

ACTIVISION

BLIZZARD™

## 합병 완료된 Activision Blizzard의

## 시너지 효과를 활용한 핵심 전략과 리스크 분석



STRABASE 2008.7.17

### News

프랑스 Vivendi<sup>1</sup> Group과 미국 최대 게임 퍼블리셔 중 하나인 Activision은 지난 2007년 12월 2일 체결한 합병계약을 92% 주주들의 압도적인 지지 속에서 7월 9일 완료하고, 세계 최대의 게임 퍼블리셔 Activision Blizzard를 출범시켰다. 98억 달러(9조 원)에 달하는 천문학적인 합병을 통해 탄생한 공룡 기업이 얻을 수 있는 시너지 효과와 이를 활용한 Activision Blizzard의 전략은 무엇인지, 또 경쟁사와 게임 시장 판도에 어떤 변화를 일으킬지 Activision Blizzard의 행보에 업계의 관심이 쏠리고 있다.

### News Plus

Activision Blizzard의 탄생은 막대한 개발비로 인한 리스크를 관리를 위해서는 규모의 경제가 필요하다는 게임 업계의 문제 의식에 그 배경을 두고 있다. 실제로 PS3, Xbox 360, 닌텐도 Wii와 같은 차세대 콘솔 게임기가 등장하면서 이를 반영한 게임 타이틀 개발비는 평균 200억 원을 넘었고, 온라인 게임 또한 대작을 중심으로 시장이 커가면서 게임 업계 전반에 걸쳐 규모의 경제에 대한 필요성이 증대되고 있는 상황이다.<sup>2</sup>

### 인수 합병 단계별 핵심 요약

지난 7월 8일 열린 Activision 주주총회에서 Activision 주주의 92%가 Vivendi Group과 Activision의 합병 계약에 대해 찬성의사를 밝힘으로써<sup>3</sup>, 7월 9일부로 Vivendi와 Activision의 합병이 완료되고, Activision Blizzard가 공식 출범하게 됐다.

합병은 크게 3단계로 이루어지는데, 현재는 1단계를 마치고 2단계인 자사주 매입(STO: Self Tender Offer) 단계를 진행하고 있는 상황이다.

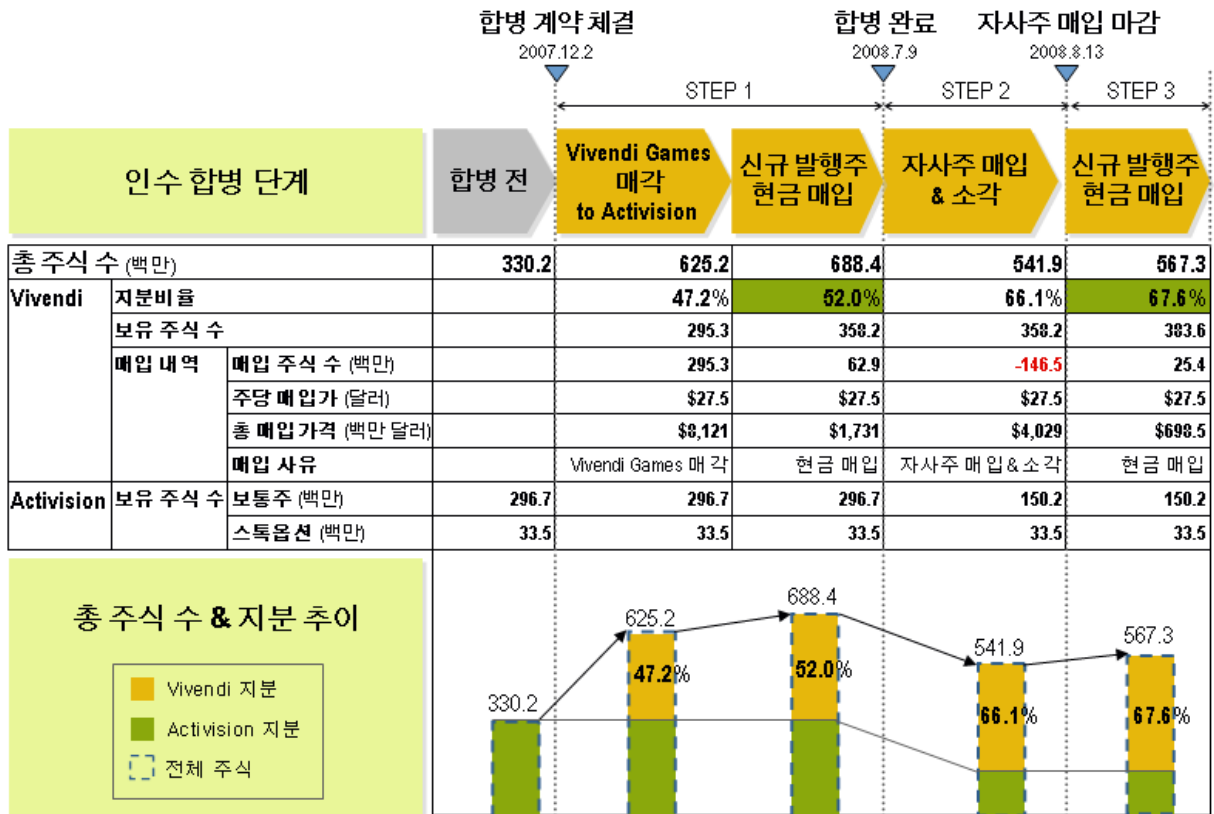
<sup>1</sup> Vivendi는 크게 음악(Universal Music Group, 100%), 게임(Vivendi Games, 52%), 방송 및 영화(CANAL+, 100%/ NBC Universal, 20%)를 포괄하는 Media 사업부문과 이동통신서비스 사업(SFR, 56%)과 유선통신 서비스 사업(Maroc Telecom, 53%)을 포괄하는 Telecom 사업부문으로 구성되어 있다.

<sup>2</sup> 최근 게임 퍼블리셔인 Take-Two의 적대적 인수합병에 나선 EA 또한 인수에 나선 주요한 이유로 '규모의 경제'에 대한 필요성을 들었다.

<sup>3</sup> 이미 거래가 끝난 후에 주주총회에서 투표를 실시한 것은 주식을 대규모 발행했기 때문이다. 이 경우 사실상 유상 증자에 해당돼 기존 주주들이 손해를 볼 수도 있으므로, 주주총회의 의결사항이 된다.

인수의 첫 번째 단계로 Vivendi Group은 지난 2007년 12월 2일 계약이 체결된 후, 자사의 Vivendi Games를 Activision의 신규 발행주식 2억 9,530만 주를 받고<sup>4</sup> Activision에 매각했으며, 이와 동시에 Activision의 신규 발행주식 6,290만 주를 약 17억 달러<sup>5</sup>에 현금 매입했다. 이 거래로 인해 Vivendi는 Activision의 총 발행주식의 52%<sup>6</sup>를 보유한 대주주가 돼, 사실상 Activision을 자회사 형태로 확보하게 됐다.

Figure 1. Activision Blizzard 인수합병 단계별 거래 요약



자료원: 스트라베이스, 2008

두 번째 단계는 지난 2007년 12월 계약에 있었던 합의사항으로, 합병 완료 후 5일 안에<sup>7</sup> 주당 27.5 달러에 1억 4,640만 주를 자사주 매입 계획을 발표해야 한다. 실제로 Activision Blizzard는 지난 16일 자사주 매입 계획을 발표하고, 8월 13일에 공개 매수를 마감하기로 했다. 그러나 최근 주가가

<sup>4</sup> 이는 Vivendi Games의 가치를 81억 달러 규모(=2억 9,530만 주 \* 27.5달러)로 평가하고, Activision 주가를 27.5 달러로 산정한 결과다. 2007년 11월 30일 Activision의 주가는 22.15 달러였음을 감안할 때, 약 25%의 프리미엄이 붙은 것이다.

<sup>5</sup> 주당 27.5달러 기준

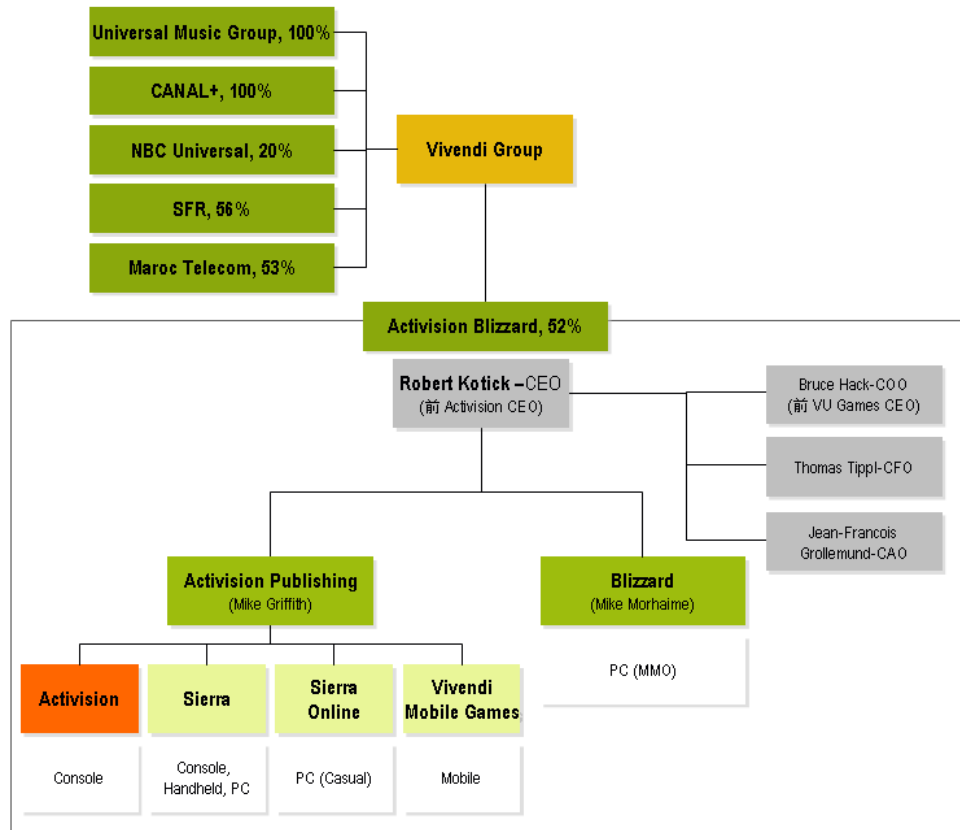
<sup>6</sup> 전체 주식은 스톡옵션을 포함한 기준이며(Fully Diluted Basis), 스톡옵션을 제외한 시장에 거래되는 발행주식(S/O: Shares Outstanding)을 기준으로 하는 경우 Vivendi의 지분은 54%에 달한다.

<sup>7</sup> 영업일 기준

31달러에 육박해<sup>8</sup> 사실상 실행되기는 어려운 상황으로 보인다.

그러나 만약 계획대로 자사주를 매입한 후 소각하고<sup>9</sup>, 당초 합의했던 Activision의 신규 발행주식 2,540주의 매입까지 이루어진다면, 약 68%에 이르는 지분을 확보하게 된다.<sup>10</sup>

Figure 2. Vivendi Group과 Activision Blizzard 조직도



자료원: Activision Blizzard, Bear Stearn & Co. Inc., 스트라베이스 재구성

합병 후 Vivendi Group의 조직은 <Figure 2>와 같다. Vivendi Group 산하

<sup>8</sup> 31.72달러, 2008년 7월 9일 오후 주식 시장 종가 기준

<sup>9</sup> 보통 자사주를 매입하고 소각하는 이유는 1)주식 수를 감소시켜 주당순이익(EPS: Earnings Per Share)을 증가시켜 주가 상승을 유도하거나, 2)시장에 유통되는 주식 수를 매입 소각함으로써 대주지분율을 상승시켜 안정적인 소유구조를 확보하기 위함이다. 이 경우에는 Vivendi가 합병으로 인한 소유구조를 안정화시키기 위한 목적이 강하다고 하겠다.

<sup>10</sup> Activision Blizzard는 지난 11일 자사주 매입이 끝난 후에 2:1 비율로 발행 주식을 분할할 계획임을 밝혔다. 이 경우 주식 수가 2배로 늘어나게 되고, 가격은 절반으로 떨어지게 된다. 이렇게 하는 이유는 보통 자금의 유동성을 확보하기 위함이며, 성장성이 좋은 회사의 경우, 주식 거래가 늘면서 주가가 상승하는 경우가 많다. 실제로 Activision Blizzard 사장인 Rober Kotick도 이에 대해 “매우 밝은 전망을 하고 있다”고 전제하고, “더 많은 투자자들이 Activision Blizzard 주식을 소유할 수 있도록 기회를 제공하기 위해서 주식분할을 하게 됐다”고 배경을 밝혔다.

Vivendi Games에 속해 있던 4개의 사업부 중 3개는 기존 Activision 사업부와 함께 Activision Publishing 사업부로 귀속되며, Blizzard는 별개의 사업부로 존속하게 된다.

### 예상되는 시너지 효과와 Activision Blizzard의 전략

Activision Blizzard가 합병에 따른 시너지 효과를 최대화하기 위해 추진할 전략은 다음과 같은 다섯 가지 유형으로 구분된다.

첫째, Vivendi Group의 미디어 사업과의 시너지효과를 이용한 전략이다. 먼저, 지난 7월 9일 합병이 완료되면서 Activision Blizzard은 Activision의 히트 게임인 Guitar Hero와 Vivendi Group 산하의 Universal Music Group(UMG)을 연계시킨 온라인 음악 플랫폼을 구상하고 있는 것으로 알려졌다.

실제로 Activision Blizzard의 CEO인 Robert Kotick은 “Guitar Hero 사용자만 해도 2,000만 명에 달하고, 이미 많은 사용자들이 Guitar Hero에 사용된 음악 악보를 다운받고 있다”며, 새로운 비즈니스 모델에 대한 기대감을 표현했다.

여기에 전세계에 퍼져있는 Universal Music Group의 네트워크와 1,000만 명 이상의 게이머를 확보하고 있는 WoW까지 가세한다면, Activision Blizzard이 iTunes<sup>11</sup>에 버금가는 강력한 음악 유통 플랫폼을 확보할 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

뿐만 아니라, Spider Man, James Bond와 같은 Hollywood 판권에 기반한 게임을 제작해왔던 Activision은 이제 Vivendi의 영화, 방송 사업 역량을 바탕으로 현재 보유하고 있는 게임 캐릭터, 음악 등 풍부하고 다양한 콘텐츠 자산(Intellectual Property)을 활용한 수익 창출 사업을 시도할 것으로 알려졌다.

둘째, Vivendi Mobile Games가 제공하는 모바일 유통 채널을 활용하는 전략이다. 현재 Vivendi Mobile Games는 전세계 60개국의 60여 개 이동통신사업자들과 계약을 맺고 모바일 포털을 운영하고 있는데, 이는 콘솔, 온라인, PC 게임을 모바일을 통해 유통할 수 있는 강력한 채널을 확보하고 있는 것이어서 상당한 시너지 효과를 발휘할 것으로 보인다. 게다가 Vivendi Group 산하의 이통사 SFR을 통해 유럽 시장 내 모바일 게임 시장 진출에서도 유리한 고지를 점유할 것으로 예상된다.

셋째, 수익원 및 수익모델 확장 전략이다. 콘솔과 온라인의 강자가 결합한

<sup>11</sup> 시장조사사업체인 NPD의 지난 1~2월 판매량 조사에 따르면, iTunes는 Wal-Mart를 제치고 음악 다운로드 업체 중 1위를 차지 한 바 있다. 현재 iTunes는 800만 곡 이상의 음악콘텐츠와 2,000편 이상의 영화 콘텐츠를 보유하고 있는 것으로 알려졌다.

것인 만큼, 콘솔 게임을 온라인으로 출시하고, 온라인 게임을 콘솔, 모바일로 출시하는 등 크로스 플랫폼 전략을 구사할 것으로 보인다.

비즈니스 모델 면에서도 Blizzard의 안정적인 가입비 모델이나 게임광고(IGA: In Game Advetisement), 확장팩 등의 온라인 게임의 다양한 수익 모델을 Activision의 콘솔 게임과 접목시키는 시도가 활발해지고 일부 성과도 있을 것으로 보인다.

넷째, 글로벌 성장 전략이다. Activision의 콘솔 패키지 게임 퍼블리싱, 유통 네트워크와 Vivendi의 모바일, 음악 콘텐츠 유통 네트워크, Blizzard의 아시아 지역에서의 강력한 브랜드 파워는 글로벌 시장 진출에 큰 자산이 될 것으로 예상된다. 대부분의 시장에서 한 자리수 시장 점유율에 그치고 있는 Activision Blizzard가 이러한 유통 역량과 브랜드 파워를 활용할 경우 각 지역별로 강력한 성장이 가능할 것으로 예상된다.

다섯째, 글로벌 유통망, 경영지원 조직, 고객관리 서비스를 공유함으로써 운영비용상의 절감 효과를 가져올 수 있다.

Table 1. Activision Blizzard vs. EA의 지역별 플랫폼별 매출 구성비율(2008)

항목		업체		Activision		Activision-Blizzard		Electronics Arts	
		Vivendi Games							
지역별	북아메리카	\$478	47%	\$1,762	70%	\$2,240	64%	\$1,942	53%
	유럽	\$417	41%	\$644	26%	\$1,061	30%	\$1,541	42%
	아시아	\$122	12%	\$99	4%	\$221	6%	\$182	5%
플랫폼별	콘솔	\$153	15%	\$2,130	85%	\$2,283	65%	\$1,799	60%
	Handheld	\$20	2%	\$219	9%	\$239	7%	\$572	19%
	PC	\$61	6%	\$156	6%	\$217	6%	\$430	6%
	온라인	\$784	77%	-	-	\$784	22%	\$178	6%
총 매출 (2008)		\$1,018		\$2,505		\$3,523		\$3,665	

자료원: 각 사 Annual Report, 스트라베이스 재구성<sup>12</sup>

**View Point**

기존 주식 수만큼이나 신규 주식을 발행했음에도 불구하고, 현재 30달러를 넘어가는 Activision Blizzard 주가를 둘러싸고 장미빛 전망이 난무하고 있다. 그러나 실제로는 합병에 따른 내외부적인 리스크가 존재하며, 이를 얼마나 잘 관리하느냐에 따라 이번 합병의 성패가 갈릴 것으로 보인다.

Activision Blizzard가 극복해야 할 리스크로는 다음과 같은 요소들이 지적되고 있다.

<sup>12</sup> Activision 자료에는 ‘온라인’ 항목이 없다. EA 자료에도 ‘온라인’ 항목이 없으며, 대신 인터넷 가입비, 광고, 라이선스 비용을 ‘온라인’으로 잡았다. 그리고 EA 매출액에는 공동 퍼블리싱 유통 비용이 포함돼 있어, 플랫폼 합계(\$2,979 mil.)과 실제 매출합계가 다르다.

첫째, Activision과 Vivendi의 수익 구조가 소수 타이틀에 집중되어 있어, 합병된 이후에도 이로 인한 사업 및 매출 구조의 불안정성이 리스크 요인으로 작용할 것으로 전망된다. 실제로 Activision의 2008년 매출의 65%가 상위 3개 게임<sup>13</sup>에 의존하고 있으며, WoW는 Vivendi Games의 2007년 매출의 77%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 아직까지 소수 제품에 집중되어 있는 비즈니스 포트폴리오의 특성을 잘 관리하기 위해서는 지속적으로 인기 타이틀을 제작해 낼 수 있는 역량을 확보하고, 인기 타이틀을 다양한 수익원으로 최대한 활용할 수 있는 전략을 구사해야 할 것이다.

Table 2. Activision Blizzard의 경쟁사(EA, Take-Two, THQ) 사업 현황 비교

항목 \ 업체	Vivendi Games	Activision	Activision Blizzard	Electronics Arts	Take Two	THQ	
시가총액	\$8.1 bil.	\$7.49 bil.	\$24.63 bil.	\$14.42 bil.	\$1.91 bil.	\$1.23 bil.	
주가 (7월16일 12시 기준)	-	22.15 (07.11.30 기준)	\$35.78	45.24	24.73	18.50	
종업원(2007년 기준)	4,000	2,000	6,000	7,900	2,002	1,600	
주력 플랫폼	PC(MMO, Casual) Console, Mobile	Console	PC, Console, Mobile	Console, PC, Mobile	Console (PC)	Console (PC)	
주요 게임	WoW, Starcraft, Diablo Simpsons: Hit & Run Crash Bandicoot:Cortex	Guitar Hero Call of Duty Tony Hawk	Activision + Blizzard	BioWare FIFA Soccer, NFL The Sims	GTA series Midnight Club BioShock	Saints Row Frontlines Red Action	
2007	매출	\$1,410 mil.	\$2,350 mil.	\$3,760 mil.	\$3,685 mil.	\$ 981 mil.	\$1,030 mil.
	영업이익	\$358 mil.	\$ 340 mil.	\$698 mil.	-\$487 mil.	-\$126 mil.	-\$88 mil.
	영업이익률	25%	15%	19%	-13%	-12%	-8%
2009	매출 예상	-	-	\$4,300 mil.	\$4,970 mil.	-	-
	영업이익	-	-	\$1,100 mil.	\$850 mil.	-	-
	영업이익률	-	-	26%	23%	-	-

자료원: 각 사 Annual Report, Yahoo Stock, Bear Stearn & Co. Inc., 스트라베이스 재구성<sup>14</sup>

둘째, Activision Blizzard가 추진하고 있는 게임을 활용한 온라인 음악 플랫폼 및 미디어와 게임의 IP(Intellectual Property)를 활용하는 전략은 이로 인해 촉진될 것으로 예상되는 경쟁사들의 미디어 사업자들과의 활발한 연계 전략에 어떻게 대응하느냐에 따라 그 성패가 달려있다.

실제로 경쟁사인 THQ는 Disney, Pixar, Nickelodeon<sup>15</sup>, World Wrestling Entertainment(WWE)의 콘텐츠를 기반으로 제작한 게임에서 매출의 54%를 창출하고 있으며, 이는 미디어 사업자와 게임 사업자간의 강력한 시너지 효과를 이미 보여주는 것이어서, 이번 합병으로 인해 이런 강점이 오히려 부각돼 반사이익을 얻을 것으로 보인다.

뿐만 아니라, Walt Disney, Time Warner, Sony 같은 미디어 사업자들은 게임 사업을 동시에 보유하고 있어 앞으로 게임과 미디어 산업을 연계한 비즈니스 모델이 활발히 출시될 것으로 예상되는 바, 이 분야의 경쟁은 더욱더 치열해질 것으로 보인다. 결국 시장에서의 생존을 위해서는 이들 경쟁사들을 효과적으로 견제하는 전략이 중요할 것이다.

<sup>13</sup> Guitar Hero 시리즈, Call of Duty, Tony Hawk를 말한다

<sup>14</sup> 각 사 회계연도 마감일 기준: Activision Blizzard(2008.3), Electronic Arts(2008.3), Take Two(2007.10), THQ(2008.3)

<sup>15</sup> MTV Networks(MTV)의 어린이 엔터테인먼트 전문채널로 2,500만 명 이상의 순 방문자수(UV)를 기록한 온라인 게임 사이트도 운영하고 있다.

이번 합병은 Activision과 Vivendi Group의 UMG, Vivendi Mobile, Blizzard 등과의 뚜렷한 시너지 효과를 염두에 두고 진행한 것이라는 점에서 시장의 평가나 주주들의 평가가 매우 좋은 편이다.<sup>16</sup> 무엇보다 미디어와 게임을 연계시키는 새로운 사업 모델과 다양한 수익원 확보 전략이 돋보인다.

그러나 장미빛 청사진 속에서 출발했던 많은 합병이 기대만큼 효과를 거두지 못한 사례가 많았다는 점을 고려할 때, 합병 후 관리(Post Merger Integration)에 대한 중요성이 한층 강조된다. 특히 Activision과 사업 영역이 중복되는 Sierra와의 조직적, 기술적 융화 문제도 신경을 써야 할 대목이다.

### Reference

1. Activision Annual Report 2007-8, 2008.3
2. Activision Blizzard Plans Digital Store to Compete with iTunes, Digital Media Wire, 2008.6.14
3. Activision Blizzard board sets stock split, Reuter, 2008.7.11
4. Activision Blizzard looking to boost margins, Hollywood Reporter, 2008.7.10
5. Activision Blizzard., Gabelli & Company, Inc., 2008.6.13
6. Activision reports record \$650 million Q1 revenues, Game Industry, 2008.7.14
7. Activision, Inc., Investment Research, 2007.12.5
8. Activision-Vivendi merger leads to problems for Sierra Games, ars technical, 2008.3.21
9. Combines with Vivendi Games, Credit Suisse, 2007.12.3
10. Electronics Arts Annual Report 2008, EA, 2008.3
11. Further Views on the Activision-Vivendi Games Merger, Bear Stearns, 2007.12.5
12. Gaming Mergers: Week in Review, Metue, 2008.7.11
13. Guitar Hero aims to take on iTunes, Financial Times, 2008.6.10
14. THQ Inc. Annual Report 2008, 2008.3
15. The Activision/Blizzard Merger: Five Key Points, Gamasutra, 2007.12.3
16. The Impact of Activision Blizzard, 2008.6.9
17. Vivendi Games Annual Report 2007-8, 2008.3
18. Vivendi Games deal creates a video game juggernaut?, Deutsche Bank, 2007.12.2
19. Vivendi shakes up labels, revives Sierra, MCVUK, 2007.3.11
20. WoW, ATVI and Vivendi Games to Merge!, Bear Stearns, 2007.12.3
21. World of Guitarcraft? Activision + Vivendi Games = New Market Leader, Cowen and company, 2007.12.3

<sup>16</sup> 시장의 긍정적 평가는 합병 전 22.15달러(07.11.30)이던 합병 후 대규모 신주 발행에도 불구하고 주가가 31.72달러(08.7.9)로 급등한 점을 통해 증명되며, 주주들의 평가는 주주총회에서 92%의 높은 찬성률로 합병안이 통과됐다는 점에서 증명된다.