

Activision Blizzard Inc.

Január végén jelentette be a Microsoft az Activision felvásárlását, részvényenként 95 dollár értékben.¹ Az Activision árfolyama csaknem 87 dollárig ugrott, ám azóta a kurzus egy alacsonyabb szinten normalizálódott, annak következményeként, hogy a szabályozói szervek megállíthatják a felvásárlás folyamatát. Ez azonban nagyszerű lehetőséget alakított ki a piaci szereplők számára.

Véleményünk szerint a fúzió nagy valószínűséggel teljesülni tud a 95 dolláros árfolyamon (ez a jelenlegi árat számítva, több mint 25%-os hozamlehetőség), illetve amennyiben külső szereplők hatására az Activision mégis független marad, a cég értékeltségét, fundamentumait és növekedési kilátásait mérlegelve a befektetés abban az esetben is kedvező kockázat/hozam aránnyal kecsegtet. A befektetők az ilyen lehetőségeket merger arbitrage-nak, vagy risk arbitrage-nak nevezik.

A cégről

Az Activision egy tengerentúli videójáték fejlesztő cég, melyhez olyan világszerte ismert játékok és franchise sorozatok fűződnek, mint a Call of Duty, a World of Warcraft, vagy az Overwatch.

A cég részvénye az utóbbi évek során a remek címek és fundamentumok ellenére gyengén teljesített a toxikus céges kultúra és a vezérigazgató körül kialakult botrány következményeként. A Microsoft azonban kihasználta a kedvező részvényárfolyamot annak érdekében, hogy potenciálisan növelje a saját szeletét a gaming és a metaverzum növekvő piacán.

A Microsoft számára nagyon fontos az Activision felvásárlása, mellyel megfelelő alapokat fektethet le az épülő metaverzum jelenlétének a fejlesztő közismert videójáték franchise-ainak köszönhetően.

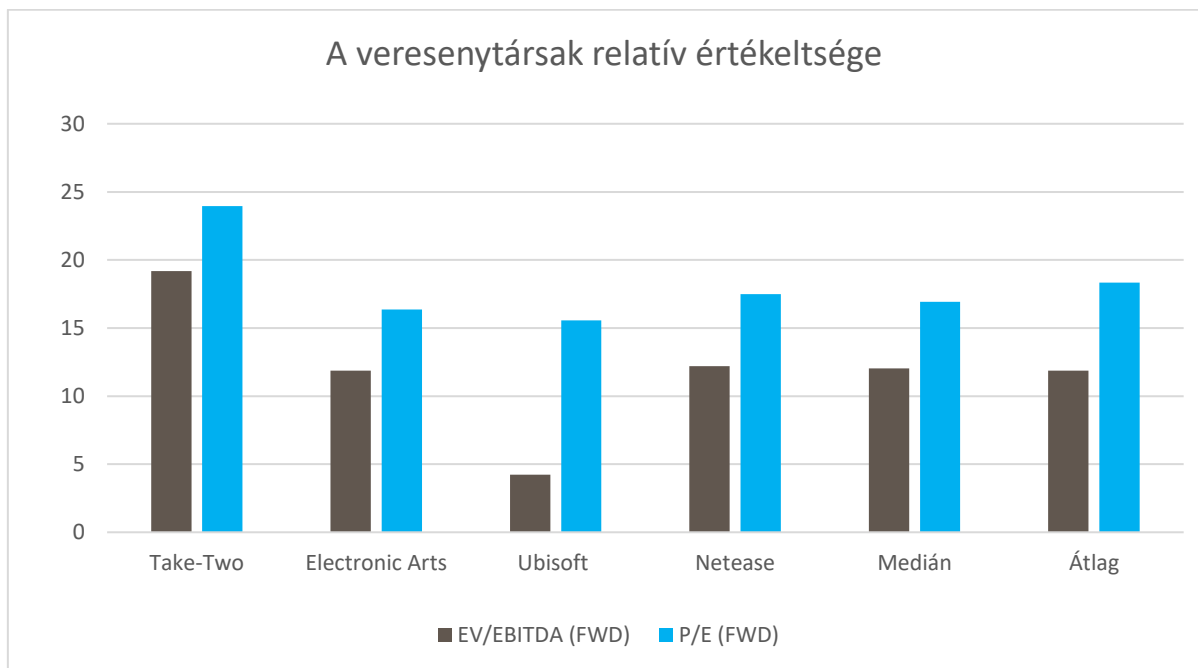
A felvásárlás esetleges sikertelenségével járó kockázat mértékét a cég fundamentális elemzésével becsüljük meg.

Értékeltség

A lefektetett stratégiához tartozó célárat a kivásárlással járó 95 dolláros szint jelenti, így a fundamentális elemzéssel csupán azt az értéket állapítjuk meg, amelyen a cég forogna a fúziós ügylet létrejötte nélkül.

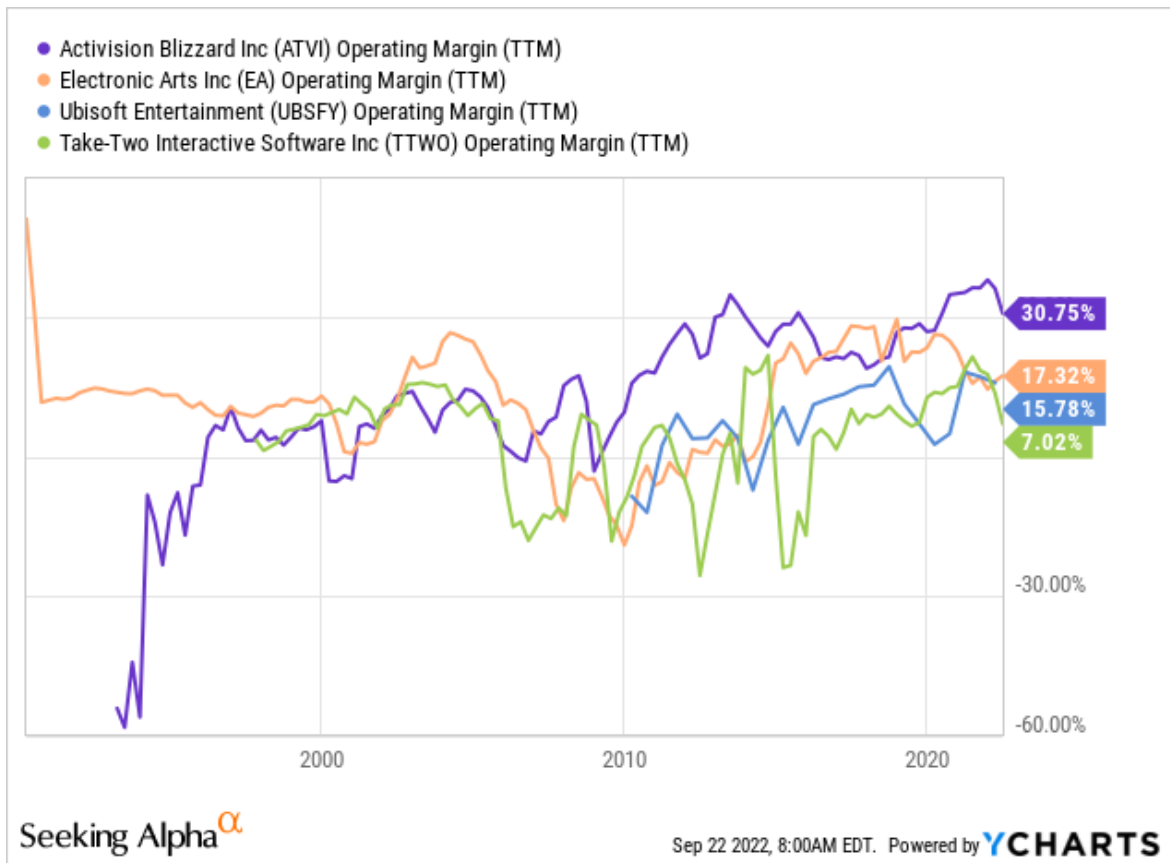
Ahhoz, hogy megkapjuk az Activision jellegű céghez illő értékeltségi szorzószámot, olyan videójáték-fejlesztő cégek értékeltségeit vizsgáltuk meg, melyek már tevékenységüknek valamennyire érett szakaszában tartózkodnak (működésük nyereséges).

¹ [Microsoft to acquire Activision Blizzard to bring the joy and community of gaming to everyone, across every device - Stories](#)



Forrás: Seeking Alpha, saját szerkesztés

A relatív értékelés 12 körüli EV/EBITDA értékeltséget, illetve az eredmény 17-szeresével megegyező piaci kapitalizációt indikál az Activision számára. A relatív értékeltségből kapott 17-es P/E szorzóval és a 2,83 dolláros egy részvényre jutó eredménnyel számítva 48 dollár körüli részvényárat kapunk. Az Activision rendelkezik a legmagasabb működési marzsokkal, illetve cégértékkel a vizsgált cégek közül, így könnyen lehet, hogy a versenytársaknál magasabb értékeltségen forogna a felvásárlás nélkül is.



A Bloomberg Terminal adatai alapján 2019. elejétől kezdődően számítva az Activision napi P/E arányainak mediánja 19,3. Ez a következő 12 hónapra várt 3,4-es EPS-el számolva részvényenként 66 dolláros piaci kapitalizációt jelent.²

Amennyiben ezt az értéket használjuk az ügylet felbomlásával járó kockázatunknak és a 95 dolláros szintet a célárnak, csaknem 1,7-es risk/reward arányt kapunk. (Fontos azonban észben tartani, hogy amennyiben a videójáték fejlesztő cégek részvényei esnek, a medián értékeltség, és így a relatív értékeltség által indikált érték is csökken. Ezért is ajánlatos stop megbízások használata.)

Microsoft felvásárlás

A beolvadás 2023. júniusáig megy végbe, amennyiben külső hatások miatt nem szakad félbe a felvásárlás. Az ügylet körül felmerült az iparági versenyhelyzet ellehetetlenítésének kérdése, mely kivizsgálás indítására ösztönzött európai szabályozó szerveket. A Sony – a Microsoft legnagyobb riválisa a gaming téren – aggodalmát fejezte ki az így a Microsofthoz kerülő Call of Duty franchise miatt, mely a játékok Sony konzolokon való elérhetőségét fenyegeti. Az ügylet kivizsgálása várhatóan a következő hónapokban jut eredményre.

² Bloomberg Terminal, Seeking Alpha

A 2021-es évben a gaming piac 180 milliárd dollár bevételt termelt, melyből a Microsoft és az Activision együttesen csupán 13,4%-ot tett ki.³ A beolvadással a Microsoft csupán egy lenne a vezető szereplők közül az iparágban.

Kockázatok

Abban az esetben, ha a felvásárlás nem teljesül, a vállalat számára a legnagyobb kockázatot a makroökonómiai környezet okozhatja, illetve a gaming ipar járvány okozta lezárások miatti szárnyalása rövid távon lassulhat.

Míg a csőd veszélye nem áll fenn az Activision-nél egy recessziós kimenetel mellett sem, a kamatemelési ciklus és a gazdaság lassulása visszafoghatja a cég és az iparág növekedését és bevételeit. (A videójátékok olcsóbb szórakoztatási/kikapcsolódási alternatívát jelentenek, viszont válság idején itt is várható egy nagyobb csökkenés az eladások terén)

A videójáték ipar a karantén alatt jelentős növekedést mutatott, ezzel magas bázist kialakítva a jövőbeni eladásoknak. A befektetők a rövidtávú bevételecsökkenés hatására eladásba kezdenek, de nem szabad elfelejteni, hogy ez egy hosszú távon növekvő iparág, többek között a metaverzum várható fejlődésének, és a globális internet lefedettség növekedésének köszönhetően.

Amennyiben az Activision felvásárlását megakadályozzák, az átmeneti pánikhoz és árfolyameséshez vezethet.

Katalizátor(ok)

A részvény árfolyamának két lehetséges katalizátorját látjuk jelenleg. A felvásárlás teljesülése, vagy az azzal kapcsolatos pozitív fejlemények. Az utóbbi esetben előfordulhat, hogy a kurzus a felvásárlási ajánlathoz igazodó szintre kerül. (Például, ha 85\$ dolláron forog már a részvény, a 10 dolláros emelkedési potenciál a 95-ös szintre már nem feltétlenül jelent megfelelő kockázat/nyereség arányt.)

Véleményünk szerint nagy az esélye a fúzió teljesülésének, mely következményeként részvényenként 95 dollár készpénz kerülne kifizetésre az Activision részvényeseinek. Elemzésünk alapján a felvásárlás elmaradása sem jár akkora kockázattal, melytől nem maradna kedvező ez a risk arbitrage lehetőség, a kockázat mértékét stop megbízással csökkenthetjük. Az esetleges kezdeti pánikot követően az Activision fundamentumainak, erős franchise címeinek és növekedési kilátásainak köszönhetően nem számítanánk hosszú távon tartós árfolyamesésre.

Beszállási ár: jelenlegi árfolyam; Célár: 95 dollár; ajánlott STOP: 70, vagy 65 dollár.

³ [The Games Market and Beyond in 2021: The Year in Numbers | Newzoo](#)

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív vagy független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetőanyagokat, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az www.mkb.hu honlapon.

6. Célárfolyam: Célárunk meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük. A társasággal kapcsolatos első elemzésünk 2022. szeptember 27-én került közzétételre, ebben 95 eurós célárat határoztunk meg.

7. Ajánlások:

- **Overweight (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** a teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.

- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.

Az előző 12 hónapos időszakban terjesztett elemzések elérhetőek a Bank honlapján az Elemzések, Részvénytársasági Elemzések menüpontban: <https://www.mkb.hu/elemlzesek> Részvénytársasági Elemzések.

8. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacékpítés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

9. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

10. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5 %-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

11. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyleteire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a javadalmazásra vonatkozóan.

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

13. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.
A kiadvány elkészítésének időpontja: 2022. 09.27.

14. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyes egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak.

A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegyenértékesek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényére jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árfolyamának megfelelő nyereséget.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére veítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés alapján egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikonból vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japányertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Makromodell

Az MKB Elemzési Központban a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodellt, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőnek, így a színtiszta statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkefelhasználással (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm- FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcson, az értékcsökkenési leírás (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkefelhasználása (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárg-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).