la "console war" ad alimentare il fuoco. Oltre a avere un mercato simile, anche dal punto di vista finanziario si assomigliano. Activision, però, nell'anno dell'acquisizione, vince la battaglia sotto tutti i punti di vista: si annuncia più efficiente e più redditizio rispetto al diretto competitor.

Index	AB 2022	EA 2022
Revenues	7.528	6.991
Gross Profit Margin - %	70,5%	73%
EBITDA Margin - %	27,6%	23%
Operating Margin - %	23,1%	22,1%
Net Margin - %	20,1%	15,8%
Free Cash Flow	2.129,0	1.711,0
NPF	8.561	1.314
D/E	18,8%	29,5%

Fonte: Yahoo Finance! - Figura 3.9 – Indici di bilancio di Activision Blizzard ed Electronics Art

La peculiarità del settore è un'elevatissima liquidità, questo perché è contraddistinto da operazioni programmatiche di M&A e da grandi investimenti, che prevedono l'esborso di tantissimo cash. I margini di ricavo sono molto alti, e la produzione di un videogame non prevede asset costosissimi e spazi enormi: questo permette la creazione di un cash flow molto invitante per gli investitori. Il margine Ebitda e

quello operativo non sono tanto distanti, conseguenza della leva operativa del business. Il D/E è peculiarmente basso per tutte le aziende operanti in questo settore e con queste dimensioni, dando atto anche alle considerazioni precedenti. Per concludere, l'azienda è ben patrimonializzata e sembra avere ottimi margini operativi; non è soltanto il la voglia di espansione del mercato che ha portato Microsoft a sborsare quasi 70 miliardi di dollari, ma la sua splendida forma e struttura finanziaria della casa di Santa Monica.

3.2 Microsoft Gaming

3.2.1 Introduzione: La “Console War”

Microsoft Gaming è una divisione dell'omonima casa sviluppatrice di software. Per anni l'azienda di Bill Gates ha riconosciuto il potenziale del settore e ha investito enormemente per sviluppare un nuovo set hardware che potesse stravolgere l'industria. Lo fa nel 2001, portando sugli scaffali dei GameStop la prima Xbox, dando vita alla cosiddetta “console war”. Ai tempi Sony e Nintendo avevano il dominio assoluto dell'hardware gaming, rispettivamente con la Playstation ed il GameBoy. Xbox ci mette poco a carburare e a sviluppare Halo, gioco esclusivo Microsoft e testimonial del brand americano. Come risposta a Playstation 3 esce la Xbox 360: Microsoft sembra aver superato il rivale sudcoreano sia a livello tecnologico che su quello tecnico. Viene lanciato Xbox Live che ha inventato il concetto di gaming multiplayer ed quello di ecosistema online per i giocatori: in pratica consisteva in un abbonamento a pagamento che permetteva di giocare al multiplayer online, avere un avatar online e usufruire di chat vocali private. In questo Microsoft fu lungimirante. La casa americana normalizza quello che sarà il futuro del gaming, rendendola la console più usata di quella generazione. Le carte in regola cambiano completamente con l'uscita di PS4 e Xbox one nel 2013. Microsoft, forte della sua vittoria nella battaglia precedente, sbaglia politiche di marketing e alcune scelte legate alla rigiocabilità dei videogame usati e all'obbligo di essere collegati ad internet. La casa di Bill Gates pecca di saccenza e porta al

mercato titoli deboli che non manterranno le attese. Di contro Playstation recupera terreno in ambito multiplayer, creando un suo ecosistema e contemporaneamente portando al mercato numerosi “Game of the Year” esclusivi per la piattaforma. PS4 e PS5 dopo vincono la console war di quarta e quinta generazione, senza destare sospetti su chi domini il mercato.

Come risposta a Playstation 5, Microsoft presenta Xbox Serie X e S, puntando fortissimo sul Cloud gaming, ma ancora il mercato non è abbastanza preparato al futuro dei videogame. Le recenti battaglie delle console war hanno visto delle vittorie di stampo asiatico, ma questo non vuol dire che la sponda USA si sia arresa o che stia andando male. Il mercato Xbox è fortissimo in America, e difficilmente, ormai, chi compra una console decide di cambiare ecosistema (solo PS4 è riuscita a mobilitare dalla concorrenza). Recentemente la sponda occidentale ha fatto capire di voler continuare la guerra, portandosi a casa ZaniMax Media nel 2020 (specializzato nel cloud gaming) e Activision Blizzard nel 2023. La casa di produzione di Bill Gate è sempre stata la migliore ad anticipare le nuove tecnologie, ma ha sempre peccato nella loro innovazione.

In questo momento Microsoft ha un vantaggio competitivo importantissimo per quanto riguarda il cloud gaming, e questo non è un fenomeno da sottovalutare. Questa strategia, supportata da una forte espansione nell'infrastruttura di cloud computing di Azure, sta spingendo il mercato verso nuove modalità di fruizione dei videogiochi, rendendo meno rilevante la piattaforma hardware fisica. Negli anni avvenire non saranno più necessarie forti infrastrutture fisiche, ma non tangibili. La trasformazione del gaming domestico sta prendendo la stessa strada delle altre forme di intrattenimento come film e musica con Netflix e Spotify. La guerra del futuro la vincerà chi sarà più preparato e a chi farà digerire ai più nostalgici l'assenza di una periferica digitale. Queste sono le sfide che si è imposta Microsoft nei prossimi anni e speriamo di poterle vedere presto al massimo del loro potenziale.

3.2.1 Posizionamento nell'Hardware

Le console in circolazione negli ultimi vent'anni sono tre: Playstation, Xbox e Nintendo; mentre le prime due si contendono esclusive e mercato, l'ecosistema Nintendo è completamente a parte. Nonostante la casa giapponese venda console, non entra completamente in competizione con le altre due; chi possiede una Playstation potrebbe possedere anche una piattaforma Nintendo, ma mai una Xbox. Questo fenomeno è dato dalla forte diversificazione del produttore di Tokyo: è difficile che un videogioco sia prodotto sia per Nintendo Switch che per l'Xbox Serie X. L'esempio più facile, per comprendere questa dinamica, è il parallelismo con i generi cinematografici: i giapponesi producono prevalentemente giochi "AA" e "A", ma lo fanno con una maestria unica nel loro genere, forte anche dei brand più famosi al mondo (Pokemon, Super Mario etc...); pertanto, gli appassionati del genere sono disposti ad avere una seconda console per godersi questi titoli esclusivi.

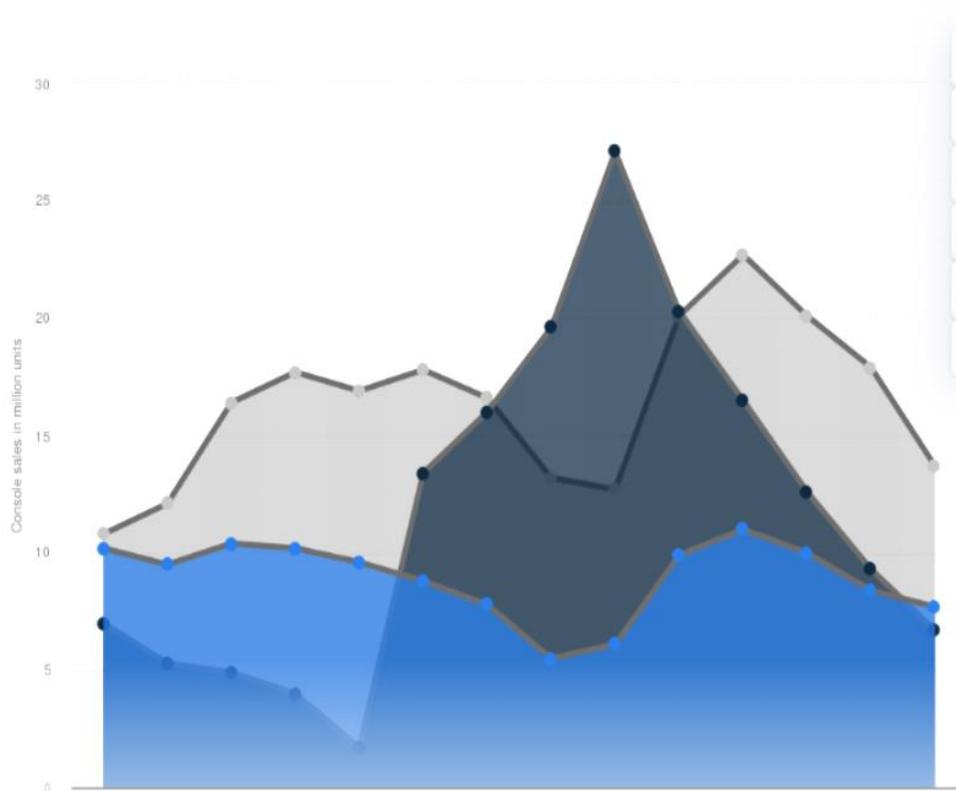


Figura 3.13 - Global console by hardware unit 2012-2025 (Nintendo; Xbox; PlayStation) – Statista 2023

In **figura 3.13** vediamo rappresentate le unità di console casalinghe annue vendute; per interpretarle meglio è necessario indicare alcune key date: nel 2013 escono Playstation 4 e Xbox One; nel 2017 esce Nintendo Switch; a fine 2020 escono PS5 e Xbox serie X. Nel 2012 c'era un allineamento tra le unità commercializzate di PS3 e Xbox 360, mentre l'anno dopo inizia ad aprirsi un divario che presto sarebbe diventato incolmabile. Nel 2017 Nintendo porta al mercato una delle console più vendute nella storia dei videogiochi, complice anche la forte spinta ricevuta durante la pandemia. Con le uscite delle nuove generazioni Sony fa pesare il divario tra i due ecosistemi, mentre Xbox torna ai livelli di vendita della precedente console, facendo valere il discorso sull'affezionamento al brand che hanno i giocatori di piattaforme casalinghe.

Molto interessante e peculiare è stata l'uscita dell'ultima generazione nel 2020; difatti, entrambe le console sono state consegnate al mercato nel periodo delle crisi dei microchip, che ha portato ad un effetto scarsità. Nonostante le piattaforme fossero abbondanti, l'effetto precedente, spinto dall'onda di entusiasmo videoludico della pandemia, ha creato una moda e uno status derivante dal suo ottenimento. Molti videogiocatori in preda alla bolla hanno partecipato alla console war, anche se non si definivano appassionati o avevano una stretta necessità di possederla.

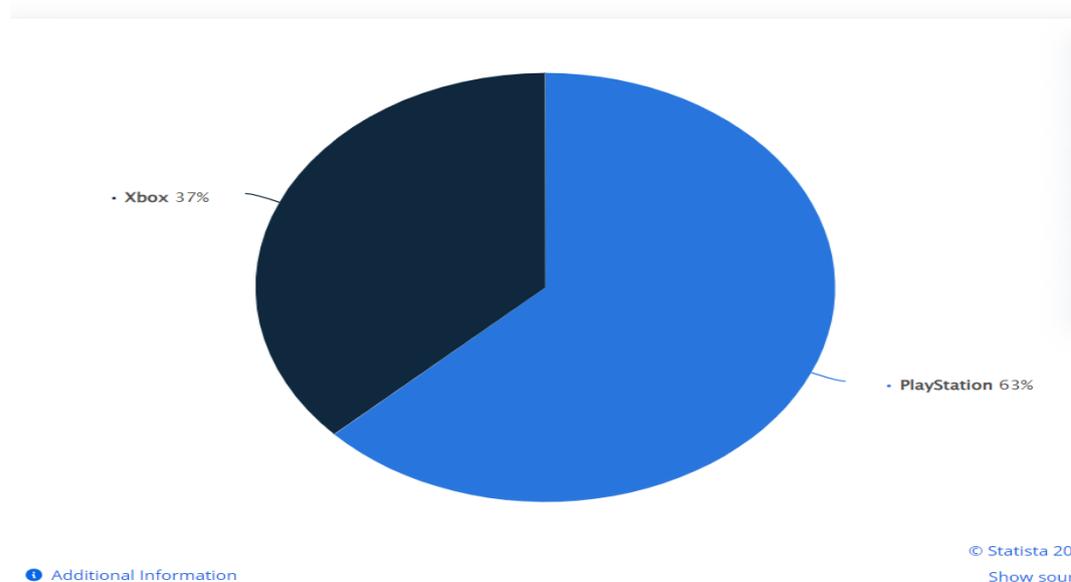


Figura 3.14 – Console war 2025– Statista 2023

Il fenomeno precedente ha influenzato molto l'andamento della guerra, portando la

console più avvantaggiata ad essere più scarsa e più voluta. Si prevede che l'ultima generazione supererà quella della scorsa, ma con un fisiologico rallentamento. Secondo dei report di Statista (**figura 3.15**) i ricavi legati alle piattaforme domestiche si appiattiranno anche a lunghissimo termine; le generazioni di console vengono partorite ogni 7-8 anni, ma questa volta si prevede una vita più longeva, dato anche il rallentamento iniziale causato dalla crisi del microchip. Ancora non si sanno quale saranno le sorti dell'hardware gaming nel medio periodo, ma sicuramente ci dobbiamo aspettare un risvolto importante nei prossimi anni.

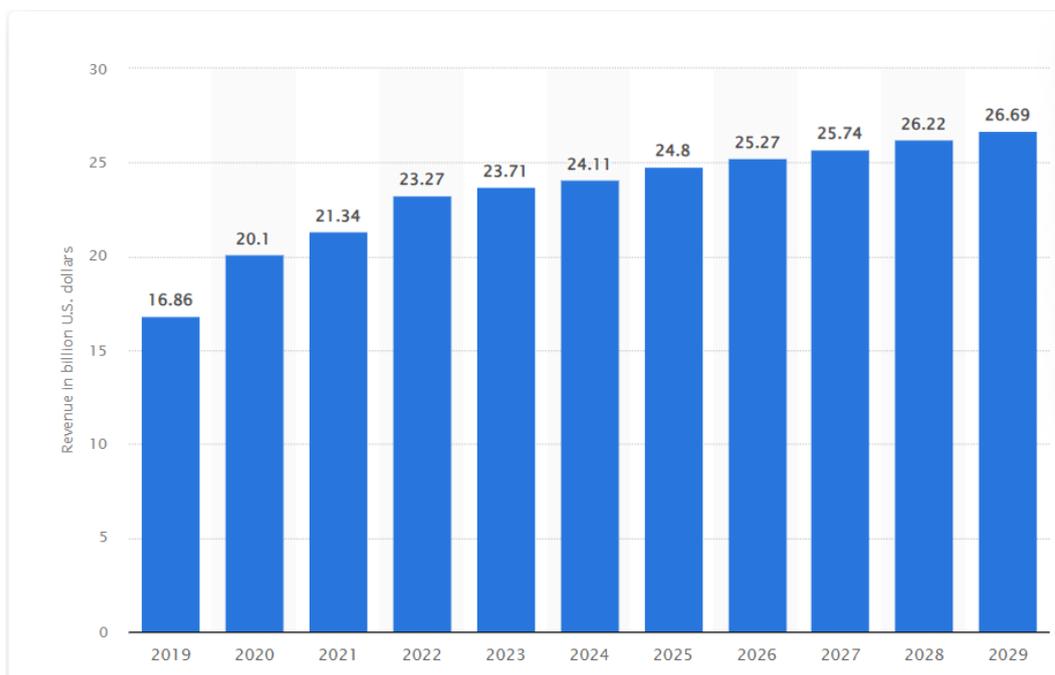


Figura 3.15 – Console Revenue 2019 – 2025 – Statista 2024

La sovrapposizione tra i ricavi derivanti dalle due console proclama un vincitore (**figura 3.16**). Playstation 5 si candida come papabile ad entrare nella top list delle console più venduta nella storia. Il futuro delle periferiche da gaming è imprevedibile e non si può prevedere al momento; tutto dipende non solo da come si comporteranno le big del settore, (le uniche, al momento, in grado di influenzare fortemente l'industria) ma come i consumatori si adatteranno ai nuovi trend e alle innovazioni.

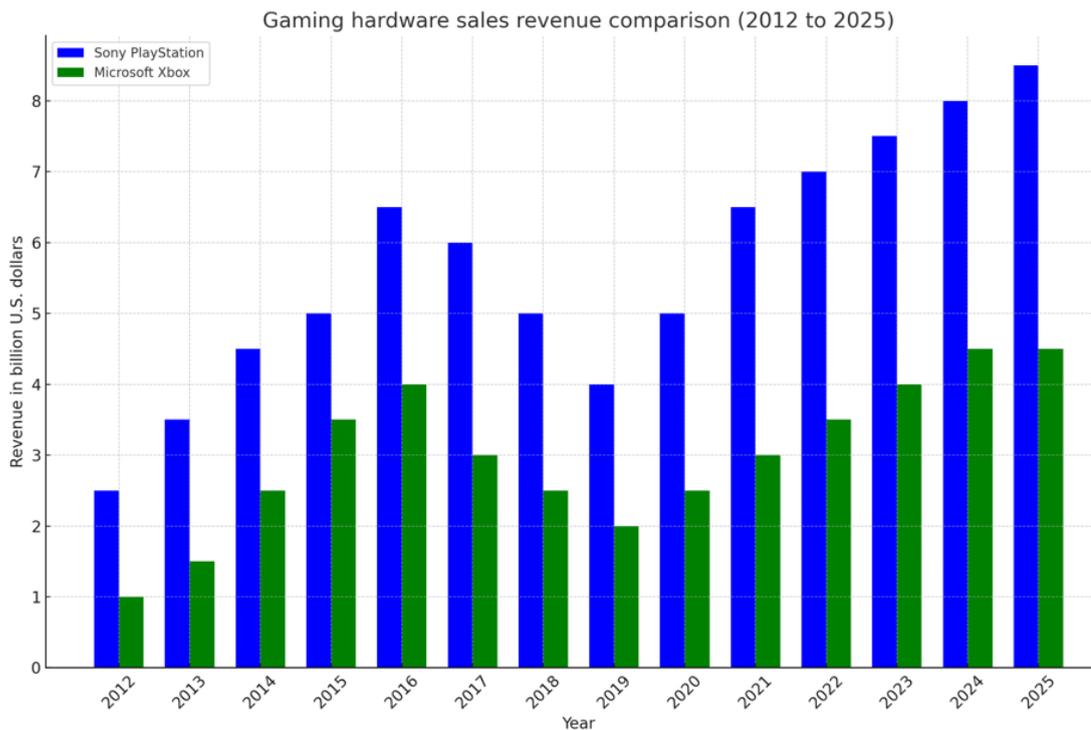


Figura 3.16 – Console Revenue Xbox vs Playstation– Statista 2024

3.3 Valutazione del Caso

3.3.1 Introduzione e Aspetti Anti-Trust

Ad inizio gennaio del 2022, Microsoft annuncia l'acquisizione dei Activision Blizzard per un valore complessivo di 68,7 miliardi di dollari²⁹. La casa sviluppatrice di Xbox scala posizioni all'interno delle aziende per fatturato nell'industria, consolidando la propria offerta di servizi digitali ed il suo abbonamento Game Pass. È un'acquisizione di tipo strategico, non ha scopi secondari se non quello di portare al mercato una maggiore offerta. L'acquisizione è stata spinta da diversi fattori, tra cui l'espansione del mercato dei videogiochi e la nuova moda dell'industria: gli abbonamenti. I titoli Activision Blizzard saranno inseriti nel pacchetto a pagamento di Microsoft, che mira a rendere il suo servizio

²⁹ Microsoft. (2022). Microsoft to acquire Activision Blizzard to bring the joy and community of gaming to everyone, across every device. Retrieved from <https://news.microsoft.com/features/microsoft-to-acquire-activision-blizzard-to-bring-the-joy-and-community-of-gaming-to-everyone-across-every-device/>

il migliore nel mercato, differenziandosi dai competitor.

Il grosso volume dell'acquisizione, in una delle industrie più concentrate al mondo, ha attirato l'attenzione dei regolatori di mercato: Le autorità, sebbene destino preoccupazione, hanno proposto una serie di comportamenti conciliatori; CMA, in particolare, ha sollevato preoccupazioni sull'esclusività dei servizi resi dalla casa di Bill Gates. In conclusione, anche FTC e Commissione Europea danno il via libera, con il compromesso di non rendere esclusivi i titoli Activision Blizzard per Xbox. È stato molto dibattuta la brutta fama per quanto riguarda la gestione del personale degli sviluppatori di Santa Monica: Microsoft si è incaricata di migliorare la situazione. La riuscita del deal potrebbe ridefinire l'equilibrio di mercato, con Microsoft che emerge come uno dei principali attori globali dell'intrattenimento domestico.

Il prezzo di 95\$ per azione non è stato tanto discusso, nonostante il montante sia veramente alto, in quanto è un'offerta solida come lo è l'azienda sviluppatrice di videogame. Prima dell'annuncio il prezzo era di 67,64\$ per azione, per poi schizzare subito dopo le due ufficialità (l'annuncio del deal e l'approvazione da parte dell'autorità) (figura 3.17).



Fonte:³⁰ - Andamento del prezzo dal 2020 fino all'acquisizione – Figura 3.17.

³⁰ Yahoo finance!

Come analizzerò all'interno del calcolo del Beta, è curioso notare che l'andamento del prezzo sia quasi contrario a quello dei competitors prima della data di annuncio della fusione, mentre dopo diventa scorrelato e dipendente dai rumor dell'antitrust (figura 3.18). Durante la pandemia sembrava aver creato una piccola bolla di sull'industria, ma escludendo Ubisoft, notiamo che gli studi di sviluppo comparabili hanno mantenuto il valore creato durante il 2020-2021.



Fonte:³⁰ - Andamento del prezzo dal 2020 fino all'acquisizione rispetto ai competitor (EA, Ubisoft, Konami e Bandai Namco) – Figura 3.18.

Se Xbox riuscisse a staccarsi dalla competizione con Sony e differenziarsi (modello Nintendo) porterebbe il mondo del gaming in un'altra generazione, creando un'opportunità di svago in più per tutti i consumatori.

Per completare la mia ricerca sulla creazione di valore nell'industria, ho voluto supportare la mia analisi con due metodi valutativi d'azienda: il DCF ed i Multipli. Il Discounted Cash Flow è il modello più utilizzato nel mestiere e da una visione completa e prospettica dell'azienda. A supporto dei miei calcoli ho voluto portare un secondo modello per dare una prospettiva del valore di mercato delle comparabili. Il mio scopo è innanzitutto fornire una fairnes opinion sul prezzo pagato da Microsoft e commentarlo a due anni di distanza.

3.3.2 Metodo dei multipli

I multipli³¹ derivano dall'analisi comparativa e dall'evoluzione delle pratiche di valutazione nel contesto dei mercati finanziari. È una delle tecniche più diffuse nella pratica valutativa data la sua semplicità e dinamicità; hanno la capacità di esprimere il valore di mercato di un'azienda usando degli indici di performance. Questo metodo sottostà al concetto di completa informazione del prezzo: secondo la teoria classica, il valore a cui un'azione viene scambiata in un mercato ingloba tutte le informazioni legate all'impresa; questo concetto non rimane in piedi in un contesto in cui esiste arbitraggio e non c'è una perfetta simmetria delle informazioni. Il metodo ha natura commerciale più che analitica, ovvero osserva delle dinamiche di mercato più di quelle interne all'azienda. Il modello proposto è a supporto del mio metodo prescelto, il DCF, che illustrerò nel paragrafo successivo.

3.3.2.1 Selezione dei comparables

Avvalendomi di LSEG Refinitiv, ho selezionato una serie di comparabile per definire i multipli. Da una prima ricerca sono risultate 20 aziende competitor che operano prevalentemente nel settore gaming e da altri affini quali l'entertainment tramite piattaforme online e retail (musica e film) (**Figura 3.19**). Dal campione estratto nell'immagine sotto, ho scremato le meno coerenti a livello di business e di grandezza, cercando di arrivare a una base di 10 comparabili. Da seconda analisi risultano le seguenti aziende con i loro indici (**Figura 3.20**) aggiornati alla settimana prima dell'acquisto da parte di Microsoft di Activision Blizzard; in particolare ho voluto creare due liste di comparabili, in una considerando le aziende attive nel software, nell'altra anche i produttori di hardware, in modo da dare un'ottica integrativa delle due realtà.

³¹ Graham, B., & Dodd, D. (1934). Security Analysis. McGraw-Hill.

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Company Name
Microsoft Corp
Tencent Holdings Ltd
NetEase Inc
Sony Group Corp
Ubisoft Entertainment SA
CD Projekt SA
Embracer Group AB
Take-Two Interactive Software Inc
Electronic Arts Inc
Universal Music Group NV
Roblox Corp
ITV PLC
Nintendo Co Ltd
Square Enix Holdings Co Ltd
Bandai Namco Holdings Inc
Capcom Co Ltd
Konami Group Corp
Nexon Co Ltd
CyberAgent Inc
Sega Sammy Holdings Inc

Figura 3.19 – Comparable di AB – Fonte LSEG refinitiv

Esistono varie tipologie di multipli al fine di calcolare il valore di un'impresa, quelli basati: sui ricavi come EV/Sales e P/S; sui margini, per esempio EV/EBITDA e EV/EBIT; sugli utili e sui flussi di cassa (P/E/o EV/FCF). Il re di questo modello è l'EV/EBITDA, che si addice molto all'azienda valutata, in quanto: è funzionale nel caso in cui l'azienda ha flussi di cassa molto stabili; nell'industria c'è tanta variabilità di margini operativi (quindi, premia correttamente il più efficiente); sfrutta l'indipendenza dalle forme di finanziamento e dalle politiche contabili. EV/Sales è complementare al precedente, è semplice da catturare ed è utile per lo più per aziende con flussi non stabili e valorizza la capacità di creare ricavi rispetto ai competitor. La mia valutazione verte su questi due multipli, e andranno a sostegno di quanto risulta del metodo principale, il DCF.

Videogames Industry by BM	EV / Revenue	EV / EBITDA
Tencent Holdings Ltd	6,12	18,80
Take-Two Interactive Software Inc	4,33	18,93
Electronic Arts Inc	6,12	28,07
Square Enix Holdings Co Ltd	1,84	11,17
Ubisoft Entertainment SA	3,71	7,45
Konami Group Corp	3,00	9,87
Bandai Namco Holdings Inc	2,13	14,12
Capcom Co Ltd	4,43	11,30
Average	3,96	14,96
Median	4,02	12,71

Videogames Industry By Dimension	EV / Revenue	EV / EBITDA
Microsoft Corp	11,78	24,27
Tencent Holdings Ltd	6,12	18,80
Sony Group Corp	1,65	10,67
Take-Two Interactive Software Inc	4,33	18,93
Electronic Arts Inc	6,12	28,07
Nintendo Co Ltd	3,64	9,83
Square Enix Holdings Co Ltd	1,84	11,17
Bandai Namco Holdings Inc	2,13	14,12
Capcom Co Ltd	4,43	11,30
Average	4,67	16,35
Median	4,33	14,12

Figura 3.20: liste di comparabili e relativi indici al 31.12.2021 – Yahoo Finance!

3.3.2.2 Risultati

Il protagonista della valutazione è l'EV/EBITDA, in quanto lo promuovo come il più conforme alle qualità dell'azienda analizzata. Per considerazioni più approfondite analizzerò anche i risultati di altri indici. Iniziamo introducendo gli input in **figura 3.21**.

Data input (in \$Mln)	AB	
Sales		8.803
EBITDA		3.793
Net income		2.699
NFP	-	6.945
N.shares		723
Deal datas (In \$)		
Purchase price		95
Mkt vlaue pre annuncementet		57
% overprize		40%
Total Prize	68.700 Mln	

Figura: 3.21 - Data Input - 31/12/2021 – LSEG Refinitiv

Activision Blizzard è stata comprata per \$ 68.700.000, per un prezzo che si aggira sui \$ 95 per azione. I dati presi in considerazione sono quelli al 31/12/2021, 7 giorni prima dell'ufficialità del deal. I risultati sono riportati nelle due tabelle in **figura 3.22** in base ai 2 gruppi illustrati nel paragrafo precedente. L'EQ (Equity Value) è calcolato sottraendo all'EV (Enterprise Value) la posizione finanziaria netta. Lo share price è stimato come il rapporto tra il valore dell'equity e il numero di azioni componente il capitale sociale. I risultati EV/EBITDA non sono molto diversi tra i due sottogruppi: secondo la logica di business ho un multiplo che si aggira sul 14x (15 in media e 12,7 in mediana); per la seconda ipotesi il moltiplicatore sale a 15x (16,3 in media e 14,1 in mediana). Seguendo la logica più integrativa, all'interno della quale Activision Blizzard entrerebbe a far parte di Microsoft, il prezzo per azione stimato si avvicinerebbe molto a quello pagato dalla casa sviluppatrice di Bill Gates (95,4 stimati contro i 95 reali).

Videogames Industry By Dimension		Av.	Med.	Av.	Med.
EV/EBITDA		16,35	14,12	EV/SALES	
				4,67	4,33
EV		62.020	53.557	EV	
NFP		- 6.945	- 6.945	NFP	
EQ		68.965	60.502	EQ	
share price		95,37	83,66	share price	
				66,47	62,31

Videogames Industry By Business Model		Av.	Med.	Av.	Med.
EV/EBITDA		14,96	12,71	EV/SALES	
				3,96	4,02
EV		56.758	48.209	EV	
NFP		- 6.945	- 6.945	NFP	
EQ		63.703	55.154	EQ	
share price		88,09	76,27	share price	
				57,81	58,54

Figura: 3.22 – multipli EV/EBITDA e EV/SALES

Il secondo gruppo, specifico per le aziende di gaming software, attesta un risultato sui 88 euro per azione, molto coerente con il prezzo reale, ma inferiore alla prima cerchia esaminata.

Il secondo multiplo analizzato è l'EV/Sales, non molto coerente con l'analisi in questione, ma può fornirci delle informazioni interessanti: intanto il GAP tra EV/Sales e EV/EBITDA dà un'idea di grossa efficienza da parte di Activision Blizzard; in secondo luogo, l'EV/Sales è perfettamente in linea al prezzo di mercato in cui si attesta in borsa nei mesi precedenti all'acquisto (\$ 57 al 01/01/2021 e \$ 64 in media nei precedenti mesi). Questo confronto ci dà un'idea sul collocamento nel mercato di Activision Blizzard e su come esso viene percepito dagli investitori.

Per concludere la disamina valutativa con questo metodo, ho voluto approfondire il valore dell'impresa anche alla chiusura ufficiale del deal (ritardato a causa dell'antitrust), ovvero un anno e mezzo dopo (Ottobre 2023). Per farlo ho riadattato i comparabili alle nuove dinamiche di mercato e aggiornato i dati dell'impresa.

Videogames Industry	EV / Revenue	EV / EBITDA
Microsoft Corp	11,98	24,62
Tencent Holdings Ltd	5,28	13,08
Sony Group Corp	1,56	8,12
CD Projekt SA	15,97	28,93
Take-Two Interactive Software Inc	5,13	47,14
Electronic Arts Inc	4,64	17,93
Nintendo Co Ltd	3,58	9,38
Square Enix Holdings Co Ltd	1,77	9,28
Bandai Namco Holdings Inc	1,94	12,20
Capcom Co Ltd	8,74	20,15
Average	6,06	19,08
Median	4,89	15,51

DATA INPUT		AB
Sales		7.528
EBITDA		2.075
Net income		1.513
NFP	-	8.561
N.shares		723

	Av.	Med		Med.
EV/EBITDA	19,08	15,51	EV/SALES	6,06
				4,89
EV	39.597	32.173	EV	45.612
	-	-		-
NFP	8.561	8.561	NFP	8.561
EQ	48.158	40.734	EQ	54.173
				45.335
share price	66,59	56,33	share price	74,91
				62,69

Figura 3.23 – Risultati aggiornati al 30/06/2023 – Yahoo Finance!

Quest'ultima parte della disamina ha degli spunti interessanti: il primo, quello più vistoso, è che il prezzo per azione è crollato; in secondo luogo, in maniera quasi contraddittoria, i multipli sono saliti; infine, l'Ev/sales ha sorpassato il valore suggerito dall' Ev/Ebitda. Quanto detto non è da interpretare come una prospettiva negativa in tutto e per tutto: fisiologicamente il mercato dei videogame ha avuto un rallentamento post-pandemico, nonostante questo i moltiplicatori sono comunque continuati a crescere. La caduta del prezzo per azione è da imputare dalla condizione dell'industria, con la discesa dei ricavi che ha inficiato molto sulla valutazione. Infine, per quanto riguarda l'EV/Sales, in mediana è rimasto praticamente immutato, anche se ci indica un'inefficienza da parte della società di creare più margine. Quindi, ad un anno dal deal, il giudizio non è completamente negativo, ma è contraddittorio, rendendo ancora più interessante il caso preso in analisi.

3.3.3 Metodo DCF

La valutazione di un'azienda è un processo cruciale che coinvolge l'applicazione di diverse metodologie che mira a stimare un'impresa attraverso lo sconto dei flussi futuri. È un modello creato da J.B. Williams con radici sulle teorie di Fisher³². Il DCF richiede la previsione dei flussi di cassa futuri per un determinato periodo di tempo ad un certo tasso di crescita (attualizzazione dei free cash flow), e a un indeterminato periodo di tempo con un coefficiente diverso (terminal value).

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

È un metodo intrinseco, che si concentra sulla capacità di generare flussi e non sulle condizioni di mercato (come i multipli). È il modello più completo e usato per valutare la redditività futura di un'azienda, nonché il migliore nel caso in analisi.

Nella seguente disamina presenterò il calcolo di ogni variabile per entrambi i periodi temporali che prenderò in considerazione, ovvero le stesse dei multipli e del doppio annuncio di acquisto della società.

3.3.3.1 Beta

La formula per calcolare il cost of equity, ovvero il tasso a cui attualizzare i flussi di cassa dell'equity, utilizzando il modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM) è:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

La prima mattonella per calcolare il tasso di costo del capitale è il beta (β).

Questo coefficiente indica la capacità dell'azienda di seguire allineate al mercato: più l'impresa è rischiosa, meno è allineata al mercato, più il suo coefficiente è alto più il suo tasso di attualizzazione sarà grande. A livello pratico non è altro che una correlazione statistica, una covarianza. Si calcola in pratica come la covarianza tra i rendimenti di un'azione (in questo caso quella di Activision Blizzard) e quelli del

³² Fisher, I. (1930). The Theory of Interest. Macmillan.

Williams, J. B. (1938). The Theory of Investment Value. Harvard University Press.

mercato, divisa per la varianza dei rendimenti di mercato (nel caso in analisi lo S&P 500). Per dare un'idea visiva del rendimento di Activision Blizzard e lo S&P 500 nei suoi ultimi anni prima dell'inglobamento in Microsoft li ho messi in confronto nella **figura 3.24**. È curioso osservare che, soprattutto durante il 2022 e il 2023, l'andamento della casa sviluppatrice di Santa Monica fosse quasi contraria allo S&P dover era quotato. La grossa ripresa che ha avuto è solidalmente collegata all'acquisto.



figura 3.24 – Rendimenti AB vs S&p500

Per calcolare il β ho svolto una regressione tra i rendimenti settimanali dell'azienda e del mercato in analisi per 2 anni (**Figura 3.25 e Figura 3.26**), e da quanto si poteva intuire dall'immagine precedente (**3.24**), le due serie risultano completamente scorrelate per entrambi i periodi considerati (2020-2021 e 2021-2022). I risultati dell'analisi sono elencati nelle tabelle qui sotto. A fine analitico i "raw beta" sono stati soggetti ad uno aggiustamento iniziale secondo la formula classica $(\frac{2}{3}) * \beta + \frac{1}{3}$.

2020-2021	Company	Damodaran		
Raw	Beta Raw	0,11	Dam. Beta Raw	1,20
Adj	Adj Beta	0,26	Damodaran Adj Beta	1,14
Beta adj by industry				0,84

2021-2022	Company	Damodaran		
Raw	Beta Raw	0,04	Dam. Beta Raw	1,36
Beta	Adj Beta	0,31	Damodaran Adj Beta	1,24
Beta adj by industry				0,43

L'industry è un dato preso dalla banca dati Damodaran.com, che sintetizza tutti i beta operanti nel settore della produzione di software entertainment.

Il beta adjusted by industry è un calcolo che ho svolto aggiustando il mio calcolo con il dato di damodaran, ed è l'input finale da prendere in considerazione per l'anno 2021-2022; per quanto riguarda il 2020-2021, ho voluto far fede al dato estratto dalla banca dati, in quanto il periodo pandemico è stato troppo variabile e poco affidabile ai fini statici (soprattutto a lungo termine).

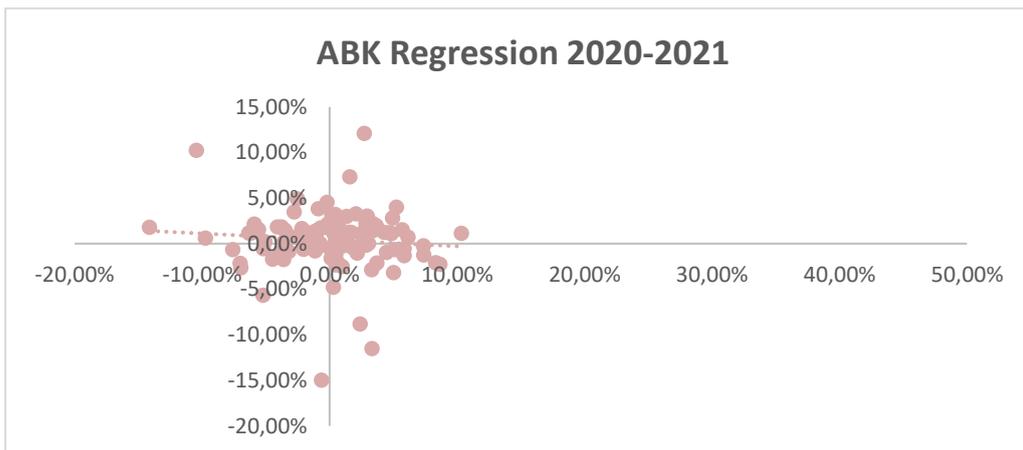


figura 3.25 – Correlazione tra AB vs S&P 2020-2021

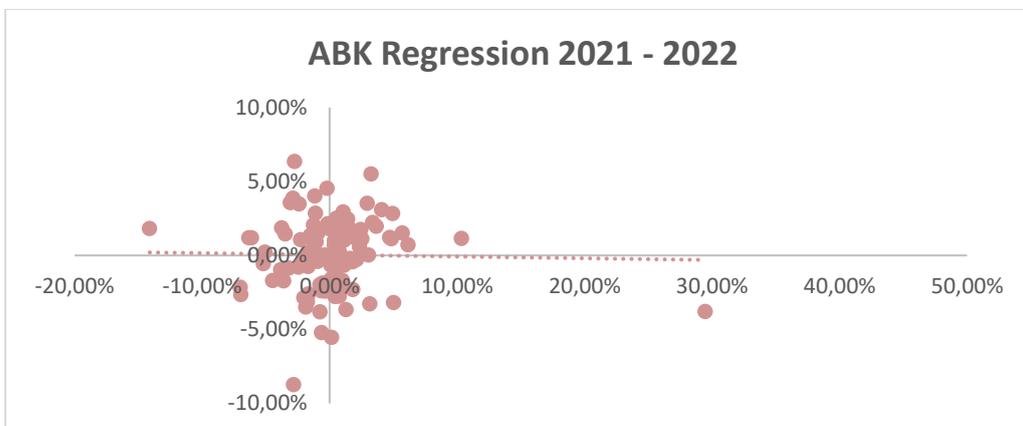


figura 3.26 – Correlazione tra AB vs S&P 2021-2022

3.3.3.2 WACC

Il WACC (Weighted Average Cost of Capital) o costo medio ponderato del capitale, è il tasso a cui si scontano i flussi finanziari al fine di trovare l'EV. Tiene conto sia del costo del debito sia del costo del capitale proprio. Viene calcolato con la seguente formula:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e \right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T) \right)$$

Modigliani e Miller³³ dimostrano che il valore di un'impresa è indipendente dalla sua struttura del capitale, ma se si considera un sistema economico in presenza di tasse e altri fattori correlati, il debito può ridurre il tasso di sconto.

Nella pratica è una semplice media ponderata delle due forme di finanziamento di un'azienda: da una parte l'equity con il tasso R_e , dall'altra il debito con il suo R_d (e lo scudo fiscale che va a creare $(1-t)$).

Il costo del capitale proprio, R_e , si calcola con la formula elencata nel paragrafo del beta. A livello operativo, quella che mostro **nella tabella 3.27**, ha una base dati specifica: il tasso risk free è assimilabile al USA bond a 10Y; il market risk premium (MRP) è un calcolo statistico riferito al rischio specifico di operare un mercato; il beta è quello calcolato precedentemente secondo una correlazione statistica.

Il costo del debito, R_d , è formato dalla somma del tasso risk free con lo spread ³⁶ legato ai rating dell'azienda. Per stimare il rating di Activision Blizzard ho utilizzato la tabella di Damodaran basata sul rapporto EBIT/ICR, che suggerisce un'ottima solidità del nuovo studio di Microsoft.

Il rapporto D/E è completamente sbilanciato a favore dell'equity, con la conseguenza che il Wacc risulta molto alto. Per entrambi gli anni il rapporto D/E rimane costante ed è in linea alle media dell'industria.

³³ Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, 48(3), 261-297.

re 2023		re 2022	
Rf ³⁴	3,88%	Rf ³⁴	1,51%
MRP ³⁵	5,94%	MRP ³⁵	4,24%
Beta	0,43	Beta	1,20
re	6,43%	re	6,62%

rd 2023		rd 2022	
rf ³⁴	3,88%	rf ³⁴	1,51%
Spread ³⁶	0,67%	Spread ³⁶	0,69%
rd	4,55%	rd	2,20%

WACC 2023		WACC 2022	
Company		Company	
D	3.611	D	3.608
E	59.910	E	51.819
D/V	0,057	D/V	0,065
E/V	0,943	E/V	0,935
WACC	6,31%	WACC	6,32%

Damodaran		Damodaran	
D/V	0,046	D/V	0,046
E/V	0,954	E/V	0,954
WACC	6,33%	WACC	6,40%

Figura: 3.27 – Calcolo del Wacc

³⁴ Fonte: USA Bond 10y – FED uffical site

³⁵ Damodaran Market Risk premium fo mature markets

³⁶ Damodarn spread table by EBIT/ICR

Rating is	Spread 2022	Spread 2021	Spread 2020	Spread 2019
Aaa/AAA	0,67%	0,69%	0,63%	0,75%

3.3.3.3 DCF

Il DCF è tanto più attendibile quanto l'azienda è solida e ha indici e rapporti costanti. Data la linearità di questi rapporti è stato abbastanza intuitivo stimare il tasso di crescita e le proiezioni finanziarie dell'azienda nella sua proiezione.

	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	Average	Median
EBIT/Sales	23,05%	37,90%	34,97%	26,80%	26,64%	29,87%	26,80%
tax rate	13,25%	14,70%	16,02%	7,96%	19,66%	14,32%	14,70%
PPE/Sales	5%	5%	6%	7%	4%	5,36%	5,35%
Depreciation	340	457	460	569	340	433,20	457,00
Depreciation/PPE	28,31%	36,21%	35,58%	46,11%	27,55%	34,75%	35,58%
NWC	144	41	2	-301	825	142,20	41,00
NWC/Sales	1,91%	0,47%	0,02%	-4,64%	11,00%	1,75%	0,47%

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	Average	Median
EBIT/Sales	37,90%	34,97%	26,80%	26,64%	31,58%	30,89%
tax rate	14,70%	16,02%	7,96%	19,66%	14,58%	15,36%
PPE/Sales	5%	6%	7%	4%	5,36%	5,10%
Depreciation	457	460	569	340	456,50	458,50
Depreciation/PPE	36,21%	35,58%	46,11%	27,55%	36,36%	35,89%
NWC	41	2	-301	825	141,75	21,50
NWC/Sales	0,47%	0,02%	-4,64%	11,00%	1,71%	0,25%

Figura 3.28 – data input per il calcolo della proiezione del DCF (il primo usato per il DCF 2023 secondo per il DCF 2022)

Il tasso di crescita dei ricavi di breve periodo, g_{SP} , è calcolato tramite un CAGR a 4 anni delle vendite dell'azienda, mentre quello di lungo periodo è pari al forecast inflation rate di lungo periodo.

Input	2023	2022
re	0,06	0,07
WACC	0,06	0,06
# Number of shares	723,00	723,00
g SP	0,05	0,05
g LP	0,02	0,02

Figura 3.29 – data input

Nelle seguenti due tabelle mostro il prezzo calcolato per il 2022 e quello per il 2023. Nella stima dei flussi ho voluto considerare un periodo temporale limitato, pari a 4 anni, lo stesso analizzato per il calcolo del CAGR sui ricavi: questo perché il mercato è molto dinamico e l'azienda è matura; perciò, ho ritenuto coerente non estendere troppo l'orizzonte temporale. Come accennato precedentemente, la coerenza tra i rapporti (**figura 3.28**; media molto vicina alla mediana) rende la proiezione molto realistica e facile da calcolare tramite una media. Usando i tassi di crescita ed i tassi usati precedentemente.

I risultati dell'analisi sono molto soddisfacenti: il prezzo stimato ai dati risalenti a 7 giorni prima della vendita di Activision Blizzard è completamente in linea con il prezzo di acquisto e al multiplo calcolato precedentemente. Il crollo fisiologico del prezzo l'anno dopo l'acquisto è lo stesso calcolato per i multipli.

La NPF o posizione finanziaria netta, in quanto negativa, va a incrementare il valore dell'impresa, portandola ad un valore molto simile a quello della vendita. Questo indice è stato calcolato tramite il metodo classico, incorporando i seguenti debiti: finanziari, per leasing/factoring, verso parti correlate, per tfr, tributari, previdenziali scaduti, scaduti verso fornitori, relativi a compenso per amministratori, per costi di transazione e per dividendi deliberati ma non ancora distribuiti

YEAR	2021	2022	2023	2024	2025*
Sales	8.803	9.286	9.795	10.332	10.539,02
PPE	406	498	525	554	564,79
NWC	41	159	168	177	180,53
Depreciation		181	191	201	205,37
EBIT		2.932	3.093	3.263	3.328
TAXES		428	451	476	485,32
NOPAT		2.505	2.642	2.787	2.842,62
Depreciation		181	191	201	205,37
CAPEX		273	218	230	205,37
Change in NWC		118	9	9	-
FCFO		2.295	2.606	2.749	2.842,62
TV				65.859	
FCFO + TV		2.295	2.606	68.608	
EV	61.556				
Net Debt	- 6.945				
EQ	68.501				
Share price	94,75				

YEAR	2022	2023	2024	2025	2026*
Sales	7.528	7.910	8.312	8.733	8.908,03
PPE	403	424	445	468	477,28
NWC	144	37	39	41	41,49
Depreciation		147	155	163	165,87
EBIT		2.363	2.483	2.609	2.661
TAXES		338	355	373	380,93
NOPAT		2.025	2.127	2.235	2.280,01
Depreciation		147	155	163	165,87
CAPEX		168	176	185	165,87
Change in NWC		-107	2	2	-
FCFO		2.111	2.104	2.211	2.280,01
TV				52.945	
FCFO + TV		2.111	2.104	55.156	
EV	49.758				
Net Debt	-8.561				
EQ	58.319				
Share price	80,66				

3.4 Conclusioni

L'oggetto di analisi si prefissava l'obiettivo di fornire una fairness opinion sul prezzo pagato da Microsoft per portare lato Xbox lo sviluppatore Activision Blizzard. Il giudizio è positivo, considero il prezzo adeguato ad una struttura come quella della casa di Santa Monica anche solo considerando il suo valore intrinseco, senza tener conto delle sinergie che potrà generare con il produttore di hardware.

I metodi utilizzati sono due, Discount Cash Flow e Multipli: la mia proposta principale è la prima, in quanto più analitica e si incastra perfettamente con la tipologia di azienda analizzata.; il secondo metodo è di supporto e ha il compito di accertarsi che il mercato valuti adeguatamente il prezzo. L'analisi porta ad un risultato identico alla realtà, valorizzando la disamina svolta.

La prima parte della tesi è stata dedicata allo studio della creazione di valore, che suggerisce un aumento medio nel lungo termine del 40% del prezzo pre-operazione: lo stesso mark up lo troviamo nel caso in analisi, in quanto Activision è stata acquisita ad un valore pari al 40% in più rispetto al suo valore di mercato al momento dell'operazione.

I risultati deludenti del 2023 non devono necessariamente essere interpretati in modo negativo: il rallentamento del mercato è dovuta alla saturazione, ma l'integrazione dei due colossi è stata costruita appositamente per creare innovazione e valore nel medio/lungo termine.

La casa di Santa Monica consegna il proprio regno in mano all'azienda di Bill Gates, un'annessione da 67 miliardi di dollari. Secondo lo studio di De Vaan, M., Boschma, R., & Frenken, K., le acquisizioni nel gaming sono percepite come simbolo di successo: l'integrazione è parte integrante della cultura di questo mercato. Da quanto emerge dai dati finanziari della società, non ci sono problematiche rilevanti per cui sarebbe stata necessaria l'acquisizione, se non per una questione di status.

Activision Blizzard entra nella storia e unisce le forze con lo storico colosso del gaming produttore di Xbox: insieme promettono di costruire il futuro dei videogiochi tramite il cloud gaming e le nuove tecnologie in grembo a Microsoft.

Abstract

Questa tesi ha l'ambizione di analizzare le operazioni di M&A nel mercato videoludico. La disamina è scomposta in due parti analitiche e due descrittive.

La prima parte descrittiva introduce al mondo del gaming, raccontando l'evoluzione del settore e descrivendone i protagonisti. Si sottolinea immediatamente la concentrazione dell'industria, obbligata da una squilibrata leva operativa che impedisce ai piccoli studi di avere successo. Dopodiché concluderò l'analisi del business con una disamina certosina sulla catena del valore, i modelli organizzativi e i modelli di ricavo.

Il secondo capitolo si concentra sull'importanza della concentrazione e delle operazioni di M&A nel settore videoludico. Si esaminano a fondo le motivazioni che portano a tale fattispecie, corredandolo con un piccolo excursus storico. A supporto dell'analisi descrittiva, attraverso lo studio di un campione di un centinaio di aziende, ho svolto una disamina sulla creazione di valore conseguenti alle operazioni di finanza straordinaria. I risultati ci danno uno spettro di soluzioni coerenti con il modello di business: nel lungo periodo poche aziende riescono a consolidarsi, ma quelle che lo riescono a fare compensano coloro che non ce l'hanno fatta.

L'ultimo capitolo presento il caso studio, ovvero l'operazione tra Microsoft e Activision Blizzard intercorsa tra il periodo 2022-2023. Quest'ultima parte comprende un'analisi descrittiva dei due colossi del gaming e una "fairness opinion" sul prezzo pagato dalla casa di Bill Gates. Coerentemente con il resto della tesi, ho svolto una valutazione alla data di annuncio dell'acquisto e una un anno dopo: questo da un'ottica comparativa e di "test" sul campione analizzato. I risultati di quest'ultimo studio sono esaustivi e riescono nell'intento di collegare le due analisi quantitative.

La tesi riesce nell'intento di introdurre il mercato videoludico e di descriverne le

potenzialità, combinando parti descrittive ad analisi quantitative. La mia volontà, da grande appassionato di videogiochi, era quella di sdoganare questa industria, mostrandola la sua struttura e analizzando vantaggi e svantaggi del settore con più potenzialità al mondo.

Bibliografia

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Bernd, W. Wirtz. (2020). *Media Management: Business Models and Value Creation in the Video and Gaming Market*. Springer. ISBN: 978-3-030-47912-1.
- Brahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1398-1415.
- Buenstorf, G., & Klepper, S. (2009). Heritage and agglomeration: The Akron tire cluster revisited. *The Economic Journal*, 119(537), 705-733.
- Burger-Helmchen, T., & Cohendet, P. (2011). User communities and social software in the video game industry. *Long Range Planning*, 44(5-6), 317-343.
- Cefis, E., & Marsili, O. (2006). Survivor: The role of innovation in firms' survival. *Research Policy*, 35(5), 626-641.
- Conca, F. (2010). *M&A e crescita esterna: Come integrare e far crescere l'azienda con acquisizioni, fusioni e alleanze*. Il Sole 24 Ore.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- De Prato, G., Feijoo, C., & Simon, J. P. (2014). The road to e-services: online and mobile games as enablers. In *Trends and Applications of Serious Gaming and Social Media* (pp. 15-23). Springer, Singapore.
- De Vaan, M., Boschma, R., & Frenken, K. (2012). Clustering and firm performance

in project-based industries: The case of the global video game industry, 1972–2007. *Journal of Economic Geography*, 13(6), 965-991.

Donovan, T. (2010). *Replay: The History of Video Games*. Yellow Ant Media.

Drake Star Partners. (2024). *Global Gaming Report Q1 2024*. Drake Star Partners.

Farhoomand, A., Joshi, H., & Tsang, S. (2009). *Nintendo's Disruptive Strategy: Implications for the Video Game Industry*. University of Hong Kong, Asia Case Research Centre.

Folta, T. B., Cooper, A. C., & Baik, Y. S. (2006). Geographic cluster size and firm performance. *Journal of Business Venturing*, 21(2), 217-242.

Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2013). Empirical mergers and acquisitions research: A review of methods, evidence and managerial implications. *Journal of Corporate Finance*, 23, 85-106.

Gugler, K. P., & Siebert, R. (2015). Market power versus efficiency effects of mergers and research joint ventures: Evidence from the semiconductor industry.

Journal of Financial Economics, 117(3), 658-685.

Hitt, M. A., Harrison, J. S., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*, 9(2), 91-114.

Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models* (4th ed.). John Wiley & Sons.

Kent, S. L. (2001). *The Ultimate History of Video Games: From Pong to Pokémon and Beyond – The Story Behind the Craze That Touched Our Lives and Changed the World*. Three Rivers Press.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). McKinsey & Company Inc.

Laakso, M., & Nyman, L. M. (2014). Innovation opportunities: An overview of standards and platforms in the video game industry. *Technology Innovation Management Review*.

Lotta, H., & Olli-Pekka, H. (2005). Integration and synergies of operations in horizontal M&A. pp. 288-305.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.

Marshall, A. (1890). *Principles of Economics*. London: Macmillan.

Martins, Rafael Tiago Duarte. (2010). *Activision Blizzard: Consolidation*

Movements in a Maturing Videogame Industry and Value Creation. ISCTE - Instituto Universitario de Lisboa (Portugal), ProQuest Dissertations & Theses, 29280998.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Nandita, M., & Tripathy, N. (2021). The Impact of Merger and Acquisition on Value Creation: An Empirical Evidence.

Ranft, A. L., & Lord, M. D. (2002). Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation. *Organization Science*, 13(4), 420-441.

Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2004). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.

Rogers, S. (2004). *Level Up! The Guide to Great Video Game Design*. John Wiley & Sons.

Schweiger, D., & Lippert, R. (2014). Integration: The Critical Link in M&A Value Creation. In *Mergers and Acquisitions* (chapter 2).

Therrien, C. (2008). CD-Rom Games. In *The Video Game Explosion: A History from PONG to PlayStation® and Beyond*. Greenwood Press, 121-134.

Useem, M. (2006). How Well-Run Boards Make Decisions. *Harvard Business Review*.

Wang, M., & Ngai, E. (2020). Data mining and knowledge discovery in financial engineering: Advances and applications. *International Journal of Data Science and Analytics*, 10(4), 287-312.

Whitley, R. (2006). Project-based firms: New organizational form or variations on a theme? *Industrial and Corporate Change*, 15(1), 77-99.

Yani, Z., Kierans, G., Liu, H., & Ng, E. H. K. (2021). The impact of the implementation of the financial shared service model on Haier Smart Home. *E3S Web of Conferences*, 235.

Sitografia

Drake Star Partners. (2024). Global Gaming Report Q1 2024. Drake Star Partners.
Microsoft. (2022). Microsoft to acquire Activision Blizzard to bring the joy and community of gaming to everyone, across every device. Retrieved from <https://news.microsoft.com/features/microsoft-to-acquire-activision-blizzard-to-bring-the-joy-and-community-of-gaming-to-everyone-across-every-device/>

Mozur, P. (2014). For South Korea, e-Sports is national pastime. *The New York Times*, 19.

National Museum of Play, & Games, I. C. f. t. H. o. V. (2017). Video Game History Timeline. Retrieved from <http://www.museumofplay.org/about/icheg/video-game-history> 19th February 2017.

Stephen Totilo. (2023, October 26). Why 2024 will be a big year for video game deals. *Axios*. Retrieved from <https://www.axios.com/2023/10/26/game-industry-deals-2024>.

Zhou, Y. (2017). Haier's Management Model of Rendanheyi: From Sea to Iceberg. *Management and Organization Review*, 13(3), 583-592. Retrieved from <https://doi.org/10.1017/mor.2017.34>.

Appendice

Dati per il calcolo della regressione sulla creazione di valore

Target/Full Name	Acquirer/Full Name	100dd before	100dd then	1 years then	3 years then
Router1 Inc	Undisclosed Acquirer	0,62	0,96	0,28	0,02
CherryPick Games SA	Undisclosed Acquirer	74	64	26,6	6,3
Enthusiast Gaming Holdings Inc-Digital Esports & Gaming News Publications(6)	Gamurs Pty Ltd	1,99	0,87	0,51	0,10
Engine Media Holdings Inc	Undisclosed Acquirer	29,57	32,84	45,88	4,4
One More Level SA	Tomasa Majewski	9,62	18,15	5,5	2,57
Unity Software Inc.	Electronic Arts Inc	107,63	109,83	39,67	18,27
Devolver Digital Inc	Undisclosed Acquirer	180,00	180,00	67,00	34,50
Ice Code Games Sp z o o	AvatarX SA	1,05	1,60	1,17	0,35
The9 Ltd	IE Ltd	309,00	348,00	112,00	80,00
Ishar Games SAS, Lunar Great Wall Studios Srl, Big Art Studios Pty Ltd and CREA-TURE Studios Inc	Nacon SAS	6,94	4,77	2,54	1,11
Oculus VisionTech Inc	Undisclosed Acquirer	0,215	0,46	0,55	0,13
CMGE Technology Group Ltd	Investor Group	2,76	3,57	2,28	1,15
Torque Esports Corp	Undisclosed Acquirer	52,73	21,6	40,08	8,08
Atari SA	Wade Rosen	0,3027	0,2625	0,6905	0,12
Fujian Neidragon Weisoft Co Ltd	Zheng Hui	18,820,00	22,950,00	15,780,00	10,820,00
Digital Corp Ltd	Sichuan Tequ Mayflower Education Management Co	5,17	7,04	4,91	3,39
Live Learning Technologies LLC	TPG Pace Tech Opportunities Corp	131	164,4	167,1	81,1
Logiland Co Ltd	Logiland Co Ltd	1,765	1,778	1,997	882
Parle Software Ltd	Fortunepoint Esports Pvt Ltd	5,88	17,37	15,34	8,7
Actoz Soft Co Ltd	Shanda Interactive Entertainment Ltd	13,385,00	16,168,00	15,016,00	8,098,42
JC Entertainment Corp	Nexon Korea Corp	7,733,00	8,400,00	7,289,00	4,344,00
Sohu.com Inc	Sohu.com Inc	46,41	33,78	8,66	17,93
CyberStep Inc	CyberStep Inc	1,011,25	612,57	480,00	332,63
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	Sony Interactive Entertainment LLC	47,44	50,97	49,06	27,98
NetPublishing Co Ltd	Investor Group	42,5	82,01	78	53,4
N2N Connect Bhd	SBI Holdings, Inc.	0,9	1,104	0,695	0,72
Ncssoft Corp	Nexon Co Ltd	310,00	273,00	157,00	190,50
GangHo Online Entertainment Inc	GangHo Online Entertainment Inc	4,270,00	4,740,00	2,680,00	3,310,00
Databot Technology Ltd	Bradley Charles Kelias	0,06	0,04	0,06	0,03
Spookto Sp zoo and Strange New Thing Sp z o o Sp k	CD Projekt SA	39,60	54,25	64,40	44,21
Twilio Inc	Mitura Global Management LLC	59	80,9	238,4	70,87
NBCUniversal Media LLC	Electronic Arts Inc	46,76	44,28	39,35	39,08
Idreamsky Technology Holdings Ltd	Poly Platinum Enterprises Ltd	4,81	4,48	3,82	3,97
Weaver Network Technology Co Ltd	Tencent Industry Investment Fund Co Ltd	47,494	78,767	70,38	71,23
Ubisoft Entertainment SA	Investor Group	64,4	69	78,4	63,7
Qtone Education Group (Guangdong) Co Ltd	Zhongsshan Education & Technology Co Ltd	7	5,31	6,75	5,12
DeNA Co Ltd	Nintendo Co Ltd	1,890,00	1,950,00	1,950,00	1,920,00
Neowiz Games Corp	Shareholders	-	36,833,00	14,175,00	36,500,00
Renovworks Software Inc	Undisclosed Acquirer	0,42	0,345	0,26	0,355
CD Projekt SA	CD Projekt SA	26,00	36,70	37,00	38,79

Gangho Online Entertainment Inc	Gangho Online Entertainment Inc	2,860.00	2,720.00	2,910.00	2,880.00
DraftKings Inc	Diamond Eagle Acquisition Corp	9.80	10.68	52.00	11.39
Gamania Digital Entertainment Co Ltd	Gigamedia Ltd	36.00	32.25	38.75	36.45
Electronic Arts Inc	Electronic Arts Inc	138.65	126.87	119.98	146.40
Repeat Technologies Inc	Sony Interactive Entertainment LLC	469.92	436.67	493.05	526.07
Soliton Systems KK	Sis sol KK	1546	1073	1084	1343
SK-I-media Co Ltd	UK Media Tech Inc	103.00	143.00	161.00	194.00
JC Entertainment Corp	Gigamedia Freestyle Holdings Ltd	3,112.00	3,831.00	8,318.00	5,200.00
Ncsoft Corp	Ncsoft Corp	353,000.00	442,500.00	521,000.00	603,000.00
PTC Inc	Rockwell Automation Inc	73.89	99.22	88.85	136.42
Titan Academy Ltd	Investor Group	2,606.95	2,372.80	3,624.40	3,404.20
Shenzhen Sunline Tech Co Ltd	STIT Co Ltd	6.671	12.556	11.276	16.22
JC Entertainment Corp	Investor Group	3,089.00	4,522.00	5,700.00	6,578.00
FreeEye Inc	Investor Group	13.24	15.36	17.24	22.98
Materialise NV	BASF SE	11.66	12.75	18.15	20.18
Xiamen 35.com Technology Co Ltd	Caida Securities Co Ltd	8.9	7.49	3.13	12.34
Perfect World Co Ltd	Michael Yufeng Chi	12.67	12.07	18.65	20.70
Mayki Inc	Investor Group	71.72	71.51	80.90	125.45
Interactive Entertainment China Cultural Technology Investments Ltd	Cheng Hai Yu	0.033	0.038	0.026	0.07
RealPage Inc	Thoma Bravo LP	62	47.49	53.79	88.72
Novabase 5GPS SA	Undisclosed Acquirer	2,234.3	2,153	2,315	4,098.3
Weinob Inc	Investor Group	2.93	2.98	5.17	5.87
Gamania Digital Entertainment Co Ltd	Gamania Digital Entertainment Co Ltd	30.00	28.50	114.50	58.80
Ncsoft Corp	Netmarble Games Corp	132,500.00	189,000.00	237,000.00	400,000.00
Softmax Co Ltd	Damao Investment Fund	510.00	500.33	591.77	1,180.00
Seamless Distribution Systems AB	Undisclosed Acquirer	12	8.5	21.7	30.2
CI Games SA	Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S	0.84	1.47	1.46	6
Intralot Integrated Lottery Systems & Services SA	Bondholders	0.135	0.1389	0.1937	0.6113
Giant Interactive Group Inc	Investor Group	-	-	11.70	55.02
Com2US Corp	Gamevil Inc	31,341.00	19,948.92	172,004.03	95,000.00
IQGeo Group PLC	IQGeo Group PLC	44.5	42	76.5	302
Neowiz Corp	Electronic Arts Nederland BV	-	31,666.63	17,675.00	352,000.00
gunni Inc	Investor Group: SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD, SB	950.00	1,029.00	443.00	-
Hortonworks Inc	Cloudera Inc	17.71	19.75	14.68	-
Atlas	Investor Group: SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD, GA	23.65	24.15	25.05	-
505 Games srl	Remedy Entertainment	26.20	16.22	17.00	-
Slack Technologies Inc	Salesforce.com Inc	34.3	42.24	45.2	-
IMobile PLC	Cisco Systems Holdings UK Ltd	334	325	594	-
Red Hat Inc	International Business Machines Corp	146.2	173.64	187.71	-
Cloudera Inc	Cloudera Inc	10.95	13.84	15.98	-