



UNIVERSIDAD DEL CEMA

Maestría en Finanzas

Finanzas Corporativas

*“Análisis financiero comparativo: Blizzard
Entertainment y Electronic Arts”*

Autor:

Zambón, Enzo Agustín

Profesor:

Guillermo L. Dumrauf

- 2023-

ÍNDICE

1. DEFINICIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO.....	3
1.1 Definición del proyecto.....	3
1.2 Enfoque y supuestos principales del análisis.....	3
1.3 Justificación del proyecto	4
2. INSTITUCIONES: ACTIVISION BLIZZARD Y ELECTRONIC ARTS.....	5
2.1 Activision Blizzard	5
2.2 Electronic Arts.	7
3. PUBLIC INFORMATION BOOK (PIB)	9
3.1 Public Information Book: Activision Blizzard (2022).....	9
3.1.1 Principales riesgos asociados a la empresa.....	10
3.1.2 Propiedades	11
3.1.3 Mercado de acciones y los dividendos de Activision Blizzard:	11
3.2 Public Information Book: Electronic Arts (2022)	13
3.2.1 Principales riesgos asociados a la empresa.....	14
3.1.2 El mercado de acciones y los dividendos de Electronic Arts:	15
4. CAPITAL EMPLEADO o CAPITAL TOTAL.....	17
4.1 Cálculo del Capital Empleado	17
4.1.1 Comparación del Capital Empleado: Activision Blizzard vs Electronic Arts.	18
5. ANÁLISIS DE INVERSIÓN Y MÉTRICAS FINANCIERAS.....	22
5.1 Activos Operativos.....	22
5.1.1 Comparación de los Activos Operativos: Activision Blizzard vs Electronic Arts	23
5.2 Inversión Operativa: Bruta, Neta y Total.....	26
5.2.1 Comparación de la Inversión Operativa: Activision Blizzard vs Electronic Arts	26
6. ROIC, WACC y FCF Operativo.....	29
6.1 ROIC	29
6.2 WACC.....	32
6.3 FCF Operativo	35
7. DEUDA Y MEDIDIAS DE LIQUIDEZ	37
7.1 Deuda Bruta y Deuda Neta	37
7.2 Medidas de Liquidez	38
8. VALOR EMPRESA	42
8.1 Cálculo del Valor de la Empresa	42
9.CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	45

10.BIBLIOGRAFÍA	47
11.ANEXO.....	49

1. DEFINICIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO

1.1 Definición del proyecto

El proyecto consistió en un análisis integral financiero y estratégico de dos empresas líderes en la industria de videojuegos: Blizzard Entertainment¹ y Electronic Arts², mediante la elaboración y evaluación de un Public Information Book (PIB)³⁴.

El PIB sirvió como herramienta principal para recopilar y sistematizar información pública relevante sobre cada empresa, abarcando desde reportes anuales y estados contables hasta indicadores clave de mercado, tendencias de precios de acciones y análisis de expertos.

El objetivo fue proporcionar una base sólida de datos y análisis financieros, incluyendo métricas de solvencia, inversión, rentabilidad y riesgo, para evaluar la situación actual de cada empresa, sus perspectivas futuras y su desempeño relativo en el mercado.

Este proyecto no solo permitió desarrollar habilidades analíticas avanzadas, sino también profundizar en el entendimiento de los factores críticos que impactan la toma de decisiones estratégicas en el sector de videojuegos.

1.2 Enfoque y supuestos principales del análisis

El proyecto combinó análisis financiero y estratégico para evaluar el desempeño de Blizzard Entertainment y Electronic Arts. Se recopiló información pública clave a través del Public Information Book (PIB), evaluando métricas como capital empleado, rentabilidad, solvencia y riesgo. El análisis incluyó tendencias históricas y su contexto estratégico en la industria de videojuegos.

Supuestos Principales:

- Los datos utilizados son precisos y actualizados.
- Las empresas tienen estructuras contables comparables.
- Las condiciones macroeconómicas permanecen estables.
- Las tendencias históricas son representativas del futuro.
- Los eventos recientes tienen un impacto significativo.

¹ Activision Publishing Inc. (2007)

² Electronic Arts Inc. (2013)

³ Microsoft (2022)

⁴ Electronic Arts Inc. (2022)

1.3 Justificación del proyecto

El proyecto fue diseñado para desarrollar habilidades analíticas y estratégicas en el análisis financiero de empresas, específicamente en el sector dinámico y competitivo de los videojuegos, representado por Blizzard Entertainment y Electronic Arts.

- **Relevancia Académica y Profesional:** Permite aplicar conceptos teóricos de finanzas y contabilidad a situaciones reales, fomentando un aprendizaje práctico y relevante para futuras decisiones estratégicas.
- **Industria de Alta Competencia:** El sector de videojuegos experimenta constantes cambios tecnológicos y de mercado. Analizar a estas empresas líderes ofrece una visión clara de las estrategias necesarias para adaptarse y competir eficazmente.
- **Toma de Decisiones Basada en Datos:** La recopilación y sistematización de información pública (PIB) ayuda a desarrollar un enfoque crítico para interpretar métricas clave, evaluar riesgos y proyectar oportunidades de inversión.
- **Desarrollo de Habilidades Transversales:** El proyecto fomenta competencias en el manejo de herramientas como Excel, análisis de reportes financieros, lectura crítica de papers y modelización financiera, todas esenciales para carreras en finanzas, administración o consultoría estratégica.
- **Impacto en el Aprendizaje:** Al vincular análisis financiero con estrategias corporativas, el proyecto enriquece la capacidad de entender cómo las decisiones financieras influyen en el crecimiento empresarial, maximizando el valor para accionistas y stakeholders.

Este proyecto no solo refuerza el conocimiento técnico, sino que también destaca la importancia de conectar datos financieros con decisiones estratégicas en un contexto empresarial real.

2. INSTITUCIONES: ACTIVISION BLIZZARD Y ELECTRONIC ARTS.

2.1 Activision Blizzard

Activision Blizzard, Inc. es una compañía de videojuegos estadounidense que, desde octubre de 2023, opera como parte de Microsoft Gaming tras una adquisición por 68,700 millones de dólares. Inicialmente conocida como Activision, Inc. y cotizando en NASDAQ bajo el símbolo ATVI, esta empresa es reconocida por sus franquicias icónicas como Call of Duty, World of Warcraft y Candy Crush Saga, a través de sus divisiones Activision, Blizzard Entertainment y King⁵.

La empresa surgió en diciembre de 2007, cuando Activision se fusionó con Blizzard Entertainment⁶, una operación valorada en 18,800 millones de dólares que culminó en julio de 2008⁷. Esta unión dio lugar a uno de los distribuidores de videojuegos más importantes y exitosos del mundo. En sus inicios, Vivendi, matriz de Blizzard, controlaba la mayoría de las acciones. Sin embargo, en 2013, Activision Blizzard recuperó su independencia al comprar la participación mayoritaria de Vivendi por 8,000 millones de dólares. Más tarde, Tencent adquirió un 5% de la compañía, consolidándose como un actor clave en la industria global⁸.

Bajo la dirección de Bobby Kotick, Activision impulsó exitosas franquicias como Call of Duty, Guitar Hero y Tony Hawk, mientras que Blizzard aportó títulos emblemáticos como World of Warcraft y Diablo. Lanzamientos como Modern Warfare 2 y Black Ops de Call of Duty rompieron récords, generando cientos de millones de dólares en su primer día. Asimismo, juegos como Destiny y Call of Duty: Ghosts fortalecieron su presencia en el mercado durante la transición a nuevas generaciones de consolas⁹.

En 2015, Activision Blizzard se integró al índice S&P 500, marcando su posición como líder de la industria¹⁰. Ese mismo año, adquirió King Digital Entertainment por 5,900 millones de dólares, ampliando su alcance al mercado móvil con títulos como Candy Crush Saga¹¹. En 2016, lanzó Overwatch, que alcanzó los 50 millones de usuarios en 2019, consolidándose como un éxito

⁵ Activision Publishing Inc. (2007)

⁶ Activision Publishing Inc. ; Vivendi (2007)

⁷ BBC (2007)

⁸ Activision Blizzard. (2008)

⁹ Forbes (2012)

¹⁰ VentureBeat (2015)

¹¹ The New York Times (2015)

global. Además, la compañía incursionó en cine y televisión con Activision Blizzard Studios, buscando monetizar sus franquicias en nuevos formatos¹².

La compra por parte de Microsoft en 2023 convirtió a esta última en la tercera mayor empresa de videojuegos, después de Tencent y Sony. Activision Blizzard continúa destacando en la industria por su capacidad de innovación, su enfoque estratégico en adquisiciones y su habilidad para adaptarse en un entorno competitivo, manteniendo una cartera de franquicias que define el entretenimiento interactivo¹³.

Ilustración 1: Activision Blizzard



¹² Future plc (2017)

¹³ 1981 Media Ltd (2023)

2.2 Electronic Arts.

Electronic Arts (EA), fundada en 1982 por Trip Hawkins, nació como pionera en el desarrollo de videojuegos para PC, destacando desde el principio por valorar a los desarrolladores y tratar los videojuegos como una forma de arte. Durante sus primeros años, se centró en géneros como la estrategia y la acción, logrando éxito en el mercado de PC antes de expandirse al mundo de las consolas en los años 90.

El ingreso de EA al mercado de consolas fue notable con su éxito en plataformas como Sega Mega Drive y Super Nintendo, especialmente con el lanzamiento de FIFA International Soccer en 1993. Este título marcó el inicio de una saga deportiva revolucionaria, conocida por utilizar nombres y uniformes oficiales de equipos y jugadores, consolidándose como un referente en simuladores deportivos. Durante la segunda mitad de los años 90, EA amplió su catálogo a juegos de carreras y estrategia, apoyando consolas emergentes como PlayStation y sistemas menos exitosos como Panasonic 3DO.

A inicios del siglo XXI, EA adoptó una estrategia multiplataforma, lanzando juegos para Xbox, PlayStation 2 y GameCube, mientras mantenía un enfoque limitado en consolas portátiles y máquinas arcade. La adquisición de Maxis en 1997 fue un momento clave, con títulos exitosos como SimCity 3000 y Los Sims, este último convertido en el videojuego de computadora más vendido de la historia¹⁴.

A lo largo de su trayectoria, EA ha realizado adquisiciones estratégicas, como Criterion Games, y ha asegurado licencias exclusivas de gran valor, destacando la NFL en 2005 y, más tarde, los derechos del universo de Star Wars en 2013. Sin embargo, su enfoque comercial no ha estado exento de críticas. En 2017, el modelo de microtransacciones de Star Wars Battlefront II generó controversia global, afectando el valor de sus acciones y abriendo un debate sobre las cajas de botín en los videojuegos¹⁵.

EA también ha enfrentado desafíos internos, como una reorganización masiva en 2013 que incluyó despidos significativos¹⁶. No obstante, ha invertido en áreas emergentes, como los deportes electrónicos y la realidad virtual, desarrollando innovaciones a través de Frostbite Labs. Durante

¹⁴ Electronic Arts Inc. (1982)

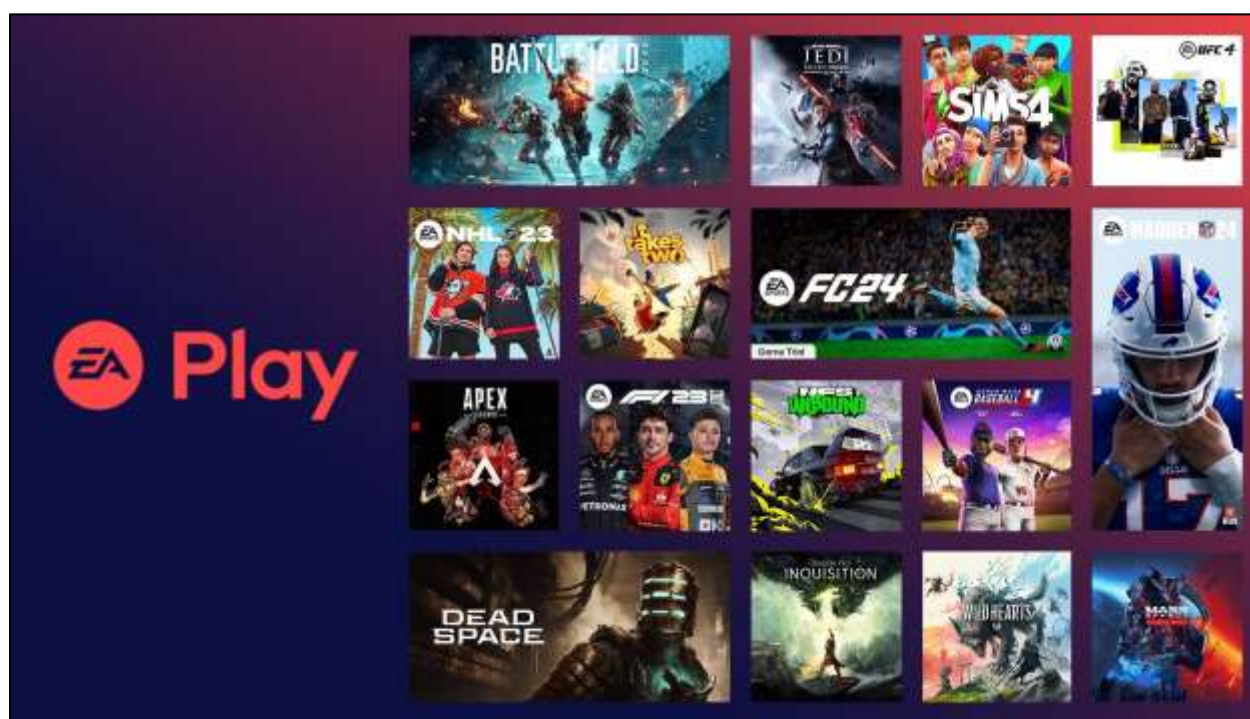
¹⁵ Otakufreaks (2013)

¹⁶ Electronic Arts Inc. (2013)

la pandemia de COVID-19, la compañía experimentó un notable crecimiento en ingresos debido al aumento en la demanda de juegos en línea¹⁷.

En 2021, EA fortaleció su presencia en el mercado móvil mediante la adquisición de Glu Mobile y Playdemic Studios¹⁸. Además, en 2022, tomó posturas sociales importantes, como condenar la invasión de Ucrania, suspendiendo ventas en Rusia y Bielorrusia y eliminando equipos rusos de sus juegos deportivos. Estas decisiones reflejan el compromiso de EA con temas globales y su capacidad de adaptación en una industria en constante cambio, consolidando su posición como líder en el mercado de videojuegos¹⁹.

Ilustración 2: Electronic Arts



¹⁷ BBC (2020)

¹⁸ LEVELUP (2021)

¹⁹ Vandal (2022)

3. PUBLIC INFORMATION BOOK (PIB)

3.1 Public Information Book: Activision Blizzard (2022)

Activision Blizzard desarrolla y distribuye contenido de entretenimiento interactivo para consolas, PC y dispositivos móviles. Además, opera ligas de esports y ofrece publicidad digital en algunos de sus contenidos.

El 18 de enero de 2022 se firmó un acuerdo de fusión con Microsoft, que adquirirá Activision Blizzard por \$95 por acción en una transacción en efectivo. Si se consuma, Activision Blizzard se convertirá en una subsidiaria de Microsoft y dejará de cotizar en bolsa. Sin embargo, aún existen condiciones regulatorias pendientes, incluyendo la aprobación de la FTC.

Está organizada en tres segmentos principales: Activision, que se enfoca en contenido premium y free-to-play, especialmente con Call of Duty y su liga de esports; Blizzard, que ofrece juegos premium, suscripciones y la plataforma online Battle.net, destacando franquicias como World of Warcraft y Diablo; y King, que se especializa en juegos móviles free-to-play como Candy Crush.

Su estrategia de negocio incluye expandir su audiencia a través de múltiples plataformas, especialmente móviles, incrementar la inversión de los jugadores con microtransacciones y suscripciones, y fomentar el compromiso a largo plazo con juegos diseñados para la interacción social. Las franquicias más importantes (Call of Duty, Warcraft y Candy Crush) generan entre el 79% y 82% de los ingresos anuales.

Compete con otros desarrolladores y formas de entretenimiento como cine y televisión, destacando la calidad del producto, el reconocimiento de marca y el soporte al cliente. La empresa también tiene acuerdos clave con empresas como Apple, Google y Sony. En cuanto a sus acuerdos en China, la expiración de licencias con NetEase en 2023 afectó un 3% de los ingresos, pero juegos como Diablo Immortal no se vieron afectados.

Activision Blizzard depende en gran medida de su propiedad intelectual, protegiendo sus productos a través de derechos de autor, patentes y medidas contra la piratería. Tiene alrededor de 13,000 empleados globalmente, con un enfoque en la diversidad, equidad e inclusión (DE&I), comprometida a aumentar la representación de mujeres y personas no binarias en su fuerza laboral.

En términos de sostenibilidad, busca alcanzar cero emisiones de gases de efecto invernadero para 2050, habiendo reducido sus desechos de empaques en un 70% desde 2019.

Además, su rendimiento financiero ha sido sobresaliente, con un retorno total para los accionistas (TSR) del 23% en los últimos 10 años, superando tanto a sus competidores como al índice S&P 500.

La compañía está dirigida por ejecutivos con amplias trayectorias en empresas de renombre, como Robert A. Kotick (CEO) y Daniel Alegre (presidente y COO), quienes lideran la dirección estratégica y operativa de la empresa.

3.1.1 Principales riesgos asociados a la empresa

Los principales riesgos asociados a la empresa son:

1. **Riesgo de la Fusión:** La fusión pendiente con Microsoft implica restricciones en las actividades comerciales, incertidumbre sobre su finalización y posibles interrupciones. Los riesgos clave incluyen la falta de aprobación regulatoria, demoras o la terminación de la fusión, lo que podría afectar negativamente las operaciones, el precio de las acciones y las relaciones con empleados, clientes y socios.
2. **Condiciones Económicas:** Los cambios adversos en la economía o el clima político pueden afectar la demanda de productos y servicios, las tasas de cambio de divisas y el rendimiento general del negocio.
3. **Preocupaciones en el Lugar de Trabajo:** Los procesos legales o problemas relacionados con las prácticas laborales, incluidos los esfuerzos de sindicalización, podrían afectar negativamente la reputación y las operaciones de la empresa.
4. **Entrega de Productos y Contenidos:** La empresa enfrenta riesgos relacionados con la entrega oportuna de productos de alta calidad, cumplir con las expectativas de los clientes y la competencia en la industria de los videojuegos.
5. **Adaptabilidad Tecnológica y Comercial:** Los rápidos cambios tecnológicos, la dependencia de plataformas de terceros y el cambio hacia los modelos de juegos gratuitos presentan desafíos para el negocio.
6. **Operaciones Globales y Regulaciones:** Operar en mercados internacionales expone a la empresa a riesgos regulatorios, diferencias culturales y una protección más débil de los derechos de propiedad intelectual.

7. Ciberseguridad y Privacidad de Datos: Los riesgos incluyen ciberataques, filtraciones de datos, fraude e interrupciones en los servicios, lo que podría afectar las operaciones y la reputación.
8. Riesgos Financieros y Fiscales: Los cambios en las leyes fiscales, los estándares contables o las responsabilidades fiscales podrían afectar la posición financiera de la empresa.
9. Riesgos Legales y Regulatorios: El aumento de la regulación, incluidas las leyes de privacidad de datos en evolución y la supervisión sobre el contenido de los juegos, podría afectar las operaciones y la rentabilidad.
10. Riesgos de Litigio: Los litigios actuales o futuros de accionistas podrían retrasar o impedir la fusión, o resultar en costos legales significativos, publicidad negativa e interrupciones en el negocio.

3.1.2 Propiedades

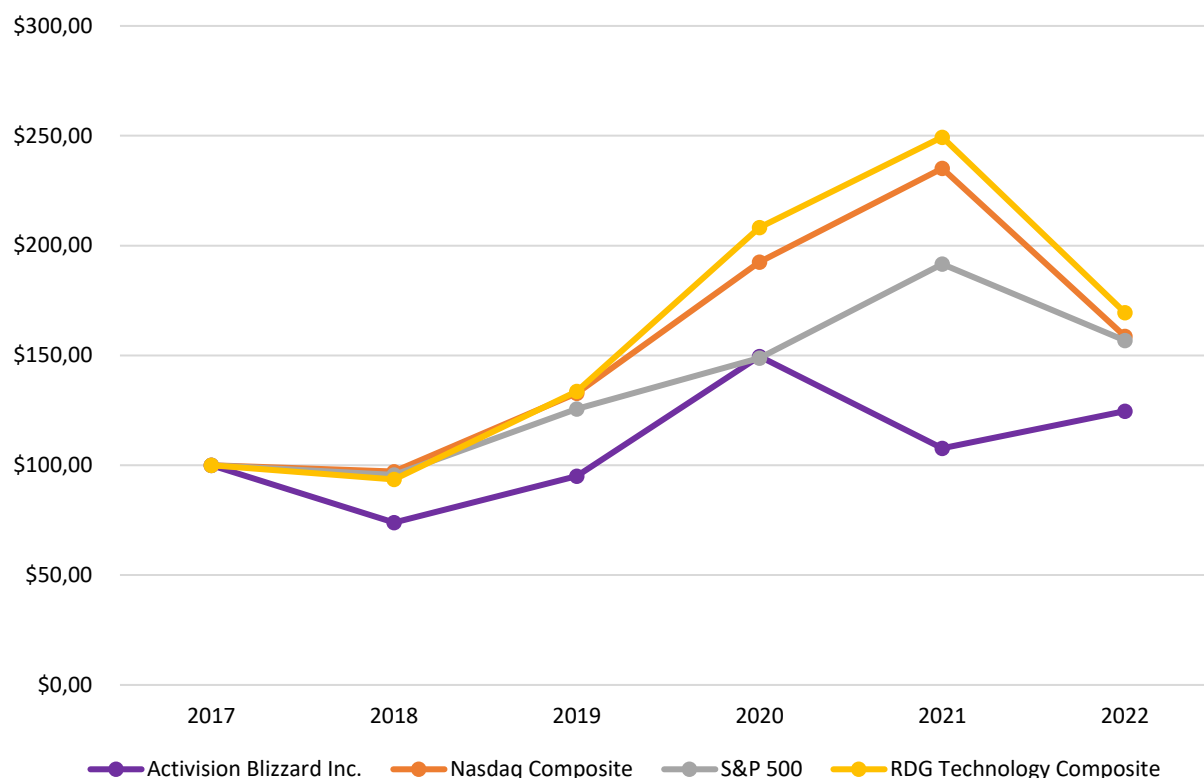
Las oficinas principales corporativas y administrativas, así como la sede del segmento Activision, están ubicadas en Santa Mónica, California. Además, se alquilan espacios en varias ubicaciones de EE. UU. como California, Nueva York y Wisconsin para el personal de los estudios de desarrollo del segmento Activision. El segmento Blizzard tiene su sede en Irvine, California, mientras que la sede del segmento King está en Londres, Reino Unido, con oficinas adicionales en Estocolmo, Suecia, y Barcelona, España. La empresa no anticipa dificultades para extender los contratos de arrendamiento de estas instalaciones y considera que son adecuadas para sus necesidades actuales.

3.1.3 Mercado de acciones y los dividendos de Activision Blizzard:

Las acciones comunes de Activision Blizzard están cotizadas en el Nasdaq bajo el símbolo "ATVI". A partir del 16 de febrero de 2023, había 1,441 accionistas registrados.

En cuanto al desempeño de las acciones, se presenta una comparación de la rentabilidad acumulada en los últimos 5 años entre Activision Blizzard, el Nasdaq Composite, el S&P 500 y el RDG Technology Composite. La inversión inicial de \$100 en diciembre de 2017 muestra el crecimiento o disminución de las acciones a lo largo de los años.

Ilustración 3: Comparación del Retorno Total Acumulativo a 5 años



En 2022, las acciones de Activision Blizzard tuvieron un rendimiento de \$124.63, mientras que el Nasdaq Composite, el S&P 500 y el RDG Technology Composite registraron \$158.65, \$156.89 y \$169.48, respectivamente.

Activision Blizzard ha pagado dividendos anuales desde 2010. Los dividendos por acción en los últimos tres años fueron \$0.47 en 2022 y 2021, y \$0.41 en 2020. Sin embargo, bajo el Acuerdo de Fusión con Microsoft, la empresa no podrá declarar dividendos sin la aprobación de Microsoft, lo que puede afectar los dividendos futuros. Además, en 2021, la junta directiva aprobó un programa de recompra de acciones por hasta \$4 mil millones, aunque no se compraron acciones durante el período del programa. El programa de recompra está restringido mientras dure la fusión con Microsoft, y cualquier recompra de acciones requiere la aprobación de Microsoft.

En resumen, la compañía ha tenido un desempeño moderado en términos de rentabilidad de sus acciones, ha pagado dividendos en años anteriores, y tiene restricciones sobre la recompra de acciones debido a su fusión con Microsoft, que también controla las decisiones sobre dividendos.

3.2 Public Information Book: Electronic Arts (2022)

Electronic Arts (EA) es un líder global en entretenimiento digital interactivo, especializado en la creación de juegos, contenido y servicios para diversas plataformas, como consolas, PCs y dispositivos móviles. Con marcas reconocidas como Apex Legends, Battlefield y The Sims, así como licencias de franquicias como Madden NFL y Star Wars, EA abarca múltiples géneros, incluyendo deportes, acción, disparos y juegos de rol.

La compañía se enfoca en la innovación y la relación continua con los jugadores, generando flujos de ingresos predecibles a través de servicios en vivo, como contenido adicional y suscripciones. Sus juegos están disponibles mediante modelos diversos, como compras únicas, suscripciones y free-to-play. Además, mantiene asociaciones estratégicas con empresas como Sony, Microsoft, Apple y Tencent para distribuir sus productos.

En cuanto a su propiedad intelectual, EA utiliza diversas protecciones legales, como derechos de autor y patentes, pero enfrenta desafíos, especialmente en Asia, donde las leyes de propiedad intelectual no siempre se aplican eficazmente. También se enfrenta a riesgos cibernéticos, a pesar de invertir en medidas de seguridad.

EA está sujeta a una regulación gubernamental compleja relacionada con áreas como juegos, privacidad, protección al consumidor y comercio electrónico, lo que puede afectar su operación en ciertos mercados. Además, experimenta una estacionalidad en sus ventas, alcanzando picos durante el tercer trimestre fiscal debido a la demanda de las festividades y los lanzamientos de juegos.

En términos de capital humano, EA destaca la importancia de contar con una fuerza laboral diversa, inclusiva y comprometida. La compañía emplea a aproximadamente 12,900 personas en todo el mundo y se enfoca en atraer, desarrollar y retener talento diverso, promoviendo la inclusión y el bienestar de sus empleados. Además, realiza encuestas periódicas para mejorar la experiencia laboral y asegurarse de que el entorno laboral sea de apoyo.

Finalmente, EA mantiene una comunicación transparente con los inversores, proporcionando informes financieros anuales y trimestrales en su sitio web, y anunciando actualizaciones importantes a través de la SEC y otros canales públicos.

Electronic Arts (EA) fue fundada en 1982 en California y reincorporada en Delaware en 1991. Su sede principal está en Redwood City, California. El equipo ejecutivo incluye a Andrew Wilson (CEO), quien ha estado en EA desde 2000; Christopher Suh (CFO), con experiencia previa

en Microsoft; Laura Miele (COO), quien ha trabajado en la compañía desde 1996; Kenneth Moss (CTO), ex vicepresidente en eBay y cofundador de CrowdEye; Christopher Bruzzo (CXO), quien lideró el marketing en EA y Starbucks; Mala Singh (CPO), con experiencia en recursos humanos; Jacob J. Schatz (CLO), quien dirige el área legal desde 2014; y Eric Kelly (CAO), quien ha sido parte de EA desde 2003. Este equipo se encarga de las operaciones clave en la compañía.

3.2.1 Principales riesgos asociados a la empresa

1. Riesgos operativos:

- Propiedad intelectual: Competencia por licencias clave (deportes, franquicias) puede limitar la capacidad de crear productos exitosos.
- Socios comerciales: Dependencia de terceros expone a riesgos financieros, incumplimientos o uso indebido de información.
- Economías virtuales: Fraude y mercado negro de bienes virtuales afectan ingresos y reputación.
- Tecnología: Fallos en sistemas y servicios (nube, hardware) pueden reducir ingresos y compromiso del usuario.
- Infraestructura: Crecimiento requiere inversión para evitar problemas de rendimiento.
- Talento: Escasez de personal cualificado podría limitar el desarrollo empresarial.
- Dependencia de plataformas: Interrupciones o cambios en políticas de socios clave (Sony, Microsoft, Google) afectarían ventas.
- Concentración de ventas: Riesgo de cobro y dependencias de grandes distribuidores.
- Defectos en productos: Errores técnicos pueden generar reembolsos o pérdida de confianza.
- Infracción de propiedad intelectual: Copias no autorizadas dañan la competitividad.

2. Riesgos legales:

- Litigios y procedimientos legales: La empresa enfrenta investigaciones, reclamos y juicios potencialmente largos y costosos, que pueden desviar recursos significativos y afectar su operación, reputación y resultados financieros.
- Protección internacional: Las leyes en algunos países no brindan suficiente protección a productos y marcas, lo que permite copias o registros no autorizados que limitan la capacidad de comercializar en esos territorios.

3. Riesgos financieros:

- Tipos de cambio e intereses: Ventas internacionales (57%) exponen a fluctuaciones cambiarias y de tasas.
- Deuda: \$1.9 mil millones en notas no garantizadas y restricciones en acuerdos de deuda limitan la flexibilidad.
- Obligaciones fiscales: Cambios legales en países clave (EE. UU., Suiza) pueden aumentar impuestos.

4. Riesgos generales:

- Factores externos como recesiones, inflación, conflictos geopolíticos o cambios demográficos impactan la demanda y los costos.
- Volatilidad en las relaciones internacionales y el mercado financiero afecta estabilidad e ingresos.

En conjunto, estos riesgos limitan la flexibilidad operativa y financiera, poniendo presión en la capacidad de la empresa para adaptarse y competir.

3.1.2 El mercado de acciones y los dividendos de Electronic Arts:

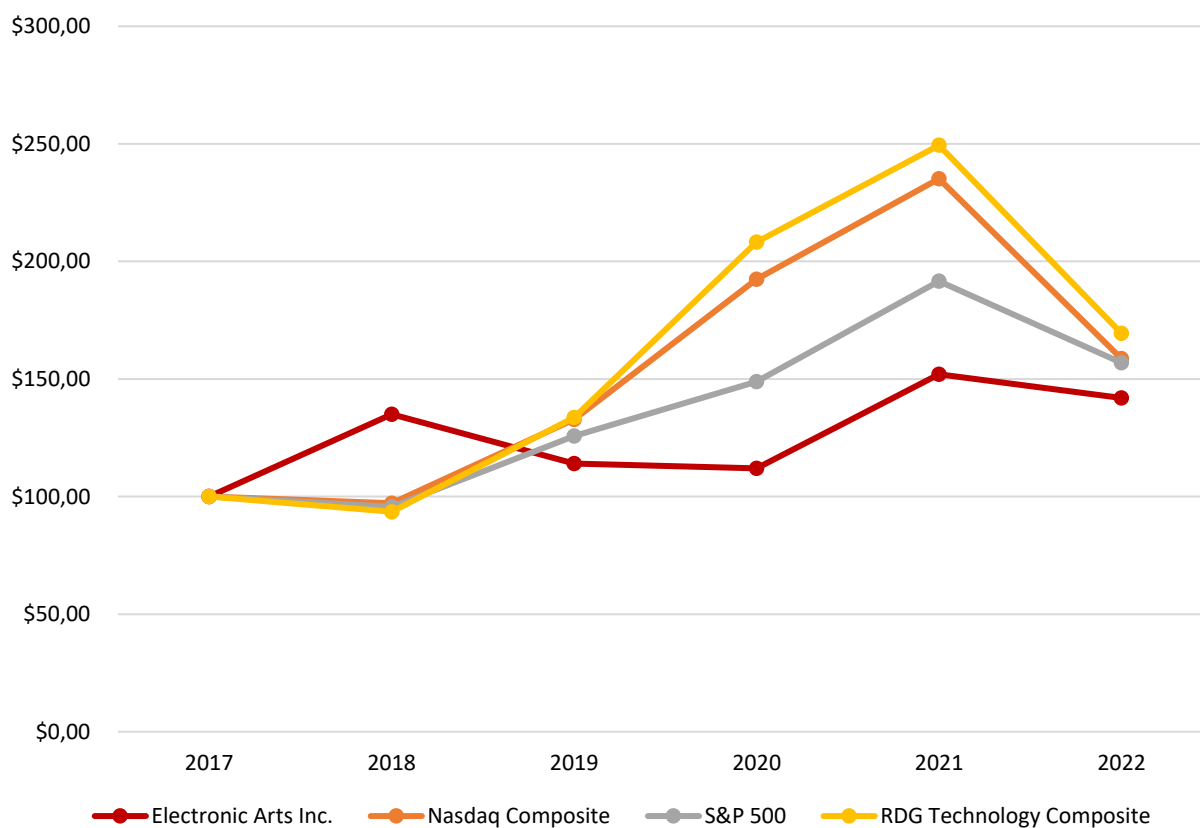
Electronic Arts tiene aproximadamente 674 accionistas registrados, con muchas acciones en nombre de intermediarios. Las acciones se cotizan en el Nasdaq bajo el símbolo "EA".

En noviembre de 2020, la empresa comenzó a pagar un dividendo trimestral de \$0.17 por acción, que se incrementó a \$0.19 en mayo de 2022. Durante el año fiscal 2022, pagó \$193 millones en dividendos y planea continuar con pagos similares, sujetos a la aprobación del Consejo de directores.

En noviembre de 2020, aprobó un programa de recompra de hasta \$2.6 mil millones en acciones, con un vencimiento en noviembre de 2022. Durante el año fiscal 2022, recompraron aproximadamente 9.5 millones de acciones por un valor de \$1,300 millones.

En los últimos cinco años (de marzo de 2017 a marzo de 2022), las acciones de Electronic Arts tuvieron un rendimiento estable, pero por debajo de los índices comparados, como el S&P 500 y el Nasdaq Composite.

Ilustración 4: Comparación del Retorno Total Acumulativo a 5 años



4. CAPITAL EMPLEADO o CAPITAL TOTAL

4.1 Cálculo del Capital Empleado

El capital empleado se define como la riqueza, en efectivo o en especie, que es puesta a disposición de una compañía por todos los proveedores de recursos. Esto incluye tanto aportes directos como indirectos y se da a cambio de una expectativa de retribución futura. Este capital se invierte en el desarrollo de los negocios de la empresa, ya sea en activos operativos, financieros u otros, dependiendo del modelo de negocio²⁰²¹.

Características Clave:

- Riqueza en Efectivo o Especie: Representa los recursos tangibles e intangibles utilizados por la empresa.
- A Disposición de la Firma: Estos recursos son administrados directamente por la compañía para sus operaciones.
- Inmovilización de Recursos: El capital puede estar comprometido de manera directa (inversiones propias) o indirecta (participaciones de terceros).
- Involucra a Todos los Proveedores de Riqueza: Esto incluye accionistas, inversionistas externos y prestamistas.
- Expectativa de Retribución: Los proveedores del capital esperan beneficios, ya sea en forma de dividendos, intereses o ganancias de capital.

Componentes Principales:

El capital empleado generalmente se calcula como la suma de:

- Deuda Financiera Total: Incluye las obligaciones financieras corrientes y a largo plazo.
- Patrimonio Neto: Conformado por el capital social y las reservas acumuladas de los accionistas.
- Participación Minoritaria: Capital invertido por terceros en las filiales consolidadas.

²⁰ FasterCapital (2014)

²¹ Dumrauf (2013)

- Otros elementos que pueden formar parte del capital empleado incluyen: Acciones preferidas, deuda subordinada (junior), financiamiento respaldado por activos (asset-backed financing) y bonos convertibles.

Fórmula General:

$$\text{Capital Empleado} = \text{Deuda Financiera Total} + \text{Patrimonio Neto} + \text{Participación Minoritaria}$$

Utilidad del Capital Empleado:

- Eficiencia Financiera: Permite evaluar cómo la empresa utiliza sus recursos para generar ingresos operativos.
- Análisis de Tendencias: Ayuda a identificar cambios en la estructura de financiamiento de la empresa a lo largo del tiempo.
- Optimización del Uso del Capital: Es una base para calcular el retorno sobre el capital empleado (ROCE), un indicador clave en la toma de decisiones estratégicas.

Esta métrica es fundamental para entender la capacidad operativa y financiera de la empresa en términos de sus recursos totales comprometidos²².

4.1.1 Comparación del Capital Empleado: Activision Blizzard vs Electronic Arts.

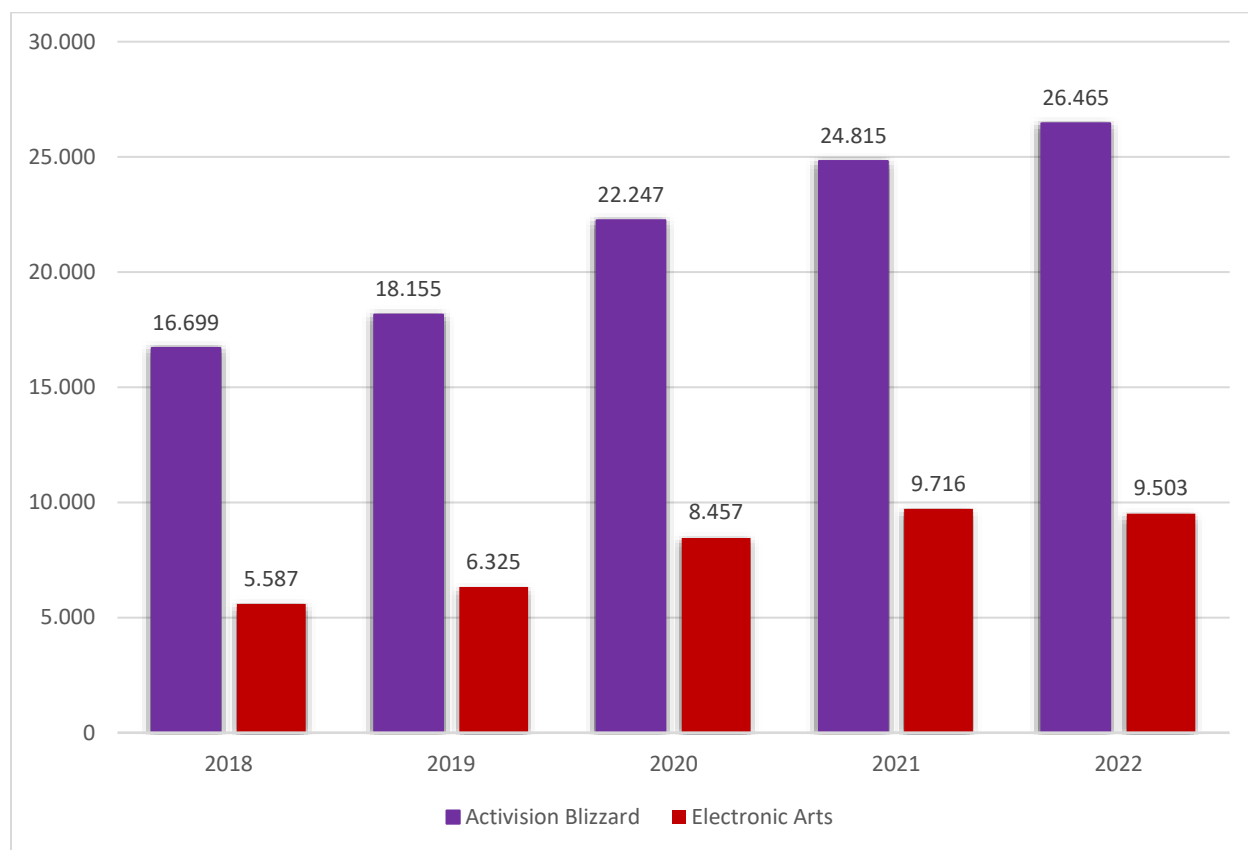
El análisis comparativo del capital empleado entre Activision Blizzard (AB) y Electronic Arts (EA) evidencia diferencias notables en su escala operativa, estructura financiera y estrategias de crecimiento. AB opera en una escala significativamente mayor, con un capital empleado promedio de \$21,676M, casi tres veces el de EA (\$7,918M). Este dominio se refleja en un crecimiento estable del 12.75% anual en promedio, mientras que EA muestra mayor volatilidad, con picos de crecimiento del 34% en 2020 y caídas del -2% en 2022.

En términos de gestión financiera, AB destaca por su menor dependencia del endeudamiento, con una deuda que representa solo el 13-14% de su capital empleado y un crecimiento sólido del patrimonio neto del 69.5% entre 2018 y 2022. En cambio, EA recurre más al financiamiento externo, con una deuda que constituye el 20% del capital empleado en promedio,

²² FasterCapital (2014)

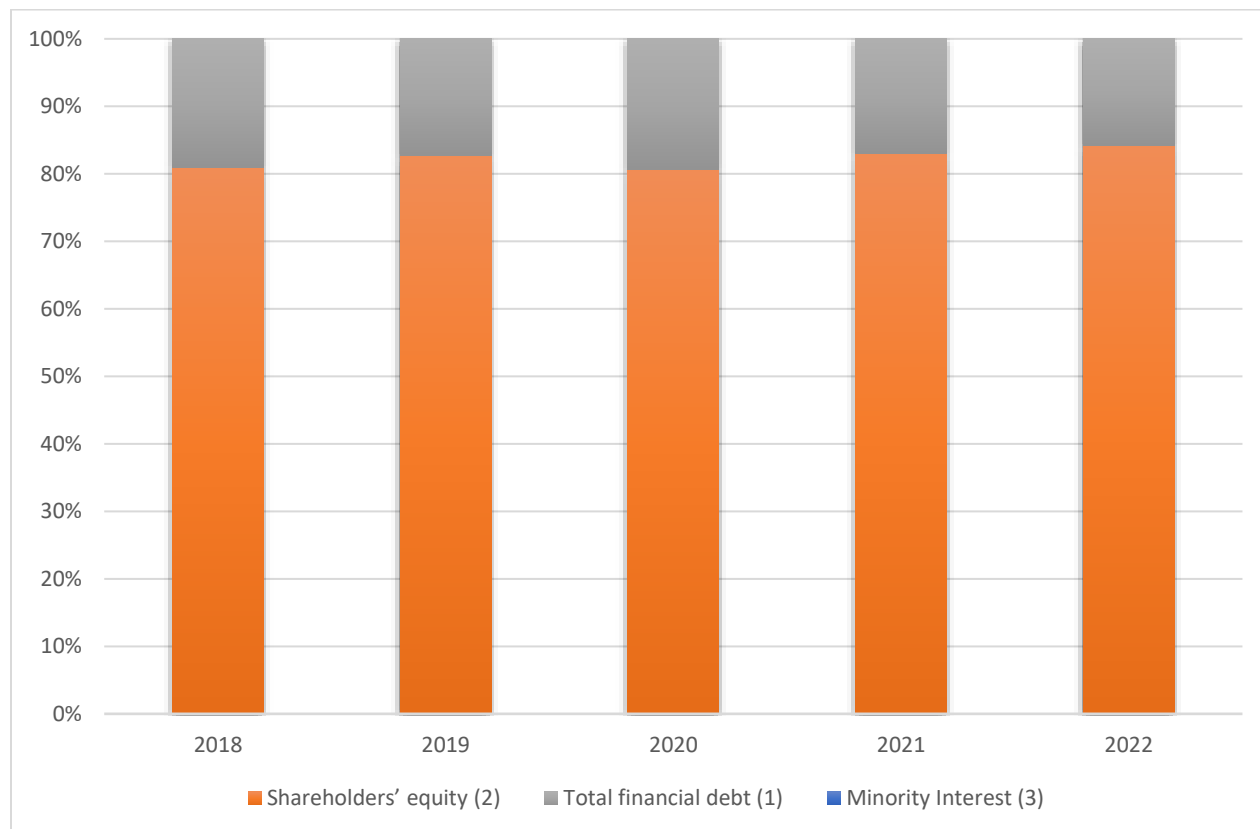
lo que aumenta su exposición a riesgos financieros. Aunque EA también incrementó su patrimonio neto en un 65.9%, este mostró una contracción del -2.7% en 2022, reflejando desafíos en la acumulación de recursos propios.

Ilustración 5: Capital Empleado Anual (en Millones de USD)



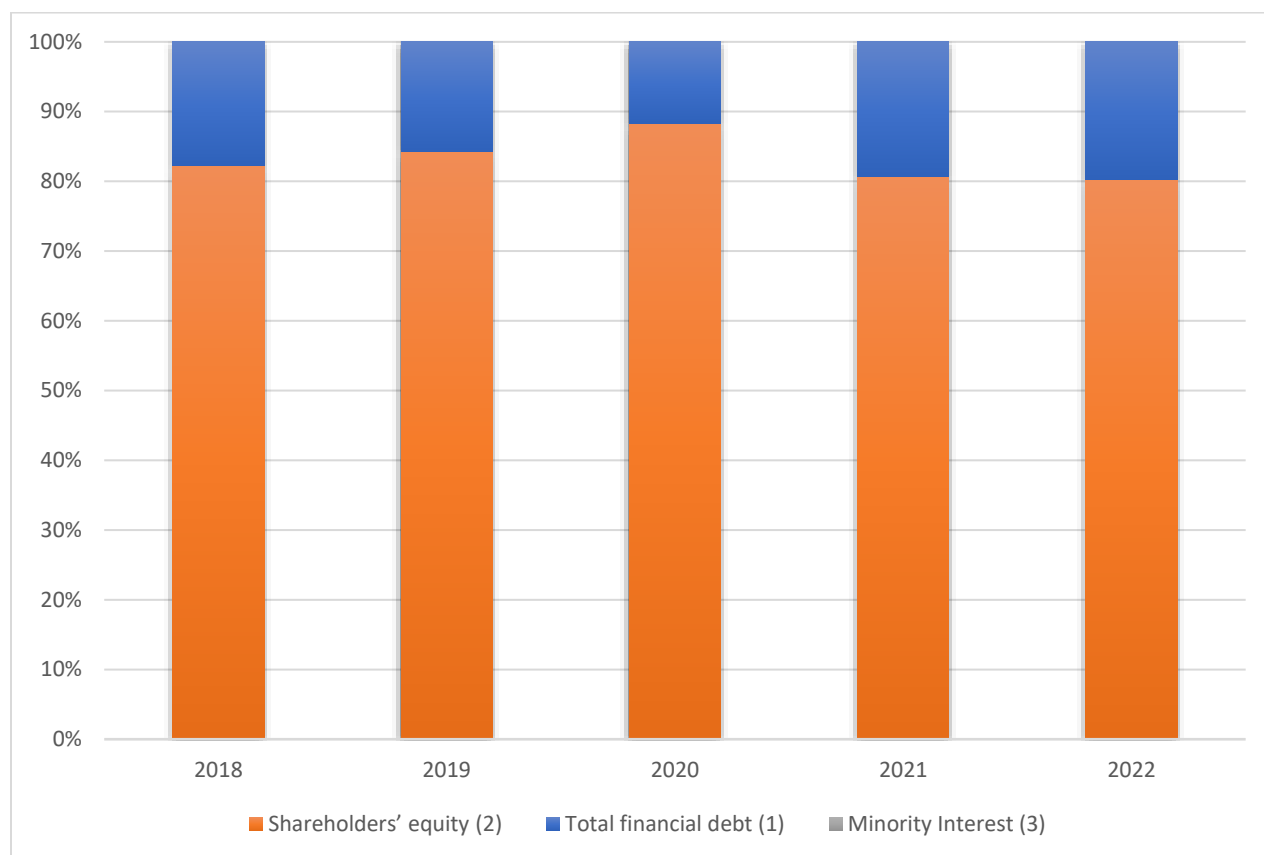
El crecimiento del capital empleado en ambas empresas es notable, pero AB lidera con una trayectoria más consistente y menos dependiente de apalancamiento financiero. Por otro lado, la estrategia de EA, basada en un mayor uso de deuda para financiar su expansión, podría generar riesgos adicionales en escenarios de aumento en tasas de interés o fluctuaciones en el flujo de caja.

Ilustración 6: Composición del Capital Empleado de Activision Blizzard (en Millones de USD)



En conclusión, Activision Blizzard se consolida como la empresa dominante en términos de capital empleado y estabilidad financiera, mientras que Electronic Arts enfrenta mayor variabilidad en su desempeño y una mayor dependencia del apalancamiento financiero. Esto posiciona a AB como una compañía con mayor resiliencia y capacidad para sostener su crecimiento a largo plazo.

Ilustración 7: Composición del Capital Empleado de Electronic Arts. (en Millones de USD)



5. ANÁLISIS DE INVERSIÓN Y MÉTRICAS FINANCIERAS

Se realizaron cálculos financieros esenciales para evaluar la estructura y eficiencia operativa de cada empresa. Esto incluyó el análisis detallado de activos operativos y tipos de inversión operativa (bruta, neta y total), así como la identificación de gastos en capital (CAPEX), desinversiones, inversión en activos intangibles y la gestión del capital de trabajo en sus diferentes enfoques (amplio, operativo y estricto).

Además, se determinaron métricas clave de riesgo y costo financiero, como el Beta (que mide la volatilidad del retorno de la empresa frente al mercado), el Costo del Equity (tasa de retorno requerida por los inversionistas) y el WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital), que refleja el costo combinado de la financiación con capital propio y deuda.

El objetivo de estos cálculos es proporcionar una visión integral de cómo las empresas gestionan sus recursos y generan valor, evaluando la eficiencia en sus operaciones y el impacto del costo del capital en la creación de riqueza para sus accionistas.

5.1 Activos Operativos

Los activos operativos representan los recursos clave acumulados por una empresa para sustentar y potenciar sus actividades comerciales principales. Estos activos constituyen la base sobre la cual se generan los flujos de caja operativos ordinarios (NOPAT, por sus siglas en inglés: Net Operating Profit After Tax). Esto permite a la empresa cubrir el costo del capital empleado y, potencialmente, crear valor adicional al exceder dicho costo²³.

A diferencia de los activos financieros, que no contribuyen directamente al flujo de caja operativo regular, los activos operativos están estrechamente vinculados con las actividades centrales del negocio. Se pueden desglosar en tres componentes principales:

- Net PP&E (Propiedades, Plantas y Equipamiento): Representa los bienes físicos que la empresa utiliza en sus operaciones, como instalaciones, maquinaria y equipos.

²³ Brigham & Ehrhard (2020)

- **Activos intangibles:** Incluyen recursos no físicos como patentes, marcas registradas, software y goodwill, que son fundamentales para el funcionamiento y la ventaja competitiva de la empresa.
- **Capital de Trabajo Neto Operativo (CTNO):** Es la diferencia entre los activos circulantes operativos (como inventarios y cuentas por cobrar) y los pasivos circulantes operativos (como cuentas por pagar). Refleja la inversión requerida para gestionar las operaciones diarias de la empresa.

La relación general se resume como: $AO = \text{Net PP\&E} + \text{Activos Intangibles} + \text{CTNO}$.

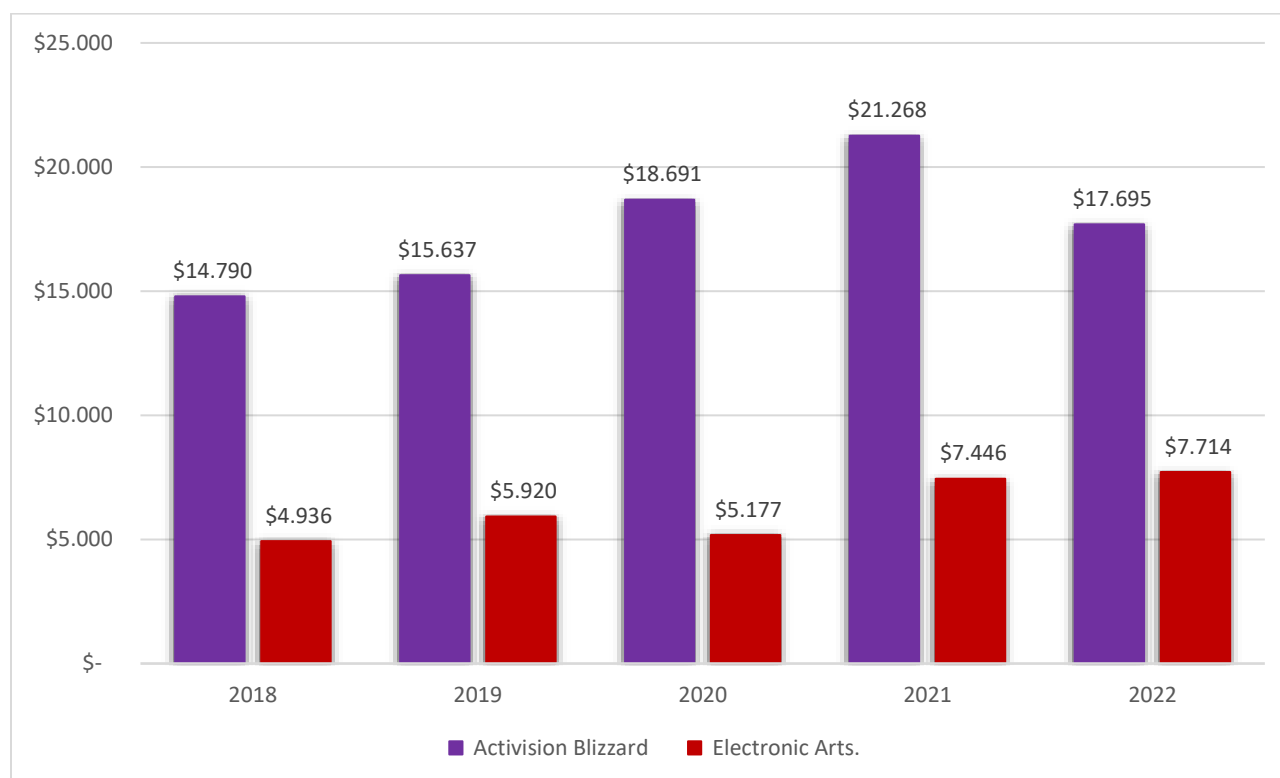
Estos activos son críticos porque forman la plataforma que sostiene las operaciones ordinarias y permite a la empresa generar ingresos y beneficios sostenibles.

5.1.1 Comparación de los Activos Operativos: Activision Blizzard vs Electronic Arts

El análisis de los activos operativos de Activision Blizzard (AB) y Electronic Arts (EA) destaca diferencias sustanciales en tamaño, composición y estrategia de manejo de activos. AB mantiene una clara ventaja en escala, con un promedio de activos operativos de \$17,616M frente a los \$6,239M de EA, casi tres veces más. Sin embargo, en 2022 AB sufrió una contracción significativa del -17%, tras un crecimiento constante hasta 2021. Por su parte, EA mostró un comportamiento más volátil, con caídas como la de 2020 (-13%) y un fuerte repunte en 2021 (+44%), seguido de una estabilización moderada en 2022 (+4%).

En cuanto a los activos intangibles y el goodwill, AB concentra una proporción considerable en estos, representando casi dos tercios de sus activos operativos con un promedio de \$11,108M. A pesar de esto, su crecimiento ha sido moderado y sostenido. EA, por otro lado, incrementó agresivamente estos activos, especialmente en 2022, alcanzando el 88% del total de sus activos operativos, impulsado por un aumento en goodwill que podría estar relacionado con adquisiciones recientes.

Ilustración 8: Activos Operativos (en millones de USD)



Las inversiones físicas en Property, Plant & Equipment (PP&E) reflejan otra diferencia clave. AB tiene un promedio marginal de \$221M (menos del 2% de sus activos operativos), con una tendencia decreciente entre 2018 y 2021 y una leve recuperación en 2022. En cambio, EA muestra una inversión casi el doble en este rubro, con un promedio de \$478M, evidenciando una estrategia más orientada a activos tangibles.s

De esta forma, Activision Blizzard se consolida como líder en tamaño y escala de activos operativos, pero con una alta dependencia de intangibles que podría implicar riesgos en la evaluación de sus activos. Electronic Arts, aunque más volátil, ha diversificado sus inversiones con un enfoque más tangible en PP&E y un crecimiento agresivo en intangibles, lo que refleja una estrategia de expansión más dinámica.

Ilustración 9: Composición de los Activos Operativos de Activision Blizzard Inc.

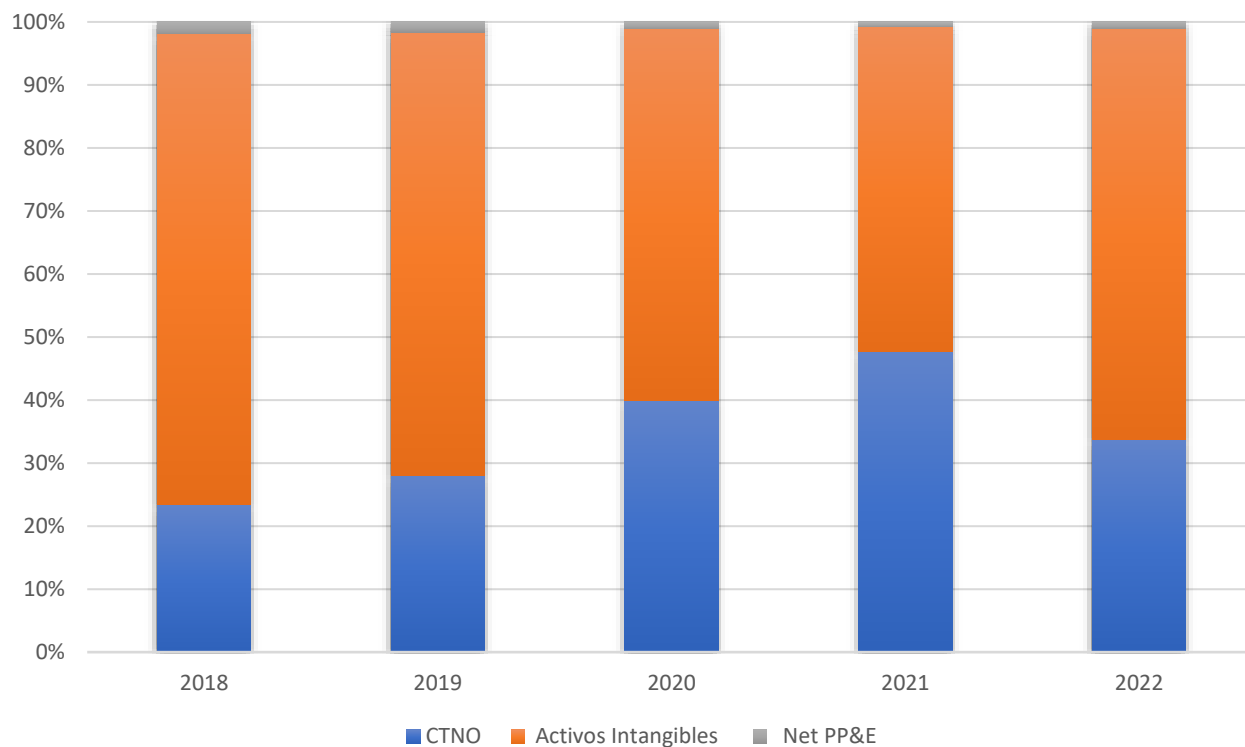
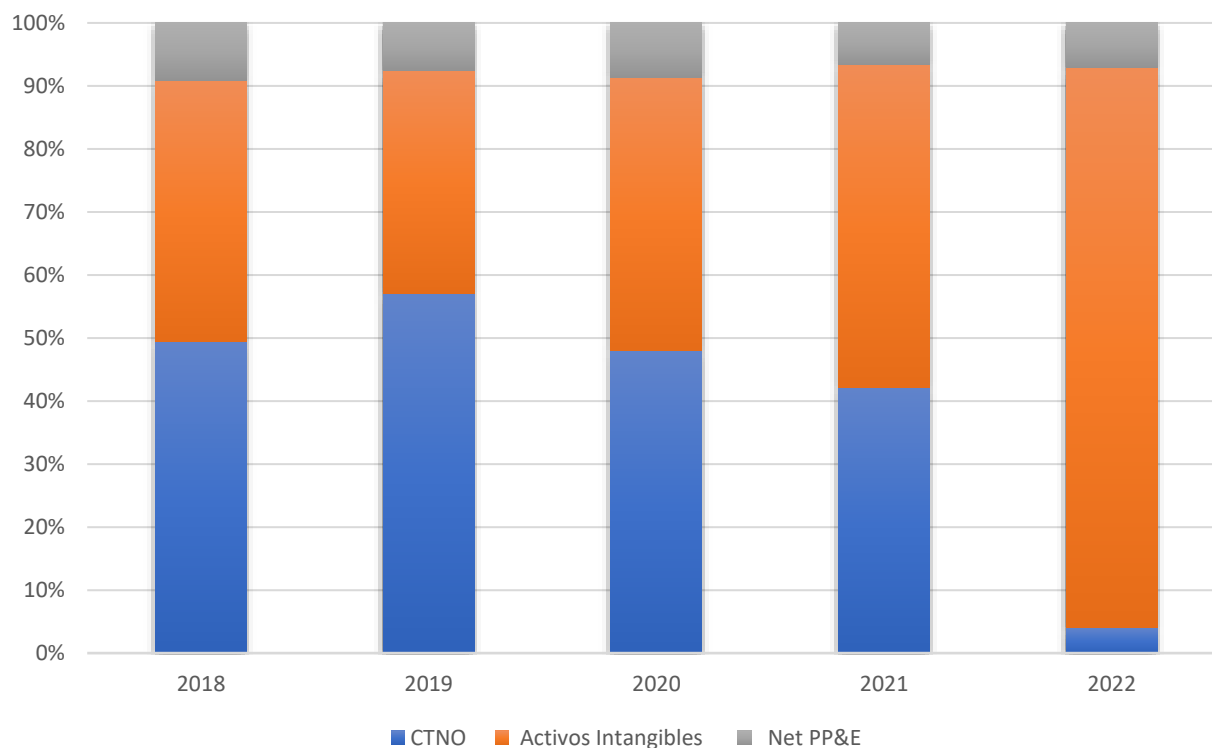


Ilustración 10: Composición de los Activos Operativos de Electronic Arts. Inc.



5.2 Inversión Operativa: Bruta, Neta y Total

La inversión operativa se refiere a los recursos destinados por una empresa para mantener y expandir su capacidad operativa. Se clasifica en tres categorías principales²⁴:

- **Inversión Operativa Bruta:** Representa el total de recursos invertidos en activos operativos sin considerar el desgaste o la depreciación de los mismos. Incluye la adquisición inicial de activos como propiedades, plantas, equipos, intangibles y capital de trabajo.
- **Inversión Operativa Neta:** Se obtiene al ajustar la inversión bruta por la depreciación y amortización acumuladas. Refleja el valor actual de los activos operativos, indicando cuánto de la inversión inicial aún tiene capacidad para generar valor.
- **Inversión Operativa Total:** Incluye tanto la inversión operativa neta como las nuevas inversiones o reinversiones realizadas durante un periodo. Representa el esfuerzo financiero global para mantener y expandir las operaciones, combinando los activos existentes con los recursos recientemente incorporados.

Estas métricas permiten evaluar la eficiencia y sostenibilidad de las operaciones de una empresa, medir su capacidad para generar flujo de caja operativo y analizar cómo gestiona sus recursos en el tiempo.

5.2.1 Comparación de la Inversión Operativa: Activision Blizzard vs Electronic Arts

La comparativa de las inversiones operativas entre Activision Blizzard y Electronic Arts permite analizar sus estrategias de gestión de recursos destinados a mantener y expandir sus capacidades operativas. Este análisis se realizó considerando la inversión operativa bruta, neta y los costos asociados a la depreciación, amortización e impairment (DA&I). Los resultados destacan diferencias significativas en la estabilidad y consistencia de las decisiones de inversión de ambas empresas.

En cuanto a la inversión operativa bruta, Activision Blizzard presentó un comportamiento más consistente, con una recuperación notable en 2022, donde logró alcanzar una inversión positiva de \$3,088 millones, tras haber experimentado su mayor contracción en 2020 con \$(3,761)

²⁴ Brigham & Houstoun (2022)

millones. Por su parte, Electronic Arts mostró una mayor volatilidad, con un desempeño positivo en 2020 (\$927 millones), seguido de una caída significativa en 2021 (\$(2,231) millones). Aunque ambas empresas enfrentaron desafíos en sus inversiones brutas, Activision Blizzard sobresalió por su capacidad para revertir la tendencia negativa.

La inversión operativa neta, que ajusta las cifras brutas por depreciación y amortización, resalta aún más las diferencias entre las compañías. Activision Blizzard tuvo un promedio neto de \$(2,208) millones, reflejando una estructura más intensiva en activos intangibles. Sin embargo, su recuperación en 2022 fue notable, alcanzando una cifra positiva de \$2,692 millones. En contraste, Electronic Arts tuvo un promedio neto de \$(1,083) millones, pero su comportamiento fue más irregular. Aunque experimentó un aumento significativo en 2020 (+\$772 millones), registró una caída abrupta en 2021 (\$(2,372) millones), lo que evidencia su mayor sensibilidad a los cambios estratégicos.

Los costos relacionados con la depreciación, amortización e impairment (DA&I) también marcan una diferencia importante. Activision Blizzard tuvo un promedio anual de \$605 millones, significativamente mayor al de Electronic Arts (\$212 millones). Esto refleja la mayor intensidad de sus operaciones en activos intangibles y su estrategia de inversión a largo plazo. No obstante, Activision Blizzard mostró una tendencia decreciente en estos costos hasta 2022, mientras que Electronic Arts experimentó un aumento considerable en el mismo año, probablemente debido a adquisiciones recientes y ajustes en sus activos.

Finalmente, la variación anual de la inversión neta pone de manifiesto la estabilidad relativa de Activision Blizzard frente a la volatilidad de Electronic Arts. Mientras que la primera logró una recuperación sólida en 2022 (+170%), la segunda enfrentó fluctuaciones más pronunciadas, con un aumento del 213% en 2020, seguido de una caída del 407% en 2021.

En conclusión, Activision Blizzard demuestra una mayor capacidad para adaptarse a las condiciones del mercado y estabilizar sus inversiones operativas, destacándose por su enfoque estratégico y sostenibilidad financiera. En cambio, Electronic Arts enfrenta desafíos relacionados con la volatilidad de sus decisiones de inversión, aunque ha demostrado cierto margen de recuperación en años recientes. Estas diferencias reflejan la efectividad y los riesgos inherentes a las estrategias de gestión de recursos de ambas compañías.

Ilustración 11: Activision Blizzard: Evolución de la Inversión y sus componentes (en millones de USD).

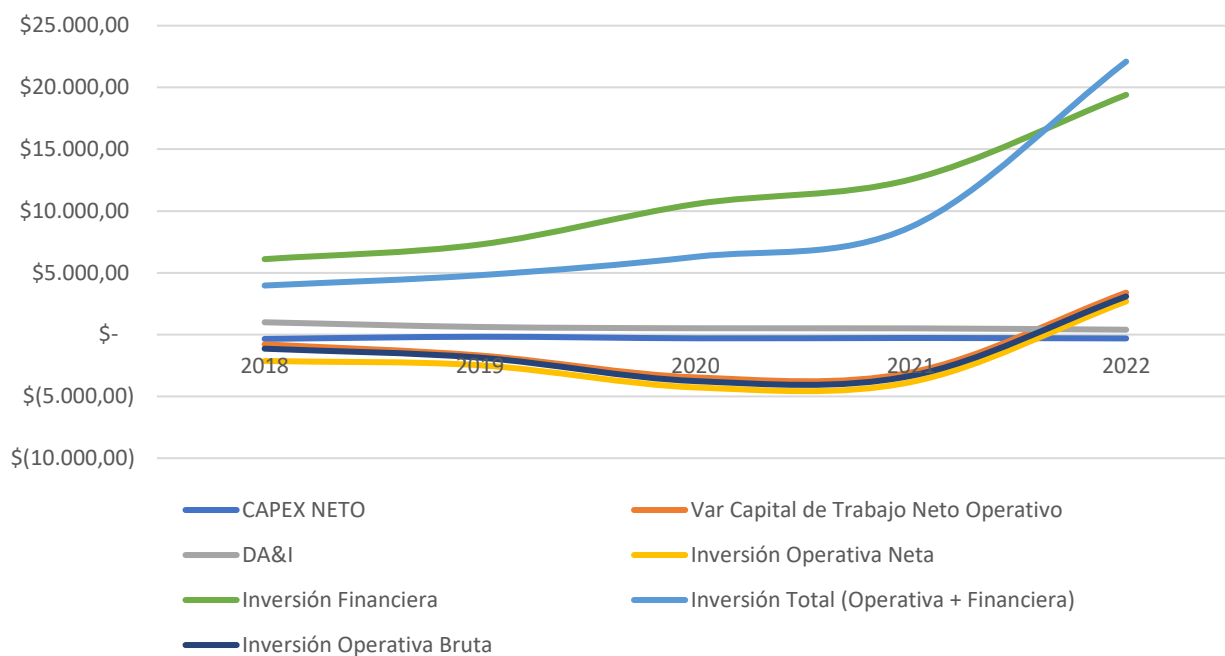
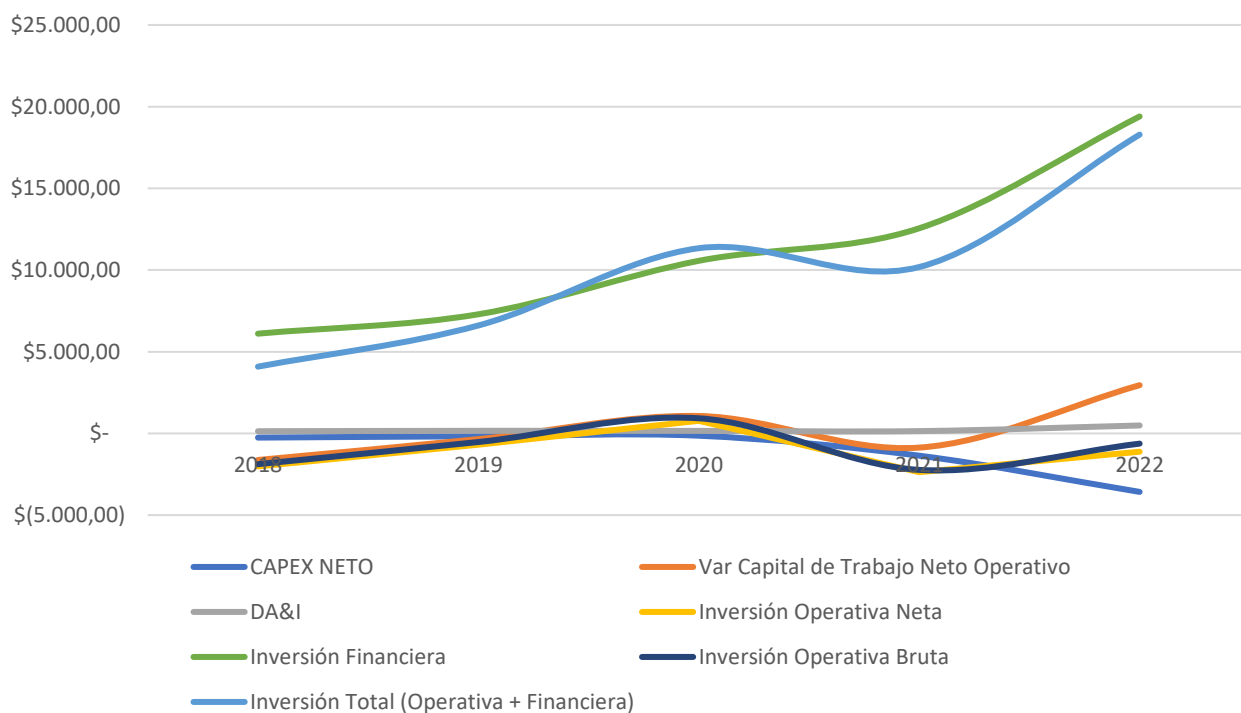


Ilustración 12: Electronic Arts: Evolución de la Inversión y sus componentes (en millones de USD)



6. ROIC, WACC y FCF Operativo

6.1 ROIC

El ROIC (*Return on Invested Capital*), o **retorno sobre el capital invertido**, es un indicador financiero clave que mide la rentabilidad que una empresa obtiene sobre el capital total invertido en sus operaciones. Esta ratio es ampliamente utilizada para evaluar qué tan eficientemente una empresa utiliza su capital (tanto deudas como capital propio) para generar ganancias.

Fórmula del ROIC:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Capital Invertido Promedio}$$

1. NOPAT (Net Operating Profit After Taxes): Representa las ganancias operativas después de impuestos, sin incluir el efecto de los intereses y otras partidas no operativas. Se calcula como:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tasa de Impuesto})$$

Donde:

- EBIT es el beneficio antes de intereses e impuestos (Earnings Before Interest and Taxes).
 - Tasa de impuesto es la tasa impositiva efectiva que paga la empresa.
2. Capital Invertido Promedio: Es la suma de todos los recursos que una empresa utiliza para financiar sus operaciones. Incluye:
 - Capital propio (Equity).
 - Deuda neta (Debt - Cash).

Puede calcularse de las siguientes maneras:

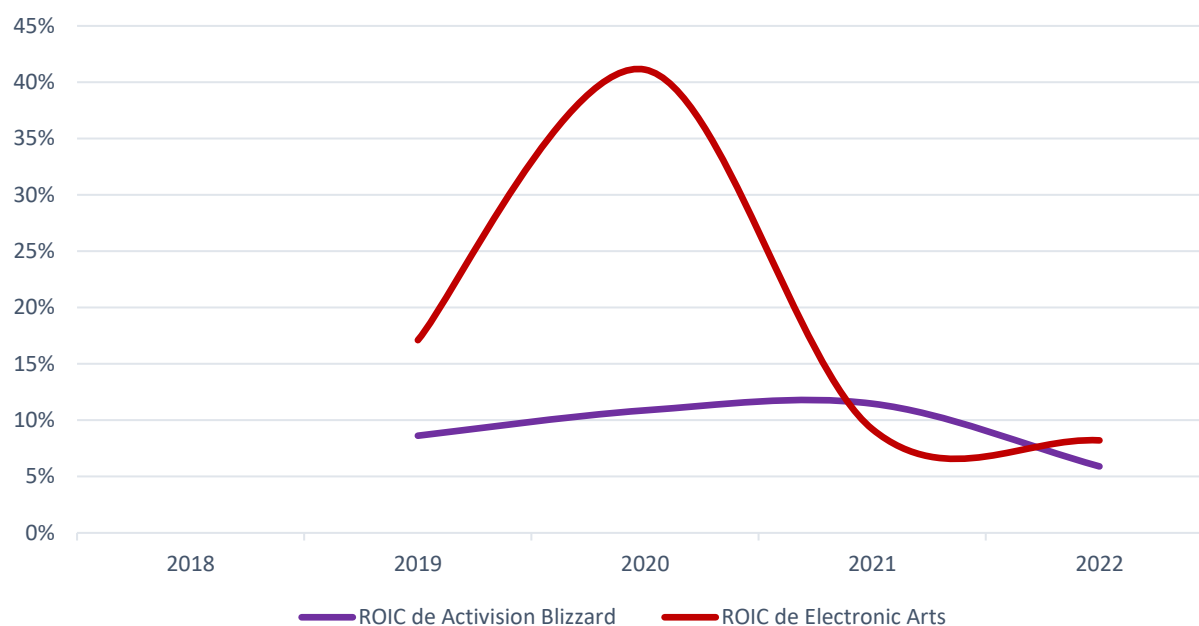
- a. Capital Invertido = Activos Totales – Pasivos Corrientes no Intereses
- b. Capital Invertido = Deuda con intereses + Capital contable

Interpretación del ROIC:

Un ROIC mayor al costo de capital promedio ponderado (WACC) indica que la empresa está creando valor para los accionistas.

Si el ROIC es menor al WACC, la empresa está destruyendo valor, ya que no genera suficientes retornos para cubrir el costo del capital.

Ilustración 13: Evolución del ROIC: Activision Blizzard vs Electronic Arts.



A partir de la observación del ROIC de cada empresa se pueden extraer las siguientes observaciones:

El retorno sobre el capital invertido (ROIC) de Activision Blizzard muestra una trayectoria relativamente estable entre 2019 y 2021, con un aumento del 9% al 11%, lo que refleja un desempeño constante en la generación de valor sobre su capital invertido. Sin embargo, en 2022 se observa una caída significativa al 6%. Esto se debe a una disminución en el NOPAT, que pasó de \$2,699 millones en 2021 a \$1,513 millones en 2022, probablemente por factores operativos o económicos que afectaron negativamente sus resultados. A pesar de esta caída, el capital empleado promedio creció consistentemente durante el periodo, aumentando de \$17,427 millones en 2019 a \$25,640 millones en 2022, lo que sugiere una expansión de la empresa, aunque no necesariamente una mayor eficiencia en el uso de los recursos.

Por otro lado, Electronic Arts, presentó un comportamiento más volátil en su ROIC a lo largo de los años analizados. En 2019, alcanzó un sólido 17%, pero en 2020 se disparó a un excepcional 41%, impulsado por un aumento significativo en el NOPAT, que pasó de \$1,019 millones en 2019 a \$3,039 millones en 2020. Este aumento probablemente se relaciona con la alta demanda de videojuegos durante la pandemia. Sin embargo, el ROIC de EA disminuyó gradualmente en los años siguientes, alcanzando el 9% en 2021 y el 8% en 2022, lo que refleja un retorno más moderado a niveles históricos. Durante este periodo, el capital empleado promedio también creció de manera consistente, lo que indica inversiones continuas, aunque el impacto en los retornos no fue tan significativo como en 2020.

En términos generales, Electronic Arts ha mostrado un ROIC más alto en comparación con Activision Blizzard, lo que indica una mayor eficiencia en el uso de su capital invertido. En particular, el ROIC de EA en 2020 (41%) fue significativamente superior al de Activision (11%) gracias al aumento excepcional en sus ganancias durante la pandemia. Sin embargo, mientras que Activision Blizzard presenta una tendencia más estable, EA experimenta una mayor volatilidad, lo que podría reflejar diferencias en sus modelos de negocio o sensibilidad a factores externos.

Ambas empresas enfrentaron una disminución en su ROIC en 2022. Activision Blizzard cayó a un 6%, mientras que EA logró mantener un 8%, mostrando una gestión ligeramente más eficiente en un entorno probablemente desafiante para ambas compañías. Además, Activision Blizzard opera con un capital empleado promedio mucho mayor, pero EA parece ser más eficiente al generar retornos con menos recursos. Esto sugiere que EA tiene una estructura operativa más ágil o una mejor optimización de sus inversiones.

En conclusión, si bien ambas empresas enfrentan retos en la generación de retornos consistentes, EA destaca por su capacidad para maximizar los retornos en relación con su capital, aunque con mayor volatilidad. Activision Blizzard, por su parte, muestra estabilidad en el largo plazo, pero su caída en 2022 plantea preguntas sobre su capacidad para mantener la eficiencia operativa en el futuro. Esto hace que el desempeño de EA sea más atractivo desde la perspectiva de la rentabilidad del capital invertido, especialmente para inversores que valoran altos retornos, aunque con un mayor riesgo asociado.

6.2 WACC

El WACC (Weighted Average Cost of Capital), o Costo Promedio Ponderado de Capital, es un indicador financiero que mide el costo promedio que una empresa paga por el capital que utiliza, ponderando el costo de sus fuentes de financiamiento principales: deuda y capital propio. Este indicador es fundamental porque representa el mínimo retorno que una empresa debe generar para satisfacer a sus inversores y acreedores.

Fórmula del WACC:

$$\text{WACC} = ((E / (D + E)) \times Re) + (D / (E + D)) \times Rd \times (1 - T))$$

Los componentes de la fórmula son:

1. E : Capital propio (Equity), o valor de mercado del capital social.
2. D : Deuda (Debt), o valor de mercado de las obligaciones financieras de la empresa.
3. Re : Costo del capital propio, es decir, el retorno esperado por los accionistas. Puede estimarse usando el modelo CAPM: $Re = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$

Donde:

- R_f : Tasa libre de riesgo (Risk-free rate).
 - β : Sensibilidad del activo frente al mercado.
 - R_m : Tasa de retorno del mercado.
4. R_d : Costo de la deuda, o la tasa de interés efectiva que paga la empresa por sus préstamos.
 5. T : Tasa impositiva efectiva, que reduce el costo de la deuda debido al beneficio fiscal del pago de intereses.

Interpretación del WACC:

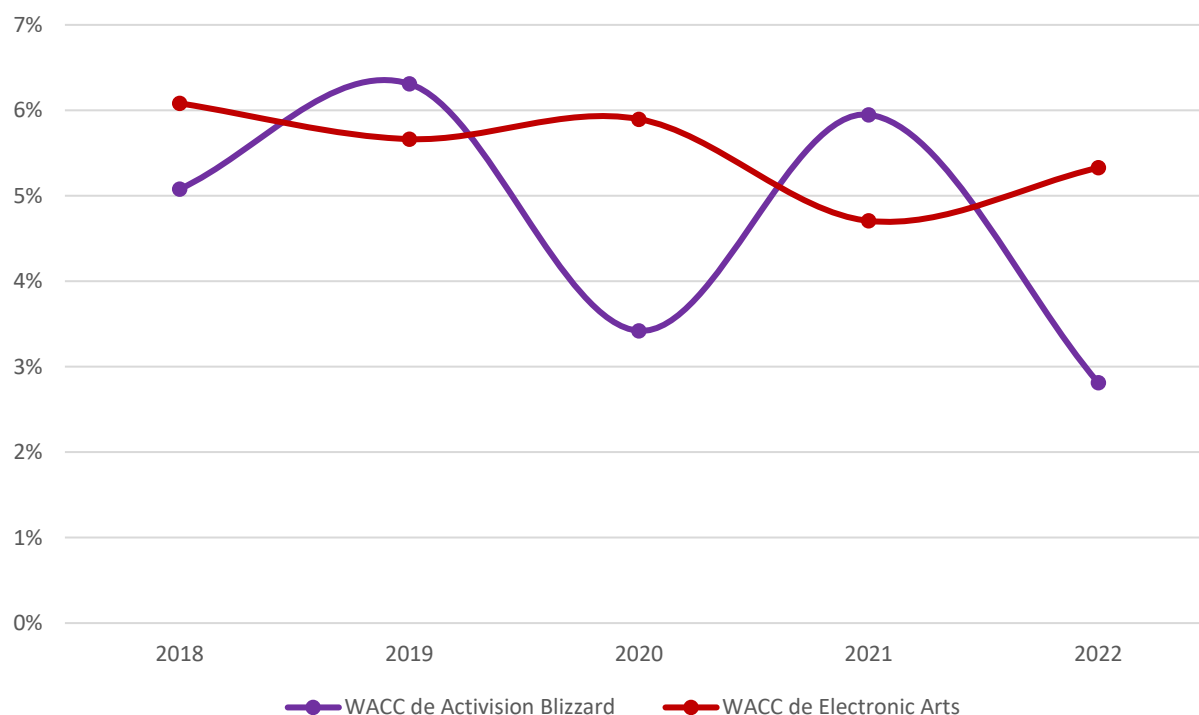
El WACC es un punto de equilibrio financiero: mide cuánto le cuesta a la empresa financiar cada dólar que invierte. Es fundamental para decidir si una empresa está utilizando eficientemente sus recursos y si vale la pena emprender nuevos proyectos. Una empresa que logra un retorno mayor a su WACC genera valor; una que no, pierde dinero en el proceso.

En este sentido, el análisis del WACC de Activision Blizzard y Electronic Arts revela diferencias significativas en sus estructuras de financiamiento y costos de capital durante el período 2018-2022.

Activision Blizzard mantiene una estructura de capital con una alta proporción de capital propio (E/EC), que oscila entre el 68% y el 73%, y una menor dependencia de deuda (D/EC), que

va del 27% al 32%. Esto implica una preferencia por el financiamiento con capital propio, lo cual es menos riesgoso, pero puede ser más costoso si los accionistas exigen altos retornos (K_e). El Beta, que mide la sensibilidad del activo al mercado, fluctúa considerablemente, alcanzando valores altos como 131% en 2021 y mínimos de 23% en 2022, reflejando variaciones en el riesgo percibido. El K_e de Activision Blizzard varía entre el 3% y el 8%, mientras que su costo de deuda (K_d) se mantiene relativamente bajo, en torno al 3%. Como resultado, el WACC de Activision Blizzard permanece moderado, oscilando entre el 3% y el 6%. Este nivel bajo de WACC sugiere un costo eficiente de financiamiento, aunque la variabilidad en el Beta y el K_e podría indicar que el mercado percibe riesgos cambiantes en ciertos años.

Ilustración 14: Comportamiento del WACC: Activision Blizzard vs Electronic Arts.



Electronic Arts, por su parte, presenta una estructura de capital aún más dependiente del capital propio (E/EC), con valores consistentemente altos entre el 80% y el 88%, y una deuda significativamente menor (D/EC), fluctuando entre el 12% y el 20%. Esto implica un enfoque conservador en cuanto al uso de deuda. Sin embargo, el Beta de Electronic Arts se muestra más estable que el de Activision Blizzard, con valores que van del 54% al 85%, lo que indica una menor volatilidad relativa en el mercado. El costo del capital propio (K_e) se mantiene en un rango

estrecho del 5% al 7%, y el costo de deuda (K_d) muestra algunas anomalías, como valores negativos en 2021 y 2022 debido a ingresos financieros superiores a los gastos por intereses. A pesar de estas irregularidades, el WACC de Electronic Arts es relativamente constante, fluctuando entre el 5% y el 6%, lo que refleja una estabilidad en su costo de financiamiento.

Comparación:

1. Estructura de capital: Ambas empresas tienen una alta dependencia del capital propio, aunque es más pronunciada en Electronic Arts (80%-88% contra 68%-73% en Activision Blizzard). Esto sugiere que Electronic Arts adopta un enfoque más conservador y depende menos de la deuda como fuente de financiamiento.
2. Volatilidad del mercado: El Beta de Activision Blizzard es más variable, indicando mayor sensibilidad al riesgo de mercado en ciertos años, mientras que Electronic Arts muestra mayor estabilidad en este indicador.
3. Costo del capital propio: Activision Blizzard experimenta mayor variabilidad en el K_e , lo que podría estar relacionado con la percepción cambiante del riesgo. En contraste, Electronic Arts mantiene un K_e más estable, reflejando una menor fluctuación en las expectativas de los accionistas.
4. Costo de deuda: K_d de Activision Blizzard es más consistente, mientras que Electronic Arts presenta valores negativos en los últimos años debido a ingresos financieros netos que superan los costos por intereses, lo cual puede ser inusual en un análisis típico.
5. WACC: El WACC de Activision Blizzard varía más (3%-6%) que el de Electronic Arts (5%-6%). Esto sugiere que Activision Blizzard puede estar más expuesta a cambios en el costo de financiamiento, mientras que Electronic Arts mantiene una estructura más estable y predecible.

En resumen, Activision Blizzard muestra mayor variabilidad en sus indicadores, lo que podría estar relacionado con fluctuaciones en el riesgo percibido y en su estructura financiera. Por su parte, Electronic Arts adopta un enfoque más conservador y estable, con un WACC más consistente, pero con algunas anomalías en el costo de deuda en los años recientes. Ambos enfoques tienen ventajas y desventajas, dependiendo del entorno económico y la estrategia corporativa.

6.3 FCF Operativo

El Free Cash Flow Operativo (Flujo de Caja Libre Operativo) es el efectivo generado por las operaciones principales de una empresa después de cubrir los gastos necesarios para mantener o expandir su capacidad operativa, como el capital de trabajo y las inversiones en activos fijos. Representa el efectivo disponible para la empresa antes de considerar el financiamiento externo o las distribuciones a accionistas.

En términos simples, es el flujo de caja que la empresa genera únicamente a partir de su actividad operativa y que está disponible para financiar crecimiento, reducir deuda o repartir dividendos.

El cálculo del FCF Operativo puede realizarse partiendo del EBITDA o del NOPAT, dependiendo de la información disponible.

Fórmula general:

$$\text{FCF Operativo} = \text{EBIT} (1 - \text{Tax Rate}) + \text{Depreciación y Amortización} - \Delta \text{Capital de Trabajo} - \text{Inversiones de Capital (CAPEX)}$$

El FCF Operativo es clave para evaluar la capacidad de una empresa de reinvertir en crecimiento sin depender de financiamiento externo, medir su liquidez y analizar su salud financiera. Un FCF positivo indica suficiente generación de efectivo para operar y expandirse, mientras que uno negativo puede señalar problemas financieros. Además, es fundamental en la valoración empresarial mediante métodos como el flujo de caja descontado (DCF) y ayuda a los gerentes a decidir entre reinvertir, reducir deuda o distribuir valor a los accionistas.

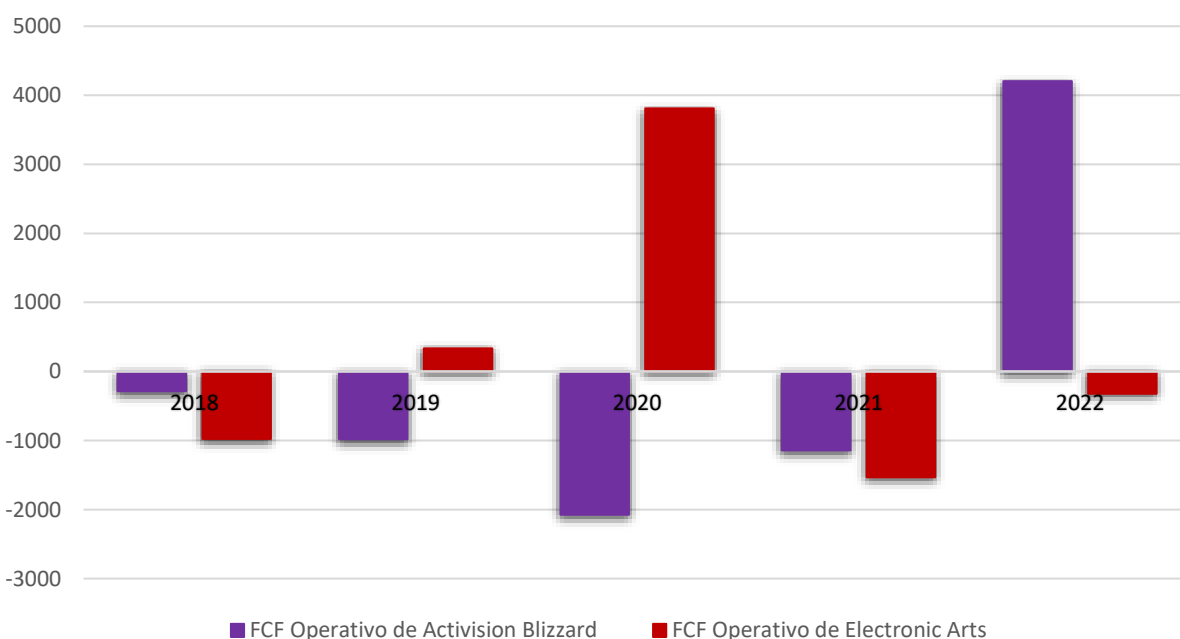
Del análisis de FCF operativo de las empresas en cuestión se desprende que en Activision Blizzard, los Capital Charges muestran una tendencia de incremento estable, mientras que la Renta Residual alcanza su máximo en 2020, con una disminución en 2021 y 2022. Esto sugiere que, aunque los cargos de capital permanecieron consistentes, la rentabilidad generada después de cubrirlos se redujo significativamente en los últimos años. Por otro lado, el FCF Operativo refleja valores negativos de 2018 a 2021, indicando desafíos en la generación de efectivo operativo, aunque en 2022 se observa una mejora notable con un FCF positivo de 4205.

En el caso de Electronic Arts, los Capital Charges también aumentan de forma estable. La Renta Residual presenta un desempeño sobresaliente en 2019, pero cae drásticamente en los años posteriores, lo que podría reflejar un declive en la generación de valor para los accionistas. El FCF Operativo es volátil, con valores negativos en 2018, 2021 y 2022, y un pico positivo en 2020 de 3811, indicando una capacidad inconsistente para generar efectivo operativo.

Haciendo una comparación, Activision Blizzard muestra mayor estabilidad en los Capital Charges y un FCF Operativo que mejora drásticamente en 2022. Sin embargo, su Renta Residual declina hacia el final del periodo. Por su parte, Electronic Arts presenta un pico notable en la Renta Residual en 2019, pero una caída en los años siguientes. Su FCF Operativo es más inconsistente, con variaciones extremas entre años positivos y negativos.

Ambas empresas enfrentan desafíos para mantener un flujo de caja libre operativo positivo y una generación de valor sostenida, aunque Activision Blizzard destaca en 2022 por su notable mejora en el FCF Operativo.

Ilustración 15: FCF Operativo: Activision Blizzard vs Electronic Arts



7. DEUDA Y MEDIDAS DE LIQUIDEZ

7.1 Deuda Bruta y Deuda Neta

La Deuda Bruta y la Deuda Neta son dos medidas importantes utilizadas para evaluar la estructura de capital de una empresa y su capacidad para gestionar sus obligaciones financieras.

1. Deuda Bruta:

La deuda bruta es el total de todas las obligaciones de deuda de la empresa, sin deducir el efectivo disponible. Representa la cantidad total de dinero que la empresa debe a sus acreedores. Se obtiene sumando todas las deudas de la empresa, que incluyen:

- Deuda a corto plazo (deuda a pagar en el próximo año).
- Deuda a largo plazo (deuda que vence después de un año).
- Otros instrumentos de deuda (como bonos, préstamos bancarios, líneas de crédito, etc.).

$\text{Deuda Bruta} = \text{Deuda a CP} + \text{Deuda a LP} + \text{Otros Instrumentos de Deuda}$

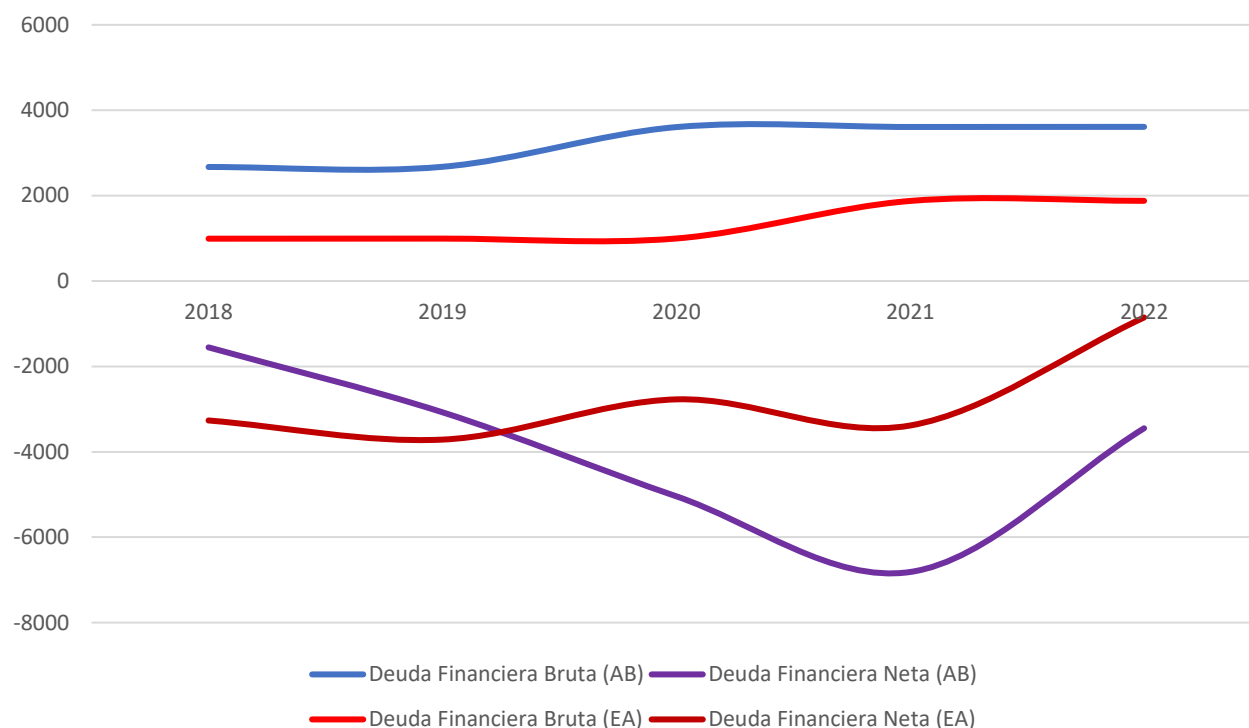
2. Deuda Neta:

La deuda neta es una medida más precisa de la deuda de una empresa, ya que toma en cuenta los activos líquidos disponibles para reducir la deuda total. Es la deuda bruta menos el efectivo y equivalentes de efectivo (liquidez inmediata). Proporciona una imagen más clara de la carga de deuda real de la empresa, considerando que la empresa podría usar su efectivo disponible para pagar parte de su deuda. Para calcular la deuda neta, se resta el efectivo y equivalentes de efectivo de la deuda bruta:

$\text{Deuda Neta} = \text{Deuda Bruta} - \text{Efectivo y Equivalentes de Efectivo}$

Observando a simple vista la deuda de las compañías, ambas mantienen una posición financiera sólida, con deuda neta negativa en todos los años, pero Activision Blizzard parece estar en una mejor posición de liquidez debido a su deuda neta más estable y su mayor nivel de efectivo en comparación con Electronic Arts, cuya deuda neta muestra mayor volatilidad. Sin embargo, ambas compañías tienen una estructura de capital bien gestionada, lo que les permite operar con deuda de manera controlada y con suficiente efectivo para cubrir sus obligaciones.

Ilustración 16: Evolución de la Deuda Financiera: Activision Blizzard vs Electronic Arts



7.2 Medidas de Liquidez

Las medidas de liquidez son indicadores financieros clave que miden la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones de deuda a corto y largo plazo, evaluando la solidez de su posición financiera. En particular, las medidas de liquidez basadas en la deuda neta proporcionan una visión de cómo la deuda se relaciona con el flujo de efectivo y otros indicadores operativos, permitiendo analizar la sostenibilidad de la estructura de capital de la empresa.

1. Deuda Neta / FCF Operativo: Mide cuántos años tomaría a la empresa pagar su deuda neta utilizando su flujo de caja operativo anual. Un valor más bajo indica que la empresa puede pagar su deuda más rápidamente con su flujo operativo, mientras que un valor alto sugiere que la empresa podría enfrentar dificultades para cubrir sus deudas con sus ingresos operativos.

2. Deuda Neta / NOPAT: Mide la relación entre la deuda neta y las ganancias operativas netas después de impuestos (NOPAT), que reflejan la rentabilidad real de la empresa después de deducir impuestos. Una ratio bajo indica que la empresa genera suficientes ganancias operativas para cubrir su deuda neta, lo cual es una señal positiva. Un valor alto sugiere que la empresa tiene una mayor carga de deuda en relación con sus ganancias operativas, lo que podría ser un signo de riesgo financiero.
3. Deuda Neta / NOPATDA: Similar a la ratio anterior, pero aquí se incluye la Depreciación y Amortización (D&A), que no afecta el flujo de caja, lo que puede dar una imagen más clara del flujo de efectivo operativo ajustado. Un valor más bajo indica que la empresa tiene una carga de deuda manejable en relación con sus ganancias operativas ajustadas por D&A, lo cual es positivo, ya que refleja una mayor capacidad para generar efectivo.
4. Deuda Neta / EBITDA: Este ratio mide la cantidad de deuda neta que una empresa tiene en relación con su EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), lo cual refleja la capacidad de la empresa para generar ganancias a partir de sus operaciones principales. Un valor bajo indica que la empresa genera suficiente EBITDA para cubrir su deuda, lo que es favorable. Un ratio alto sugiere una posible sobrecarga de deuda en comparación con las ganancias operativas, lo que podría representar un riesgo de solvencia.
5. Deuda Neta / Activos Operativos: Este ratio compara la deuda neta con los activos operativos de la empresa, que son aquellos activos utilizados directamente en la generación de ingresos. Un ratio bajo sugiere que la empresa está utilizando de manera eficiente sus activos operativos para generar ganancias y manejar su deuda. Un valor alto indica que la empresa tiene una alta carga de deuda en relación con sus activos productivos, lo cual podría aumentar su vulnerabilidad financiera.

Ilustración 17: Evolución de las medidas de liquidez de Activision Blizzard

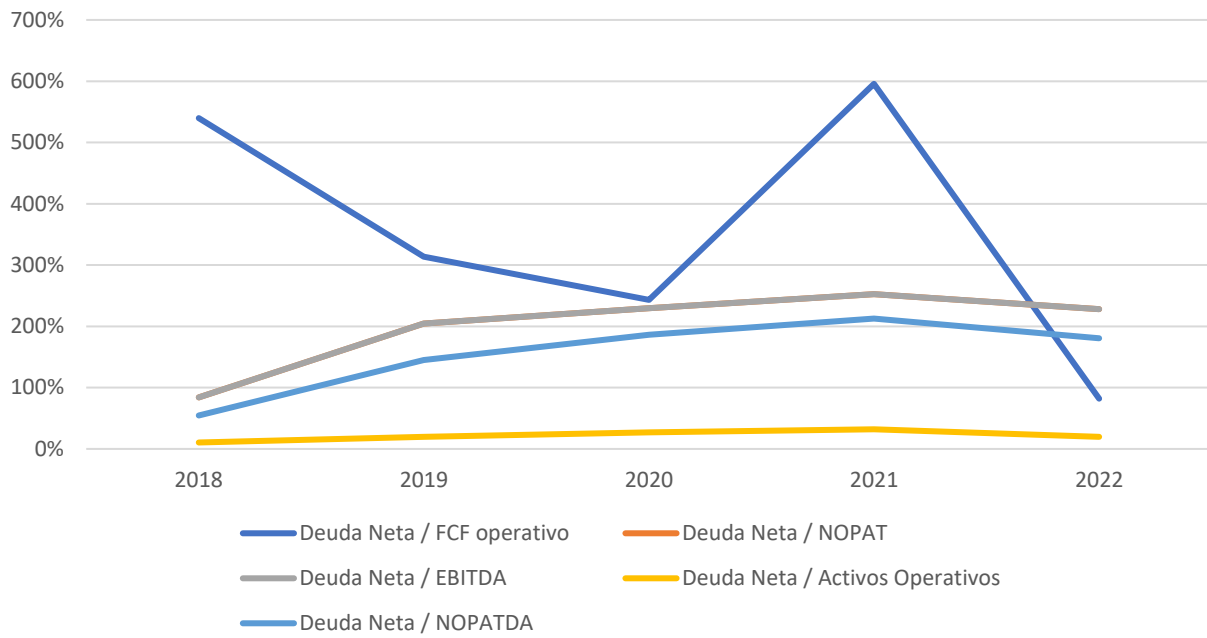
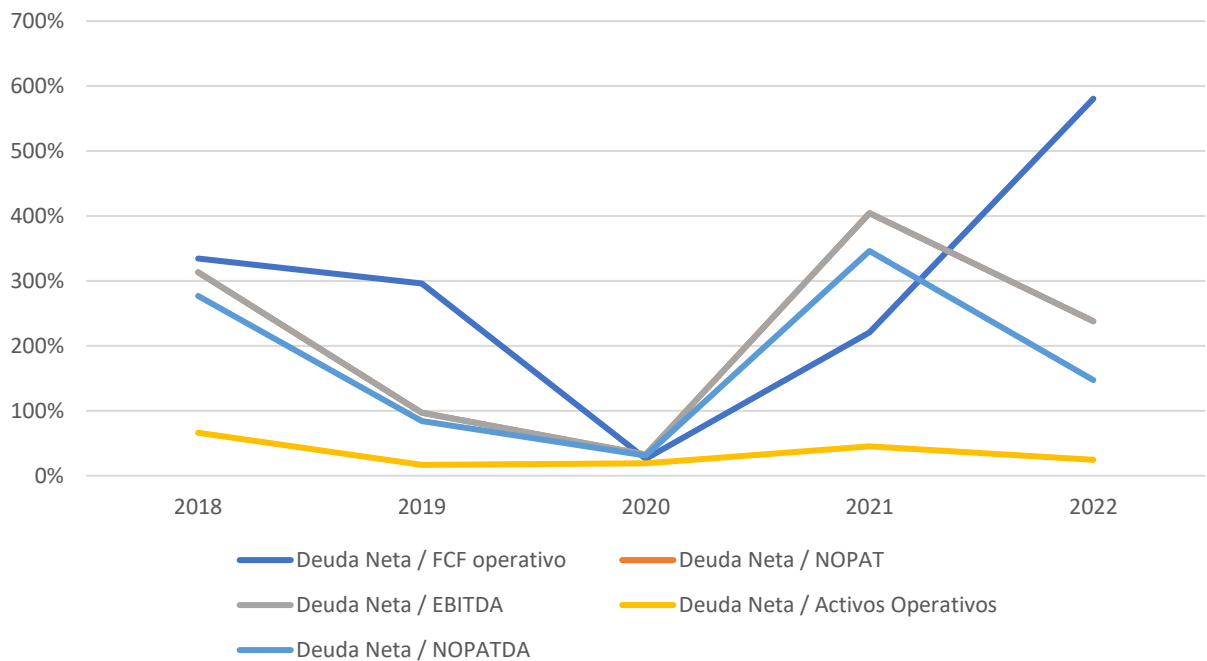


Ilustración 18: Evolución de las Medidas de Liquidez de Electronic Arts



Del análisis comparativo entre ambas compañías se observa que Activision Blizzard tiene una disminución constante en el ratio Deuda Neta / FCF Operativo a lo largo de los años, lo que sugiere una mejora en su capacidad de generar flujo de caja en relación con su deuda. En contraste, Electronic Arts muestra una mayor fluctuación, con una disminución significativa en 2020, pero un fuerte repunte en 2022, lo que puede indicar un riesgo creciente.

Respecto a la Deuda Neta / NOPAT y NOPATDA, Activision Blizzard tiene una relación más moderada, con una tendencia a la baja en 2022, indicando una mejora en su rentabilidad operativa en comparación con su deuda. Electronic Arts muestra una mayor fluctuación, especialmente en 2021, donde la relación alcanza niveles muy altos, lo que podría indicar un mayor riesgo financiero.

En cuanto a la Deuda Neta / EBITDA, el comportamiento de ambas es similar, con un aumento en 2021 y una leve caída en 2022. Sin embargo, Activision Blizzard tiene una relación más estable a lo largo del tiempo, lo que sugiere una gestión más conservadora de la deuda.

Finalmente, si comparamos Deuda Neta / Activos Operativos, Activision Blizzard tiene un incremento progresivo en los primeros años, pero en 2022 muestra una disminución, lo que indica una reducción en el apalancamiento. Por otro lado, Electronic Arts tiene una relación más estable, con un aumento en 2022, lo que podría indicar una mayor dependencia de la deuda respecto a sus activos operativos.

En síntesis, Activision Blizzard muestra una mejora constante en su capacidad para manejar la deuda en relación con sus indicadores operativos, especialmente en los últimos años, lo que refleja una gestión más conservadora y eficiente. En contraste, Electronic Arts ha experimentado fluctuaciones más grandes en sus ratios, lo que sugiere que la compañía ha aumentado su dependencia de la deuda en ciertos años, lo que podría implicar un mayor riesgo financiero.

8. VALOR EMPRESA

8.1 Cálculo del Valor de la Empresa

El Valor de la Empresa (o Enterprise Value, EV) es una medida que refleja el valor total de una compañía desde el punto de vista de todos sus propietarios y acreedores. Es un indicador clave utilizado en finanzas para evaluar el costo real de adquirir una empresa, considerando tanto su capital como sus deudas.

Fórmula del Valor de la Empresa:

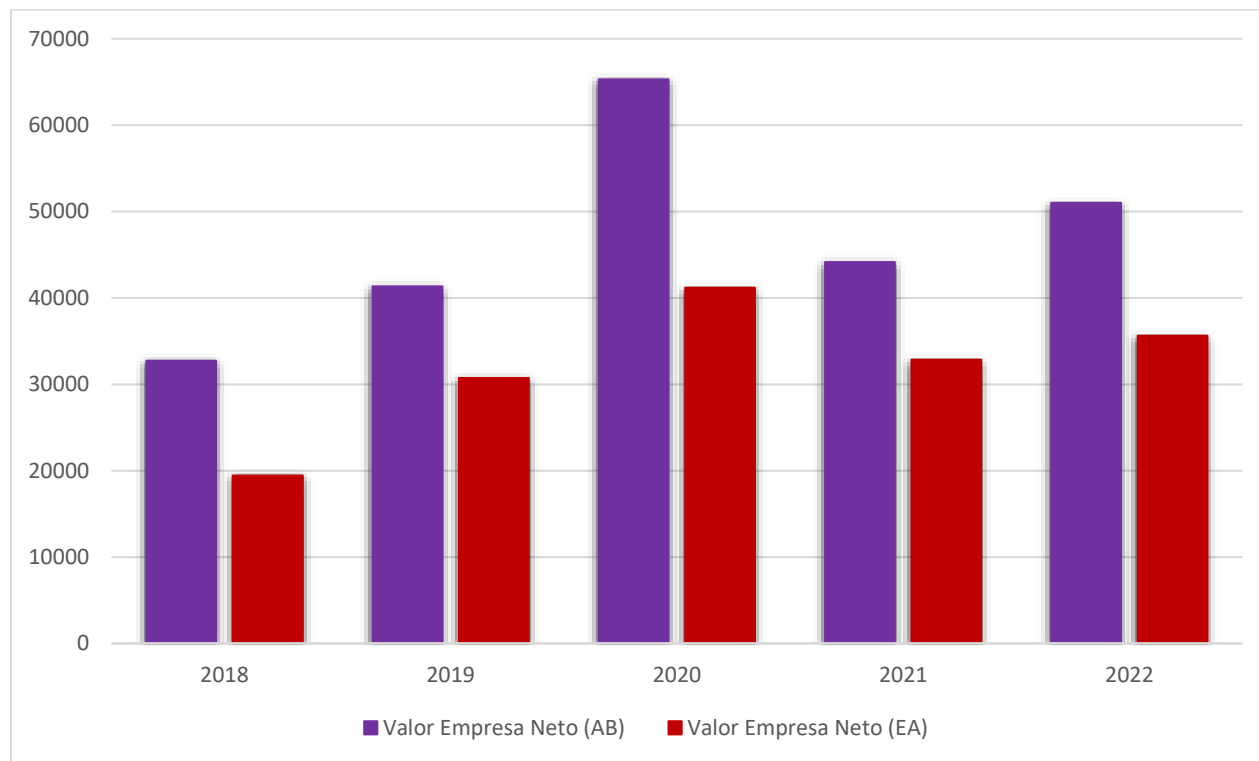
$$EV = \text{Market Cap} + \text{Deuda Financiera Bruta} - \text{Caja y Equivalentes}$$

Desglose de los componentes:

- **Market Cap (Capitalización de Mercado):** Es el valor total de las acciones en circulación de la empresa, calculado como: $\text{Market Cap} = \text{Precio de la acción} \times \text{Número de acciones en circulación}$
- **Deuda Financiera Bruta (DFB):** Incluye todas las obligaciones financieras de la empresa, tanto a corto como a largo plazo.
- **Caja y Equivalentes:** Representa los activos líquidos, como efectivo y cuentas equivalentes, que reducen el costo neto de adquirir la empresa, ya que son recursos disponibles que podrían usarse para pagar deudas.

El EV ofrece una visión más completa del valor de la empresa que la simple capitalización de mercado, ya que incorpora la deuda y excluye el efectivo, reflejando así el costo neto de adquisición.

Ilustración 19: Evolución del Valor Empresa Neto: Activision Blizzard vs Electronic Arts (en millones de USD)



Del análisis, cálculo y comparación del Valor Empresa de las compañías se desprenden algunos resultados interesantes:

Activision Blizzard ha mostrado un crecimiento notable en su capitalización bursátil, pasando de \$34,293M en 2018 a \$59,389M en 2022, con un pico destacado de \$70,362M en 2020. Su Valor Empresa Neto (EV) ha seguido una tendencia similar, alcanzando \$51,008M en 2022.

La compañía destacó particularmente en 2020, con un Valor de Mercado Agregado (VAC) máximo de \$48,115M y una relación VAC/CE del 116%, lo que evidencia un importante valor creado para los accionistas ese año. Su manejo de la deuda ha sido controlado, con Deuda Total (DT) relativamente baja, lo que refuerza su posición financiera estable. Sin embargo, los altos picos y valles en métricas clave revelan cierta volatilidad en su desempeño.

Por su parte, Electronic Arts ha mantenido un crecimiento más estable, pasando de \$23,782M en capitalización bursátil en 2018 a \$34,101M en 2022. Su Valor Empresa Neto (EV) ha seguido esta tendencia, alcanzando \$35,646M en 2022.

Aunque su crecimiento ha sido más moderado que el de Activision, su capacidad para generar valor es destacable, con un VAC/CE consistentemente alto, que alcanzó un 298% en 2020.

Esto indica que la empresa ha sido eficiente en generar valor relativo para los accionistas. Su manejo de la deuda ha sido menos estable que el de Activision, con fluctuaciones importantes, pero sin niveles preocupantes.

Con lo cual, Activision Blizzard destaca por su crecimiento más agresivo y su capacidad de generar valor excepcional en ciertos años, como 2020. Sin embargo, su desempeño es más volátil, lo que puede representar un mayor riesgo. En contraste, Electronic Arts muestra un crecimiento más constante y un enfoque sostenido en la generación de valor, con un VAC/CE consistentemente alto, lo que lo hace más atractivo para inversores que valoran la estabilidad.

Ambas empresas mantienen un manejo responsable de sus deudas, aunque Activision se muestra más predecible en este aspecto. La elección entre ambas dependerá del perfil de riesgo y los objetivos del análisis.

9.CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El análisis financiero comparativo entre Activision Blizzard y Electronic Arts proporciona información valiosa sobre el desempeño de ambas empresas dentro de la industria de los videojuegos. A través de indicadores clave como ingresos, margen operativo, retorno sobre el capital invertido (ROIC) y costo promedio ponderado de capital (WACC), se pueden identificar fortalezas, áreas de mejora y oportunidades estratégicas para ambas compañías. Este panorama permite extraer conclusiones sobre su eficiencia operativa y posicionamiento competitivo, así como proponer recomendaciones que fortalezcan sus estrategias y les permitan afrontar los desafíos del sector. A continuación, se detallan las principales conclusiones y recomendaciones estratégicas basadas en este análisis.

Activision Blizzard se destaca claramente en ingresos y margen operativo, lo que refleja un modelo de negocio altamente rentable. Esto puede atribuirse a un enfoque exitoso en juegos que generan ingresos recurrentes a través de expansiones, suscripciones y microtransacciones. Además, su mayor Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) indica una gestión más eficiente de los recursos, generando mayores beneficios por cada dólar invertido en comparación con Electronic Arts. Aunque ambas empresas enfrentan un costo de capital (WACC) similar, la capacidad de Activision para obtener mejores resultados la convierte en una opción más atractiva para los inversionistas.

Por otro lado, Electronic Arts presenta oportunidades de mejora en áreas como la optimización del margen operativo y el uso del capital empleado. Esto sugiere que, aunque compite en el mismo sector, enfrenta desafíos para igualar el desempeño financiero de su rival. Las cifras evidencian que Activision no solo emplea más capital, sino que lo utiliza de manera más eficiente, lo que se traduce en una ventaja competitiva importante.

Como inversor, es crucial diversificar el portafolio para mitigar los riesgos. Aunque tanto Activision Blizzard como Electronic Arts muestran un sólido desempeño, sus modelos de negocio y carteras de productos son diferentes. Por lo tanto, invertir en ambas compañías podría equilibrar el riesgo. Además, se recomienda considerar otras empresas dentro del sector de videojuegos que estén emergiendo con nuevas tecnologías o tendencias, como la realidad virtual o el gaming en la nube.

Activision Blizzard ha demostrado una rentabilidad consistente, pero sus márgenes operativos son algo más ajustados que los de Electronic Arts, lo que podría ser un indicador de mayor eficiencia en la gestión operativa de esta última. Para un inversor, sería prudente seguir de cerca los resultados trimestrales y el impacto de nuevas adquisiciones o lanzamientos de productos en la rentabilidad de ambas empresas.

Además, dada la reciente atención que ha recibido Activision Blizzard debido a las adquisiciones y su posible fusión con Microsoft, es recomendable estar atentos a los cambios en las regulaciones antimonopolio y la política de propiedad intelectual que podrían afectar a las empresas del sector. La evolución de este entorno podría tener un impacto significativo en el valor de las acciones.

Ambos gigantes del sector, Activision Blizzard y Electronic Arts, están invirtiendo considerablemente en modelos de negocio basados en servicios digitales y microtransacciones. Como inversor, esta tendencia es clave a largo plazo. La expansión de servicios como suscripciones y contenido adicional en juegos podría generar flujos de ingresos recurrentes, lo que fortalecería la estabilidad financiera de ambas empresas.

Por otro lado, la competencia en el sector de los videojuegos sigue siendo feroz, con empresas como Take-Two Interactive y nuevas startups que pueden alterar el panorama del mercado. Como inversor, es importante estar preparado para la volatilidad del sector y realizar una evaluación continua de la posición competitiva de Activision Blizzard y Electronic Arts. Identificar su capacidad de adaptación frente a los cambios tecnológicos y las preferencias de los consumidores es fundamental para mantener una estrategia de inversión sólida.

Así mismo, las perspectivas de crecimiento en mercados internacionales, especialmente en Asia, son un factor a tener en cuenta. Activision Blizzard y Electronic Arts han demostrado su capacidad para aprovechar mercados globales, pero la competencia en estos mercados es intensa. Como inversor, es recomendable monitorear la expansión internacional de ambas compañías, y cómo sus estrategias se alinean con las demandas y regulaciones locales en países clave.

10.BIBLIOGRAFÍA

- 1981 Media Ltd. (2023, 10 13). *Microsoft has officially completed its acquisition of Activision Blizzard*. Retrieved from VGC: <https://www.videogameschronicle.com/news/microsoft-has-officially-completed-its-acquisition-of-activision-blizzard/>
- Activision Blizzard. (2008, 05 28). *factSheet*. Retrieved from Internet Archive: <https://web.archive.org/web/20080528104716/http://www.activisionblizzard.com/factSheet/factSheet.pdf>
- Activision Publishing Inc. ; Vivendi. (2007, 12 02). *Vivendi and Activision to Create Activision Blizzard - World's Largest, Most Profitable Pure-Play Video Game Publisher*. Retrieved from Activision Blizzard: <https://investor.activision.com/news-releases/news-release-details/vivendi-and-activision-create-activision-blizzard-worlds-largest?ReleaseID=279372>
- Activision Publishing Inc. (2007, 12 02). *Activision Blizzard*. Retrieved from Activision Blizzard: <https://www.activisionblizzard.com/>
- BBC. (2007, 12 02). *Video game giants in \$18bn merger*. Retrieved from BBC News: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/technology/7123582.stm>
- BBC. (2020, 05 06). *Lockdown and loaded: coronavirus triggers video game boost*. Retrieved from BBC.com: <https://www.bbc.com/news/business-52555277>
- Brigham, E., & Ehrhard, M. (2020). *Financial Management: Theory & Practice*. Boston, Massachusetts, EE. UU: Cengage Learning, última edición.
- Brigham, E., & Houstoun, J. (2022). *Fundamentals of Financial Management*. Ciudad: Boston, MA: Cengage Learning, última edición.
- Dumrauf, G. L. (2013). *Finanzas Corporativas - Un Enfoque Latinoamericano* (3ra ed.). Buenos Aires: Alfaomega.
- Electronic Arts Inc. (1982). *ea.com*. Retrieved from ea.com: <https://www.ea.com/es-es/about>
- Electronic Arts Inc. (2013, 25 04). *Here's EA's Internal Memo On The Layoffs Today*. Retrieved from Internet Archive: <https://web.archive.org/web/20130504175531/http://techcrunch.com/2013/04/25/ea-memo-layoffs/>
- Electronic Arts Inc. (2022, 05 25). *Annual Reports & Proxy Information*. Retrieved from Electronic Arts Inc.com: https://s204.q4cdn.com/701424631/files/doc_financials/2022/ar/400772-1-30_Electronic-Arts_Combo_WR.pdf
- FasterCapital. (2014, 01 24). *Capital Empleado El Significado y la Importancia del Capital Empleado*. Retrieved from FasterCapital: <https://fastercapital.com/es/contenido/Capital-Empleado--El-Significado-y-la-Importancia-del-Capital-Empleado.html>
- Forbes. (2012, 07 16). *Activision's Unlikely Hero*. Retrieved from Forbes: <https://www.forbes.com/forbes/2009/0202/052.html#2165f2231a16>
- Future plc. (2017, 05 05). *PC Gamer*. Retrieved from Overwatch has earned Activision Blizzard over \$1 billion in less than a year: <https://www.pcgamer.com/overwatch-has-earned-activision-blizzard-over-1-billion-in-less-than-a-year/>
- LEVELUP. (2021, 06 23). *Electronic Arts compra Playdemic, estudio de Warner Bros., por \$1.4 MMDD*. Retrieved from levelup.com: <https://www.levelup.com/noticias/629695/Electronic-Arts-compra-Playdemic-estudio-de-Warner-Bros-por-14-MMDD>

- Microsoft. (2022, 12 13). *Annual Report 2022*. Retrieved from microsoft.com:
<https://www.microsoft.com/investor/reports/ar22/index.html>
- Otakufreaks. (2013, 05 05). *Electronic Arts adquiere la licencia para crear videojuegos de Star Wars*. Retrieved from otakufreaks: <https://www.otakufreaks.com/electronic-arts-adquiere-la-licencia-para-crear-videojuegos-de-star-wars/>
- The New York Times. (2015, 11 02). *Bobby Kotick's Activision Blizzard to Buy King Digital, Maker of Candy Crush*. Retrieved from nytimes.com:
<https://www.nytimes.com/2015/11/03/business/dealbook/activision-blizzardto-buy-king-digital-maker-of-candy-crush.html>
- Vandal. (2022, 03 04). <https://vandal.elespanol.com/noticia/1350752007/electronic-arts-detiene-la-venta-de-juegos-y-micropagos-en-rusia-y-bielorrusia/>. Retrieved from Vandal.com:
<https://vandal.elespanol.com/noticia/1350752007/electronic-arts-detiene-la-venta-de-juegos-y-micropagos-en-rusia-y-bielorrusia/>
- VentureBeat. (2015, 08 27). *Call of Duty publisher Activision Blizzard joins the S&P 500*. Retrieved from GamesBeat: <https://venturebeat.com/games/call-of-duty-publisher-activision-blizzard-joins-the-sp-500/>

11.ANEXO

Activision-Blizzard

Cálculo del Capital Empleado

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Current liabilities					
Current financial liabilities (a)	45	-	-	-	-
Long-term debt, net (b)	2671	2675	3605	3608	3611
Total financial debt (1)	2671	2675	3605	3608	3611
Shareholders' equity (2)	11357	12805	15037	17599	19243
Minority Interest (3)	0	0	0	0	0
Capital Empleado (1+2+3)	\$16,699	\$18,155	\$22,247	\$24,815	\$26,465
Variación anual	-	9%	23%	12%	7%

Cálculo de Activos Operativos

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Total activo circulante	6106	7292	10565	12556	14469
Held-to-maturity investments	0	0	0	0	4932
NIBLS	2642	2915	3100	2411	3555
CTNO	\$3,464	\$4,377	\$7,465	\$10,145	\$5,982
Software development	65	54	160	211	641
Other assets	482	658	641	497	508
Intangible assets, net	735	531	451	447	442
Goodwill	9762	9764	9765	9799	9929
Activos Intangibles	\$11,044	\$11,007	\$11,017	\$10,954	\$11,520
Property and equipment, net	282	253	209	169	193
Net PP&E	282	253	209	169	193
Activos Operativos	\$14,790	\$15,637	\$18,691	\$21,268	\$17,695
Variación anual	-	6%	20%	14%	-17%

Cálculo de Inversión Operativa

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Cash flows from investing activities					
Proceeds from sale of available for sale investments	0	0	0	66	26
Purchases of available for sale investments	-209	-65	-221	-248	-109
Acquisition of business, net of cash acquired	0	0	0	0	-135
Capital expenditure	-131	-116	-78	-80	-91
Other investing activities	-6	6	-	-11	1
CAPEX NETO	\$(346,00)	\$(175,00)	\$(299,00)	\$(273,00)	\$(308,00)
Changes in operating assets and liabilities, net					
Accounts receivable, net	-114	182	-194	71	-231
Software development	-372	-275	-378	-426	-693
Other assets	-56	171	-88	-114	-140
Deferred revenues	-122	-154	216	-537	987
Accounts payable	-65	31	-10	-7	37
Accrued expenses and other liabilities	-554	-77	-154	-266	84
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	491	-1569	-2854	-1786	3352
Var Capital de Trabajo Neto Operativo	-792	-1691	-3462	-3065	3396
Inversión Operativa Bruta	\$(1.138)	\$(1.866)	\$(3.761)	\$(3.338)	\$3.088
Non-cash operating lease cost	-	64	65	65	77
Depreciation and amortization	509	328	197	116	106
Amortization of capitalized software development cost	489	225	249	324	213
DA&I	998	617	511	505	396
Inversión Operativa Neta	\$(2.136)	\$(2.483)	\$(4.272)	\$(3.843)	\$2.692
Variación anual	-	-16%	-72%	10%	170%

Cálculo del ROIC

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Nopat (Net income)	1848	1503	2197	2699	1513
Capital Empleado promedio	17427	20201	23531	25640	25640
NopatDa (Nopat + DA&I)	2846	2120	2708	3204	1909
ROIC	-	9%	11%	11%	6%

Cálculo del WACC

Year	2018	2019	2020	2021	2022
E/EC	68%	71%	68%	71%	73%
D/EC	32%	29%	32%	29%	27%
Beta	71%	105%	42%	131%	23%
Rf	2%	2%	2%	2%	2%
Rm - Rf	6%	6%	6%	6%	6%
Tax	2%	8%	16%	14%	13%
Interest expense	140	90	99	108	108
Debt Interest Rate	5%	3%	3%	3%	3%
Ke	6%	8%	5%	8%	3%
Kd	5%	3%	2%	3%	3%
WACC	5.08%	6.31%	3.42%	5.95%	2.81%

Cálculo de Liquidez y Valor de la Empresa

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidity ratio	3.02	3.09	3.09	3.52	3.14
Debt / Equity ratio	0.23	0.21	0.24	0.21	0.19
Market Value of Debt (10y)	29.4	29.8	27.5	28.1	29.2

Electronic Arts Inc.

Cálculo del Capital Empleado

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Current liabilities					
Senior notes, current, net	0	0	599	0	0
Senior notes, net	992	994	397	1876	1878
Total financial debt (1)	992	994	996	1876	1878
Shareholders' equity (2)	4595	5331	7461	7840	7625
Minority Interest (3)	0	0	0	0	0
Capital Empleado 1+2+3	5,587	6,325	8,457	9,716	9,503
Variación anual	-	13%	34%	15%	-2%

Cálculo de Activos Operativos

Year	2018	2019	2020	2021	2022
CTN Sentido Amplio					
Total activo circulante	6004	6381	6517	7213	4151
Short-term investments	1073	737	1967	1106	330
NIBLS	2491	2265	2065	2964	3513
CTNO	2,440	3,379	2,485	3,143	308
Other assets	89	114	305	497	507
Intangible assets, net	71	87	53	447	962
Goodwill	1883	1892	1885	2868	5387
Activos Intangibles	2,043	2,093	2,243	3,812	6,856
Property and equipment, net	453	448	449	491	550
Net PP&E	453	448	449	491	550
Activos Operativos	4,936	5,920	5,177	7,446	7,714
Variación anual	-	20%	-13%	44%	4%

Cálculo de Inversión Operativa

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Capital Expenditure	-107	-119	-140	-124	-188
Acquisition, net of cash acquired	-150	-58	0	-1239	-3391
CAPEX NETO	-257	-177	-140	-1,363	-3,579
Changes in assets and liabilities					
Receivable, net	-25	-88	164	-41	-77
Other assets	10	-24	35	-70	-157
Accounts payable	-44	59	-36	18	-7
Accrued expenses and other liabilities	43	3	119	136	169
Deferred net revenue	83	151	-155	581	497
Net increase (decrease) in cash	-1693	-450	940	-1492	2528
Var Capital de Trabajo Neto Operativo	- 1,626	-349	1,067	-868	2,953
Inversión Operativa Bruta	- 1,883	-526	927	-2,231	-626
Depreciation, amortization, accretion and impairment	136	145	150	141	486
DA&I	136	159	155	141	486
Inversión Operativa Neta	- 2,019	-685	772	-2,372	-1,112
Variación anual	-	66%	213%	- 407%	53%

Cálculo del ROIC

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Nopat (Net income)	1,043	1,019	3,039	837	789
Capital Empleado promedio	5,956	7,391	9,087	9,610	-
NopatDa (Nopat + DA&I)	1,179	1,178	3,194	978	1,275
ROIC	17%	41%	9%	8%	-

Cálculo del WACC

Year	2018	2019	2020	2021	2022
E/EC	82%	84%	88%	81%	80%
D/EC	18%	16%	12%	19%	20%
Beta	86%	54%	64%	69%	85%
Rf	2%	2%	2%	2%	2%
Rm - Rf	6%	6%	6%	6%	6%
Tax	28%	5%	0%	17%	27%
Interest expense	15.00	83.00	63.00	-29.00	-48.00
Debt Interest Rate	2%	8%	6%	-2%	-3%
Ke	7%	5%	6%	6%	7%
Kd	1%	8%	6%	-1%	-2%
WACC	6.08%	5.66%	5.90%	4.71%	5.33%

Cálculo del Valor Empresa

Year	2018	2019	2020	2021	2022
Acciones Emitidas - Recompradas	306	288	298	286	280
Precio de Mercado de la Acción	78	106	141	131	122
Market Cap	23,782	30,496	42,149	37,340	34,160
Total debt	992	994	996	1,876	1,878
Cash (equivalentes)	-1623	-1,036	-1,707	-2,446	-2,608
EV	23,411	30,454	41,438	36,770	33,430
Value (EV/EBITDA multiple)	10.24	11.03	10.29	10.97	12.24