



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Amazon.com, Inc.

του Δρακούλη Παναγιώτη

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική.

Νοέμβριος 2018

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Πρωτίστως θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την υποστήριξη που μου παρείχε χωρίς την οποία θα ήταν αδύνατο να ολοκληρώσω το συγκεκριμένο πρόγραμμα μεταπτυχιακών σπουδών.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Συμεών Παπαδόπουλο για την καθοδήγηση, την βοήθεια και την υπομονή του.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες και στους φίλους Μαρία και Νικόλα για την συμπαράσταση τους στην διάρκεια εκπόνησης της εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Amazon είναι μια αμερικάνικη πολυεθνική εταιρία που δραστηριοποιείται στο κλάδο του ηλεκτρονικού λιανικού εμπορίου (e-commerce) και στον τομέα παροχής εξειδικευμένων υπηρεσιών πληροφορικής (cloud computing). Η έδρα της βρίσκεται στην πόλη Σιάτλ των Ηνωμένων Πολιτειών και ιδρύθηκε το 1995 από τον Τζεφ Μπέζο. Ξεκίνησε ως ιστοσελίδα πώλησης βιβλίων και εξελίχθηκε μέσα σε είκοσι χρόνια σε μια πρωτοφανής εταιρία τεχνολογίας (tech giant) προσφέροντας μια τεράστια ποικιλία προϊόντων και υπηρεσιών παγκοσμίως.

Με την παρούσα διπλωματική εργασία γίνεται μια προσπάθεια να αποτιμηθεί η εταιρική αξία της Amazon και η τιμή της μετοχής της. Στα πρώτα κεφάλαια παρουσιάζεται μια προσέγγιση του θεωρητικού ακαδημαϊκού υπόβαθρου όσον αφορά την εταιρική αξία και τις μεθόδους αποτίμησης. Ακολουθεί η ανάλυση της Amazon ως προς τον τρόπο λειτουργίας και τους παράγοντες που συνθέτουν το περιβάλλον της.

Τέλος, παρουσιάζεται η αποτίμηση της εταιρικής αξίας και η κατάσταση της μετοχής αντίστοιχα με τα αποτελέσματα που προκύπτουν. Σημειώνεται πως κατά την εκτέλεση της αποτίμησης λήφθηκαν υπόψη τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων της χρονική περιόδου 2012-2017

ABSTRACT

The significant technological progress of the last two decades and the rise of the internet era brought up new needs and created a demand for products and services, which did not exist in the past. In order to cover those needs many new companies came up offering a different business approach and way of operating.

One of these companies was Amazon.com Inc doing business as Amazon. Jeff Bezos founded it back in 1995 in Seattle, Washington USA and maybe not even himself could have expected the success that followed. Initially the company was operating as an online bookstore and later diversified to sell a huge range of products. Moreover, Amazon entered the cloud computing market and evolved to become one of the tech giants of our time. The current dissertation aims to conduct a valuation and estimate the level, which the enterprise value of Amazon can reach, and how its stock price will react.

In the first chapters, there is a theoretical approach concerning the definition of enterprise value and an academic research in the methodology of valuation. An analysis of the background of the company and its operations follows. Furthermore, a discounted cash flow model based on three different scenarios concludes in a range of results for the outcome of the enterprise value and the stock price in the last chapter. The data source of the model were the financial statements from 2012 until 2017 and the base for the assumptions was the expected revenues growth.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Μεθοδολογία.....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.....	3
2.1 Ιστορική Αναδρομή	3
2.2 Αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης.	4
2.2.1 Αξία μιας επιχείρησης και οι παράγοντες που την επηρεάζουν.	4
2.2.2 Η Έννοια της Αποτίμησης.....	5
2.2.3 Ο ρόλος της Αποτίμησης.....	5
2.2.4 Μύθοι αναφορικά με την αποτίμηση.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	8
3.1 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον Damodaran.....	8
3.2 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον Fernandez. (Fernandez, 2002).....	8
3.3 Απόλυτες μέθοδοι αποτίμησης.....	9
3.4 Η Μέθοδος Αποτίμησης με Πολλαπλασιαστές (multiples).....	9
3.4.1 Ο πολλαπλασιαστής Price/Earnings (P/E).....	10
3.4.2 Ο πολλαπλασιαστής Price/Book Value (P/BV)	10
3.4.3 Ο πολλαπλασιαστής Price/Sales (P/S)	11
3.4.4 Ο πολλαπλασιαστής PEG (Price-to-Earnings per Share Growth)	11
3.4.5 Ο πολλαπλασιαστής Price to Cash Flow Ratio (P/CF)	11
3.4.6 Ο πολλαπλασιαστής Enterprise Value to EBITDA Ratio (EV/EBITDA).....	12
3.4.7 Ο πολλαπλασιαστής Enterprise Value to Sales Ratio (EV/Sales)	12
3.4.8 Εξειδικευμένοι Πολλαπλασιαστές Sector Specific Multiples	13
3.4.9 Ο πολλαπλασιαστής Μερισματικής Απόδοσης D/P	13
3.5 Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.....	13
3.5.1 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Operating Cash Flow, OCF).....	14
3.5.2 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flow, FCF)	15
3.5.3 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC).....	16
3.5.4 Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων	16
3.5.5 Κόστος Δανεισμού	17
3.5.6 Υπολειμματική Αξία (Terminal Value)	18
3.6 Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών διαθέσιμων προς τους μετόχους (Equity Cash Flow)	19
3.7 Αποτίμηση μέσω προσαρμοσμένης παρούσας αξίας	20

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ AMAZON	21
4.1 Ιστορική Ανάδρομη	21
4.2 Ανάλυση Περιβάλλοντος PESTEL.....	22
4.2.1 Πολιτικό Περιβάλλον	22
4.2.2 Οικονομικό Περιβάλλον	23
4.2.3 Κοινωνικό Περιβάλλον	24
4.2.4 Τεχνολογικό Περιβάλλον	25
4.2.5 Περιβαλλοντολογικοί παράγοντες	26
4.2.6 Νομικό Περιβάλλον	26
4.3 Ανάλυση βάσει του μοντέλου των 5 δυνάμεων του Michael Potter.....	27
4.3.1 Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών (bargaining power of suppliers).....	29
4.3.2 Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών (bargaining power of buyers)	29
4.3.2 Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων (threat of substitute products)	30
4.3.4 Η απειλή νέων ανταγωνιστών (threat of new entrants).....	30
4.3.5 Ο ανταγωνισμός στον κλάδο (rivalry in the industry).....	30
4.4 Ανάλυση SWOT	31
4.4.1 Οι δυνάμεις (Strengths)	31
4.4.2 Οι αδυναμίες (Weaknesses).....	33
4.4.3 Οι ευκαιρίες (Opportunities).....	33
4.4.4 Οι απειλές (Threats)	34
4.5 Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	35
4.5.1 Κάθετη Ανάλυση	36
4.5.2 Ανάλυση Ρευστότητας	37
4.5.3 Ανάλυση Δραστηριότητας	38
4.5.4 Ανάλυση Αποδοτικότητας.....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ5 Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ AMAZON.....	45
5.1 Περιγραφή σταδίων αποτίμησης	45
5.2 Υποθέσεις και προβλέψεις	45
5.3 Υπολογισμός ελευθέρων ταμειακών ροών FCFF.....	55
5.4 Υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου WACC.....	56
5.5 Προεξόφληση των ελευθέρων ταμειακών ροών	57
5.6 Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	61
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	63
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εισαγωγή

Η **Amazon.com, Inc** είναι μια πολυεθνική εταιρεία με έδρα την πόλη Σιάτλ των Ηνωμένων Πολιτειών. Ιδρύθηκε το 1995 από τον Τζεφ Μπέζο, το αρχικό όνομα της ήταν Catabra.com που αργότερα άλλαξε για λόγους marketing. Αποτελεί μια από τις πρώτες εταιρείες που βασίστηκε στο διαδίκτυο (internet) με σκοπό τις λιανικές πωλήσεις καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών.

Δραστηριοποιείται μέσω τριών δικτύων: Βόρεια Αμερική, Διεθνής και Amazon Web Services (AWS). Το εύρος των προϊόντων και υπηρεσιών που παρέχει είναι τεράστιο, από ηλεκτρικές συσκευές μέχρι τρόφιμα και βιβλία καθώς ακόμη και υπηρεσίες πληροφορικής αλλά και διαφήμισης. Στην αρχή λειτουργούσε ως μεταπωλητής και στην πορεία ανέπτυξε αγαθά και υπηρεσίες κάτω από το δικό της brand name.

Είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης NYSE (New York Stock Exchange) αλλά και στην πλατφόρμα ηλεκτρονικών συναλλαγών NASDAQ. Επιπλέον η μετοχή της θεωρείται blue chip και είναι μέρος των δεικτών S&P500 και NASDAQ 3000. Η κεφαλαιοποίηση της φτάνει τα 952 δις και αναμένεται να είναι η δεύτερη στην ιστορία εταιρεία μετά την Apple που θα ξεπεράσει το 1 τρις.

Η εκπόνηση της παρούσας εργασίας στοχεύει στην αποτίμηση της αξίας της εταιρείας μέσω της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών (discounted cash flow). Ο στόχος της συγκεκριμένου μεθόδου είναι να υπολογίσει την παρούσα αξία των ταμειακών ροών που θα δημιουργήσει στο μέλλον η εταιρεία και να προσεγγίσει την πραγματική αξία της έτσι ώστε να προσδιοριστεί εάν η τρέχουσα τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει αυτήν την αξία. Βάσει αυτής της σύγκρισης θα μπορέσουμε να διαπιστώσουμε εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη και να καταλάβουμε ποια πορεία θα ακολουθήσει μελλοντικά.

1.2 Μεθοδολογία

Η αποτίμηση της Amazon στην παρούσα εργασία διακρίνεται στα παρακάτω στάδια:

Στο κεφάλαιο 2 πραγματοποιήθηκε η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και μια προσέγγιση των βασικών εννοιών της αξίας και της αποτίμησης. Αναλύθηκαν οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική αξία, ο ρόλος της αποτίμησης και οι μύθοι που υπάρχουν σχετικά με αυτήν.

Στο κεφάλαιο 3 αναλύονται οι βασικότερες μέθοδοι αποτίμησης με αναφορά στους σημαντικότερους σύγχρονους θεωρητικούς. Αναλύεται η μέθοδος αποτίμησης βάσει πολλαπλασιαστών παραθέτοντας τους κυριότερους και πιο δημοφιλής πολλαπλασιαστές αναφέροντας τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του καθένα αντίστοιχα. Επίσης γίνεται η θεωρητική ανάλυση της μεθόδου αποτίμησης μέσω της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.

Το κεφάλαιο 4 αναφέρεται στην ανάλυση της Amazon ως εταιρία. Μελετάται η ιστορική αναδρομή της εταιρίας και αναλύεται το περιβάλλον της βάσει της του μοντέλου PESTEL. Επιπλέον προσδιορίζεται η σχέση και η δυναμική της εταιρίας με τους εξωγενείς παράγοντες σύμφωνα με το τις τέσσερις δυνάμεις του μοντέλου του Michael Potter. Για περαιτέρω κατανόηση της κατάστασης της εταιρίας έγινε μια SWOT ανάλυση ακολουθώντας από μια χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών της καταστάσεων κυρίως βάσει αριθμοδεικτών.

Συνοψίζοντας, το κεφάλαιο 5 αφορά εξολοκλήρου την αποτίμησης της Amazon και περιέχει τα στάδια της αποτίμησης. Αναφέρονται οι υποθέσεις στις οποίες στηρίχθηκε η αποτίμηση και αναλύονται τα συμπεράσματα που οδήγησε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 Ιστορική Αναδρομή

Το μεγάλο κραχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 οδήγησε τον τότε επενδυτικό κόσμο να αναζητήσει ουσιαστικότερους τρόπους αποτίμησης. Αναδεικνύοντας αυτή την τάση ο Graham και Cottle δημοσίευσαν το 1934 το βιβλίο τους *Security Analysis* (Graham & Dodd & Cottle, 1934) όπου και ανέφεραν ότι η ανάλυση και η προσπάθεια αποτίμησης των επενδυτών πρέπει να επικεντρώνεται στην λειτουργία μιας επιχείρησης και την ικανότητα της να παράγει σταθερά και αμετάβλητα κέρδη.

Η πρώτη απόπειρα προεξόφλησης των αναμενομένων ταμειακών ροών με σκοπό τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας μιας επιχείρησης έγινε από τον Williams το 1938 (Williams J.B, 1938). Στηριζόμενος πάνω σε αυτήν την ιδέα ο MJ Gordon δημιούργησε ένα υπόδειγμα λίγα χρόνια αργότερα κατά το οποίο προεξοφλούνται τα μελλοντικά κέρδη στο διηνεκές βάσει ενός σταθερού ρυθμού ανάπτυξης g . (Gordon, Myron J. 1959). Το υπόδειγμα του Gordon αποτέλεσε την βάση για όλα τα υπόλοιπα μοντέλα αποτίμησης.

Οι Modigliani και Miller προχώρησαν ένα βήμα παρακάτω αναλύοντας την επίδραση της μόχλευσης στην αξία μιας επιχείρησης και κατέληξαν πως πρέπει να υπάρχει ο κατάλληλος συνδυασμός ιδίων και ξένων κεφαλαίων για να την μεγιστοποιήσης των κερδών και των μερισμάτων (Modigliani, F. and Miller, M. 1958). Επίσης δημιούργησαν και δύο μεθόδους αποτίμησης. Στην μια μέθοδο προεξοφλούνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές βάσει του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου. Η άλλη μέθοδος ονομάζεται μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας κατά την οποία η προεξόφληση γίνεται χωρίς να υπολογίζονται τα δάνεια στο κόστος κεφαλαίων.

Παράλληλα με τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών το 1965 ο καθηγητής Eugene Fama αναπτύσσει την θεωρία του τυχαίου περιπάτου προσεγγίζοντας από μια εντελώς διαφορετική οπτική γωνία το θέμα της αποτίμησης. Ισχυριζόμενος ότι οι ταμειακές ροές δεν μπορούν να προβλεφθούν εισήγαγε την θεωρία της αποτελεσματική αγοράς *efficient market hypothesis* κατά την οποία η τιμή των μετοχών ενσωματώνει το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών έτσι ώστε είναι αδύνατη η ύπαρξη υποτιμημένων ή υπερτιμημένων

μετοχών. Επιπλέον διέκρινε την αποτελεσματική αγορά σε τρεις κατηγορίες σε ασθενής, μέτρια και ισχυρή (Fama, 1965).

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ως έννοια προσδιορίστηκαν την δεκαετία του 1980 από τους οικονομολόγους Rappaport (Rappaport, 1986) , Stewart (Stewart, 1991) και Hackel και Livnat (Hackel & Livnat, 1996) οποίοι τις χρησιμοποίησαν στην διαδικασία αποτίμησης της εταιρικής αξίας. Το 1991 ο καθηγητής Aswath Damodaran δημοσιεύει το Investment Valuation όπου και αναλύει τον ρόλο που παίζουν στις μεθόδους αποτίμησης το προεξοφλητικό επιτόκιο και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου risk free rate. (Damodaran, 1996). Οι Benninga και Sarig το 1997 υποστήριξαν ότι το χρονοδιάγραμμα και το επίπεδο κίνδυνου σχετίζονται άμεσα με την παρούσα αξία των ταμειακών ροών. Επίσης τόνισα την χρήση περισσότερων από μιας μεθόδων αποτίμησης έτσι ώστε να διασφαλίζονται καλύτερα αποτελέσματα. (Benninga & Sarig, 1997)

2.2 Αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης.

2.2.1 Αξία μιας επιχείρησης και οι παράγοντες που την επηρεάζουν.

Μια επιχείρηση ουσιαστικά αποτελεί δεσμευμένα κεφάλαια τα οποία μέσω της σωστής εκμετάλλευσης τους έχουν στόχο την επίτευξη κέρδους. Η ύπαρξη δηλαδή κάθε επιχείρησης οφείλεται στην προσπάθεια παραγωγής πλούτου για τους μετόχους/ιδιοκτήτες της. Οπότε θα ήταν λογικό να προσδιορίσουμε ως αξία μιας επιχείρησης τις προσδοκίες για κέρδη, τις καθαρές χρηματοροές και τις μελλοντικές αποδόσεις.

Συχνό λάθος είναι η σύγχυση μεταξύ της αξίας μιας επιχείρησης και της τιμής αγοράς αυτής, η οποία αποτελεί το τίμημα που θα πρέπει να καταβάλει ένας επενδυτής για να αποκτήσει ένα μέρος ή το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Ανάλογα την εταιρεία/μετοχή, υπάρχουν σωστά αποτιμημένες στις οποίες η τιμή και η αξία συμπίπτουν ενώ είναι δυνατόν να υπάρχουν υποτιμημένες ή υπερτιμημένες εταιρίες/μετοχές όπου η εσωτερική αξία είναι μεγαλύτερη ή αντίστοιχα μικρότερη από την τρέχουσα τιμή διαπραγμάτευσης.

Ο πληθωρισμός, τα επιτόκια και η ρευστότητα της αγοράς είναι βασικές μεταβλητές που επηρεάζουν την αξία μια επιχείρησης. Ιδιαίτερα μια μεταβολή στον πληθωρισμό ή τα επιτόκια προκαλεί αντιστρόφως ανάλογη μεταβολή στην αξία ενώ ανάλογα αντιδρά η αξία σε μια μεταβολή στην ρευστότητα. (Fisher and Stanley, 1981)

Επιπλέον κατά τον Damodaran άλλοι εξίσου σημαντικοί συντελεστές οι οποίοι επηρεάζουν την αξία μια επιχείρησης είναι το κόστος κεφαλαίων, η ικανότητα της σωστής εκμετάλλευσης των παραγωγικών μέσων έτσι ώστε να παράγονται οι μέγιστες δυνατές ταμειακές ροές, ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης αυτών των ροών καθώς και το χρονικό διάστημα που είναι απαραίτητο για μεταβεί η επιχείρηση σε σταθερή ανάπτυξη. (Damodaran, 2002)

2.2.2 Η Έννοια της Αποτίμησης

Ο σκοπός μια επιτυχημένης αποτίμησης δεν είναι μόνο να προσδιορίσει την αξία μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου αλλά και να υποδείξει ποια είναι η πηγή της αξίας. Η αποτίμηση δηλαδή αποτελεί μια προσπάθεια διερεύνησης και στο τέλος αξιολόγησης της κατάστασης μιας επιχείρησης ή περιουσιακού στοιχείου ως προς στο να δημιουργεί μελλοντικό όφελος για τον κάτοχο του.

Αδιαμφισβήτητα υπάρχει χώρος για συζήτηση αναφορικά με τον τρόπο, η φιλοσοφία όμως πίσω από κάθε αποτίμηση είναι ότι η αξία αντικατοπτρίζεται στις μελλοντικές χρηματοροές της επιχείρησης ή του περιουσιακού στοιχείου. Με διαφορετικό τρόπο θα αποτιμηθεί μια εμπορική εταιρία από μια εταιρία real estate ή ακόμη από μια start up, οι βασικές αρχές όμως παραμένουν οι ίδιες. (Damodaran, 2002)

2.2.3 Ο ρόλος της Αποτίμησης

Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Ο ρόλος της αποτίμησης στην διαχείριση χαρτοφυλακίου και επενδύσεων, καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την φιλοσοφία που διέπει τον επενδυτή. Στους επενδυτές, οι οποίοι βασίζονται στην θεμελιώδη ανάλυση, όπως είναι λογικό, η αποτίμηση παίζει καθοριστικό ρόλο. Από την άλλη πλευρά, μικρότερο έως και μηδαμινό ρόλο έχει για τους επενδυτές που

βασίζονται στην τεχνική ανάλυση ή επενδυτές όπως οι information traders, market timers και αυτοί που βασίζονται στην efficient market hypothesis.

Συγχωνεύσεις και εξαγορές

Η αποτίμηση έχει κύριο ρόλο στις συγχωνεύσεις και εξαγορές όσον αφορά το μέρος και των δύο αντισυμβαλλόμενων. Ο καθένας ξεχωριστά πρέπει πρώτα να κάνει την αποτίμηση σύμφωνα με την οπτική του γωνία και στο τέλος να καταλήξουν σε μια αξία όπου θα αφήνει ευχαριστημένους και τους δυο. Σε αυτήν την περίπτωση είναι δυνατόν να υπάρξουν σημαντικές διαφορές λόγω του ότι αγοραστής και πωλητής χρησιμοποιούν υποθέσεις και εκτιμήσεις στην αποτίμηση προσαρμοσμένες στο συμφέρον τους.

Corporate Finance

Η αποτίμηση είναι ένα χρήσιμο εργαλείο στο corporate finance όπου η μεγιστοποίηση της αξίας μια επιχείρησης είναι ο κύριος στόχος. Ο στρατηγικός σχεδιασμός, οι αποφάσεις και οι πολιτικές που ακολουθεί μια επιχείρηση έχουν σοβαρό αντίκτυπο στην αξία της.

2.24 Μύθοι αναφορικά με την αποτίμηση

Ο Damodaran ανέπτυξε τους παρακάτω "μύθους" της αποτίμησης, πρόκειται για ορισμένες παρανοήσεις που υπάρχουν λανθασμένα ως προς την αποτίμηση. (Damodaran, 2002)

1) Η αποτίμηση είναι αντικειμενική επειδή τα μοντέλα αποτίμησης είναι ποσοτικά.

Ενώ τα μοντέλα αποτίμησης είναι ποσοτικά επηρεάζονται σημαντικά από τις υποκειμενικές εκτιμήσεις και υποθέσεις που θα κάνει ο αναλυτής πριν και κατά την αποτίμηση.

2) Χρειάζεται απεριόριστο χρόνο για μια σωστά ερευνημένη και δομημένη ανάλυση.

Η αξία μιας επιχείρησης μεταβάλλεται συνεχώς στο πέρασμα του χρόνου αντιδρώντας σε νέα δεδομένα και εξελίξεις.

3) Μια καλή αποτίμηση δίνει ακριβής εκτίμηση της αξίας.

Θα ήταν παράλογο να θεωρείται ακριβής μια αξία η οποία βασίζεται σε μεροληπτικές υποθέσεις και ευμετάβλητα μακροοικονομικά δεδομένα.

4) Όσο περισσότερα τα ποσοτικά δεδομένα, τόσο καλύτερη η εκτίμηση της αξίας.

Η αποτελεσματικότητα της αποτίμησης, εξαρτάται περισσότερο από την ποιότητα των στοιχείων παρά στην ποσότητα. Αυτό ισχύει γενικά για όλα τα μοντέλα αποτίμησης και εκφράζεται με τον ρητό «garbage in-garbage out».

5) Η υπόθεση ότι η αγορά είναι αναποτελεσματική.

Δεδομένου της δυσκολίας να κερδίσει κάποιος την αγορά (beat the market) , εάν το αποτέλεσμα της αποτίμησης απέχει σημαντικά από αυτό της αγοράς τότε θα έπρεπε να αναθεωρηθεί και τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν να εξεταστούν εκτενέστερα.

6) Το αποτέλεσμα της αποτίμησης και όχι η διαδικασία είναι το πιο σημαντικό.

Χρήσιμες πληροφορίες όπως η υπεραξία της επιχείρησης ή το κόστος κεφαλαίου προσδιορίζονται κατά την διαδικασία αποτίμησης η οποία θα μπορούσε να χαρακτηριστεί εξίσου σημαντική με το αποτέλεσμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον Damodaran.

Κατά τον Damodaran (Damodaran, 2002) υπάρχουν οι εξής κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης:

- Discounted cash flow valuation, ως αξία προσδιορίζεται η παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών χρηματοροών.
- Relative valuation, η αξία προσδιορίζεται μέσω δεικτών οι οποίοι αποτελούν το μέτρο σύγκρισης μεταξύ των εταιριών του ίδιου κλάδου.
- Option Pricing Models η αξία προσδιορίζεται μέσω παραγώγων.

3.2 Μέθοδοι αποτίμησης σύμφωνα με τον Fernandez. (Fernandez, 2002)

Main Valuation Methods					
Balance sheet	Income statement	Mixed (goodwill)	Cash flow discounting	Value creation	Options
Book value	Multiples	Classic	Free cash flow	EVA	Black and Scholes
Adjusted book value	PER	Union of European Accounting Experts	Equity cash flow	Economic profit	Investment option
	Sales		Dividends	Cash value added	Expand the project
Liquidation value	P/EBITDA	Abbreviated income	Capital cash flow		Delay the investment
Substantial value	Other multiples	Others	APV	CFROI	Alternative uses

3.3 Απόλυτες μέθοδοι αποτίμησης.

Κοινό χαρακτηριστικό των απολυτών μεθόδων είναι ο προσδιορισμός μιας εσωτερικής αξίας (intrinsic value). Μέσω των θεμελιωδών στοιχείων υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών προσδοκώμενων ταμειακών ροών. Ανάλογα του επιλεγμένου θεμελιώδους στοιχείου καθορίζεται και η μέθοδος αποτίμησης. Οι κυριότερες απόλυτες μέθοδοι αποτίμησης είναι οι παρακάτω:

- Η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων (dividend discount model)
- Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών (discount cash flow model)
- Η μέθοδος των υπερκερδών (residual income valuation model)
- Η μέθοδος της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού (asset – based model)

3.4 Η Μέθοδος Αποτίμησης με Πολλαπλασιαστές (multiples).

Η μέθοδος των πολλαπλασιαστών ανήκει στην κατηγορία των σχετικών μοντέλων αποτίμησης. Συνήθως κατά αυτήν την μέθοδο, στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης συνδυάζονται με στοιχεία της αγοράς που αφορούν την επιχείρηση με στόχο την δημιουργία πολλαπλασιαστών. Βάσει των πολλαπλασιαστών αυτών είναι εφικτή η σύγκριση επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. (Liu, Nissim and Thomas, 2002). Πρόκειται για μια πολύ δημοφιλή μέθοδο καθώς ο υπολογισμός των πολλαπλασιαστών είναι σχετικά εύκολος, απλός και καθόλου χρονοβόρος. Από την άλλη πλευρά υπάρχει πάντα ο κίνδυνος παρερμηνείας διότι σημαντικά θεμελιώδη μεγέθη όπως ο ρυθμός ανάπτυξης μπορεί να μην λαμβάνονται υπόψη και επίσης στην πραγματικότητα είναι αρκετά δύσκολο να βρεθούν παρόμοιες επιχειρήσεις ακόμη και στον ίδιο κλάδο. Για αυτό είναι προτιμότερο η μέθοδος των πολλαπλασιαστών να συνδυάζεται με άλλες μεθόδους αποτίμησης όπως είναι η αποτίμηση μέσω της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (DCF) έτσι ώστε να διαφυλάσσεται το επίπεδο της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων. Οι σημαντικότεροι πολλαπλασιαστές αναλύονται παρακάτω.

3.4.1 Ο πολλαπλασιαστής Price/Earnings (P/E)

Ο πολλαπλασιαστής Price/Earnings (P/E) είναι το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα λογιστικά κέρδη ανά μετοχή. Ουσιαστικά δείχνει το ποσό που πληρώνει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα κερδών. Εάν υποθέσουμε ότι τα κέρδη παραμένουν σταθερά μας δείχνει την χρονική περίοδο που απαιτείται για να αποσβέσει ένας επενδυτής το επενδυμένο κεφάλαιο. Η σχέση του P/E με την κατάσταση μιας εταιρείας είναι αντιστρόφως ανάλογη δηλαδή ένας υψηλός/χαμηλός πολλαπλασιαστής P/E δηλώνει μια υπερτιμημένη/υποτιμημένη εταιρεία αντίστοιχα. Ο Graham στα κριτήρια του για την επιλογή μετοχών προς επένδυση τονίζει πως ο P/E πρέπει να είναι μικρότερος τουλάχιστον κατά 40% από την ιστορική υψηλότερη τιμή της πενταετίας (Graham 1959). Δεδομένου ότι και οι δυο παράγοντες που σχηματίζουν τον P/E μεταβάλλονται συνεχώς ο πολλαπλασιαστής έχει το μειονέκτημα της στατικότητας. Επίσης δεν λαμβάνει υπόψη του τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη και είναι εκτεθειμένος σε λογιστικές χειραγωγήσεις.

3.4.2 Ο πολλαπλασιαστής Price/Book Value (P/BV)

Ο πολλαπλασιαστής Price/Book Value (P/BV) είναι το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς την λογιστική αξία της, η οποία προκύπτει από το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων προς τον συνολικό αριθμό μετοχών. Εάν ο πολλαπλασιαστής ισούται με την μονάδα τότε ένας επενδυτής πληρώνει μόνο για την αγορά των ιδίων κεφαλαίων. Σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση είτε πληρώνει ένα ποσό ως premium είτε αγοράζει με έκπτωση discount. (Brief R.P. and Zarowin P., 1999) Ο P/BV ουσιαστικά υποδεικνύει την ενδεχόμενη διαφορά της χρηματιστηριακής και λογιστικής αξίας και όπως ο P/E έχει το μειονέκτημα της στατικότητας. Σύμφωνα με τα κριτήρια του Graham δεν πρέπει να ξεπερνάει την τιμή του 1,20. (Graham 1959)

3.4.3 Ο πολλαπλασιαστής Price/Sales (P/S)

Ο πολλαπλασιαστής Price/Sales (P/S) είναι το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τις συνολικές πωλήσεις. Ο P/S υποδεικνύει το πόσο που πληρώνει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα των εσόδων και για αυτό καλείται και πολλαπλασιαστής εσόδων. Όπως και οι υπόλοιποι πολλαπλασιαστές τον διακρίνει η στατικότητα αλλά και το ότι δεν λαμβάνει υπόψη του την κερδοφορία γεγονός που σε γενικές γραμμές θεωρείται μειονέκτημα. Βέβαια στην περίπτωση εταιριών που παρουσιάζουν ζημίες και δεν είναι δυνατόν ο υπολογισμός του P/E λόγω αρνητικών κερδών θα μπορούσε να θεωρηθεί και ως πλεονέκτημα. (Kim and Ritter, 1999)

3.4.4 Ο πολλαπλασιαστής PEG (Price-to-Earnings per Share Growth)

Ο πολλαπλασιαστής PEG είναι το πηλίκο του πολλαπλασιαστή P/E με το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών της εξεταζόμενης περιόδου. Πρόκειται για μια παραλλαγή του P/E που επεκτείνεται στο να ανταποκρίνεται καλύτερα στην μελλοντική πορεία και την ενδεχόμενη ανάπτυξη μιας εταιρείας. Εάν ο PEG είναι μεγαλύτερος\μικρότερος της μονάδας τότε αντίστοιχα είτε η μετοχή είναι υπερτιμημένη\υποτιμημένη ή αναμένεται αύξηση\μείωση των μελλοντικών κερδών από την αγορά δεδομένου ότι οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Η ταυτόχρονη μεταβολή ρυθμού ανάπτυξης και των κινδύνων είναι το κύριο μειονέκτημα του PEG όποτε στην περίπτωση των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή από έναν επενδυτή.(Brandshaw,2002)

3.4.5 Ο πολλαπλασιαστής Price to Cash Flow Ratio (P/CF)

Ο πολλαπλασιαστής Price to Cash Flow Ratio (P/CF) είναι το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Ουσιαστικά ο πολλαπλασιαστής μας υποδεικνύει το ποσό που πληρώνει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα των λειτουργικών ταμειακών ροών. Λόγω του ότι οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι πιο ανελαστικές σε λογιστικές χειραγωγήσεις από τα υπόλοιπα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων, θεωρείται ότι ο P/CF αντικατοπτρίζει καλύτερα την πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

Βέβαια το στάδιο της ζωής της επιχείρησης παίζει σημαντικό ρόλο, μια ταχέως αναπτυσσόμενη ή νεοφυής επιχείρηση θα έχει σαφώς διαφορετικό P/CF. (Kumar, 2016)

3.4.6 Ο πολλαπλασιαστής Enterprise Value to EBITDA Ratio (EV/EBITDA)

Ο πολλαπλασιαστής EV/EBITDA είναι το πηλίκο της αξίας της επιχείρησης προς το EBITDA δηλαδή τα κέρδη πριν την αφαίρεση των τόκων, φόρων, αποσβέσεων και απομειώσεων. Είναι ένας αρκετά δημοφιλής πολλαπλασιαστής που λαμβάνει υπόψη του την κερδοφορία και δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Συνήθως χρησιμοποιείται στην διαδικασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων (M&A), όσο πιο μικρός είναι ο EV/EBITDA τόσο καλύτερο είναι για την υποψήφια επιχείρηση. Το μειονέκτημα του, όπως αναφέρεται στην αρχή της παραγράφου, είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη το μέγεθος των τόκων, φόρων, αποσβέσεων και απομειώσεων. (Kumar, 2016)

3.4.7 Ο πολλαπλασιαστής Enterprise Value to Sales Ratio (EV/Sales)

Ο πολλαπλασιαστής EV/Sales είναι το πηλίκο της αξίας της επιχείρησης προς τα έσοδα. Αποτελεί μια παραλλαγή του P/Sales, δεν λαμβάνει υπόψη την κερδοφορία κάτι που τον κάνει να μην είναι πολύ δημοφιλής στους επενδυτές. Είναι χρήσιμο εργαλείο όμως στην σύγκριση επιχειρήσεων με αρνητικά αποτελέσματα.

Γενικά όσο πιο χαμηλή/υψηλή είναι η τιμή του EV/Sales τόσο πιο υποτιμημένη/υπερτιμημένη θεωρείται μια επιχείρηση βέβαια αυτό θα μπορούσε να είναι παραπλανητικό γιατί μια υψηλή/χαμηλή τιμή θα μπορούσε να σημαίνει ότι οι επενδυτές περιμένουν αύξηση/μείωση στα έσοδα αντίστοιχα. Συνήθως ο EV/Sales κυμαίνεται από 1 έως 3 και είναι δυνατό να έχει αρνητική τιμή στην ιδιαίτερη περίπτωση που τα χρηματικά διαθέσιμα είναι μεγαλύτερα από την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, ουσιαστικά σε αυτήν την πολύ σπάνια περίπτωση η επιχείρηση μπορεί να αγοράσει τον εαυτό της. (Kumar, 2016)

3.4.8 Εξειδικευμένοι Πολλαπλασιαστές Sector Specific Multiples

Η εξέλιξη της τεχνολογίας αλλά και η ανάγκη ανάλυσης ορισμένων κλάδων από μια διαφορετική εναλλακτική σκοπιά οδήγησαν στην δημιουργία ορισμένων πολλαπλασιαστών προσαρμοσμένων στον κλάδο της επιχείρησης. Κυρίως συνδέουν στοιχεία της επιχείρησης όπως την αξία ή τα κέρδη με ένα ουσιαστικό χαρακτηριστικό της σχετικό με τον κλάδο που ανήκει. Παραδείγματος χάρη σε μία ιστοσελίδα η αξία της σχετίζεται άμεσα με τον αριθμό των χρηστών ή σε μια επιχείρηση παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας με τις κιλοβατώρες (kwh) που παράγει. (Damodaran, 2002). Και σε αυτή την κατηγορία πολλαπλασιαστών οι επενδυτές οφείλουν να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί λόγω των υποθέσεων που κάνουν για την λειτουργία και την δυνατότητα ανάπτυξης των επιχειρήσεων.

3.4.9 Ο πολλαπλασιαστής Μερισματικής Απόδοσης D/P

Ο πολλαπλασιαστής Μερισματικής Απόδοσης D/P είναι το πηλίκο του μερίσματος ανά μετοχή προς την χρηματιστηριακή τιμή αυτής. Ουσιαστικά ο D/P δείχνει την απόδοση που κερδίζει ένας επενδυτής από το επενδυμένο κεφάλαιο. Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή για έναν επενδυτή και τόσο περισσότερο αυξάνονται οι πιθανότητες ανόδου της χρηματιστηριακής τιμής αυτής της μετοχής.

3.5 Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών

Κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης μέσω προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών (Damodaran, 2001) σε βάθος συνήθως πενταετίας έως και δεκαετίας για σχετικά νέες επιχειρήσεις.

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+k)^i} + \frac{TV_n}{(1+k)^n}$$

Όπου:

- V είναι η αξία της επιχείρησης.
- FCF_i είναι οι ελεύθερες ταμειακές ροές που προκύπτουν για την περίοδο i.

- TVn (Terminal Value) ορίζεται ως η υπολειμματική αξία της εταιρείας στο έτος n.
- k είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο (αναλύεται παρακάτω).
- n είναι τα έτη

Η προεξόφληση πραγματοποιείται βάσει ενός ποσοστού που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο των μελλοντικών ταμειακών ροών. (Fernandez, 2007). Η μέθοδος βασίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση της αγοράς, της φορολογίας αλλά και τις προβλέψεις των περιουσιακών στοιχείων και της ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

Το ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ικανότητα της να δημιουργεί ταμειακές ροές στο μέλλον θεωρείται λογικό, απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή όμως από τους επενδυτές διότι η μέθοδος καλείται να δώσει ένα θεωρητικό προσδιορισμό στην αξία της επιχείρησης στηριζόμενη σε υποθέσεις και προβλέψεις εκτεθειμένες σε αρκετές μεταβλητές μακροοικονομικές κα μικροοικονομικές αλλά ακόμη και στην λογιστική χειραγώγηση από πλευρά της επιχείρησης. Επίσης απαιτείται ένας σημαντικός όγκος πληροφοριών και χρόνου για την πλήρη ολοκλήρωση της μεθόδου.

3.5.1 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Operating Cash Flow, OCF)

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι το αποτέλεσμα των εσόδων μείον όλων των λειτουργικών εξόδων μεταβλητών και σταθερών. Πρόκειται για τις ταμειακές ροές που παράγει μια επιχείρηση αποκλειστικά και μόνο από την κύρια δραστηριότητα της. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές αντανakλούν την δυνατότητα μιας επιχείρησης να καλύπτει τα λειτουργικά έξοδα της, να χρηματοδοτεί και να επεκτείνει την δραστηριότητα της μέσω επενδύσεων, να παρουσιάζει σωστή εικόνα και να εμπνέει ασφάλεια σε ήδη υπάρχοντες αλλά και εν δυνάμει επενδυτές και δανειστές και να μπορεί να διανέμει μέρισμα.

Παρακάτω ο τύπος υπολογισμού:

$$OCF = EBIT - Taxes + D\&A (+/-) \text{ Change in Working Capital}$$

Όπου:

OCF = Οι λειτουργικές ταμειακές ροές

EBIT = (Earnings Before Interest Taxes) κέρδη προ τόκων και φόρων

Taxes = Φόροι

D&A= Αποσβέσεις και Απομειώσεις

Working Capital = Κεφάλαιο Κίνησης όπου προκύπτει από την αφαίρεση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων (Current Liabilities) από το Κυκλοφορούν Ενεργητικού (Current Assets) και πρόκειται για τα χρήματα που συμβάλουν στην εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης και στην κάλυψη της ρευστότητας.

3.5.2 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flow, FCF)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι το καθαρό ρευστό που παράγει μια επιχείρηση έχοντας καλύψει τις λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες της. Προκύπτει από την διαφορά των λειτουργικών ταμειακών ροών και των επενδύσεων σε μετρητά (Penman, 2001). Παρακάτω ο τύπος υπολογισμού:

$$FCF = OCF - CAPEX$$

Δαπάνες Κεφαλαίου (Capital Expendure, Capex) χαρακτηρίζονται οι επενδύσεις σε μετρητά με στόχο την διατήρηση ή την μεγέθυνση της δραστηριότητας της επιχείρησης όπως η αγορά ή συντήρηση παγίων, αποπληρωμή δανείων και επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη. Το Capex επηρεάζει σημαντικά τις ελεύθερες ταμειακές ροές FFC και πρέπει να μελετάται σφαιρικά από τους επενδυτές καθώς μια ενδεχομένη αρνητική τιμή των ροών μπορεί να μην σημαίνει αρνητικές συνέπειες στην δραστηριότητα της επιχείρησης αλλά υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και πραγματοποίηση νέων επενδύσεων κάτι που συμβαίνει συχνά σε αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις.

Αντιθέτως αρνητικές δαπάνες κεφαλαίου Capex σε συνδυασμό με αρκετά υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές σε μια ώριμη επιχείρηση θα έπρεπε να προβληματίζουν έναν επενδυτή για το μέλλον της. Επιπλέον ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό των ελευθέρων ταμειακών ροών είναι ότι δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και για αυτό το λόγο δεν αφαιρούνται τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Αυτό συμβαίνει λόγω ενός θεμελιώδους θεωρήματος των Modigliani & Miller όπου αναφέρεται ότι η αξία της επιχείρησης παραμένει ανεπηρέαστη από την κεφαλαιακή διάρθρωση. (Modigliani & Miller 1958)

3.5.3 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Όπως αναφέρεται παραπάνω κατά την προεξόφληση των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιείται ένα ποσοστό που αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο τους. Οι ταμειακές ροές ανήκουν στους επενδυτές και στους δανειστές μιας επιχείρησης οπότε το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC). Το WACC είναι ο σταθμικός μέσος όρος των δύο πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης. (Murray Z. Frank and Tao Shen, 2016) Όπως φαίνεται από τον τύπο παρακάτω ο WACC λαμβάνει υπόψη του και την φορολογική ελάφρυνση που προσφέρει ο δανεισμός σε μια επιχείρηση.

Παρακάτω ο τύπος υπολογισμού:

$$WACC = \{ k_d \times (1 - t) \times D / (E + D) \} + \{ k_e \times E / (E + D) \}$$

Όπου:

- k_e είναι το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων.
- k_d είναι το κόστος Ξένων Κεφαλαίων.
- E είναι το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων.
- D είναι το σύνολο των Ξένων Κεφαλαίων.
- t είναι ο φορολογικός συντελεστής.

3.5.4 Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων εκφράζει την αναμενόμενη απόδοση που επιδιώκουν οι μέτοχοι από τα Ιδία Κεφάλαια. Ο πιο διαδεδομένος τρόπος υπολογισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι το CAPM (Capital Asset Pricing Model). Το CAPM είναι ένα υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με το οποίο η αναμενόμενη απόδοση και ο κίνδυνος συνδέονται γραμμικά (Sharpe, W.F., 1964). Η μαθηματική έκφραση του υποδείγματος είναι η εξής:

$$E(R) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Όπου:

- R_f (Risk Free Rate) το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

- Στην πραγματικότητα επένδυση με μηδενικό κίνδυνο δεν υπάρχει αλλά στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται η απόδοση κρατικών ομολόγων των ισχυρότερων χωρών με τις ισχυρότερες οικονομίες παγκοσμίως λόγω του ότι οι πιθανότητες πτώχευσης είναι εξαιρετικά μικρές ως και απίθανες.
- β (beta) το β είναι ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου και εκφράζει την ευαισθησία της απόδοσης ως προς την μεταβολή της απόδοσης της αγοράς. Προκύπτει από το πηλίκο της συνδιακύμασης του στοιχείου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και την τυπική απόκλιση αυτού και ανάλογα με την τιμή του υποδεικνύει πως θα αντιδράσει μια μετοχή στην μεταβολή της αγοράς. Όταν ο beta είναι ίσος με την μονάδα ($\beta = 1$) τότε και η μεταβολή της μετοχής είναι ίση με την μεταβολή της αγοράς ενώ όταν ο beta είναι μεγαλύτερος ή μικρότερος της μονάδα ($\beta >> 1$) τότε η μεταβολή της μετοχής είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την μεταβολή της αγοράς αντίστοιχα.
- R_m η συνολική απόδοση της αγοράς
- $R_m - R_f$ ή Risk premium αποτελεί την απόδοση που επιδιώκει ένας επενδυτής πέρα την απόδοση του μηδενικού κινδύνου άρα και τον κίνδυνο που προτίθεται να αναλάβει.

Το CAPM είναι ένα πολύ χρήσιμο μοντέλο δεν παύει όμως να βασίζεται πάνω σε εικασίες οι οποίες απέχουν από την πραγματικότητα όπως η μη ύπαρξη φορολογίας , πληθωρισμού, κόστη συναλλαγών, περιορισμούς κεφαλαίων αλλά και ότι η αγορά συμπεριφέρεται πάντα ορθολογικά. Για αυτό και οι επενδυτές οφείλουν να το χρησιμοποιούν με κριτική σκέψη.

3.5.5 Κόστος Δανεισμού

Το Κόστος Δανεισμού είναι ουσιαστικά το επιτόκιο που πληρώνει μια επιχείρηση για την χρηματοδότηση των δανειακών της κεφαλαίων. Μπορεί να υπάρχουν ποικίλοι τρόποι δανεισμού και διάφοροι τύπο επιτοκίων σε γενικές γραμμές όμως το συνολικό κόστος δανεισμού απορρέει από τον παρακάτω τύπο.

Κόστος Δανεισμού = Χρηματοοικονομικά Έξοδα / Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων

3.5.6 Υπολειμματική Αξία (Terminal Value)

Η υπολειμματική αξία είναι η μελλοντική αξία που αναμένεται να έχει μια επιχείρηση πέρα της χρονικής περιόδου για την οποία γίνεται η αποτίμηση. Υπάρχουν δυο τρόποι προσέγγισης, η χρήση ενός πολλαπλασιαστού εξόδου (exit multiple) και η υπόθεση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει να παράγει ελεύθερες ταμειακές ροές έως το διηνεκές όπου θα έχει και μια ορισμένη αξία.

Η περίπτωση της αξίας στο διηνεκές προτιμάται από τον ακαδημαϊκό κόσμο λόγω θεωρητικού υπόβαθρου άλλα βασίζεται πάνω σε ευμετάβλητες σταθερές όπως ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές (perpetual growth g) και απαιτεί ιδιαίτερη αντίληψη του μέλλοντος της επιχείρησης λόγω της αβεβαιότητας και των κινδύνων που εγκυμονεί. Σύμφωνα με τα παραπάνω ο τύπος της υπολειμματικής αξίας είναι ο εξής:

$$TV = (FCFn \times (1 + g)) / (WACC - g)$$

Όπου:

TV = Υπολειμματική Αξία (Terminal Value)

FCFn = Ελεύθερες ταμειακές ροές τον τελευταίο χρόνο της αποτίμησης

g = αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές (perpetual growth rate)

WACC = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Από την άλλη πλευρά η περίπτωση του exit multiple είναι πιο πρακτική και υποθέτει ότι στο τέλος της αποτίμησης η επιχείρηση είναι προς πώληση και βάσει την υποθετική τιμή ενός πολλαπλασιαστή που συνήθως είναι ο EV/ EBITDA προσδιορίζεται η υπολειμματική αξία.

$$TV = \text{Financial Metric} \times \text{Trading Multiple}$$

Όπου:

TV = Υπολειμματική Αξία (Terminal Value)

Financial Metric = ένα οικονομικό στοιχείο της επιχείρησης που έχει σημαντική επίδραση στην αξία της π.χ. EBITDA (κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απομειώσεων)

Trading Multiple = πολλαπλασιαστής εξόδου (exit multiple) συνήθως EV/EBITDA

3.6 Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών διαθέσιμων προς τους μετόχους (Equity Cash Flow)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές διαθέσιμες προς τους μετόχους FCFE προκύπτουν μετά από την κάλυψη όλων των λειτουργικών, κεφαλαιουχικών εξόδων, τόκων και του κεφαλαίου κίνησης. Αποτελούν τις ταμειακές ροές που ανήκουν αποκλειστικά στους μετόχους και διατίθενται είτε ως μέρισμα είτε για επαναγορά ιδίων μετοχών. Η προεξόφληση αυτών των ροών αποτιμά την καθαρή θέση της επιχείρησης και όπως είναι λογικό ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιείται το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων.

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \text{FCFE}_i / (1 + r)^n$$

Όπου:

- Equity Value είναι η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης.
- FCFE_i είναι οι ελεύθερες ταμειακές ροές διαθέσιμες προς τους μετόχους που προκύπτουν για την περίοδο i
- r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο δηλαδή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων
- n είναι τα έτη

Η συνολική αξία της επιχείρησης προκύπτει με την πρόσθεση της αξίας των δανειακών κεφαλαίων στην αξία των ιδίων κεφαλαίων. Η αξία των δανειακών κεφαλαίων είναι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών που ανήκουν στους δανειστές της επιχείρησης. Ουσιαστικά είναι η προεξόφληση των χρηματοοικονομικών εξόδων που πλήρωσε η επιχείρηση για την εξωτερική της χρηματοδότηση. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιείται είτε το κόστος σύναψης των δανείων είτε το τρέχον επιτόκιο της αγοράς (Fernandez, 2007).

3.7 Αποτίμηση μέσω προσαρμοσμένης παρούσας αξίας

Κατά την αποτίμηση μέσω προσαρμοσμένης παρούσας αξίας, η συνολική αξία της επιχείρησης προκύπτει από την αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση και την αξία της φορολογικής ωφέλειας που παρέχουν τα δανειακά κεφάλαια. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται βάσει του μη μοχλευμένου κόστους των ιδίων κεφαλαίων όπου αποτελεί την απόδοση που απαιτείται από τους μετόχους όταν δεν υπάρχει εξωτερική χρηματοδότηση. Η διαφορά με την περίπτωση της ύπαρξης δανειακών κεφαλαίων είναι ότι προσθέτουν κίνδυνο και αναγκάζουν τους μετόχους να ζητήσουν υψηλότερη απόδοση άρα και να αυξήσουν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Koller et al., 2005). Η φορολογική ωφέλεια προκύπτει από το κόστος χρήσης των δανειακών κεφαλαίων διότι η επιχείρηση εκπίπτει φορολογικά τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Σε αντίθεση με την ανυπαρξία δανειακών κεφαλαίων όπου οι φόροι αυξάνονται και τα κέρδη μειώνονται άρα και η συνολική αξία της επιχείρησης. (Modigliani & Miller 1958)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ AMAZON

4.1 Ιστορική Ανάδρομη

Η Amazon.com, Inc είναι μια αμερικάνικη πολυεθνική εταιρεία με έδρα το Σιάτλ (Ουάσινγκτον) η οποία ιδρύθηκε το 1995 από τον Τζεφ Μπέζο. Η πρώτη κύρια δραστηριότητα της ήταν η πώληση βιβλίων μέσω του διαδικτύου ανταγωνιζόμενη τοπικά βιβλιοπωλεία. Το 1997 κατάφερε να εισαχθεί στο χρηματιστήριο και κατά την δημοσία εγγραφή της συγκέντρωσε \$54 εκατομμύρια με τιμή μετοχής \$18.

Το 1998 έχοντας εξαγοράσει ορισμένες εταιρίες του διαδικτύου ανακοινώνει πως θα επεκτείνει την δραστηριότητα της πέραν των βιβλίων και ξεκινάει να προσφέρει υπηρεσίες εκτός από προϊόντα λιανικής. Επίσης το 1998 ιδρύεται στην Κίνα από τον Jack Ma η Alibaba μια εταιρία λιανικών πωλήσεων μέσω του διαδικτύου που θα αποτελέσει το αντίπαλο δέος της Amazon στην παγκόσμια σκηνή και εμπόδιο στην επέκταση της στην Ασία.

Το χρονικό διάστημα από το 2005 έως το 2011 δημιουργεί το Amazon Prime που ουσιαστικά είναι μια συνδρομή προς την εταιρία από τους καταναλωτές που επιθυμούν ταχύτερη παράδοση των παραγγελιών τους. Επιπλέον επικεντρώνει το ενδιαφέρον της στο cloud computing δημιουργώντας θυγατρικές εταιρίες όπως την το Amazon AWS η οποία προσφέρει υπηρεσίες πληροφορικής. Εκτός από το cloud computing επεκτείνεται και στο crowdsourcing προσφέροντας στο κοινό την εφαρμογή Amazon Mechanical Turk. Η δραστηριότητας διαφοροποιείται αρκετά φτάνοντας στο σημείο να προσφέρει ακόμη και υπηρεσίες μαναβικής με το Amazon Fresh.

Το 2011 εισάγει στην αγορά το Amazon Kindle, μια συσκευή που θα αλλάξει ριζικά τον κόσμο των βιβλίων καθώς λειτουργεί σαν tablet για διάβασμα eBooks(ηλεκτρονικών βιβλίων). Αξίζει να σημειωθεί ότι λόγω της Amazon οι καταναλωτές αγοράζουν περισσότερο ηλεκτρονικά παρά φυσικά βιβλία.

Το εύρος των προϊόντων και υπηρεσιών συνεχίζει να αυξάνεται, το 2011 ξεκινάει να παρέχει και υπηρεσίες streaming με το Amazon Music και με το Amazon Video.

Το 2015 ξεπέρασε σε κεφαλαιοποίηση την Walmart έναν από τους σημαντικότερους ανταγωνιστές της.

4.2 Ανάλυση Περιβάλλοντος PESTEL

Η ανάλυση PESTEL προσπαθεί να αναλύσει όλες τις μακροοικονομικές μεταβλητές που επηρεάζουν το περιβάλλον μιας εταιρίας. Κατανοώντας τις συνθήκες που επικρατούν στο πολιτικό, οικονομικό, κοινωνικό, τεχνολογικό, περιβαλλοντολογικό και νομικό περιβάλλον.

4.2.1 Πολιτικό Περιβάλλον

Η Amazon είναι μια αμερικάνικη πολυεθνική εταιρία με έδρα στο Σιάτλ της Ουάσιγκτον και προφανέστατα επηρεάζεται από το πολιτικό κλίμα και τις πολιτικές εξελίξεις στις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά και στην διεθνή σκηνή. Η Amazon για να συνεχίσει να επεκτείνει την δραστηριότητα της χρειάζεται πολιτική σταθερότητα τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στις υπόλοιπες χώρες που δραστηριοποιείται. Κυρίως στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου ακόμα δεν έχει επεκταθεί, η πολιτική σταθερότητα παίζει καθοριστικό ρόλο για το μέλλον.

Οι Ηνωμένες Πολιτείες αποτελούν την μεγαλύτερη οικονομία παγκοσμίως και αδιαμφισβήτητα έχουν έναν πολύ σημαντικό γεωπολιτικό ρόλο καθώς η εξωτερική πολιτική τους έχει αντίκτυπο σε όλο τον πλανήτη. Ο εμπορικός πόλεμος που έχει ξεκινήσει κυρίως με την Κίνα αλλά και με άλλες χώρες ακόμη και με στρατηγικούς συμμάχους όπως ο Καναδάς και η Ευρωπαϊκή Ένωση μπορεί να σταθεί ζημιογόνος για την Amazon.

Σε συνδυασμό με τα γραφειοκρατικά και θεσμικά εμπόδια που ήδη βάζουν χώρες όπως η Κίνα και Ινδία, στοχοποιώντας αμερικάνικες εταιρίες και έμμεση υποστήριξη αντίστοιχων ασιατικών εταιριών, η ανάπτυξη της Amazon στην Ασία μπορεί να ακολουθήσει ηπιότερο ρυθμό από ότι αναμενόταν. Άλλοι παράγοντες που είναι σημαντικοί για την μεγέθυνση της εταιρίας είναι η ενίσχυση της κυβερνοασφάλειας (cyber security) στο διαδίκτυο, η κυβερνητική στήριξη και η περαιτέρω προώθηση του ηλεκτρονικού εμπορίου.

Η αλήθεια είναι ότι η σχέση της Amazon με την κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών έχει περάσει κάποια σκαμπανεβάσματα κυρίως λόγω της άτυπης διαμάχης που υπάρχει μεταξύ του πρόεδρου Trump και του ιδρυτή και διευθύνων συμβούλου της Jeff Bezos. Ο πρόεδρος Trump έχει επιτεθεί δημόσια στην Amazon ουκ ολίγες φορές μέσω του

ιστοχώρου κοινωνικής δικτύωσης Twitter με αφορμή την συνεργασία της Amazon με το ταχυδρομείο US Post Office. Ισχυριζόμενος ότι η Amazon ζημιώνει τους Αμερικανούς φορολογούμενους με τους όρους συνεργασίας και την μείωση του κόστους μεταφοράς που πετυχαίνει από το συγκεκριμένο ταχυδρομείο. Είναι γνωστό όμως ότι η κύρια αιτία πίσω από τα παραπάνω είναι η έντονη κριτική στην πολιτική Trump που ασκεί ή εφημερίδα Washington Post η οποία ανήκει στον Jeff Bezos. Σαφέστατα οι αμερικανικές εκλογές το 2020 και η εκλογή του νέου πρόεδρου θα είναι μια κρίσιμη εξέλιξη για την αμερικανική οικονομία και κατ' επέκταση και για την Amazon.

Συνοψίζοντας, το πολιτικό περιβάλλον δεν δημιουργεί σημαντικά προβλήματα στην Amazon και ούτε απειλεί την δραστηριότητα της. Η Amazon δείχνει ανελαστική στο πλαίσιο των πολιτικών εξελίξεων στον δυτικό κόσμο και το θέμα είναι πως ο παγκόσμιος πολιτικός παράγοντας θα επηρεάσει την πορεία της στην Ανατολή.

4.2.2 Οικονομικό Περιβάλλον

Οι οικονομικοί παράγοντες που επικρατούν προσδιορίζουν την κατάσταση της αγοράς και επηρεάζουν την δραστηριότητα του επιχειρηματικού κόσμου. Τα τελευταία χρόνια ο πλανήτης, κυρίως οι λεγόμενες χώρες του δυτικού κόσμου, ανακάμπτουν από μια παγκόσμια οικονομική ύφεση που τάραξε τα νερά και άλλαξε τις συνθήκες και το βιοτικό επίπεδο σε εκατομμύρια ανθρώπους διάφορων χωρών. Ο κλάδος των λιανικών πωλήσεων παρουσίασε μια ανελαστική αντίδραση δείχνοντας θετικά σημάδια ακόμη και κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης λόγω του ότι το καταναλωτικό κοινό δεν σταμάτησε να αγοράζει τα βασικά και απαραίτητα αγαθά.

Στο σημείο που είμαστε σήμερα και με την σταδιακή αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος ακόμη και στις αναπτυσσόμενες χώρες η Amazon θα έχει την δυνατότητα να διεκδικήσει μεγαλύτερο κομμάτι της αγοράς και να αυξήσει τον τζίρο και το μέγεθος της σε χώρες όπου ακόμη δεν έχει σημαντική δραστηριότητα. Αυτό βέβαια για να πραγματοποιηθεί απαιτεί σταθερό οικονομικό περιβάλλον και διατήρηση της αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος σε αυτές τις χώρες. Γενικότερα όμως οι καλύτερες οικονομικές συνθήκες και αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος δύναται να οδηγήσουν και σε άνοδο του ανταγωνισμού με την εμφάνιση νέων ανταγωνιστών αλλά και ενίσχυση των ήδη υφιστάμενων.

Άλλος σημαντικός οικονομικός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει σοβαρά την Amazon είναι μια ενδεχόμενη οικονομική κρίση στην Κίνα. Ο Κινεζικός τίγρης καλπάζει με τρομερά υψηλά ποσοστά ανάπτυξης εδώ και πολλά χρόνια και όλα δείχνουν να σταθεροποιούνται και να μειώνονται στο μέλλον. Η κινεζική αγορά είναι μια από τις μεγαλύτερες παγκοσμίως και από τους πρωταρχικούς στόχους της Amazon για διεύρυνση της δραστηριότητας και αύξηση του μεριδίου αγοράς της, μια επικείμενη οικονομική κρίση θα φρέναρε αυτήν την πορεία.

Σε γενικές γραμμές η Amazon έχει την ικανότητα να ανταπεξέλθει κατάλληλα σε οποιαδήποτε μεταβολή του οικονομικού περιβάλλοντος. Το μέγεθος και η θέση που έχει κερδίσει στην αγορά την αναδεικνύουν σε μια εταιρία κολοσσό που όμως ακόμα λειτουργικά δεν έφτασε στο σημείο ωρίμανσης και όλα δείχνουν ότι θα συνεχίσει να αυξάνει το μέγεθος και την δραστηριότητα της στο μέλλον.

4.2.3 Κοινωνικό Περιβάλλον

Η Amazon επωφελείται από την εισαγωγή της τεχνολογίας στον τρόπο ζωής του συγχρόνου ανθρώπου και την γιγάντωση του ψηφιακού κόσμου που έφερε στο προσκήνιο η γενιά των λεγόμενων millennials. Ο όρος millennials αναφέρεται στους ανθρώπους που γεννήθηκαν μεταξύ 1980 και 2000, είναι η γενιά του διαδικτύου, των gadget και των μέσων κοινωνικής δικτύωσης (social media). Αυτή είναι η γενιά που ουσιαστικά αποτελεί το καταναλωτικό κοινό του παρόντος αλλά και του μέλλοντος η οποία χρησιμοποιεί το διαδίκτυο για τις αγορές της πολύ περισσότερο σε σύγκριση με τον παραδοσιακό τρόπο. Ερευνά πριν αγοράσει ένα προϊόν ή μια υπηρεσία επιδιώκοντας την καλύτερη δυνατή πληροφόρηση και αναζητά την καλύτερη ποιότητα στην οικονομικότερη τιμή με παράδοση κατ'οίκον. Σε όλα αυτά φαίνεται και το χαρακτηριστικό πλεονέκτημα της Amazon η οποία έχει την ικανότητα να τα παρέχει στους πελάτες της.

Επίσης η Amazon επωφελείται από την αυξανόμενη διάδοση του διαδικτύου σε αναπτυσσόμενες χώρες και την χρήση του για ηλεκτρονικές αγορές όπου και εκεί το εύρος σε προϊόντα και υπηρεσίες αυξάνεται με εκθετικό ρυθμό. Γενικότερα η διάδοση νέων τεχνολογιών και η αναβάθμιση των υφιστάμενων υποδομών στις αναπτυσσόμενες χώρες σε συνδυασμό με την αύξηση του καταναλωτισμού λόγω της αύξησης του βιοωτικού επιπέδου θα δώσουν στην Amazon την δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξης και γεωγραφικής

διαφοροποίησης με παρουσία σε περισσότερες χώρες παγκοσμίως. Επιπλέον, θα μπορούσε να αποτελέσει κοινωνική απειλή για την Amazon η αύξηση της άνισης κατανομής του πλούτου όχι μόνο σε αναπτυσσόμενες χώρες αλλά σε παγκόσμια κλίμακα. Η πτώση της αγοραστικής δύναμης και η σμίκρυνση του καταναλωτικού κοινού οδηγεί σε μικρότερους τζίρους και περιθώρια συνεισφοράς.

Συμπεραίνοντας, οι κοινωνικές μεταβολές και οι κοινωνικές τάσεις που επικρατούν αλληλοεπιδρούν με την αγορά και έχουν καθοριστικό ρολό στην ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών. Η Amazon θα συνεχίσει να επωφελείται όσο παρέχει στους πελάτες της αυτό που επιθυμούν προσαρμοσμένη στις κοινωνικές αλλαγές του μέλλοντος.

4.2.4 Τεχνολογικό Περιβάλλον

Η συνεχόμενη και ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας επηρεάζει σημαντικά όλων των ειδών των επιχειρήσεων. Πολύ περισσότερο εταιρίες όπως η Amazon της οποίας η ύπαρξη βασίζεται πάνω στην τεχνολογική εξέλιξη που βιώνει ο πλανήτης τις δύο τελευταίες δεκαετίες. Οι νέες τεχνολογικές ανακαλύψεις έχουν γίνει το συστατικό της επιτυχίας για πολλές επιχειρήσεις αλλά και κίνητρο για συνεχή ανάπτυξη και προσαρμογή σε νέα δεδομένα. Η τεχνολογία έχει διεισδύσει σε όλους του τομείς των επιχειρήσεων από την διοίκηση μέχρι και το marketing, την διαφήμιση και την εξυπηρέτηση πελατών.

Η Amazon αντιμετωπίζει ευκαιρίες και απειλές λόγω της ασταμάτητης τεχνολογικής εξέλιξης. Ο κίνδυνος της απαρχαίωσης και της ανακάλυψης μιας καινοτομίας από κάποιον ανταγωνιστή υπάρχει πάντα στο προσκήνιο. Αυτός κίνδυνος ταυτόχρονα αποτελεί και μοχλό πίεσης για συνεχή προσπάθεια βελτιστοποίησης της εταιρίας. Κατά αυτό τον τρόπο η Amazon πρωταγωνιστεί και έχει την ευκαιρία να διευρύνει το εύρος των υπηρεσιών πληροφορικής που προσφέρει στο κοινό. Επίσης με την επένδυση σε τεχνολογικές καινοτομίες καταφέρνει να αναβαθμίσει τον τρόπο λειτουργίας της, μειώνοντας τα λειτουργικά κόστη, αυξάνοντας την παραγωγικότητα, βελτιστοποιώντας την εξυπηρέτηση πελατών και ουσιαστικά αυξάνοντας το μέγεθος της. Ο τεχνολογικός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την δραστηριότητα της Amazon είναι η ηλεκτρονική εγκληματικότητα (cybercrime). Οι καταναλωτές μπορεί να αποστασιοποιηθούν από τις ηλεκτρονικές αγορές εάν αισθανθούν ότι απειλούνται και ότι τα προσωπικά τους δεδομένα και ότι τα χρήματα και οι συναλλαγές τους δεν είναι διασφαλισμένα.

Συνοψίζοντας οι επενδύσεις στον κλάδο της τεχνολογίας και η ανάπτυξη και προώθηση νέων τεχνολογικών προϊόντων και υπηρεσιών θα συμβάλουν σημαντικά στην εξασφάλιση μιας ομαλής και ανοδικής πορείας της Amazon στο μέλλον.

4.2.5 Περιβαλλοντολογικοί παράγοντες.

Η βιωσιμότητα όσον αφορά το περιβάλλον επιφέρει ευθύνες σε όλες τις μορφές επιχειρήσεων ακόμη και σε έναν ηλεκτρονικό έμπορο. Η μείωση των αποβλήτων, η σωστή κατανάλωση ενέργειας, η ανακύκλωση, η χρήση πρώτων υλών από ανακυκλώσιμες πηγές, ο τρόπος συσκευασίας των προϊόντων και η μείωση της χρήσης του πλαστικού είναι μείζοντα θέματα για όλο τον επιχειρηματικό κόσμο συμπεριλαμβανομένου και της Amazon.

Η Amazon είναι μια εταιρία που δεν έχει μείνει αμέτοχη απέναντι στα οικολογικά προβλήματα. Έχουν γίνει επενδύσεις από μέρος της στην λειτουργική μείωση των απορριμμάτων, στην ανάπτυξη βιώσιμων μεθόδων τυποποίησης και σε εναλλακτικές πηγές ενέργειας έτσι ώστε μακροπρόθεσμα να είναι όλο και λιγότερο εξαρτημένη από τις παραδοσιακές πηγές ενέργειας. Επίσης με την υιοθέτηση μιας βιώσιμης ως προς το περιβάλλον εταιρικής στάσης και προβολή των ενεργειών, της δίνεται η ευκαιρία για διαφήμιση δημιουργώντας μια εικόνα η οποία θα είναι ικανή να έλκει οικολογικά ευσυνειδητούς καταναλωτές.

4.2.6 Νομικό Περιβάλλον

Είναι γνωστό πως με την εφαρμογή της παγκοσμιοποίησης έχουν δημιουργηθεί και δραστηριοποιούνται εταιρίες κολοσσοί με γιγάντιο οικονομικό μέγεθος. Ορισμένες πολυεθνικές παράγουν περισσότερα έσοδα από το ΑΕΠ ορισμένων κρατών. Είναι δεδομένο όμως πως κάθε εταιρία ανεξαρτήτου μεγέθους οφείλει να υπακούει και να συμμορφώνεται στο νομικό πλαίσιο του διεθνές δικαίου και του δικαίου οποιαδήποτε χώρας δραστηριοποιείται,

Η Amazon τηρεί έμπρακτα αυτό που αναφέρεται παραπάνω και για αυτό το λόγο έχει δημιουργήσει ένα ικανό νομικό τμήμα με στόχο να επιλύει τα νομικά θέματα που μπορεί να αντιμετωπίσει και να μελετά για να γνωρίζει το νομικό υπόβαθρο των χωρών που

δραστηριοποιείται. Η εναρμόνιση της Amazon με τους κανονισμούς που διέπουν την εμπορία διάφορων προϊόντων, του πλαισίου διεκπεραίωσης των εξαγωγών και εισαγωγών αλλά και των κανονισμών προστασίας του περιβάλλοντος προσδίδουν μια εικόνα κοινωνικής ευθύνης και ενισχύουν το brand name της.

4.3 Ανάλυση βάσει του μοντέλου των 5 δυνάμεων του Michael Potter.

Ο καθηγητής Michael Potter του Harvard Business School ανέπτυξε το μοντέλο των 5 δυνάμεων με σκοπό να ερευνήσει την ένταση του ανταγωνισμού σε ένα κλάδο. Έτσι κατέληξε μέσω της έρευνας του στις λεγόμενες πέντε δυνάμεις οι οποίες ουσιαστικά αποτελούν τους σημαντικότερους παράγοντες που καθορίζουν την ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης στον κλάδο της. Κατά τον Potter αυτές οι δυνάμεις είναι οι εξής (Potter, 2008):

Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών (bargaining power of suppliers)

Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών απορρέει από το γεγονός ότι μπορεί να αυξήσουν τις τιμές τους ή να μειώσουν την ποιότητα των προϊόντων τους. Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών είναι εντονότερη όταν υπάρχει υψηλό κόστος αλλαγής προμηθευτών. Επίσης όταν ο αριθμός των προμηθευτών που προσφέρουν ένα προϊόν ή μια υπηρεσία είναι σχετικά μικρός σε σύγκριση με την ζήτηση και όταν υπάρχει υψηλή διαφοροποίηση. Επιπλέον σημαντική απειλή αποτελούν οι προμηθευτές που έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν τα προϊόντα απευθείας στο καταναλωτικό κοινό παρακάμπτοντας τους μεσάζοντες (forward integration) που στην προκειμένη περίπτωση είναι οι επιχειρήσεις ενός κλάδου.

Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών (bargaining power of buyers)

Οι αγοραστές πιέζουν συνήθως για μείωση τιμών με παράλληλη αύξηση ή διατήρηση της ποιότητας των προϊόντων και των υπηρεσιών που αγοράζουν. Κατά αυτό τον τρόπο επωφελούνται περισσότερο μειώνοντας όμως την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών είναι εντονότερη όταν υπάρχει υψηλός ανταγωνισμός σε έναν κλάδο με χαμηλό κόστος αλλαγής.

Το ίδιο ισχύει όταν υπάρχει προσφορά υποκατάστατων προϊόντων ή όταν αγοράζουν μεγάλες ποσότητες έχοντας ουσιώδες μέγεθος ώστε να ζητούν χαμηλότερες τιμές κι άλλες διευκολύνσεις .

Περαιτέρω όταν υπάρχουν λίγοι αγοραστές σε σχέση με την προσφορά ή η ζήτηση κυμαίνεται χαμηλά ή μειώνεται. Επίσης η δυνατότητα παράκαμψης του μεσάζοντα και η δυνατότητα απευθείας αγοράς από την πηγή (backward integration) δίνει στους αγοραστές περισσότερο διαπραγματευτική δύναμη.

Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων (threat of substitute products)

Η ύπαρξη υποκατάστατων προϊόντων σημαίνει ότι υπάρχει ένα όριο στις τιμές που μπορούν να θέσουν οι επιχειρήσεις προτού οι καταναλωτές στραφούν προς τα υποκατάστατα προϊόντα. Αυτό ισχύει τόσο σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης αλλά και ακόμα περισσότερο σε ύφεσης. Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων είναι σημαντικότερη όταν υπάρχουν καλά και άμεσα διαθέσιμα υποκατάστατα προϊόντα ή εμφανίζονται συνεχώς καινούργια. Επίσης όταν τα υποκατάστατα προϊόντα έχουν συμφέρουσα τιμή και είναι παρόμοιας ή καλύτερης ποιότητας από τα κύρια προϊόντα και δεν υπάρχει κόστος αλλαγής στον καταναλωτή.

Η απειλή νέων ανταγωνιστών (threat of new entrants)

Είναι λογικό πως όταν η είσοδος σε έναν κλάδο είναι εύκολη τότε η απειλή νέων ανταγωνιστών είναι μεγάλη. Αντίθετα, όταν υπάρχουν εμπόδια εισόδου τότε η απειλή αυτή είναι μικρή. Τα συνηθέστερα εμπόδια εισόδου είναι η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας, το ισχυρό brand name των ήδη υφιστάμενων ανταγωνιστών, οι απαιτήσεις σε κεφάλαιο και η πρόσβαση στα δίκτυα πωλήσεων.

Ο ανταγωνισμός στον κλάδο (rivalry in the industry)

Οι ανταγωνιστές σε οποιαδήποτε κλάδο προσπαθούν με διάφορους τρόπους να υπερτερήσουν των αντιπάλων τους μέσω της μείωση των τιμών, τη βελτίωση των προϊόντων, την ενίσχυση του brand τους, την αποτελεσματικότερη διανομή και την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών.

4.3.1 Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών (bargaining power of suppliers)

Η Amazon ως εταιρία ηλεκτρονικών λιανικών πωλήσεων διακινεί τεράστιο αριθμό προϊόντων και κατά επέκταση συνεργάζεται με ένα πολύ μεγάλο αριθμό προμηθευτών προερχομένων από διάφορες χώρες. Η διαπραγματευτική δύναμη αυτών των προμηθευτών όμως είναι περιορισμένη καθώς η Amazon λόγω του μεγέθους της έχει πέτυχει να έχει το πάνω το χέρι και να επιβάλει στους προμηθευτές της συγκεκριμένους όρους συνεργασίας στους οποίους οφείλουν να συμμορφώνονται εάν θέλουν να εισάγουν τα προϊόντα τους σε ένα από τα δημοφιλέστερα δίκτυα πωλήσεων του πλανήτη.

Ορισμένοι από τους κανόνες που θέτει η Amazon στους προμηθευτές της εναρμονίζονται με τους κανόνες των ανθρώπινων δικαιωμάτων. Η τήρηση των κατάλληλων συνθηκών εργασίας, το δικαίωμα των εργαζομένων στην αμοιβή, στην υγειονομική περίθαλψη και ασφάλιση, η απαγόρευση της παιδικής ή εξαναγκαστικής εργασίας και η δίκαιη, ηθική μεταχείριση χωρίς διακρίσεις είναι πρότυπα λειτουργίας τα οποία η Amazon απαιτεί από τους προμηθευτές της. Επίσης η Amazon έχει την δυνατότητα να αλλάζει και να βρίσκει εύκολα νέους προμηθευτές πιέζοντας έτσι τους ήδη υφιστάμενους προμηθευτές της να μένουν ανταγωνιστικοί και να τις προσφέρουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα στην καλύτερα τιμή.

4.3.2 Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών (bargaining power of buyers)

Η Amazon είναι μια εταιρία που έχει επενδύσει παρά πολύ στην εξυπηρέτηση των πελατών της με τους πιο σύγχρονους και εξυπνότερους τρόπους προσπαθώντας να διασφαλίζει την καλύτερη ποιότητα στην ανταγωνιστικότερη δυνατή τιμή. Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών της όμως είναι υψηλή καθώς με την αύξηση των ηλεκτρονικών αγορών έχουν αυξηθεί οι ανταγωνιστές και το κόστος αλλαγής είναι ελάχιστο για έναν πελάτη. Επίσης, οι πελάτες αναζητούν όλο και καλύτερη ενημέρωση και πληροφόρηση πριν προβούν σε ηλεκτρονικές αγορές ασκώντας πίεση στην Amazon να παραμένει συνεχώς ανταγωνιστική. Επιπλέον ο παραδοσιακός φυσικός τρόπος αγοράς ακόμη ασκεί αρκετή πίεση στην ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου.

4.3.2 Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων (threat of substitute products)

Η απειλή των υποκατάστατων προϊόντων (threat of substitute products) είναι υψηλή διότι έχουν εμφανιστεί στο προσκήνιο πολλές εταιρίες στο ηλεκτρονικό εμπόριο που προσφέρουν πληθώρα προϊόντων και υπηρεσιών ακολουθώντας τα βήματα της Amazon και οι καταναλωτές μπορούν χωρίς δυσκολία να αγοράσουν και από αυτές. Το μόνο συγκριτικό πλεονέκτημα της Amazon είναι η φήμη που έχει χτίσει και η εξαιρετική εξυπηρέτηση πελατών που εφαρμόζει.

4.3.4 Η απειλή νέων ανταγωνιστών (threat of new entrants)

Με την άνοδο του ηλεκτρονικού εμπορίου και την μετάβαση σε ένα ψηφιακό κόσμο εμφανίστηκαν στην διεθνή αγορά πολλές εταιρίες ηλεκτρονικών λιανικών πωλήσεων. Η συνεχόμενη εξέλιξη της τεχνολογίας μειώνει τα εμπόδια και δίνει την δυνατότητα σε όλο και περισσότερες εταιρίες να εισέλθουν στο ηλεκτρονικό εμπόριο. Είναι πολύ δύσκολο όμως για μια νέα εταιρία στο χώρο να αποτελέσει απειλή για την Amazon η οποία επενδύει τεράστια ποσά σε marketing και διαφήμιση χτίζοντας μια παγκόσμιου αναγνωρισμένη φήμη και ίσως το ισχυρότερο brand name στο κλάδο της. Για αυτό και η απειλή νέων ανταγωνιστών είναι πολύ χαμηλή για την Amazon.

4.3.5 Ο ανταγωνισμός στον κλάδο (rivalry in the industry)

Σαφέστατα το επίπεδο του ανταγωνισμού στον κλάδο του λιανικού εμπορίου είναι υψηλό. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που ασκούν την μεγαλύτερη πίεση είναι οι εταιρίες κολοσσοί του παραδοσιακού λιανικού εμπορίου όπως η Walmart ή η Costco, οι οποίες αντιλαμβανόμενες ότι χάνουν έδαφος έχουν ξεκινήσει να πραγματοποιούν μεγάλες επενδύσεις ώστε να εισέλθουν στο ηλεκτρονικό εμπόριο και να ταρακουνήσουν τις ισορροπίες στον κλάδο.

Επίσης απειλή αποτελεί και ο αυξανόμενος ρυθμός εμφάνισης νέων εταιριών και η εισαγωγή ξένων ανταγωνιστών στις Ηνωμένες Πολιτείες με στόχο την κατάκτηση μεριδίου αγοράς. Αδιαμφισβήτητα βάσει των παραπάνω ο ανταγωνισμός θα συνεχίσει να αυξάνεται για την Amazon.

4.4 Ανάλυση SWOT

Η ανάλυση SWOT αποτελεί ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού βάσει του οποίου όλες οι πληροφορίες του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης κατηγοριοποιούνται σύμφωνα με το αρκτικόλεξο SWOT όπου το S (Strengths) δηλώνει τις δυνάμεις, το W (Weaknesses) δηλώνει τις αδυναμίες, το O (Opportunities) δηλώνει τις ευκαιρίες και το T (Threats) δηλώνει τις απειλές.

Κατά την ανάλυση οι δυνάμεις και οι αδυναμίες αντιπροσωπεύουν το εσωτερικό περιβάλλον και προκύπτουν από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης, από τα περιουσιακά της στοιχεία, την ικανότητα της διοίκησης και των στελεχών της, την τεχνογνωσία και τις επενδύσεις που πραγματοποιεί. Αντιθέτως οι ευκαιρίες και οι απειλές αντιπροσωπεύουν το εξωτερικό περιβάλλον και προκύπτουν από τους εξωτερικούς παράγοντες που αλληλοεπιδρούν με μια επιχείρηση όπως η εμφάνιση νέων ανταγωνιστών, οι πολιτικές εξελίξεις, οι τεχνολογικές ανακαλύψεις και οι κοινωνικές αλλαγές.

4.4.1 Οι δυνάμεις (Strengths)

- Το μερίδιο αγοράς

Η Amazon έχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στο κλάδο των ηλεκτρονικών λιανικών πωλήσεων ξεπερνώντας όλους τους ανταγωνιστές της. (Dastin and Sadam, 2017). Οι συνδρομητές του Amazon Prime έχουν ξεπεράσει τα 100 εκατομμύρια και η εταιρία το 2017 πραγματοποίησε πάνω από πέντε δισεκατομμύρια παραγγελίες στους συνδρομητές του Amazon Prime. (Amazon Statistics) Αξίζει να σημειωθεί ότι παράλληλα με τον αριθμό των πελατών της αυξάνεται και ο αριθμός των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει.

- Οι υπηρεσίες cloud computing

Η ανάπτυξη υπηρεσιών τεχνολογίας στον τομέα του cloud computing μέσω του Amazon Web Services μεγαλώνει ακόμη περισσότερο το φάσμα της δραστηριότητας της. (Boland, 2017).

- Η πελατοκεντρική στρατηγική

Η Amazon με την πελατοκεντρική προσέγγιση που εφαρμόζει πέτυχε να δημιουργήσει μια βάση από αφοσιωμένους πελάτες η οποίοι εκτιμούν την υψηλής ποιότητας εξυπηρέτηση που λαμβάνουν και μετατρέπονται σε υποστηρικτές της εταιρίας.

- Η παγκόσμια παρουσία

Η Amazon έχει προμηθευτές και πελάτες από όλο τον πλανήτη, πέρα των Ηνωμένων Πολιτειών συνεργάζεται με προμηθευτές από 130 χώρες. (Amazon Statistics) Πετυχαίνει γεωγραφική διαφοροποίηση μέσω της επέκτασης της δραστηριότητας σε νέες αγορές όπως το Amazon TV στο Ηνωμένο Βασίλειο, το Amazon Prime στην Σιγκαπούρη και το Amazon Fresh στην Γερμανία. (Boland, 2017).

- Το τεράστιο εύρος προϊόντων

Η ποικιλία των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει στην πλατφόρμα της αντιστοιχεί σε εκατομμύρια αγαθά από κατηγορίες όπως η μουσική, οι ηλεκτρονικές συσκευές μέχρι και τρόφιμα. (Amazon Statistics)

- Η ισχυρή χρηματοοικονομική θέση

Εάν και τα περιθώρια συνεισφοράς της συνεχίζουν να είναι μικρά, ο φρενήρης ρυθμός αύξησης των πωλήσεων την οδήγησαν να αυξήσει τα έσοδα της κατά 40 δισεκατομμύρια δολάρια και να φτάσει το ποσό των 177,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων εσόδων για το 2017. Παράλληλα αυξάνοντας τα καθαρά κέρδη της από 2,4 σε 3 δισεκατομμύρια δολάρια. (Amazon Annual Report 2017)

- Η καινοτομία

Η συνεχής επένδυση σε έρευνα και ανάπτυξη νέων τεχνολογικών καινοτομιών όπως η τεχνητή νοημοσύνη και η σθένη συνεργασία με τα καλύτερα πανεπιστήμια πληροφορικής παγκοσμίως καθιστούν την Amazon την πρώτη εταιρία σε επενδύσεις στο συγκεκριμένο τομέα. Το 2017 τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης ανήλθαν στο ποσό των 22.6 δισεκατομμυρίων δολαρίων κατά 6.5 δισεκατομμύρια δολάρια υψηλότερα από το 2016. (Amazon Annual Report) 2017 Επίσης είναι γνωστό πως η Amazon συνεργάζεται με το Edinburgh University το οποίο είναι ένα από τα κορυφαία στον τομέα της έρευνας στην πληροφορική. (Law, 2017).

4.4.2 Οι αδυναμίες (Weaknesses)

- Τα χαμηλά περιθώρια συνεισφοράς.
Η Amazon διαχρονικά παρουσιάζει χαμηλά περιθώρια συνεισφοράς που θεωρείται λογικό λόγω της φύσης της δραστηριότητας, του μεγέθους της και την ανταγωνιστικότητα των τιμών της. Βέβαια το πρώτο τέταρτο του 2018 παρατηρήθηκε αύξηση κατά 3,8% στο περιθώριο συνεισφοράς (Amazon Statistics) συγκρίνοντας το όμως με το αντίστοιχο 45% του Facebook, που θεωρείται ανταγωνιστής, διαπιστώνεται η μεγάλη διαφορά.
- Οι αποτυχίες νέων προϊόντων
Είναι λογικό όταν επενδύεις στην καινοτομία και στην ανάπτυξη νέων προϊόντων να εγκυμονεί ο κίνδυνος της αποτυχίας. Δεν στέφθηκαν με επιτυχία όλα τα προϊόντα που δημιούργησε η Amazon όπως η Alexa και το Kindle. Η ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογία και η πίεση που ασκείται από το υψηλό επίπεδο ανταγωνισμού μπορεί να οδηγήσουν και σε αποτυχίες.

4.4.3 Οι ευκαιρίες (Opportunities)

- Η διαφοροποίηση
Η Amazon είναι μια εταιρία με πολυδιάστατη δραστηριότητα ενεργώντας ως ιστοσελίδα λιανικού εμπορίου (e- retailer) και ως εταιρία τεχνολογίας και πληροφορικής. Διευρύνοντας τους τομείς των ενδιαφερόντων της με την προώθηση νέων τεχνολογιών μπορεί να αυξήσει περαιτέρω το επίπεδο της μελλοντικής ανάπτυξη της.
- Η αποφυγή των μεσαζόντων
Η Amazon βασιζόμενη στο μέγεθος της και στο δίκτυο διανομής που έχει δημιουργήσει έχει την δυνατότητα να προμηθεύεται το εμπόρευμα της παρακάμπτοντας του μεσαζόντες μειώνοντας το κόστος και εξασφαλίζοντας ανταγωνιστικότερες τιμές.
- Η εξαγορά νέων επιχειρήσεων.
Λόγω της ισχυρής οικονομικής θέσης η Amazon έχει την δυνατότητα να εξαγοράζει νέες επιχειρήσεις η οποίες έχουν προδιαγραφές ανάπτυξης και παράλληλα να τις βγάζει εκτός

ανταγωνισμού. Καλό παράδειγμα είναι η εξαγορά της Whole Foods market η οποία είναι εταιρία τροφίμων και της Ring εταιρίας προστασίας κατοικιών. (Amazon Strategic Analysis) Μέσω αυτών των κινήσεων μεγαλώνει ακόμη περισσότερο το μερίδιο της αγοράς και εισέρχεται σε νέους τομείς δραστηριότητας.

- Η ανάπτυξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών

Η ανάπτυξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών αποκλειστικά από την Amazon μπορεί να οδηγήσει στην αύξηση των περιθωρίων συνεισφοράς. Αρκεί βέβαια να αποφευχθούν οι αποτυχίες που μπορεί να προκαλέσουν ζημιές. Η Alexa ήταν επιτυχημένο προϊόν μα αντιμετώπισε σκληρό ανταγωνισμό από την Google. (Amazon Strategic Analysis)

4.4.4 Οι απειλές (Threats)

- Ο σκληρός ανταγωνισμός

Η Amazon αντιμετωπίζει υψηλό ανταγωνισμό ως εταιρία ηλεκτρονικού εμπορίου αλλά και ως εταιρία πληροφορικής. Μερικοί από τους ανταγωνιστές της είναι η E-bay ,η Flipkart, η Alibaba άλλα και εταιρίες τεχνολογίας κολοσσοί όπως η Apple, η IBM, η Oracle και η Microsoft. Επίσης πάντα υπάρχει ο ανταγωνισμός των παραδοσιακών κολοσσών του λιανικού εμπορίου όπως η Walmart και η Costco που εξελίσσονται και θέλουν να πάρουν μερίδιο αγοράς από το ηλεκτρονικό εμπόριο. (Amazon Strategic Analysis)

- Οι νομικές και οι θεσμικές απειλές.

Εταιρείες με το μέγεθος και το ρυθμό ανάπτυξης παρόμοιο της Amazon ουσιαστικά αποτελούν φαινόμενα απόρροια της εκθετικά αυξανόμενης ταχύτητας που εξελίσσεται η τεχνολογία στην εποχή μας. Αυτόν τον ρυθμό όμως δεν μπορούν να ακολουθήσουν και δεν έχουν προσαρμοστεί ακόμη τα νομικά και θεσμικά πλαίσια των σύγχρονων κρατών. Για αυτό το λόγο πολλές φορές δημιουργούν εμπόδια με τα απαρχαιωμένα νομικά και θεσμικά πλαίσια. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση όπου οι εταιρίες πληροφορικής έχουν συναντήσει αρκετές τέτοιες δυσκολίες τα τελευταία χρόνια συμπεριλαμβανομένου και μεγάλων προστίμων. Πιο συγκεκριμένα η Amazon πλήρωσε 250 εκατομμύρια ευρώ πρόστιμο για φοροδιαφυγή στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 2017. (Amazon Annual Report)

- Ο συναλλαγματικός κίνδυνος
Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αποτελεί σοβαρή απειλή για κάθε πολυεθνική εταιρία που εκτίθεται στην διακύμανση διάφορων νομισμάτων διότι οποιαδήποτε μεταβολή επηρεάζει τα αποτελέσματα της. Κυρίως στην Amazon η υπερτίμηση του δολαρίου μειώνει τα κέρδη της από την διεθνή αγορά.
- Η εξάρτηση από την Αμερικάνικη αγορά.
Το μεγαλύτερο ποσοστό των πωλήσεων της Amazon προέρχεται από την Αμερικάνικη αγορά. Το 2017 οι καθαρές πωλήσεις της εταιρίας στην Αμερική ανήλθαν στο ποσό των 106 δισεκατομμυρίων δολαρίων ενώ στην υπόλοιπη παγκόσμια αγορά 54.2 δισεκατομμύρια δολάρια. (Amazon Statistics) Για να μειώσει την εξάρτηση της από την Αμερικανική αγορά και να αντισταθμίσει τον κίνδυνο η Amazon πρέπει να επενδύσει στο marketing με στόχο την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου της διεθνούς αγοράς.

Συνοψίζοντας, η γενική εικόνα της Amazon είναι ότι αποτελεί μια εταιρία κολοσσό που ηγείται της αγοράς. Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει είναι ο υψηλός και σκληρός ανταγωνισμός που την κρατάει σε διαχρονικά χαμηλά περιθώρια συνεισφοράς, η μεγάλη εξάρτηση της κυρίως από την αγορά της Βορείου Αμερικής και η εξάρτηση της από το δολάριο. Η μεγάλη επιτυχία της Alexa και η μεγέθυνση της συνδρομητικής βάσης του Amazon Prime οδήγησαν στην αύξηση των εσόδων και στην ανάπτυξη της εταιρίας τα τελευταία χρόνια. Το μέλλον θα συνεχίσει να είναι ελπιδοφόρο με γρήγορους ρυθμούς ανάπτυξης εφόσον η Amazon προβεί στην εξαγορά νέων επιχειρήσεων και στην ανάπτυξη νέων καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών με σκοπό την διαφοροποίηση από τους ανταγωνιστές της.

4.5 Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Η χρηματοοικονομική ανάλυση της Amazon θα πραγματοποιηθεί με την χρήση αριθμοδεικτών σε συνδυασμό με την κάθετη ανάλυση των οικονομικών της καταστάσεων. Όπως είναι γνωστό οι αριθμοδείκτες είναι χρήσιμα εργαλεία ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης και συνήθως προκύπτουν από την σύγκριση δύο ή και περισσότερων οικονομικών στοιχείων που αφορούν σημαντικούς παράγοντες που καθορίζουν την λειτουργία μιας επιχείρησης όπως είναι η ρευστότητα και η κερδοφορία. Από

την άλλη πλευρά η κάθετη ανάλυση εξετάζει τα επιμέρους στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων αναλύοντας τα σε ποσοστό σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού για τον ισολογισμό και τα έσοδα για τα αποτελέσματα χρήσης. Κατά αυτόν τρόπο τονίζεται ποια στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων έχουν ουσιώδη μεγέθη και παίζουν σημαντικό ρόλο στην δομή της επιχείρησης.

4.5.1 Κάθετη Ανάλυση

Balance Sheet Items (in %)	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Cash & Short-Term Investments	31%	32%	30%	31%	24%
Accounts Receivable	12%	10%	10%	10%	10%
Inventory	18%	15%	16%	14%	12%
Total Current Assets	61%	57%	56%	55%	46%
Net PP&E	27%	31%	33%	35%	37%
Intangibles	8%	7%	7%	6%	13%
Other Long-Term Assets	3%	4%	4%	5%	4%
Total Assets	100%	100%	100%	100%	100%
Accounts Payable	38%	30%	31%	30%	26%
Accrued Liabilities	17%	18%	16%	16%	14%
Other Short-Term Liabilities	3%	3%	5%	6%	4%
Total Current Liabilities	57%	52%	52%	53%	44%
Long-Term Debt	8%	15%	13%	9%	19%
Other Long-Term Liabilities	11%	14%	15%	15%	16%
Total Liabilities	76%	80%	80%	77%	79%
Total Stockholders' Equity	24%	20%	20%	23%	21%
Total Liabilities & Equity	100%	100%	100%	100%	100%

Μέσω της κάθετης ανάλυσης του ισολογισμού των τελευταίων πέντε ετών φαίνεται ξεκάθαρα πως η Amazon εξελίσσεται παράλληλα από μια εταιρία ηλεκτρονικού λιανικού εμπορίου και σε εταιρία τεχνολογίας. Υπάρχει μια σημαντική αύξηση του ποσοστού του μακροχρονίου δανεισμού της (long term debt) με παράλληλη αύξηση των ποσοστών των παγίων ενσώματων και ασώματων (Net PP&E, Intangibles) αποτυπώνοντας την αναπτυξιακή πορεία στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση και στις επενδύσεις που πραγματοποιεί. Βέβαια όπως είναι λογικό για μια εταιρία λιανικών πωλήσεων, το κυκλοφορούν ενεργητικό (Current Assets) και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Current Liabilities) ακόμη παραμένουν το μεγαλύτερο κομμάτι του ενεργητικού και του παθητικού αντίστοιχα διαγράφοντας όμως φθίνουσα πορεία.

Margins % of Revenue	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
COGS	84,3%	82,6%	79,5%	77,9%	77,1%
Gross Margin	15,7%	17,4%	20,5%	22,1%	22,9%
SG&A	5,7%	6,6%	6,5%	7,1%	7,7%
R&D	8,8%	10,4%	11,7%	11,8%	12,7%
Other	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Operating Margin	1,0%	0,2%	2,1%	3,1%	2,3%
Net Int Inc & Other	-0,3%	-0,3%	-0,6%	-0,2%	-0,2%
EBT Margin	0,7%	-0,1%	1,5%	2,9%	2,1%

Από την κάθετη ανάλυση των αποτελεσμάτων χρήσης παρατηρούμε την αύξηση του περιθωρίου συνεισφοράς (Operating Margin) με την παράλληλα αύξηση του ποσοστού των Κερδών προ φόρων (EBIT) επί των εσόδων κάτι που συμβαίνει λόγω της μείωσης του ποσοστού του κόστους πωληθέντων (COGS). Είναι εμφανές ότι το πλεονέκτημα της Amazon να μειώνει το κόστος αγοράζοντας χαμηλά έχοντας το πάνω χέρι στους προμηθευτές της και σε συνδυασμό με την συνεχόμενη αύξηση των πωλήσεων την οδηγεί στο να αυξάνει τα παραπάνω περιθώρια.

4.5.2 Ανάλυση Ρευστότητας

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Current Ratio	1,07	1,12	1,08	1,04	1,04
Quick Ratio	0,75	0,82	0,77	0,78	0,76

Η ανάλυση της ρευστότητα βασίζεται πάνω σε δύο πολύ δημοφιλής αριθμοδείκτες. Τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας (Current Ratio) και τον αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας (Quick Ratio). Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας προκύπτει από το πηλίκο του κυκλοφορούν ενεργητικού προς τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και ουσιαστικά εκφράζει το πόσο ικανά είναι τα πιο άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού να καλύψουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη εικόνα παρουσιάζει μια οντότητα, συνιστάται να παραμένει σε επίπεδα άνω της μονάδας έτσι ώστε να εμπνέεται ασφάλεια από μια επιχείρηση για την κάλυψη των βραχυχρονίων υποχρεώσεων της.

Η Amazon επιτυγχάνει να διατηρεί τα τελευταία πέντε χρόνια τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας σε επίπεδα κοντά αλλά άνω της μονάδας. Είναι ικανή δηλαδή να ανταπεξέλθει στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.

Ο αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας προκύπτει από το πηλίκο του κυκλοφορούν ενεργητικού αφαιρώντας την αξία των αποθεμάτων προς τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και ουσιαστικά αποτελεί μια παραλλαγή του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας. Ουσιαστικά υποδεικνύει κατά πόσο είναι ικανή μια επιχείρηση να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της αποκλειστικά και μόνο από τα άμεσα ήδη υφιστάμενα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία χωρίς να συνυπολογίζεται το μελλοντικό όφελος που δύναται να τις αποφέρουν τα αποθέματα. Ο αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας είναι καλό να κυμαίνεται κοντά στην μονάδα, οι τιμές κατά πολύ χαμηλότερες της μονάδας αποτελούν ενδείξεις κίνδυνου και αβεβαιότητας απέναντι στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις. Η Amazon τα τελευταία πέντε χρόνια έχει την ικανότητα να καλύπτει περίπου το 80% των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της με τα περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούν ενεργητικού χωρίς να συνυπολογίζονται τα αποθέματα.

4.5.3 Ανάλυση Δραστηριότητας

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receivables Turnover	18	17	18	18	17
Inventory Turnover	9	9	9	10	10
Fixed Assets Turnover	8	6	6	5	5
Asset Turnover	2	2	2	2	2

Η ανάλυση της δραστηριότητας βασίζεται στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων (Receivables Turnover), στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (Inventory Turnover), στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιων περιουσιακών στοιχείων (Fixed Assets Turnover) και στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής του ενεργητικού (Assets Turnover).

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Receivables Turnover	18	17	18	18	17
Inventory Turnover	9	9	9	10	10
Fixed Assets Turnover	8	6	6	5	5
Asset Turnover	2	2	2	2	2

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων (Receivables Turnover) είναι το ηλίκο του κύκλου εργασιών προς τις απαιτήσεις και αποτυπώνει την ταχύτητα με την οποία εισπράττονται οι απαιτήσεις. Όπως είναι λογικό όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο γρήγορα εισπράττει μια επιχείρηση τις απαιτήσεις από τους πελάτες και αυξάνει τα επίπεδα ρευστότητας. Η Amazon παρουσιάζει σταθερότητα στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων οποίος κυμαίνεται γύρω από τις δεκαοκτώ μονάδες την τελευταία πενταετία οπότε διατηρεί μια σταθερή ροή στην είσπραξη των απαιτήσεων γεγονός που συνάδει και με την ανάλυση ρευστότητα στο προηγούμενο υποκεφάλαιο.

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (Inventory Turnover) είναι το ηλίκο του κύκλου εργασιών προς τα αποθέματα και εκφράζει το πόσες φορές πωλήθηκε ο μέσος όρος των αποθεμάτων κατά την διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, αποτυπώνει δηλαδή το πόσο αποτελεσματική είναι μια επιχείρηση στην διαχείριση των αποθεμάτων της. Είναι προτιμότερο ο αριθμοδείκτης να έχει υψηλές τιμές έτσι ώστε να βελτιστοποιείται η δέσμευση κεφαλαίων για τα αποθέματα. Υπάρχει και η πιθανότητα οι πολύ υψηλές τιμές όμως να οφείλονται σε πολύ χαμηλά αποθέματα ενώ οι πολύ χαμηλές τιμές καταδεικνύουν κακή διαχείριση αποθεμάτων και κεφαλαίων. Η Amazon διατηρεί σταθερό τον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων κοντά στις δέκα μονάδες. Αυτό σημαίνει ότι πουλάει σχεδόν δέκα φορές τον μέσο όρο των αποθεμάτων της κάθε χρόνο την τελευταία πενταετία γεγονός που φανερώνει την αποτελεσματικότητα στην διαχείριση των αποθεμάτων και των δεσμευμένων πόρων της.

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιων περιουσιακών στοιχείων (Fixed Assets Turnover) είναι το ηλίκο του κύκλου εργασιών προς τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και εκφράζει το μέγεθος της συμμετοχής των παγίων περιουσιακών στοιχείων στην διαδικασία της πραγματοποίησης των εσόδων.

Επίσης υποδεικνύει και το μέγεθος των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τον κύκλο εργασιών. Η Amazon παρουσιάζει μια πτώση της τάξεως του 80% στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιων περιουσιακών στοιχείων κάτι το οποίο είναι λογικό καθώς αποτελεί μια εταιρία με πολυδιάστατη δραστηριότητα η οποία πραγματοποιεί συνεχείς επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία όπως διαπιστώθηκε και στην κάθετη ανάλυση του ισολογισμού της με σκοπό την περαιτέρω ανάπτυξης της και την μελλοντική μεγέθυνση του κύκλου εργασιών της.

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού (Assets Turnover) είναι το πηλίκο του κύκλου εργασιών προς το σύνολο του ενεργητικού και εκφράζει το πόσο αποτελεσματικά είναι τα περιουσιακά στοιχεία στην δημιουργία των εσόδων σε μια επιχείρηση. Όσο υψηλότερος είναι ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού τόσο καλύτερα διαχειρίζεται τα περιουσιακά της στοιχεία μια επιχείρηση και τόσο επιτυχημένα πραγματοποιεί τις επενδύσεις της.

Η Amazon παρουσιάζει μια πτώση της τάξεως του 19% την τελευταία πενταετία στον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού που οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει ακόμη δεν έχουν επιφέρει την αύξηση στις πωλήσεις που αναμένεται.

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Days Sales Outstanding	23	23	22	22	27
Days Inventory	50	48	52	47	52
Days Payables	102	96	104	105	113
Cash Conversion Cycle	-29	-24	-30	-35	-34

Επίσης όσον αφορά την ανάλυση δραστηριότητας άλλοι εξίσου σημαντικοί αριθμοδείκτες είναι οι μέρες ανακύκλωσης των εισπρακτέων (Days Sales Outstanding), των αποθεμάτων (Days Inventory), των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή των πληρωτέων (Days Payables) και ο ταμειακός κύκλος (Cash Conversion Cycle).

Οι μέρες ανακύκλωσης εισπρακτέων (Days Sales Outstanding) είναι το πηλίκο των εισπρακτέων προς τις πωλήσεις της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου. Ουσιαστικά πρόκειται για τον μέσο όρο ημερών κατά τις οποίες μια επιχείρηση επιτυγχάνει να εισπράξει τις απαιτήσεις της.

Η Amazon παρουσιάζει μια σταθερότητα στις μέρες ανακύκλωσης εισπρακτέων κατά μέσο όρο στις είκοσι τέσσερις μέρες για την τελευταία πενταετία. Οι είκοσι τέσσερις μέρες είναι ένας ικανοποιητικός αριθμός δεδομένου το μέγεθος της Amazon ακόμη σημαντικότερος παράγοντας όμως είναι η πολύ μικρή διακύμανση κάτι που αποδίδει σταθερότητα στις ταμειακές εισροές.

Οι μέρες ανακύκλωσης αποθεμάτων (Days Inventory) είναι το πηλίκο των αποθεμάτων προς το κόστος πωληθέντων επί της μέρες της εξεταζόμενης περιόδου. Αυτός ο αριθμοδείκτης υποδεικνύει πόσες μέρες κατά μέσο όρο είναι απαραίτητες για την πώληση των αποθεμάτων μιας επιχείρησης. Είναι προτιμότερο να διατηρούνται χαμηλές και σταθερές τιμές στον συγκεκριμένο δείκτη έτσι ώστε μια επιχείρηση πραγματοποιεί πωλήσεις σε

ικανοποιητικό ρυθμό χωρίς να δεσμεύει κεφάλαια στα αποθέματα για μεγάλα χρονικά διαστήματα και να υφίσταται προβλήματα ρευστότητας. Απαιτείται προσοχή όμως διότι πάρα πολύ χαμηλές τιμές μπορεί να οφείλονται είτε επειδή μια επιχείρηση δεν μπορεί να καλύψει την ζήτηση των πελάτων της ή ότι η αξία των αποθεμάτων έχει υποστεί μια σημαντική απομείωση. Η Amazon διατηρεί σταθερά τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη την τελευταία πενταετία κοντά στις πενήντα μέρες γεγονός που φανερώνει ότι διαχειρίζεται ικανοποιητικά τα αποθέματα της και πραγματοποιεί τις πωλήσεις τους σε καλό ρυθμό.

Οι μέρες ανακύκλωσης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή πληρωτέων (Days Payables) είναι το ημερήσιο μέσο όρο των πληρωτέων προς το κόστος πωληθέντων επί τις μέρες της εξεταζόμενης περιόδου. Ουσιαστικά πρόκειται για τον μέσο όρο των ημερών που χρειάζεται μια επιχείρηση για να αποπληρώσει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της δηλαδή τους διάφορους προμηθευτές και πιστωτές που μπορεί να έχει. Συνήθως υπολογίζεται ετήσια ή τριμηνιαία και αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για την διοίκηση μιας επιχείρησης για να παρακολουθεί τις ταμειακές εκροές αλλά και για να συγκρίνει το χρόνο αποπληρωμής των πληρωτέων με αυτόν των ανταγωνιστών ή γενικά με του κλάδου της.

Σε γενικές γραμμές μια επιχείρηση πρέπει να μην παρουσιάζει μεγάλες διαφορές στον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη σε σχέση με τους ανταγωνιστές της διότι δεν ωφελείται είτε έχει πολύ χαμηλή τιμή που σημαίνει ότι πληρώνει ουσιωδώς γρηγορότερα τους πιστωτές σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου της επομένως στερείται ρευστότητα και μόχλευση. Είτε παρουσιάζει υψηλές τιμές δηλαδή πληρώνει συγκριτικά αργότερα και δημιουργεί εντάσεις με τους προμηθευτές ή ακόμα αυξάνει το κόστος λόγω ενσωμάτωσης τόκων στις τιμές που αγοράζει. Η Amazon την τελευταία πενταετία διατηρεί αυτόν τον αριθμοδείκτη κοντά στις εκατό μέρες που σημαίνει ότι κατά μέσο όρο πληρώνει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις ανά τρίμηνο.

Γενικά ο αριθμοδείκτης παρουσιάζει αρκετά υψηλή τιμή εάν συγκρίνουμε τις αντίστοιχες τιμές των ανταγωνιστών πρέπει να τονίσουμε όμως πως αυτό δεν είναι ανησυχητικό για την Amazon διότι αφενός αναπτύσσει δραστηριότητα σε διαφορετικούς κλάδους οπότε η σύγκριση με τους φαινομενικά ανταγωνιστές δεν είναι δόκιμη και αφετέρου έχει το πάνω χέρι απέναντι στους προμηθευτές της εξασφαλίζοντας ευνοϊκούς όρους συνεργασίας όπως επισημάνθηκε στην ανάλυση των πέντε δυνάμεων του Michael Porter στο υποκεφάλαιο 4.3.

Ο ταμειακός κύκλος (Cash Conversion Cycle) είναι ένας συνδυασμός των παραπάνω αριθμοδεικτών και προκύπτει από το άθροισμα των ημερών ανακύκλωσης αποθεμάτων και

εισπράξεων αφαιρώντας της ημέρες αποπληρωμής των πληρωτέων. Είναι δηλαδή ο αριθμός των μερών κατά την διάρκεια των οποίων μια επιχείρηση επιτυγχάνει να μετατρέψει τις επενδύσεις σε κεφάλαια κίνησης σε ταμειακή εισροή. Οι χαμηλές τιμές στον ταμειακό κύκλο δηλώνουν ότι μια επιχείρηση διαχειρίζεται σωστά τα αποθέματα και τους χρεώστες της πραγματοποιώντας πωλήσεις και εισπράττοντας τα εισπρακτέα της βάσει ικανοποιητικού ρυθμού αντίστοιχα διατηρώντας καλά επίπεδα ρευστότητας. Αντιθέτως οι υψηλές τιμές προμηνύουν προβλήματα ρευστότητας δεδομένου ότι οι μέρες αποπληρωμής των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων μιας επιχείρησης είναι λιγότερες από το άθροισμα των ημερών ανακύκλωσης αποθεμάτων και είσπραξης των εισπρακτέων δημιουργώντας σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας και οδηγώντας στην ανάγκη δανεισμού για την κάλυψη των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων.

Η Amazon όσον αφορά τον ταμειακό της κύκλο παρουσιάζει αρνητικές τιμές κοντά στις μείον τριάντα μέρες σε βάθος πενταετίας. Αυτό κυρίως συμβαίνει γιατί ενώ η Amazon διαχειρίζεται σωστά τα αποθέματα και τους εισπρακτέους λογαριασμούς της έχοντας μια καλή ανακύκλωση σε μέρες παράλληλα αποπληρώνει κατά χαμηλότερο ρυθμό τους πληρωτέους λογαριασμούς. Εξασφαλίζει έτσι καλά επίπεδα ρευστότητας και την δυνατότητα να τροφοδοτεί πιο εύκολα τις βραχυχρόνιες και μεσοπρόθεσμες επενδύσεις της. Η κύρια αιτία όπως αναφέραμε είναι ότι έχει τον απόλυτο έλεγχο στην συνεργασία με τους προμηθευτές της. Αξίζει να τονισθεί ότι δεν είναι πολύ σπάνιο να παρατηρούνται αρνητικές τιμές στον ταμειακό κύκλο επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου λόγω της δραστηριότητας τους.

4.5.4 Ανάλυση Αποδοτικότητας

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Net income %	0,4%	-0,3%	0,6%	1,7%	1,7%
ROA %	0,7%	-0,4%	0,9%	2,8%	2,3%
ROE %	2,8%	-2,2%	4,5%	12,3%	10,9%

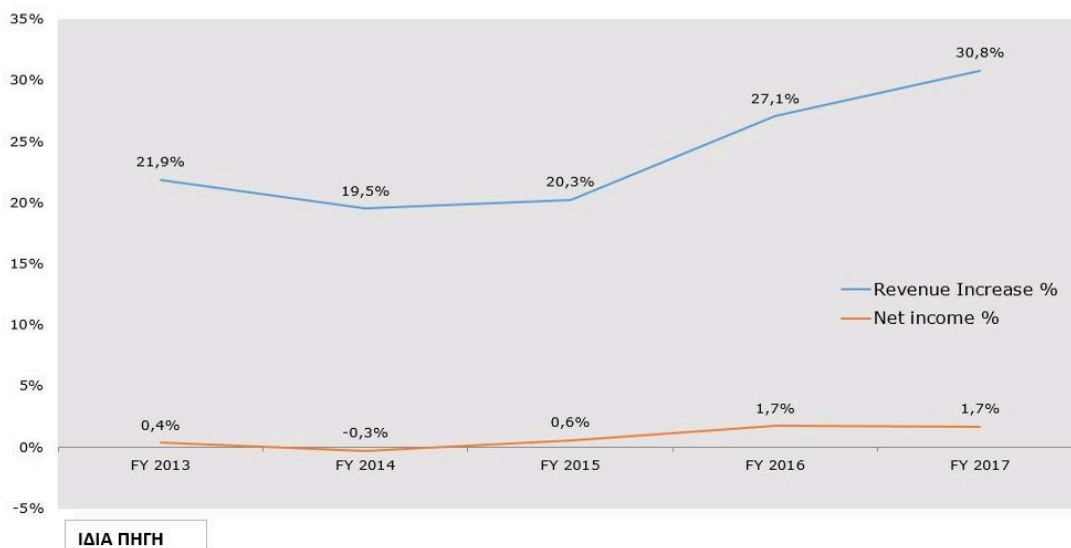
Η ανάλυση της αποδοτικότητας βασίζεται στην εξέταση των αριθμοδεικτών περιθωρίου καθαρού κέρδους (Net Margin), αποδοτικότητας ενεργητικού ROA (Return on Assets), και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ROE (Return on Equity).

Ο αριθμοδείκτης του περιθωρίου καθαρού κέρδους (Net Margin) είναι το πηλίκο του καθαρού αποτελέσματος προς τα συνολικά έσοδα της εξεταζόμενης περιόδου το οποίο υποδεικνύει το ποσοστό του καθαρού κέρδους ή ζημίας για κάθε μονάδα εσόδων που

δημιουργεί μια επιχείρηση. Είναι χρήσιμο εργαλείο παρακολούθησης της πορείας της κερδοφορίας μιας επιχείρησης και σύγκρισης της με τον ανταγωνισμό στον κλάδο της. Είναι ευρέως γνωστό πως η Amazon διαχρονικά παρουσιάζει αρκετά μικρά περιθώρια καθαρού κέρδους ιδιαίτερα εάν συγκριθεί με τους ανταγωνιστές της. Αυτό συμβαίνει λόγω της πολιτικής ανταγωνισμού που έχει να μειώνει σημαντικά τις τιμές έτσι ώστε από την μια πλευρά να ασκεί σημαντική πίεση στους υφιστάμενους και από την άλλη να εμποδίζει την είσοδο νέων ανταγωνιστών διατηρώντας και αυξάνοντας κατά αυτόν τον τρόπο τον μερίδιο αγοράς.

Επίσης η συνεχής πραγματοποίηση επενδύσεων και ανάπτυξη της δραστηριότητας σε πολλαπλούς τομείς όπως αυτός της τεχνολογίας απαιτούν την δαπάνη σημαντικής ποσότητας κεφαλαίων σε έρευνα και ανάπτυξη καινοτόμων προϊόντων. Συμπεραίνοντας, τα πολύ χαμηλά περιθώρια καθαρού κέρδους που παρουσιάζει η Amazon την τελευταία πενταετία τα οποία κυμαίνονται από 0% έως 1,7% δεν είναι ανησυχητικά για το μέλλον λόγω του μεγέθους της εταιρίας και κυρίως επειδή συνοδεύονται από μεγάλες αυξήσεις στα έσοδα της αντίστοιχης περιόδου όπως βλέπουμε παρακάτω στο γράφημα.

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Revenue Increase %	21,9%	19,5%	20,3%	27,1%	30,8%

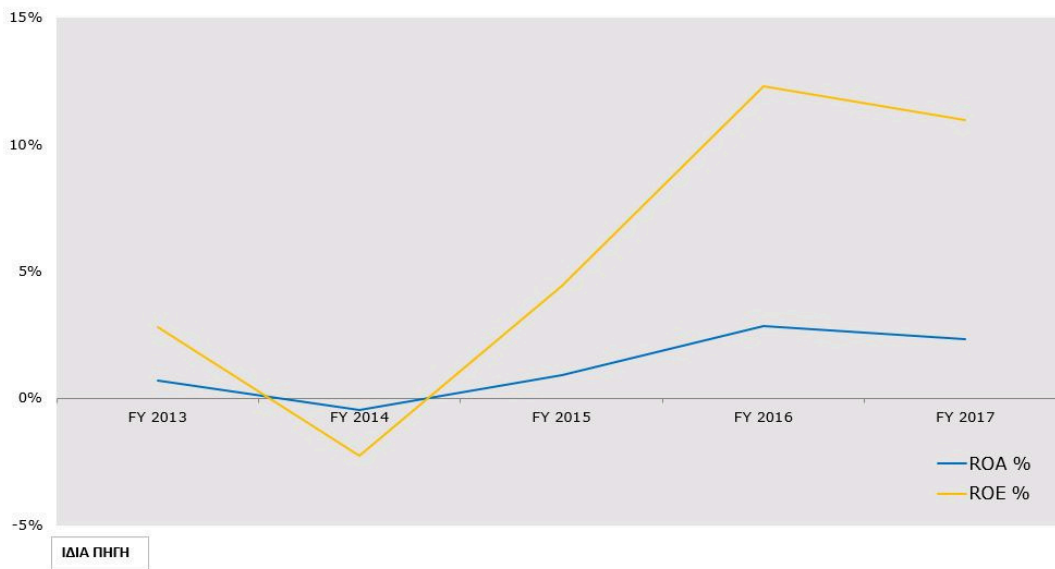


Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού ROA (Return on Assets) είναι το πηλίκο του καθαρού αποτελέσματος προς το σύνολο του ενεργητικού και δηλώνει το πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση εκμεταλλεύεται τα περιουσιακά της στοιχεία για να παράγει κέρδη. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του ROA τόσο αποτελεσματικότερη είναι η διαχείριση

του ενεργητικού και τόσο υψηλότερη η κερδοφορία. Η Amazon διατηρεί τον ROA σε χαμηλά επίπεδα της τάξεως του 0% έως 2,3% την τελευταία πενταετία λόγω των συνεχόμενων επενδύσεων που πραγματοποιεί αυξάνοντας σημαντικά το ενεργητικό της.

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού ιδίων κεφαλαίων ROE (Return on Equity) είναι το πηλίκο του καθαρού αποτελέσματος προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και εκφράζει τις μονάδες των κερδών για κάθε μια μονάδα κεφαλαίου που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι μίας επιχείρησης, υποδεικνύει δηλαδή το όφελος που έχουν οι μέτοχοι από την επένδυσή τους. Είναι προτιμότερο να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα καθώς αυτό σημαίνει αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των επενδυμένων κεφαλαίων και υψηλότερη κερδοφορία.

Η Amazon όπως έχει διαπιστωθεί κατά την διάρκεια της ανάλυσης είναι μια εταιρεία που δεν έχει ως πρωταρχικό στόχο την άμεση αύξηση των καθαρών κερδών αλλά την συνεχόμενη μεγέθυνση του κύκλου εργασιών και του μεριδίου αγοράς μέσω της πραγματοποίησης μεγάλων επενδύσεων. Επομένως είναι λογικό να διατηρεί και τον ROE σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τον ανταγωνισμό της, παρατηρείται όμως μια σημαντική αύξηση τα δύο τελευταία χρόνια με τον αριθμοδείκτη να φτάνει σχεδόν το 11% ενώ στην αρχή της πενταετίας ήταν στο 2,8%.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ5

Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ AMAZON

5.1 Περιγραφή σταδίων αποτίμησης

Η αποτίμηση της Amazon πραγματοποιήθηκε βάσει των οικονομικών καταστάσεων που έχει δημοσιεύσει η εταιρία για την χρονική περίοδο των τελευταίων έξι ετών από το 2012 έως το 2017. Τα στάδια της αποτίμησης είναι τα εξής:

- Δημιουργία υποθέσεων και πρόβλεψη των μελλοντικών οικονομικών στοιχείων
- Υπολογισμός ελευθέρων ταμειακών ροών FCFE
- Υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου WACC
- Υπολογισμός υπολειμματικής αξίας Terminal Value.
- Προεξόφληση των ελευθέρων ταμειακών ροών

5.2 Υποθέσεις και προβλέψεις

Είναι γνωστό πως η κινητήρια δύναμη της αξίας μιας επιχείρησης είναι η δυνατότητα να δημιουργεί έσοδα από την λειτουργία της. Η Amazon είναι μια μοναδική εταιρία με αξιοσημείωτο εύρος δραστηριότητας και όπως διαπιστώθηκε στην ανάλυση της στο κεφάλαιο τέσσερα αυξάνει τα έσοδα με πρωτοφανές γρήγορο ρυθμό. Η προσέγγιση των μελλοντικών οικονομικών στοιχείων της εταιρίας για την ερχόμενη πενταετία (2018-2022) έγινε βάσει τριών πιθανών σεναρίων βασισμένα πάνω στην πορεία την οποία διέγραψαν οι πωλήσεις της εταιρίας τα τελευταία πέντε χρόνια. Τα σενάρια διακρίνονται σε ένα πολύ αισιόδοξο, σε ένα μέτρια αισιόδοξο και σε ένα λιγότερο αισιόδοξο σενάριο αντίστοιχα για την πορεία που αναμένεται να ακολουθήσουν οι πωλήσεις.

Στις οικονομικές καταστάσεις οι πωλήσεις διακρίνονται βάσει τριών κατηγοριών, στις πωλήσεις που έγιναν στην Βόρεια Αμερική (North America), στην υπόλοιπη διεθνή αγορά (International), και στα έσοδα από το Amazon Web Services (AWS). (Amazon Annual Report 2017) Κατά τον ίδιο τρόπο έγινε η κατηγοριοποίηση των εσόδων και στο μοντέλο της αποτίμησης αναλύοντας την αύξηση τους ανά έτος.

Τα έσοδα από τις λιανικές πωλήσεις αυξάνονται σταδιακά με ρυθμό άνω του 25% τα τελευταία δύο έτη ενώ τα έσοδα από το Amazon Web Services διαγράφουν τεράστια αύξηση με ρυθμό άνω του 50% κατά μέσο όρο ανά έτος από το 2013 όπου η Amazon το διέθεσε στο

κοινό για πρώτη φορά. Για το πολύ αισιόδοξο σενάριο (scenario1) οι εκτιμήσεις για την μελλοντική εξέλιξη των εσόδων είναι αύξηση 40% για την Βόρεια Αμερική (North America), 26% για την διεθνή αγορά (International) και 50% για το AWS Amazon Web Services. Οι κύριοι λόγοι είναι η επιτυχία του Amazon Prime, η επέκταση της δραστηριότητας και σε άλλα προϊόντα λιανικών πωλήσεων όπως τα τρόφιμα παράλληλα με την εξαγορά της Whole Food Market Inc και οι επενδύσεις στην ανάπτυξη νέων τεχνολογικών προϊόντων για το Amazon Web Services. Για το μέτριας αισιοδοξίας σενάριο (scenario2) οι εκτιμήσεις για την μελλοντική εξέλιξη των εσόδων είναι αύξηση 35% για την Βόρεια Αμερική (North America), 24% για την διεθνή αγορά (International) και 40% για το AWS Amazon Web Services. Για το σενάριο λιγότερης αισιοδοξίας (scenario3) οι εκτιμήσεις για την μελλοντική εξέλιξη των εσόδων είναι αύξηση 33% για την Βόρεια Αμερική (North America), 23% για την διεθνή αγορά (International) και 30% για το AWS Amazon Web Services.

Σε γενικές γραμμές τα τρία σενάρια δεν έχουν μεγάλες διαφορές ως προς τις λιανικές πωλήσεις δεδομένου της δυναμικής που έχει η Amazon στο κλάδο. Όσον αφορά όμως τα έσοδα για το Amazon Web Services ο ρυθμός αύξησης μειώνεται σημαντικά από 50% σε 40% και 30% σε κάθε σενάριο αντίστοιχα. Το Amazon Web Services αποτελεί ένα νέο κομμάτι της Amazon που έφερε νέες δυνατότητες στο καταναλωτικό κοινό στον τομέα της πληροφορικής και του cloud computing διαγράφοντας μια πορεία με μεγάλους ρυθμούς αύξησης των εσόδων κατακτώντας μερίδιο αγοράς. Τα επόμενα χρόνια όμως υπάρχει η πιθανότητα να σταθεροποιηθεί ο ρυθμός αύξησης των εσόδων και να ομαλοποιηθεί ο ρυθμός ανάπτυξής του. Επίσης ο υψηλός ανταγωνισμός στον κλάδο της πληροφορικής της Amazon με εταιρείες όπως η Apple και η Google επηρεάζει σημαντικά τον ρυθμό αύξησης των εσόδων του Amazon Web Services. Βεβαίως αξίζει να σημειωθεί ότι στο πλαίσιο των τεχνολογικών καινοτομιών τίποτα δεν είναι σταθερό και σίγουρο, μια επικείμενη επιτυχημένη παρουσίαση νέων τεχνολογικών προϊόντων από την Amazon ή από τους ανταγωνιστές μπορεί να αλλάξει εντελώς την πορεία των εσόδων.

Τα υπόλοιπα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσης εκτιμάται ότι θα ακολουθήσουν την πορεία των εσόδων και το μέγεθος τους θα είναι ένα ποσοστό αυτών. Το κόστος των πωλήσεων παρουσιάζει μία μείωση ως ποσοστό των πωλήσεων την τελευταία πενταετία η οποία φτάνει τις δέκα μονάδες από 73% το 2013 στο 63% το 2017.

Η μείωση αυτή είναι απόρροια της αποτελεσματικής διαχείρισης κόστους που πραγματοποιεί η Amazon κάτι που εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να κάνει στις υποθέσεις των τριών σεναρίων για αυτό και στο scenario 1 το κόστος των πωλήσεων συνεχίζει να μειώνεται στο 60%, στο

scenario 2 στο 62% και στο scenario 3 παραμένει σταθερό στο 63%. Η πρόβλεψη για τα υπόλοιπα διοικητικά και λοιπά κόστη λειτουργίας και τις αποσβέσεις βασίστηκε στο μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας του ποσοστού αυτών των στοιχείων έναντι των πωλήσεων.

Τα στοιχεία του ισολογισμού και στα τρία σενάρια εκτιμήθηκαν ως ποσοστό των εσόδων εκτός από τους λογαριασμούς του κεφαλαίου κίνησης όπου εκτιμήθηκαν σε συνάρτηση των προβλεπόμενων εσόδων με των μερών ανακύκλωσης που παρουσίασαν για το 2017 οι λογαριασμοί των αποθεμάτων, των εισπρακτέων απαιτήσεων και των πληρωτέων υποχρεώσεων. Παρακάτω οι πίνακες των υπολογισμών των στοιχείων των αποτελεσμάτων χρήσεων και του ισολογισμού και για τα τρία σενάρια.

Σενάριο 1 :

		Senario 1									
P&L assumptions											
USD in millions		FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
		Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
North America		41.410	50.834	63.708	79.785	106.110	148.554	207.976	291.166	407.632	570.685
y-o-y growth %		19%	23%	25%	25%	33%	40%	40%	40%	40%	40%
Interantional		29.934	33.510	35.418	43.983	54.297	68.414	86.202	108.614	136.854	172.436
y-o-y growth %		14%	12%	6%	24%	23%	26%	26%	26%	26%	26%
AWS		3.108	4.644	7.880	12.219	17.459	26.189	39.283	58.924	88.386	132.579
y-o-y growth %			49%	70%	55%	43%	50%	50%	50%	50%	50%
Total net sales		74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	243.157	333.460	458.704	632.873	875.701
Cost of sales		54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.894	200.076	275.223	379.724	525.420
% of revenues		73%	71%	67%	65%	63%	60%	60%	60%	60%	60%
Sales, General & Administrative		12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	47.528	65.179	89.660	123.703	171.167
% of revenues		17%	19%	19%	20%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Technology and content		6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.993	37.018	50.921	70.256	97.212
% of revenues		9%	10%	12%	12%	13%	11%	11%	11%	11%	11%
D&A		3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.691	21.519	29.601	40.840	56.510
% of revenues		4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Scenario **1**

P&L

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	243.157	333.460	458.704	632.873	875.701	
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.894	200.076	275.223	379.724	525.420	
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	47.528	65.179	89.660	123.703	171.167	
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.993	37.018	50.921	70.256	97.212	
Operating Income	745	178	2.233	4.186	4.106	22.741	31.187	42.901	59.190	81.901	
Interest income	38	39	50	100	202	-	-	-	-	-	
Interest expense	(141)	(210)	(459)	(484)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	FLAT
Other income (expense)	(136)	(118)	(256)	90	346	-	-	-	-	-	
Total non-operating income (expense)	(239)	(289)	(665)	(294)	(300)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	
Income before income taxes	506	(111)	1.568	3.892	3.806	21.893	30.339	42.053	58.342	81.053	
Tax expense	(161)	(167)	(950)	(1.425)	(769)	(4.598)	(6.371)	(8.831)	(12.252)	(17.021)	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	37	(22)	(96)	(4)	-	-	-	-	-	
Net income	274	(241)	596	2.371	3.033	17.296	23.968	33.222	46.090	64.032	
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.691	21.519	29.601	40.840	56.510	
EBITDA	3.998	4.924	8.514	12.302	15.584	38.433	52.706	72.502	100.030	138.411	

Scenario **1**

BS assumptions

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2019				
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	FY 2018 Forecast	Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.916	28.683	39.456	54.438	75.325
<i>Days inventory (DIO)</i>	50	48	52	47	52	52	52	52	52	52
Trade Receivables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.996	24.680	33.949	46.839	64.811
<i>Days receivables (DSO)</i>	23	23	22	22	27	27	27	27	27	27
Property and equipment, as a % of revenues	10.949 15%	16.967 19%	21.838 20%	29.114 21%	48.866 27%	66.804 27%	91.613 27%	126.022 27%	173.872 27%	240.586 27%
Goodwill <i>Flat</i>	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350
Other assets as a % of revenues	1.930 3%	2.892 3%	3.373 3%	4.723 3%	8.897 5%	12.163 5%	16.680 5%	22.945 5%	31.657 5%	43.803 5%
Accounts payable <i>Days payables (DPO)</i>	15.133 102	16.459 96	20.397 104	25.309 105	34.616 113	45.118 113	61.874 113	85.114 113	117.431 113	162.488 113
Other current liabilities as a % of revenues	7.847 11%	11.630 13%	13.502 13%	18.507 14%	23.267 13%	30.598 13%	41.961 13%	57.721 13%	79.637 13%	110.194 13%
Other long-term liabilities as a % of revenues	4.242 6%	7.410 8%	9.926 9%	12.607 9%	20.975 12%	28.674 12%	39.324 12%	54.093 12%	74.632 12%	103.268 12%

Senario 1

Balance Sheet

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Cash and cash equivalents	8.658	14.557	15.890	19.334	20.522	32.446	51.405	77.679	114.108	164.670	
Marketable securities	3.789	2.859	3.918	6.647	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	FLAT
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.916	28.683	39.456	54.438	75.325	
Trade Receivables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.996	24.680	33.949	46.839	64.811	
Property and equipment, Net	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	66.804	91.613	126.022	173.872	240.586	
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	FLAT
Other assets	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	12.163	16.680	22.945	31.657	43.803	
Total assets	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310	174.138	236.875	323.865	444.728	613.009	
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	45.118	61.874	85.114	117.431	162.488	
Other current liabilities	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	30.598	41.961	57.721	79.637	110.194	
Long-term debt	3.191	8.265	8.235	7.694	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	No additional debt
Other long-term liabilities	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	28.674	39.324	54.093	74.632	103.268	
Stockholders' equity	9.746	10.741	13.384	19.285	27.709	45.005	68.973	102.195	148.285	212.316	
Total liabilities and stockholders' equity	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310	174.138	236.875	323.865	444.728	613.009	

Σενάριο 2 :

Senario 2

P&L assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
North America	41.410	50.834	63.708	79.785	106.110	143.249	193.385	261.070	352.445	475.801
y-o-y growth %	19%	23%	25%	25%	33%	35%	35%	35%	35%	35%
Interantional	29.934	33.510	35.418	43.983	54.297	67.328	83.487	103.524	128.370	159.178
y-o-y growth %	14%	12%	6%	24%	23%	24%	24%	24%	24%	24%
AWS	3.108	4.644	7.880	12.219	17.459	24.443	34.220	47.907	67.070	93.899
y-o-y growth %		49%	70%	55%	43%	40%	40%	40%	40%	40%
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	235.019	311.092	412.502	547.885	728.878
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.712	192.877	255.751	339.689	451.904
% of revenues	73%	71%	67%	65%	63%	62%	62%	62%	62%	62%
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	45.938	60.807	80.629	107.092	142.469
% of revenues	17%	19%	19%	20%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.090	34.535	45.792	60.821	80.913
% of revenues	9%	10%	12%	12%	13%	11%	11%	11%	11%	11%
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.166	20.075	26.619	35.356	47.036
% of revenues	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Scenario **2**

P&L

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	235.019	311.092	412.502	547.885	728.878	
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.712	192.877	255.751	339.689	451.904	
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	45.938	60.807	80.629	107.092	142.469	
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.090	34.535	45.792	60.821	80.913	
Operating Income	745	178	2.233	4.186	4.106	17.280	22.873	30.330	40.284	53.591	
Interest income	38	39	50	100	202	-	-	-	-	-	
Interest expense	(141)	(210)	(459)	(484)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	FLAT
Other income (expense)	(136)	(118)	(256)	90	346	-	-	-	-	-	
Total non-operating income (expense)	(239)	(289)	(665)	(294)	(300)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	
Income before income taxes	506	(111)	1.568	3.892	3.806	16.432	22.025	29.482	39.436	52.743	
Tax expense	(161)	(167)	(950)	(1.425)	(769)	(3.451)	(4.625)	(6.191)	(8.282)	(11.076)	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	37	(22)	(96)	(4)	-	-	-	-	-	
Net income	274	(241)	596	2.371	3.033	12.981	17.400	23.290	31.154	41.667	
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.166	20.075	26.619	35.356	47.036	
EBITDA	3.998	4.924	8.514	12.302	15.584	32.446	42.949	56.949	75.640	100.627	

Scenario **2**

BS assumptions

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2019				
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	FY 2018 Forecast	Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.889	27.651	36.665	48.698	64.786
Days inventory (DIO)	50	48	52	47	52	52	52	52	52	52
Trade Receivables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.394	23.024	30.530	40.549	53.945
Days receivables (DSO)	23	23	22	22	27	27	27	27	27	27
Property and equipment, as a % of revenues	10.949 15%	16.967 19%	21.838 20%	29.114 21%	48.866 27%	64.568 27%	85.468 27%	113.329 27%	150.523 27%	200.248 27%
Goodwill Flat	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350
Other assets as a % of revenues	1.930 3%	2.892 3%	3.373 3%	4.723 3%	8.897 5%	11.756 5%	15.561 5%	20.634 5%	27.406 5%	36.459 5%
Accounts payable Days payables (DPO)	15.133 102	16.459 96	20.397 104	25.309 105	34.616 113	45.062 113	59.648 113	79.092 113	105.050 113	139.753 113
Other current liabilities as a % of revenues	7.847 11%	11.630 13%	13.502 13%	18.507 14%	23.267 13%	29.574 13%	39.146 13%	51.907 13%	68.943 13%	91.718 13%
Other long-term liabilities as a % of revenues	4.242 6%	7.410 8%	9.926 9%	12.607 9%	20.975 12%	27.715 12%	36.686 12%	48.645 12%	64.610 12%	85.954 12%

Senario **2**

Balance Sheet

	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Cash and cash equivalents	8.084	8.658	14.557	15.890	19.334	20.522	29.362	42.795	60.797	84.891	117.119	
Marketable securities	3.364	3.789	2.859	3.918	6.647	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	FLAT
Inventories	6.031	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.889	27.651	36.665	48.698	64.786	
Trade Receivables	3.817	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.394	23.024	30.530	40.549	53.945	
Property and equipment, Net	7.060	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	64.568	85.468	113.329	150.523	200.248	
Goodwill	2.552	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	FLAT
Other assets	1.647	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	11.756	15.561	20.634	27.406	36.459	
Total assets	32.555	40.159	64.505	65.444	83.402	131.310	167.784	218.313	285.768	375.881	496.370	
Accounts payable	13.318	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	45.062	59.648	79.092	105.050	139.753	
Other current liabilities	5.684	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	29.574	39.146	51.907	68.943	91.718	
Long-term debt	3.084	3.191	8.265	8.235	7.694	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	No additional debt
Other long-term liabilities	2.277	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	27.715	36.686	48.645	64.610	85.954	
Stockholders' equity	8.192	9.746	10.741	13.384	19.285	27.709	40.690	58.090	81.381	112.535	154.202	
Total liabilities and stockholders' equity	32.555	40.159	64.505	65.444	83.402	131.310	167.784	218.313	285.768	375.881	496.370	

Σενάριο 3 :

Senario **3**

P&L assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
North America	41.410	50.834	63.708	79.785	106.110	141.126	187.698	249.638	332.019	441.585
y-o-y growth %	19%	23%	25%	25%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Interantional	29.934	33.510	35.418	43.983	54.297	66.785	82.146	101.039	124.279	152.863
y-o-y growth %	14%	12%	6%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
AWS	3.108	4.644	7.880	12.219	17.459	22.697	29.506	38.357	49.865	64.824
y-o-y growth %		49%	70%	55%	43%	30%	30%	30%	30%	30%
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	230.608	299.350	389.035	506.162	659.272
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.283	188.590	245.092	318.882	415.341
% of revenues	73%	71%	67%	65%	63%	63%	63%	63%	63%	63%
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	45.076	58.512	76.042	98.936	128.864
% of revenues	17%	19%	19%	20%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	25.600	33.231	43.187	56.189	73.186
% of revenues	9%	10%	12%	12%	13%	11%	11%	11%	11%	11%
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	14.882	19.318	25.105	32.664	42.544
% of revenues	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Scenario **3**

P&L

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	230.608	299.350	389.035	506.162	659.272	
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.283	188.590	245.092	318.882	415.341	
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	45.076	58.512	76.042	98.936	128.864	
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	25.600	33.231	43.187	56.189	73.186	
Operating Income	745	178	2.233	4.186	4.106	14.650	19.016	24.714	32.154	41.881	
Interest income	38	39	50	100	202	-	-	-	-	-	
Interest expense	(141)	(210)	(459)	(484)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	FLAT
Other income (expense)	(136)	(118)	(256)	90	346	-	-	-	-	-	
Total non-operating income (expense)	(239)	(289)	(665)	(294)	(300)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	
Income before income taxes	506	(111)	1.568	3.892	3.806	13.802	18.168	23.866	31.306	41.033	
Tax expense	(161)	(167)	(950)	(1.425)	(769)	(2.898)	(3.815)	(5.012)	(6.574)	(8.617)	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	37	(22)	(96)	(4)	-	-	-	-	-	
Net income	274	(241)	596	2.371	3.033	10.903	14.353	18.854	24.732	32.416	
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	14.882	19.318	25.105	32.664	42.544	
EBITDA	3.998	4.924	8.514	12.302	15.584	29.531	38.334	49.819	64.818	84.425	

Scenario **3**

BS assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2019				
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	FY 2018	Foreca	FY 2020	FY 2021	FY 2022
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	st	Forecast	Forecast	Forecast
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.828	27.037	35.137	45.715	59.544
Days inventory (DIO)	50	48	52	47	52	52	52	52	52	52
Trade Reicevables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.067	22.155	28.793	37.461	48.793
Days receivables (DSO)	23	23	22	22	27	27	27	27	27	27
Property and equipment, as a % of revenues	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	63.356	82.242	106.882	139.060	181.125
	15%	19%	20%	21%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350
Flat										
Other assets as a % of revenues	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	11.535	14.974	19.460	25.319	32.977
	3%	3%	3%	3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	44.929	58.322	75.796	98.615	128.446
Days payables (DPO)	102	96	104	105	113	113	113	113	113	113
Other current liabilities as a % of revenues	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	29.019	37.669	48.954	63.693	82.959
	11%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Other long-term liabilities as a % of revenues	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	27.195	35.301	45.877	59.690	77.745
	6%	8%	9%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

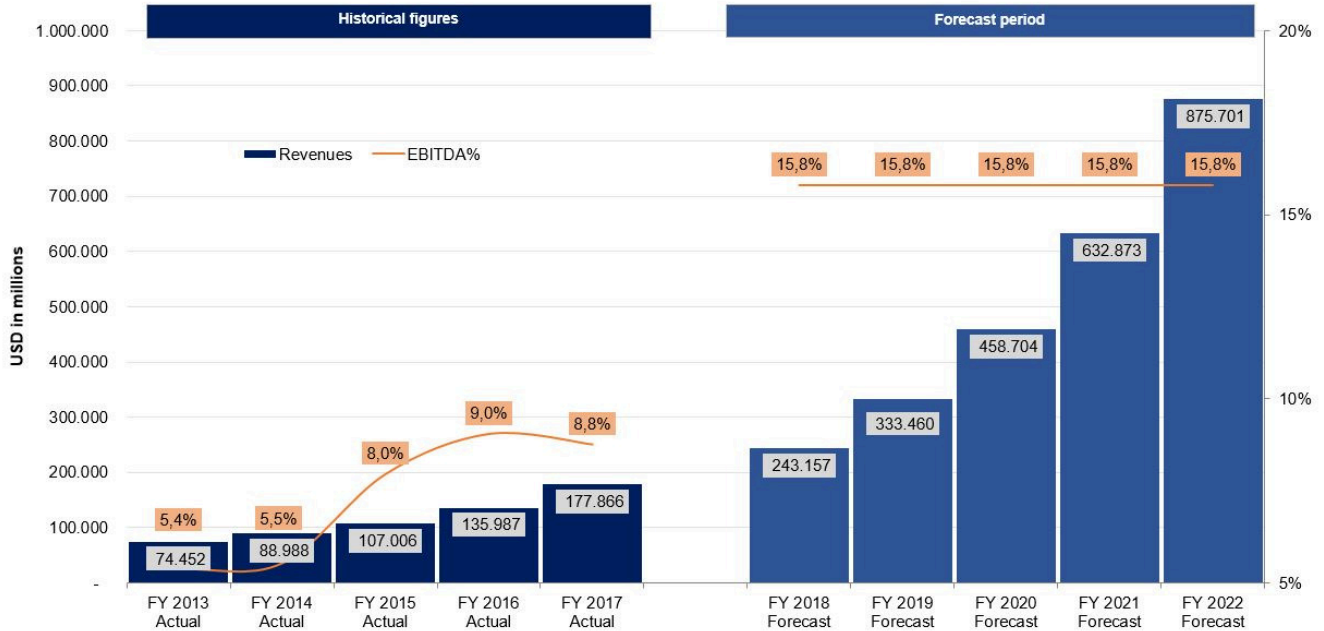
Senario 3

Balance Sheet

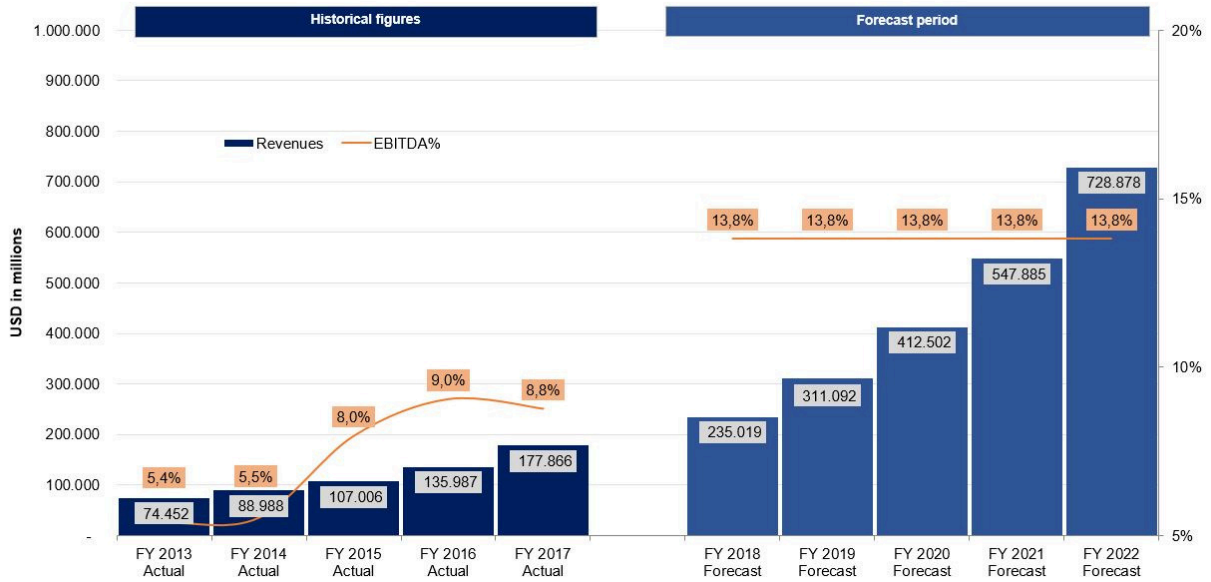
	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Cash and cash equivalents	8.658	14.557	15.890	19.334	20.522	27.897	38.779	53.105	71.923	96.608	
Marketable securities	3.789	2.859	3.918	6.647	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	FLAT
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.828	27.037	35.137	45.715	59.544	
Trade Receivables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.067	22.155	28.793	37.461	48.793	
Property and equipment, Net	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	63.356	82.242	106.882	139.060	181.125	
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	FLAT
Other assets	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	11.535	14.974	19.460	25.319	32.977	
Total assets	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310	164.498	209.000	267.190	343.292	442.861	
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	44.929	58.322	75.796	98.615	128.446	
Other current liabilities	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	29.019	37.669	48.954	63.693	82.959	
Long-term debt	3.191	8.265	8.235	7.694	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	No additional debt
Other long-term liabilities	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	27.195	35.301	45.877	59.690	77.745	
Stockholders' equity	9.746	10.741	13.384	19.285	27.709	38.612	52.965	71.819	96.552	128.968	
Total liabilities and stockholders' equity	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310	164.498	209.000	267.190	343.292	442.861	

Στους παρακάτω πίνακες φαίνεται για κάθε σενάριο το σταθερό ποσοστό που παρουσιάζουν τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων EBITDA έναντι των πωλήσεων στην περίοδο των προβλέψεων.

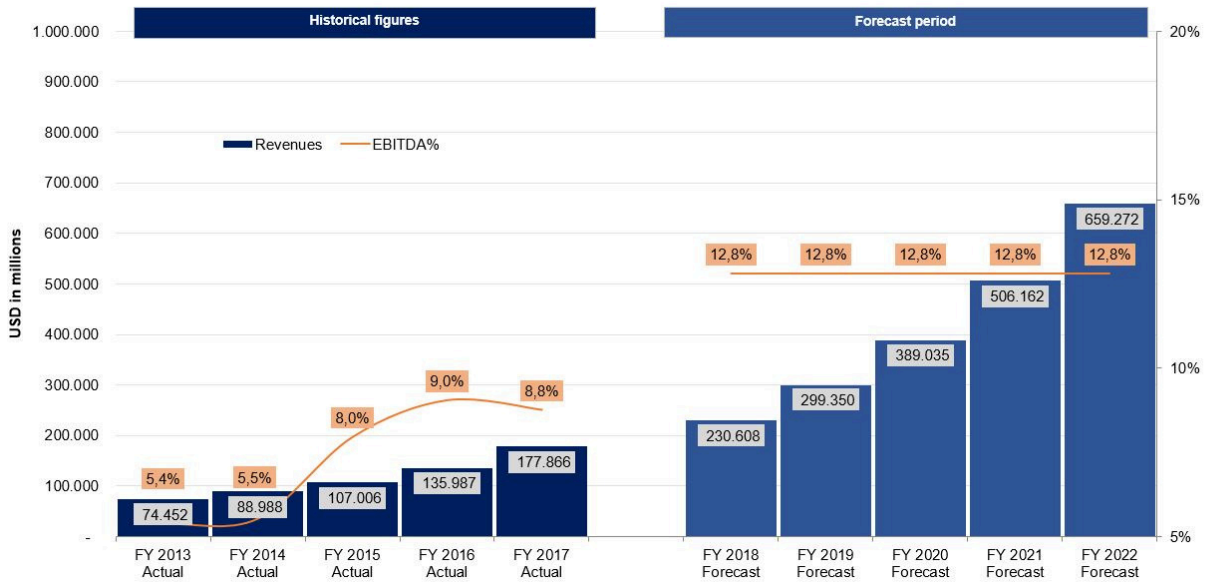
Senario 1



Senario 2



Senario 3



5.3 Υπολογισμός ελευθέρων ταμειακών ροών FCFF

Ο υπολογισμός των ελευθέρων ταμειακών ροών έγινε με το παρακάτω τύπο :

$$\text{EBIT} \cdot (1-t) + \text{D\&A} + \text{Capex} - \text{Change in Working Capital}$$

Παρακάτω οι πίνακες υπολογισμού των ελευθέρων ταμειακών ροών FCFF ανά σενάριο.

Senario 1											
USD in millions	FY 2013 Actual	FY 2014 Actual	FY 2015 Actual	FY 2016 Actual	FY 2017 Actual	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast	Note
EBIT	745	178	2.233	4.186	4.106	22.741	31.187	42.901	59.190	81.901	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPAT	484	116	1.451	2.721	3.244	17.966	24.638	33.892	46.760	64.702	
Add-back D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.691	21.519	29.601	40.840	56.510	
Gross Cash Flow	3.737	4.862	7.732	10.837	14.722	33.657	46.157	63.493	87.600	121.212	(1)
Inventory	(1.380)	(888)	(1.944)	(1.218)	(4.586)	(4.869)	(7.768)	(10.773)	(14.981)	(20.887)	
Trade receivables	(950)	(845)	(811)	(1.916)	(4.825)	(4.832)	(6.683)	(9.269)	(12.890)	(17.972)	
Accounts payable	5.943	8.277	8.326	12.598	22.435	25.532	38.768	53.769	74.773	104.249	
Change in Working Capital	3.613	6.544	5.571	9.464	13.024	15.832	24.317	33.726	46.901	65.390	(2)
Capex	(3.444)	(4.893)	(4.589)	(6.737)	(10.058)	(17.938)	(24.810)	(34.409)	(47.850)	(66.713)	(3)
FCFF	3.906	6.513	8.714	13.564	17.688	31.551	45.665	62.810	86.651	119.889	(1+2+3)

Senario 2											
USD in millions	FY 2013 Actual	FY 2014 Actual	FY 2015 Actual	FY 2016 Actual	FY 2017 Actual	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast	Note
EBIT	745	178	2.233	4.186	4.106	17.280	22.873	30.330	40.284	53.591	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPAT	484	116	1.451	2.721	3.244	13.651	18.070	23.960	31.824	42.337	
Add-back D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.166	20.075	26.619	35.356	47.036	
Gross Cash Flow	3.737	4.862	7.732	10.837	14.722	28.817	38.145	50.580	67.180	89.373	(1)
Inventory	(1.380)	(888)	(1.944)	(1.218)	(4.586)	(4.842)	(6.762)	(9.014)	(12.033)	(16.087)	
Trade receivables	(950)	(845)	(811)	(1.916)	(4.825)	(4.230)	(5.630)	(7.505)	(10.020)	(13.395)	
Accounts payable	5.943	8.277	8.326	12.598	22.435	23.492	33.130	44.164	58.959	78.822	
Change in Working Capital	3.613	6.544	5.571	9.464	13.024	14.420	20.738	27.645	36.906	49.339	(2)
Capex	(3.444)	(4.893)	(4.589)	(6.737)	(10.058)	(15.702)	(20.900)	(27.861)	(37.195)	(49.725)	(3)
FCFF	3.906	6.513	8.714	13.564	17.688	27.535	37.983	50.364	66.892	88.987	(1+2+3)

Senario **3**

USD in millions	FY 2013 Actual	FY 2014 Actual	FY 2015 Actual	FY 2016 Actual	FY 2017 Actual	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast	Note
EBIT	745	178	2.233	4.186	4.106	14.650	19.016	24.714	32.154	41.881	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPAT	484	116	1.451	2.721	3.244	11.573	15.023	19.524	25.402	33.086	
Add-back D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	14.882	19.318	25.105	32.664	42.544	
Gross Cash Flow	3.737	4.862	7.732	10.837	14.722	26.455	34.341	44.629	58.066	75.630	(1)
Inventory	(1.380)	(888)	(1.944)	(1.218)	(4.586)	(4.781)	(6.209)	(8.100)	(10.579)	(13.829)	
Trade receivables	(950)	(845)	(811)	(1.916)	(4.825)	(3.903)	(5.088)	(6.638)	(8.669)	(11.332)	
Accounts payable	5.943	8.277	8.326	12.598	22.435	22.285	30.149	39.335	51.371	67.152	
Change in Working Capital	3.613	6.544	5.571	9.464	13.024	13.600	18.853	24.597	32.123	41.992	(2)
Capex	(3.444)	(4.893)	(4.589)	(6.737)	(10.058)	(14.490)	(18.886)	(24.640)	(32.179)	(42.065)	(3)
FCFF	3.906	6.513	8.714	13.564	17.688	25.565	34.308	44.587	58.010	75.557	(1+2+3)

5.4 Υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου WACC

E (market cap)	802.400
Debt	24.743
tax rate	21%
kd = interest /debt	3,4%
ke=Rf+β*(Rm-Rf)	11%
β	1,42
Rf	3,27%
Rm-Rf	5,45%
ke * E/(D+E)	10,68%
kd*(1-t) *D/(D+E)	0,08%
WACC	10,76%

Ως επιτόκιο για την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιήθηκε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC. Η κεφαλαιοποίηση (market cap) αντιστοιχεί στο ποσό των 802 δισεκατομμυρίων δολαρίων (www.nasdaq.com) και το χρέος της Amazon στις οικονομικές καταστάσεις του 2017 ανήλθε στα 24,8 δισεκατομμύρια δολάρια. (Amazon Annual Report 2017)

Το κόστος δανεισμού ανήλθε στο 3% και υπολογίστηκε διαιρώντας τους συνολικούς τόκους που καταβλήθηκαν για το 2017 προς το συνολικό χρέος της ίδιας χρονιάς. Ο

φορολογικός συντελεστής μειώθηκε από 35% σε 21% από τις 22/12/2017 σύμφωνα με την καινούργια φορολογική νομοθεσία των Ηνωμένων Πολιτειών. (Amazon Annual Report 2017)

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων υπολογίστηκε βάσει του μοντέλου αποτίμησης CAPM. Ως απόδοση μηδενικού κινδύνου risk free rate Rf χρησιμοποιήθηκε το 3,27% ως market risk premium το 5,45%.(www.market-risk-premia.com). Ο συντελεστής β της εταιρίας είναι ίσος με 1,42 (www.nasdaq.com).

5.5 Προεξόφληση των ελευθέρων ταμειακών ροών

Παρακάτω οι πίνακες της προεξόφλησης των ελευθέρων ταμειακών ροών FCFE.

Senario		1	
WACC		10,8%	
g		2%	

USD in millions	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
FCFF	31.551	45.665	62.810	86.651	119.889
Discount factor (WACC)	0,90	0,81	0,74	0,66	0,60
PV of FCFE	28.482	37.214	46.208	57.547	71.876

DCF Valuation		
PV of Cash flows	241.326	22% of Enterprise value
Terminal value	1.393.705	
PV of Terminal value	835.560	78% of Enterprise value
Enterprise value	1.076.886	
-Financial liabilities	(24.743)	
+Cash	20.522	
Equity value	1.072.665	

g	WACC				
	1.076.886	8%	10,8%	12%	14%
1%	1.440.799	984.047	856.999	702.542	
2%	1.650.613	1.076.887	926.264	748.045	
3%	1.944.353	1.193.612	1.010.922	801.820	
4%	2.384.962	1.344.797	1.116.743	866.351	

Scenario **2**

WACC **10,8%**
g **2%**

USD in millions	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
FCFF	27.535	37.983	50.364	66.892	88.987
Discount factor (WACC)	0,90	0,81	0,74	0,66	0,60
PV of FCFF	24.857	30.954	37.051	44.424	53.350

DCF Valuation		
PV of Cash flows	190.636	24% of Enterprise value
Terminal value	1.034.475	
PV of Terminal value	620.193	76% of Enterprise value
Enterprise value	810.829	
-Financial liabilities	(24.743)	
+Cash	20.522	
Equity value	806.608	

Equity Value/Share **1.680**

g

WACC

	8%	10,8%	12%	14%
810.829				
1%	1.081.611	741.919	647.342	532.269
2%	1.237.345	810.829	698.754	566.043
3%	1.455.373	897.468	761.590	605.958
4%	1.782.414	1.009.685	840.136	653.856

Scenario **3**

WACC **10,8%**
g **2%**

USD in millions	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
FCFF	25.565	34.308	44.587	58.010	75.557
Discount factor (WACC)	0,90	0,81	0,74	0,66	0,60
PV of FCFF	23.078	27.959	32.801	38.526	45.299

DCF Valuation		
PV of Cash flows	167.662	24% of Enterprise value
Terminal value	878.354	
PV of Terminal value	526.595	76% of Enterprise value
Enterprise value	694.257	
-Financial liabilities	(24.743)	
+Cash	20.522	
Equity value	690.036	

Equity Value/Share **1.438**

g

WACC

	8%	10,8%	12%	14%
694.257				
1%	924.504	635.747	555.307	457.389
2%	1.056.735	694.258	598.960	486.066
3%	1.241.858	767.821	652.313	519.957
4%	1.519.543	863.102	719.005	560.627

Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της εταιρίας θεωρήθηκε ως ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές g το 2% κάτι που αποτελεί μια ελαφρώς πιο συντηρητική τιμή από το 2,3% που κατέγραψαν οι Ηνωμένες πολιτείες σε αύξηση του ΑΕΠ για το 2017.(www.statista.com) Επιπλέον για να μελετηθεί περαιτέρω το εύρος των τιμών που είναι πιθανόν να παρουσιάζει η αξία της εταιρίας (Enterprise Value) σε σχέση με την μεταβλητότητα στις τιμές του g και του WACC διενεργήθηκε μια ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis) σε κάθε σενάριο. Γίνεται κατανοητό έτσι πώς εκτός από τις υποθέσεις που έγιναν για την μελλοντική πορεία των εσόδων και των ελεύθερων ταμειακών ροών εξίσου σημαντικό ρόλο παίζουν και οι υποθέσεις για το μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης και τους συντελεστές υπολογισμού του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου WACC.

5.6 Ανάλυση αποτελεσμάτων

Scenario 1		Scenario 2		Scenario 3	
Enterprise Value	1.076.886	Enterprise Value	810.829	Enterprise Value	694.257
CFs in Forecast period	22%	CFs in Forecast period	24%	CFs in Forecast period	24%
Terminal Value	78%	Terminal Value	76%	Terminal Value	76%
Equity Value/Share	2.235	Equity Value/Share	1.680	Equity Value/Share	1.438
Stock price on 12/11/2018	1.639	Stock price on 12/11/2018	1.639	Stock price on 12/11/2018	1.639
Undervalued stock price	36%	Undervalued stock price	3%	Overvalued stock price	12%

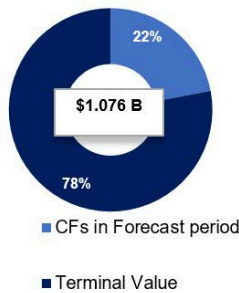
Όπως αναμενόταν τα τρία υποτιθέμενα σενάρια έχουν δώσει διαφορετικά αποτελέσματα ως προς την πορεία που θα έχει η αξία της Amazon στο μέλλον. Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί πως στις 12/11/2018 που ορίζεται θεωρητικά ως η μέρα που γίνεται η αποτίμηση και η παράδοση της εργασίας, η τελευταία διαθέσιμη τιμή κλεισίματος της μετοχής της Amazon είναι τα 1.639 δολάρια και η κεφαλαιοποίηση της ανέρχεται στα 802 δισεκατομμύρια δολάρια.

Βάσει του πρώτου σεναρίου, κατά του οποίου οι υποθέσεις που λήφθηκαν υπόψη ήταν περισσότερο αισιόδοξες σε σχέση με τα άλλα δύο σενάρια. Η αξία της εταιρίας πρόκειται να αυξηθεί και να φτάσει το ύψος των 1.706 δισεκατομμυρίων δολαρίων σπάζοντας το φράγμα του 1 τρισεκατομμυρίου δολαρίων και η μετοχή της να φτάσει την τιμή των 2.235 δολαρίων. Αυτό σημαίνει ότι είναι 36% υποτιμημένη αναλογικά με την τιμή που είχε στις 12/11/2018.

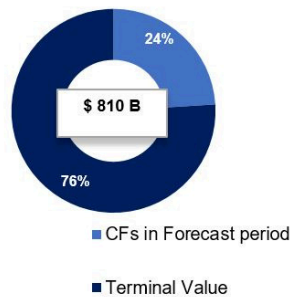
Βάσει του δεύτερου σεναρίου το οποίο βασίστηκε σε λιγότερο αισιόδοξες υποθέσεις. Η αξία της εταιρία αναμένεται να φτάσει στο περίπου στο ποσό των 811 δισεκατομμυρίων δολαρίων και η μετοχή την τιμή των 1.680 δολαρίων, είναι δηλαδή κατά 3% υποτιμημένη.

Στο τελευταίο και υποθετικά χειρότερο σενάριο η αξία της εταιρίας ανέρχεται στην τιμή των 694 δισεκατομμυρίων δολαρίων και η μετοχή ανέρχεται στην τιμή των 1.438 δολαρίων κατά 12% υπερτιμημένη. Βεβαία για το συγκεκριμένο σενάριο δεν είναι παράξενο καθώς βασίζεται στις χειρότερες υποθέσεις όσον αφορά την μελλοντική αξία των εσόδων και ήταν αναμενόμενο να δώσει ένα αρνητικό αποτέλεσμα.

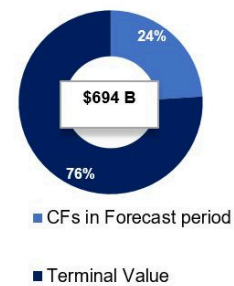
Enterprise Value: Scenario 1



Enterprise Value: Scenario 2



Enterprise Value: Scenario 3



Μια άλλη αρκετά σημαντική πληροφορία είναι το ποσοστό επί της αξίας της εταιρίας που αντιστοιχεί στο μέγεθος της υπολειμματικής αξίας (Terminal Value) και στις ελεύθερες ταμειακές ροές που προεξοφλήθηκαν. Όπως φαίνεται στο παραπάνω γράφημα και είναι αναμενόμενο από τα μεγέθη των δύο στοιχείων, το μεγαλύτερο ποσοστό ανήκει στην υπολειμματική αξία καθώς επηρεάζει σημαντικά το τελικό αποτέλεσμα της αποτίμησης με ποσοστό στο μεταξύ του 76% και 78% ανάλογα το σενάριο ενώ το αντίστοιχο ποσοστό των ελεύθερων ταμειακών ροών ανάμεσα στο 22% και 24%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμιακών ροών αποτελεί μια δημοφιλής τακτική για την ανάλυση και εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά την αξία των εταιριών. Επίσης είναι μια από τις κυριότερες και ευρέως γνωστές μεθόδους θεμελιώδους προσέγγισης για την πραγματοποίηση επενδύσεων στις εταιρίες που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά.

Κατά την εκτέλεση αποδεικνύεται πως πρέπει να ληφθούν υπόψη αρκετοί οικονομικοί παράγοντες για τους οποίους ένας αναλυτής δεν είναι εφικτό να έχει πρόσβαση σε πλήρη πληροφόρηση όσον αφορά την μελλοντική πορεία τους. Αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης είναι η δημιουργία υποθέσεων και η πρόβλεψη ότι ορισμένα στοιχεία θα ακολουθήσουν μια προκαθορισμένη πορεία. Ο τρόπος και κυρίως η κριτική σκέψη κατά την διενέργεια αυτών των υποθέσεων παίζουν καθοριστικό ρόλο στην έκβαση του αποτελέσματος της αποτίμησης. Ένα γνωστό ρητό που επικρατεί και χαρακτηρίζει την συγκεκριμένη κατάσταση είναι το *garbage in –garbage out*.

Στην παρούσα εργασία η προσέγγιση των μελλοντικών οικονομικών στοιχείων της Amazon έγινε μέσω της θέσπισης τριών υποθετικών σεναρίων. Το κάθε σενάριο βασίστηκε σε διαφορετικές εκτιμήσεις όσον αφορά την πορεία που θα διαγράψουν τα έσοδα της εταιρίας την ερχόμενη πενταετία. Η ικανότητα δημιουργίας εσόδων άρα και κατά επέκταση ταμιακών ροών αποτελεί την κινητήριος δύναμη αύξησης της εταιρικής αξίας. Κατά τον ακόλουθο τρόπο αναλύθηκαν ένα αρκετά αισιόδοξο, ένα μέτριας αισιοδοξίας και ένα σχετικά κακό σενάριο.

Παράλληλα με την ανάλυση των αποτελεσμάτων της αποτίμησης πρέπει να επισημανθεί πως στην πραγματικότητα στους πρώτους εννέα μήνες του 2018 η μετοχή της Amazon διέγραψε μια εξαιρετικά ανοδική πορεία ανοίγοντας την διαπραγμάτευση για την 1/1/2018 στην τιμή των 1.172 δολαρίων και χτυπώντας στις 3/9/2018 σε ιστορικό υψηλό στην τιμή των 2.050 δολαρίων, κλείνοντας την ίδια μέρα στο επίπεδο των 1.935 δολαρίων.

Μετέπειτα ακολούθησε όπως είναι λογικό μια πτωτική πορεία διόρθωσης φτάνοντας στις 12/11/2017 στην τιμή των 1.639 με την οποία και συγκρίθηκαν οι παραπάνω τιμές των τριών σεναρίων. (www.nasdaq.com) .

Το αποτέλεσμα του πιο αισιόδοξου σεναρίου φαίνεται να είναι το επικρατέστερο καθώς συνάδει με την πραγματική ανατίμηση που έχε η μετοχή της Amazon κατά την διάρκεια του 2018. Βάσει αυτού του σεναρίου η μετοχή κατευθύνεται σε νέο ιστορικό υψηλό επίπεδο της τάξεως των 2.235 δολαρίων και η κεφαλαιοποίηση της πρόκειται να σπάσει το όριο του 1 τρισεκατομμύριου δολαρίων. Έτσι η Amazon όπως αναμένεται εδώ και καιρό από τον επενδυτικό κόσμο θα γίνει η δεύτερη εταιρία στην ιστορία μετά την Apple που θα φτάσει σε τέτοιο επίπεδο χρηματιστηριακής αξίας. Το μέτριας αισιοδοξίας σενάριο κατέληξε στο ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη μόλις κατά 3% και το κακό σενάριο ότι είναι υπερτιμημένη κατά 12% αντίστοιχα. Δήλώνοντας ουσιαστικά στην περίπτωση που τα έσοδα δεν εξελιχθούν όσο αισιόδοξα εκτιμήθηκε στο πρώτο σενάριο, η τιμή της μετοχή είτε θα διατηρηθεί κοντά στα σημερινά της επίπεδα είτε θα υποχωρήσει 12%. Γεγονός που θα έκανε έναν επνδύτη να την χαρακτηρίσει ως μία καλή επένδυση με όχι και πολύ μεγάλη ανάληψη κινδύνου.

Για να μην δημιουργηθούν παρανοήσεις καλό θα ήταν να τονισθεί πως η αποτίμηση πραγματοποιήθηκε για βάθος πενταετίας, είναι αξιοσημείωτο όμως ότι επαληθεύεται σε ένα σημαντικά πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Η διαπίστωση αυτή ενισχύει τις αμφιβολίες που έχουν προκύψει στον επενδυτικό κόσμο για το εάν οι συμβατικοί τρόποι αποτίμησης οι οποίοι βασίζονται σε θεωρήματα και προσεγγίσεις των περασμένων δεκαετιών για συμβατικές επιχειρήσεις είναι ικανοί να προσεγγίσουν την αξία των εταιριών της νέας ψηφιακής εποχής όπως η Amazon της οποίας την αξία επηρεάζει και μεγεθύνει η ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Benninga, S. And Sarig, O. (1997), Corporate Finance: A Valuation Approach, McGraw Hill.

Brief R.P. and Zarowin P., (1999), "The Value Relevance of Dividends, Book Value and Earnings", New York University Dept. of Accounting Working Paper No. 99-3

Bradshaw M.T., (2002), "The Use of Target Prices to Justify Sell-Side Analysts' Stock Recommendations", Accounting Horizons: March 2002, Vol. 16, No. 1, pp. 27-41

Damodaran, Aswath. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd ed. New York: Wiley, 2002.

Damodaran A. (2011) Applied Corporate Finance, 3rd edition

Fama E. (1965), Random Walks in Stock Market Prices, Financial Analyst, Journal

Fernandez P. (2002) Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, San Diego, CA

Fernandez, P. (2007) "Company Valuation Methods : The most common errors in Valuation", IESE working, paper No 449

Fernandez P. (2002) Valuation Using Multiples: How Do Analysis Reach Their Conclusion, University of Navarra – IESE Business School.

Fisher and Stanley, 1981, Relative shocks, Relative Price Variability and Inflation, Brookings Papers on Economic Activity 2

Graham, Benjamin, 1894-1976. The Intelligent Investor: a Book of Practical Counsel. New York: Harper, 1959. Print.

Graham, B., Dodd, D. and Cottle, S. (1962), Security Analysis, 4th edition, McGraw Hill.

Gordon, Myron J. (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*. The MIT Press. 41 (2): 99–105

G. Bennett Stewart (1991) *the Quest for Value: A Guide for Senior Managers*

Kenneth S. Hackel, Joshua Livnat (1992) *Cash Flow and Security Analysis*

Kim M. and Ritter JR, (1999), "Valuing IPOs", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, Issue 3, Pages 409-437

Koller, T., Goedhart, M., and Wessels, D. (2005), "Measuring and Managing the Value of Companies." *Fourth Edition* Mc Kinsey & Company.

Liu J., Nissim D. and Thomas J., (2002), "Equity Valuation Using Multiples", *Journal of Accounting Research*.

Modigliani, F. and Miller, M. (1958), *The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment*, Vol.48 No 3 *The American Economic Review*, pp 261-297.

Murray Z. Frank and Tao Shen, *Investment and the weighted average cost of capital*, *Journal of Financial Economics*, 119, 2, (300), (2016).

Penman S. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw Hill International Edition.

Porter, Michael E. "The Five Competitive Forces That Shape Strategy." *Special Issue on HBS Centennial*. *Harvard Business Review* 86, no. 1 (January 2008): 78–93.

Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. Simer and Schuster Publishing Group, New York.

Rajesh Kumar, *Relative valuation*, *Valuation*, 10.1016/B978-0-12-802303-7.00007-3, (187-204), (2016).

Sharpe, W.F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance 19, 425-442

Williams J.B., (1938), "The theory of investment value", (Vol 36). Cambridge MA: Harvard University Press

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΑ ΑΡΘΡΑ

Federal Trade Commission: Electronic Commerce: Selling Internationally A Guide for Businesses.

Gillespie, A. (2007). PESTEL analysis of the macro-environment. Foundations of Economics, Oxford University Press, USA.

Housing Industry Association (2011). An Introduction to PESTLE Analysis. HIA Ltd.

Murphey, M., & Gause, R. (1974). UCF Research Guides. Industry Analysis. PESTLE Analysis. Business Horizons, 17(5), 27-38.

Roper, K. (2012, November). BIM Implementation: PESTEL Drivers & Barriers (Cross-national Analysis). In World Workplace 2012. IFMA.

Law, J. (2017) 'Amazon Development Centre Edinburgh devising and growing global innovations.' City A.M.

Dastin, J. and Sadam, R. (2017) 'Amazon profit plunges with breakneck investment in global expansion.' The Independent

Boland, H. (2017) 'Amazon shares shrink as profits fall 77pc.' The Telegraph.

ΕΚΘΕΣΕΙΣ

Amazon Annual Report 2017

Amazon Strategic Analysis

Amazon Statistics

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

www.amazon.com

www.sec.gov

www.bloomberg.com

www.nasdaq.com

www.nyse.com

www.statista.com

www.market-risk-premia.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Senario 1

P&L assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
North America	41.410	50.834	63.708	79.785	106.110	148.554	207.976	291.166	407.632	570.685
y-o-y growth %	19%	23%	25%	25%	33%	40%	40%	40%	40%	40%
Interantional	29.934	33.510	35.418	43.983	54.297	68.414	86.202	108.614	136.854	172.436
y-o-y growth %	14%	12%	6%	24%	23%	26%	26%	26%	26%	26%
AWS	3.108	4.644	7.880	12.219	17.459	26.189	39.283	58.924	88.386	132.579
y-o-y growth %		49%	70%	55%	43%	50%	50%	50%	50%	50%
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	243.157	333.460	458.704	632.873	875.701
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.894	200.076	275.223	379.724	525.420
% of revenues	73%	71%	67%	65%	63%	60%	60%	60%	60%	60%
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	47.528	65.179	89.660	123.703	171.167
% of revenues	17%	19%	19%	20%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.993	37.018	50.921	70.256	97.212
% of revenues	9%	10%	12%	12%	13%	11%	11%	11%	11%	11%
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.691	21.519	29.601	40.840	56.510
% of revenues	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Senario 1

BS assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.916	28.683	39.456	54.438	75.325
Days inventory (DIO)	50	48	52	47	52	52	52	52	52	52
Trade Reicevables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.996	24.680	33.949	46.839	64.811
Days receivables (DSO)	23	23	22	22	27	27	27	27	27	27
Property and equipment, as a % of revenues	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	66.804	91.613	126.022	173.872	240.586
	15%	19%	20%	21%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350
Flat										
Other assets	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	12.163	16.680	22.945	31.657	43.803
as a % of revenues	3%	3%	3%	3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	45.118	61.874	85.114	117.431	162.488
Days payables (DPO)	102	96	104	105	113	113	113	113	113	113
Other current liabilities	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	30.598	41.961	57.721	79.637	110.194
as a % of revenues	11%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Other long-term liabilities	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	28.674	39.324	54.093	74.632	103.268
as a % of revenues	6%	8%	9%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Scenario 1

Balance Sheet

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Cash and cash equivalents	8.658	14.557	15.890	19.334	20.522	32.446	51.405	77.679	114.108	164.670	
Marketable securities	3.789	2.859	3.918	6.647	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	10.464	FLAT
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.916	28.683	39.456	54.438	75.325	
Trade Receivables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.996	24.680	33.949	46.839	64.811	
Property and equipment, Net	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	66.804	91.613	126.022	173.872	240.586	
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	FLAT
Other assets	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	12.163	16.680	22.945	31.657	43.803	
Total assets	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310	174.138	236.875	323.865	444.728	613.009	
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	45.118	61.874	85.114	117.431	162.488	
Other current liabilities	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	30.598	41.961	57.721	79.637	110.194	
Long-term debt	3.191	8.265	8.235	7.694	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	24.743	No additional debt
Other long-term liabilities	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	28.674	39.324	54.093	74.632	103.268	
Stockholders' equity	9.746	10.741	13.384	19.285	27.709	45.005	69.973	102.195	148.285	212.316	
Total liabilities and stockholders' equity	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310	174.138	236.875	323.865	444.728	613.009	

Scenario 1

P&L

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	243.157	333.460	458.704	632.873	875.701	
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.894	200.076	275.223	379.724	525.420	
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	47.528	65.179	89.660	123.703	171.167	
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.993	37.018	50.921	70.256	97.212	
Operating income	745	178	2.233	4.186	4.106	22.741	31.187	42.901	59.190	81.901	
Interest income	38	39	50	100	202	-	-	-	-	-	
Interest expense	(141)	(210)	(459)	(484)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	FLAT
Other income (expense)	(136)	(118)	(256)	90	346	-	-	-	-	-	
Total non-operating income (expense)	(239)	(289)	(665)	(294)	(300)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	
Income before income taxes	506	(111)	1.568	3.892	3.806	21.893	30.339	42.053	58.342	81.053	
Tax expense	(161)	(167)	(950)	(1.425)	(769)	(4.598)	(6.371)	(8.831)	(12.252)	(17.021)	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	37	(22)	(96)	(4)	-	-	-	-	-	
Net income	274	(241)	596	2.371	3.033	17.296	23.968	33.222	46.090	64.032	
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.691	21.519	29.601	40.840	56.510	
EBITDA	3.998	4.924	8.514	12.302	15.584	38.433	62.706	72.502	100.030	138.411	

Scenario 1

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
EBIT	745	178	2.233	4.186	4.106	22.741	31.187	42.901	59.190	81.901	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPAT	484	116	1.451	2.721	3.244	17.966	24.638	33.892	46.760	64.702	
Add-back D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.691	21.519	29.601	40.840	56.510	
Gross Cash Flow	3.737	4.862	7.732	10.837	14.722	33.657	46.157	63.493	87.600	121.212	(1)
Inventory	(1.380)	(888)	(1.944)	(1.218)	(4.586)	(4.869)	(7.768)	(10.773)	(14.981)	(20.887)	
Trade receivables	(950)	(845)	(811)	(1,916)	(4,825)	(4,832)	(6,683)	(9,269)	(12,890)	(17,972)	
Accounts payable	5.943	8.277	8.326	12.598	22.435	25.532	38.768	53.769	74.773	104.249	
Change in Working Capital	3.613	6.544	5.571	9.464	13.024	15.832	24.317	33.726	46.901	65.390	(2)
Capex	(3.444)	(4.893)	(4.589)	(6.737)	(10.058)	(17.938)	(24.810)	(34.409)	(47.850)	(66.713)	(3)
FCFF	3.906	6.513	8.714	13.564	17.688	31.551	45.665	62.810	86.651	119.889	(1+2+3)

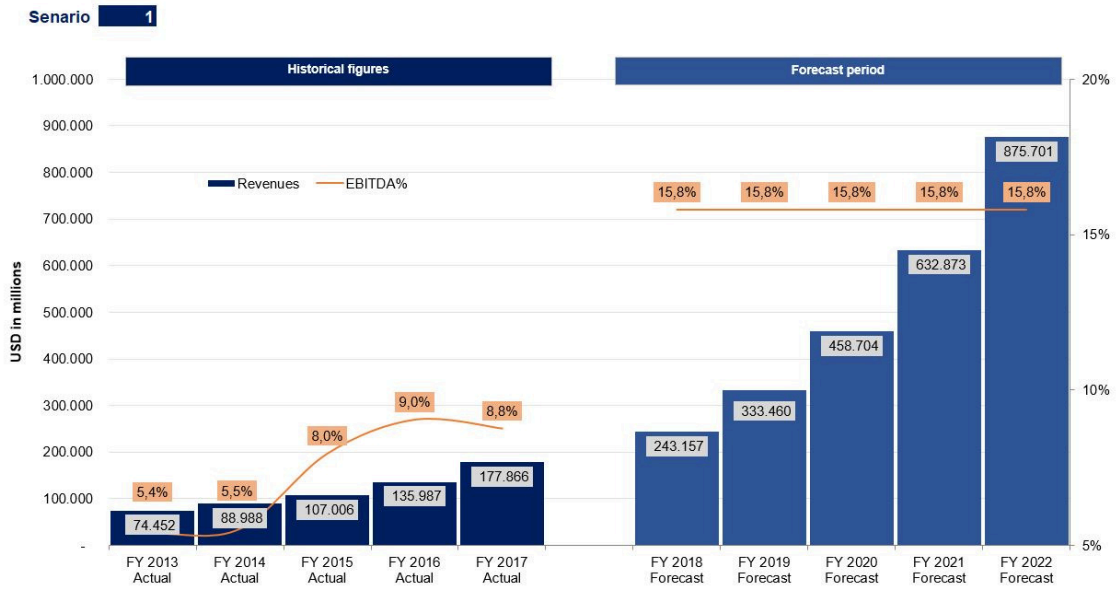
Senario **1**

WACC **10,8%**
g **2%**

USD in millions	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
FCFF	31.551	45.665	62.810	86.651	119.889
Discount factor (WACC)	0,90	0,81	0,74	0,66	0,60
PV of FCFF	28.482	37.214	46.208	57.547	71.876

DCF Valuation		
PV of Cash flows	241.326	22% of Enterprise value
Terminal value	1.393.705	
PV of Terminal value	835.560	78% of Enterprise value
Enterprise value	1.076.886	
-Financial liabilities	(24.743)	
+Cash	20.522	
Equity value	1.072.665	
Equity Value/Share	2.235	

	WACC				
	1.076.886	8%	10,8%	12%	14%
g	1%	1.440.799	984.047	856.999	702.542
	2%	1.650.613	1.076.887	926.264	748.045
	3%	1.944.353	1.193.612	1.010.922	801.820
	4%	2.384.962	1.344.797	1.116.743	866.351



Scenario **2**

P&L assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
North America	41.410	50.834	63.708	79.785	106.110	143.249	193.385	261.070	352.445	475.801
y-o-y growth %	19%	23%	25%	25%	33%	35%	35%	35%	35%	35%
Interantional	29.934	33.510	35.418	43.983	54.297	67.328	83.487	103.524	128.370	159.178
y-o-y growth %	14%	12%	6%	24%	23%	24%	24%	24%	24%	24%
AWS	3.108	4.644	7.880	12.219	17.459	24.443	34.220	47.907	67.070	93.899
y-o-y growth %		49%	70%	55%	43%	40%	40%	40%	40%	40%
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	235.019	311.092	412.502	547.885	728.878
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.712	192.877	255.751	339.689	451.904
% of revenues	73%	71%	67%	65%	63%	62%	62%	62%	62%	62%
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	45.938	60.807	80.629	107.092	142.469
% of revenues	17%	19%	19%	20%	22%	20%	20%	20%	20%	20%
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	26.090	34.535	45.792	60.821	80.913
% of revenues	9%	10%	12%	12%	13%	11%	11%	11%	11%	11%
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.166	20.075	26.619	35.356	47.036
% of revenues	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Scenario **2**

BS assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.889	27.651	36.665	48.698	64.786
Days inventory (DIO)	50	48	52	47	52	52	52	52	52	52
Trade Reicevables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.394	23.024	30.530	40.549	53.945
Days receivables (DSO)	23	23	22	22	27	27	27	27	27	27
Property and equipment, as a % of revenues	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866	64.568	85.468	113.329	150.523	200.248
	15%	19%	20%	21%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350
Flat										
Other assets as a % of revenues	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897	11.756	15.561	20.634	27.406	36.459
	3%	3%	3%	3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	45.062	59.648	79.092	105.050	139.753
Days payables (DPO)	102	96	104	105	113	113	113	113	113	113
Other current liabilities as a % of revenues	7.847	11.630	13.502	18.507	23.267	29.574	39.146	51.907	68.943	91.718
	11%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Other long-term liabilities as a % of revenues	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975	27.715	36.686	48.645	64.610	85.954
	6%	8%	9%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Scenario **2**

Balance Sheet												
	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Cash and cash equivalents	8,084	8,658	14,557	15,890	19,334	20,522	29,362	42,795	60,797	84,891	117,119	FLAT
Marketable securities	3,364	3,789	2,859	3,918	6,647	10,464	10,464	10,464	10,464	10,464	10,464	
Inventories	6,031	7,411	8,299	10,243	11,461	16,047	20,889	27,651	36,665	48,698	64,786	
Trade Receivables	3,817	4,767	5,612	6,423	8,339	13,164	17,394	23,024	30,530	40,549	53,945	
Property and equipment, Net	7,060	10,949	16,967	21,838	29,114	48,866	64,568	85,468	113,329	150,523	200,248	
Goodwill	2,552	2,655	3,319	3,759	3,784	13,350	13,350	13,350	13,350	13,350	13,350	FLAT
Other assets	1,647	1,930	2,892	3,373	4,723	8,897	11,756	15,561	20,634	27,406	36,459	
Total assets	32,555	40,159	54,505	65,444	83,402	131,310	167,784	218,313	285,768	375,881	496,370	
Accounts payable	13,318	15,133	16,459	20,397	25,309	34,616	45,062	59,648	79,092	105,050	139,753	
Other current liabilities	5,684	7,847	11,630	13,502	18,507	23,267	29,574	39,146	51,907	68,943	91,718	
Long-term debt	3,084	3,191	8,265	8,235	7,694	24,743	24,743	24,743	24,743	24,743	24,743	No additional debt
Other long-term liabilities	2,277	4,242	7,410	9,926	12,607	20,975	27,715	36,686	48,645	64,610	85,954	
Stockholders' equity	8,192	9,746	10,741	13,384	19,285	27,709	40,690	58,090	81,381	112,535	154,202	
Total liabilities and stockholders' equity	32,555	40,159	54,505	65,444	83,402	131,310	167,784	218,313	285,768	375,881	496,370	

Scenario **2**

P&L											
	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Total net sales	74,452	88,988	107,006	135,987	177,866	235,019	311,092	412,502	547,885	728,878	
Cost of sales	54,181	62,752	71,651	88,265	111,934	145,712	192,877	255,751	339,689	451,904	
Sales, General & Administrative	12,961	16,783	20,582	27,451	39,206	45,938	60,807	80,629	107,092	142,469	
Technology and content	6,565	9,275	12,540	16,085	22,620	26,090	34,535	45,792	60,821	80,913	
Operating Income	745	178	2,233	4,186	4,106	17,280	22,873	30,330	40,284	53,591	
Interest income	38	39	50	100	202	-	-	-	-	-	
Interest expense	(141)	(210)	(459)	(484)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	FLAT
Other income (expense)	(136)	(118)	(256)	90	346	-	-	-	-	-	
Total non-operating income (expense)	(239)	(289)	(665)	(294)	(300)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	
Income before income taxes	506	(111)	1,568	3,892	3,806	16,432	22,025	29,482	39,436	52,743	
Tax expense	(161)	(167)	(950)	(1,425)	(769)	(3,451)	(4,625)	(6,191)	(8,282)	(11,076)	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	37	(22)	(96)	(4)	-	-	-	-	-	
Net income	274	(241)	596	2,371	3,033	12,981	17,400	23,290	31,154	41,667	
D&A	3,253	4,746	6,281	8,116	11,478	15,166	20,075	26,619	35,356	47,036	
EBITDA	3,998	4,924	8,514	12,302	15,584	32,446	42,949	56,949	75,640	100,627	

Scenario **2**

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
EBIT	745	178	2.233	4.186	4.106	17.280	22.873	30.330	40.284	53.591	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPAT	484	116	1.451	2.721	3.244	13.651	18.070	23.960	31.824	42.337	
Add-back D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.166	20.075	26.619	35.356	47.036	
Gross Cash Flow	3.737	4.862	7.732	10.837	14.722	28.817	38.145	50.580	67.180	89.373	(1)
Inventory	(1.380)	(888)	(1.944)	(1.218)	(4.586)	(4.842)	(6.762)	(9.014)	(12.033)	(16.087)	
Trade receivables	(950)	(845)	(811)	(1.916)	(4.825)	(4.230)	(5.630)	(7.505)	(10.020)	(13.395)	
Accounts payable	5.943	8.277	8.326	12.598	22.435	23.492	33.130	44.164	58.959	78.822	
Change in Working Capital	3.613	6.544	5.571	9.464	13.024	14.420	20.738	27.645	36.906	49.339	(2)
Capex	(3.444)	(4.893)	(4.589)	(6.737)	(10.058)	(15.702)	(20.900)	(27.861)	(37.195)	(49.725)	(3)
FCFF	3.906	6.513	8.714	13.564	17.688	27.535	37.983	50.364	66.892	88.987	(1+2+3)

Scenario **2**

WACC **10,8%**
g **2%**

USD in millions	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
FCFF	27.535	37.983	50.364	66.892	88.987
Discount factor (WACC)	0.90	0.81	0.74	0.66	0.60
PV of FCFF	24.857	30.954	37.051	44.424	53.350

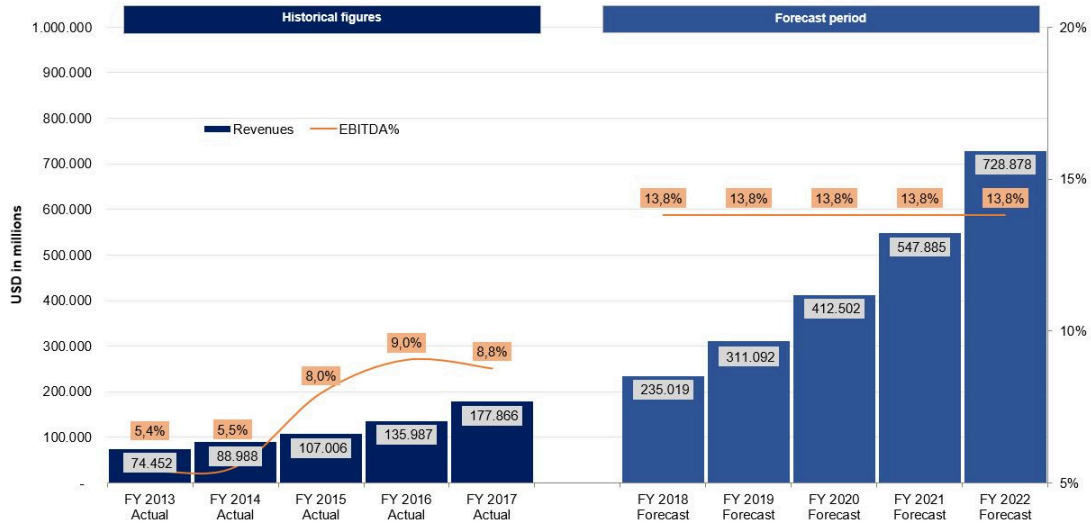
DCF Valuation		
PV of Cash flows	190.636	24% of Enterprise value
Terminal value	1.034.475	
PV of Terminal value	620.193	76% of Enterprise value
Enterprise value	810.829	
-Financial liabilities	(24.743)	
+Cash	20.522	
Equity value	806.608	

Equity Value/Share **1.680**

g

g	WACC				
	8%	10,8%	12%	14%	
810.829	8%	10,8%	12%	14%	
1%	1.081.611	741.919	647.342	532.269	
2%	1.237.345	810.829	698.754	566.043	
3%	1.455.373	897.468	761.590	605.958	
4%	1.782.414	1.009.685	840.136	653.856	

Senario **2**



Senario **3**

P&L assumptions

USD in millions	FY 2013 Actual	FY 2014 Actual	FY 2015 Actual	FY 2016 Actual	FY 2017 Actual	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
North America	41,410	50,834	63,708	79,785	106,110	141,126	187,698	249,638	332,019	441,585
y-o-y growth %		19%	23%	25%	25%	33%	33%	33%	33%	33%
Interantional	29,934	33,510	35,418	43,983	54,297	66,785	82,146	101,039	124,279	152,863
y-o-y growth %		14%	12%	6%	24%	23%	23%	23%	23%	23%
AWS	3,108	4,644	7,880	12,219	17,459	22,697	29,506	38,357	49,865	64,824
y-o-y growth %		49%	70%	55%	43%	30%	30%	30%	30%	30%
Total net sales	74,452	88,988	107,006	135,987	177,866	230,608	299,350	389,035	506,162	659,272
Cost of sales	54,181	62,752	71,651	88,265	111,934	145,283	188,590	245,092	318,882	415,341
% of revenues		73%	71%	67%	65%	63%	63%	63%	63%	63%
Sales, General & Administrative	12,961	16,783	20,582	27,451	39,206	45,076	58,512	76,042	98,936	128,864
% of revenues		17%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Technology and content	6,565	9,275	12,540	16,085	22,620	25,600	33,231	43,187	56,189	73,186
% of revenues		9%	10%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
D&A	3,253	4,746	6,281	8,116	11,478	14,882	19,318	25,105	32,664	42,544
% of revenues		4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Scenario **3**

P&L

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Total net sales	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866	230.608	299.350	389.035	506.162	659.272	
Cost of sales	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934	145.283	188.590	245.092	318.882	415.341	
Sales, General & Administrative	12.961	16.783	20.582	27.451	39.206	45.076	58.512	76.042	98.936	128.864	
Technology and content	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620	25.600	33.231	43.187	56.189	73.186	
Operating income	745	178	2.233	4.186	4.106	14.650	19.016	24.714	32.154	41.881	
Interest income	38	39	50	100	202	-	-	-	-	-	
Interest expense	(141)	(210)	(459)	(484)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	FLAT
Other income (expense)	(136)	(118)	(256)	90	346	-	-	-	-	-	
Total non-operating income (expense)	(239)	(289)	(665)	(294)	(300)	(848)	(848)	(848)	(848)	(848)	
Income before income taxes	506	(111)	1.568	3.892	3.806	13.802	18.168	23.866	31.306	41.033	
Tax expense	(161)	(167)	(950)	(1.425)	(769)	(2.898)	(3.815)	(5.012)	(6.574)	(8.617)	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	37	(22)	(96)	(4)	-	-	-	-	-	
Net income	274	(241)	596	2.371	3.033	10.903	14.353	18.854	24.732	32.416	
D&A	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	14.882	19.318	25.105	32.664	42.544	
EBITDA	3.998	4.924	8.514	12.302	15.584	29.531	38.334	49.819	64.818	84.425	

Scenario **3**

BS assumptions

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
USD in millions	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
Inventories	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	20.828	27.037	35.137	45.715	59.544
Days inventory (DIO)	50	48	52	47	52	52	52	52	52	52
Trade Receivables	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	17.067	22.155	28.793	37.461	48.793
Days receivables (DSO)	23	23	22	22	27	27	27	27	27	27
Property and equipment, as a % of revenues	10.949 15%	16.967 19%	21.838 20%	29.114 21%	48.866 27%	63.356 27%	82.242 27%	106.882 27%	139.060 27%	181.125 27%
Goodwill	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350	13.350
Flat										
Other assets as a % of revenues	1.930 3%	2.892 3%	3.373 3%	4.723 3%	8.897 5%	11.535 5%	14.974 5%	19.460 5%	25.319 5%	32.977 5%
Accounts payable	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	44.929	58.322	75.796	98.615	128.446
Days payables (DPO)	102	96	104	105	113	113	113	113	113	113
Other current liabilities as a % of revenues	7.847 11%	11.630 13%	13.502 13%	18.507 14%	23.267 13%	29.019 13%	37.669 13%	48.954 13%	63.693 13%	82.959 13%
Other long-term liabilities as a % of revenues	4.242 6%	7.410 8%	9.926 9%	12.607 9%	20.975 12%	27.195 12%	35.301 12%	45.877 12%	59.690 12%	77.745 12%

Scenario **3**

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
EBIT	745	178	2,233	4,186	4,106	14,650	19,016	24,714	32,154	41,881	
Tax rate	35%	35%	35%	35%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPAT	484	116	1,451	2,721	3,244	11,573	15,023	19,524	25,402	33,086	
Add-back D&A	3,253	4,746	6,281	8,116	11,478	14,882	19,318	25,105	32,664	42,544	
Gross Cash Flow	3,737	4,862	7,732	10,837	14,722	26,455	34,341	44,629	58,066	75,630	(1)
Inventory	(1,380)	(888)	(1,944)	(1,218)	(4,586)	(4,781)	(6,209)	(8,100)	(10,579)	(13,829)	
Trade receivables	(950)	(845)	(811)	(1,916)	(4,825)	(3,903)	(5,088)	(6,638)	(8,669)	(11,332)	
Accounts payable	5,943	8,277	8,326	12,598	22,435	22,285	30,149	39,335	51,371	67,152	
Change in Working Capital	3,613	6,544	5,571	9,464	13,024	13,600	18,853	24,597	32,123	41,992	(2)
Capex	(3,444)	(4,893)	(4,589)	(6,737)	(10,058)	(14,490)	(18,886)	(24,640)	(32,179)	(42,065)	(3)
FCFF	3,906	6,513	8,714	13,564	17,688	25,565	34,308	44,587	58,010	75,557	(1+2+3)

Scenario **3**

Balance Sheet

USD in millions	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	Note
	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Cash and cash equivalents	8,658	14,557	15,890	19,334	20,522	27,897	38,779	53,105	71,923	96,608	
Marketable securities	3,789	2,859	3,918	6,647	10,464	10,464	10,464	10,464	10,464	10,464	FLAT
Inventories	7,411	8,299	10,243	11,461	16,047	20,828	27,037	35,137	45,715	59,544	
Trade Receivables	4,767	5,612	6,423	8,339	13,164	17,067	22,155	28,793	37,461	48,793	
Property and equipment, Net	10,949	16,967	21,838	29,114	48,866	63,356	82,242	106,882	139,060	181,125	
Goodwill	2,655	3,319	3,759	3,784	13,350	13,350	13,350	13,350	13,350	13,350	FLAT
Other assets	1,930	2,892	3,373	4,723	8,897	11,535	14,974	19,460	25,319	32,977	
Total assets	40,159	54,505	65,444	83,402	131,310	164,498	209,000	267,190	343,292	442,861	
Accounts payable	15,133	16,459	20,397	25,309	34,616	44,929	58,322	75,796	98,615	128,446	
Other current liabilities	7,847	11,630	13,502	18,507	23,267	29,019	37,669	48,954	63,693	82,959	
Long-term debt	3,191	8,265	8,235	7,694	24,743	24,743	24,743	24,743	24,743	24,743	No additional debt
Other long-term liabilities	4,242	7,410	9,926	12,607	20,975	27,195	35,301	45,877	59,690	77,745	
Stockholders' equity	9,746	10,741	13,384	19,285	27,709	38,612	52,965	71,819	96,552	128,968	
Total liabilities and stockholders' equity	40,159	54,505	65,444	83,402	131,310	164,498	209,000	267,190	343,292	442,861	

Scenario **3**

WACC **10,8%**
g **2%**

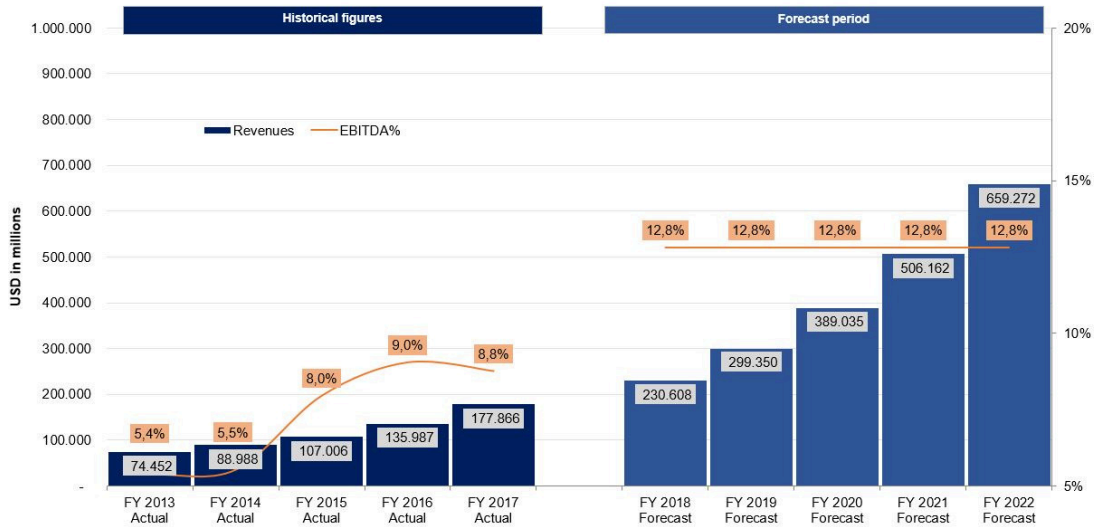
USD in millions	FY 2018 Forecast	FY 2019 Forecast	FY 2020 Forecast	FY 2021 Forecast	FY 2022 Forecast
FCFF	25.565	34.308	44.587	58.010	75.557
Discount factor (WACC)	0,90	0,81	0,74	0,66	0,60
PV of FCFF	23.078	27.959	32.801	38.526	45.299

DCF Valuation		
PV of Cash flows	167.662	24% of Enterprise value
Terminal value	878.354	
PV of Terminal value	526.595	76% of Enterprise value
Enterprise value	694.257	
-Financial liabilities	(24.743)	
+Cash	20.522	
Equity value	690.036	

Equity Value/Share **1.438**

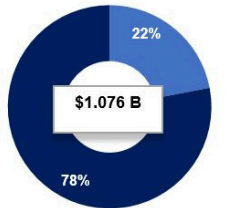
WACC					
	694.257	8%	10,8%	12%	14%
1%	924.504		635.747	555.307	457.389
2%	1.056.735		694.258	598.960	486.066
3%	1.241.858		767.821	652.313	519.957
4%	1.519.543		863.102	719.005	560.627

Scenario **3**



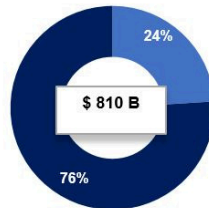
Scenario 1		Scenario 2		Scenario 3	
Enterprise Value	1.076.886	Enterprise Value	810.829	Enterprise Value	694.257
CFs in Forecast period	22%	CFs in Forecast period	24%	CFs in Forecast period	24%
Terminal Value	78%	Terminal Value	76%	Terminal Value	76%
Equity Value/Share	2.235	Equity Value/Share	1.680	Equity Value/Share	1.438
Stock price on 12/11/2018	1.639	Stock price on 12/11/2018	1.639	Stock price on 12/11/2018	1.639
Undervalued stock price	36%	Undervalued stock price	3%	Overvalued stock price	12%

Enterprise Value: Scenario 1



■ CFs in Forecast period
■ Terminal Value

Enterprise Value: Scenario 2

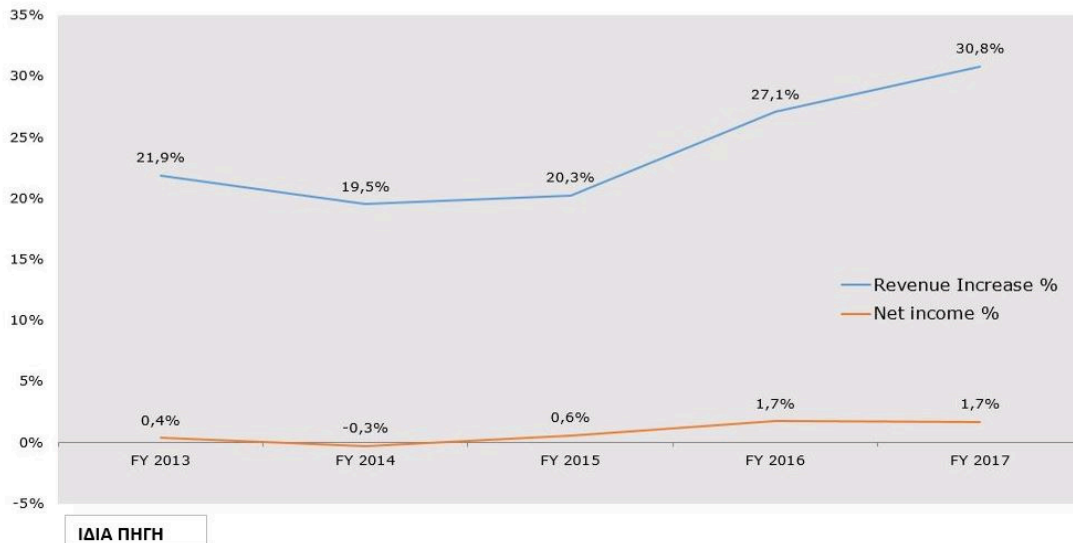


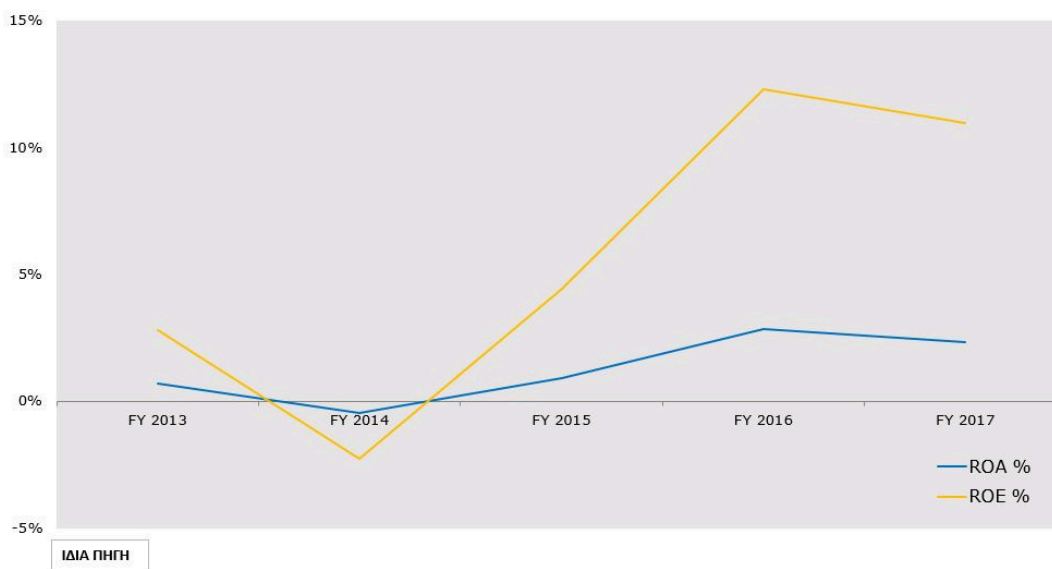
■ CFs in Forecast period
■ Terminal Value

Enterprise Value: Scenario 3



■ CFs in Forecast period
■ Terminal Value





Balance Sheet

USD \$ in Millions	Dec. 31, 2012	Dec. 31, 2013	Dec. 31, 2014	Dec. 31, 2015	Dec. 31, 2016	Dec. 31, 2017
Current assets:						
Cash and cash equivalents	8.084	8.658	14.557	15.890	19.334	20.522
Marketable securities	3.364	3.789	2.859	3.918	6.647	10.464
Inventories	6.031	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047
Accounts receivable, net and other	3.817	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164
Total current assets	21.296	24.625	31.327	36.474	45.781	60.197
Property and equipment, net	7.060	10.949	16.967	21.838	29.114	48.866
Goodwill	2.552	2.655	3.319	3.759	3.784	13.350
Other assets	1.647	1.930	2.892	3.373	4.723	8.897
Total assets	32.555	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310
Current liabilities:						
Accounts payable	13.318	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616
Accrued expenses and other	4.892	6.688	9.807	10.384	13.739	18.170
Unearned revenue	792	1.159	1.823	3.118	4.768	5.097
Total current liabilities	19.002	22.980	28.089	33.899	43.816	57.883
Long-term debt	3.084	3.191	8.265	8.235	7.694	24.743
Other long-term liabilities	2.277	4.242	7.410	9.926	12.607	20.975
Total liabilities	24.363	30.413	43.764	52.060	64.117	103.601
Stockholders' equity:						
Preferred stock, \$0.01 par value -none	-	-	-	-	-	-
Common stock, \$0.01 par value: Authorized shares - 5,000 Issued shares - 500 and 507 Outstanding shares - 477 and 484	5	5	5	5	5	5
Treasury stock, at cost	(1.837)	(1.837)	(1.837)	(1.837)	(1.837)	(1.837)
Additional paid-in capital	8.347	9.573	11.135	13.394	17.186	21.389
Accumulated other comprehensive loss	(239)	(185)	(511)	(723)	(985)	(484)
Retained earnings	1.916	2.190	1.949	2.545	4.916	8.636
Total stockholders' equity	8.192	9.746	10.741	13.384	19.285	27.709
Total liabilities and stockholders' equity	32.555	40.159	54.505	65.444	83.402	131.310

Income Statement

USD \$ in Millions	Dec. 31, 2012	Dec. 31, 2013	Dec. 31, 2014	Dec. 31, 2015	Dec. 31, 2016	Dec. 31, 2017
Revenues						
North America	34.813	41.410	50.834	63.708	79.785	106.110
International	26.280	29.934	33.510	35.418	43.983	54.297
AWS		3.108	4.644	7.880	12.219	17.459
Total net sales	61.093	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866
Net product sales	51.733	60.903	70.080	79.268	94.665	118.573
Net service sales	9.360	13.549	18.908	27.738	41.322	59.293
Total net sales	61.093	74.452	88.988	107.006	135.987	177.866
Operating expenses:						
Cost of sales	45.971	54.181	62.752	71.651	88.265	111.934
Fulfillment	6.419	8.585	10.766	13.410	17.619	25.249
Marketing	2.408	3.133	4.332	5.254	7.233	10.069
Technology and content	4.564	6.565	9.275	12.540	16.085	22.620
General and administrative	896	1.129	1.552	1.747	2.432	3.674
Other operating expense, net	159	114	133	171	167	214
Operating Expenses	60.417	73.707	88.810	104.773	131.801	173.760
Operating income (loss)	676	745	178	2.233	4.186	4.106
Interest income	40	38	39	50	100	202
Interest expense	-92	-141	-210	-459	-484	-848
Other income (expense), net	-80	-136	-118	-256	90	346
Total non-operating income (expense)	-132	-239	-289	-665	-294	-300
Income before income taxes	544	506	-111	1.568	3.892	3.806
Provision for income taxes	-428	-161	-167	-950	-1.425	-769
Equity-method investment activity, net of tax	-155	-71	37	-22	-96	-4
Net income	-39	274	-241	596	2.371	3.033

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(in millions, except per share data)

	December 31,	
	2013	2012
<u>ASSETS</u>		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 8,658	\$ 8,084
Marketable securities	3,789	3,364
Inventories	7,411	6,031
Accounts receivable, net and other	4,767	3,817
Total current assets	24,625	21,296
Property and equipment, net	10,949	7,060
Goodwill	2,655	2,552
Other assets	1,930	1,647
Total assets	\$ 40,159	\$ 32,555
<u>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY</u>		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 15,133	\$ 13,318
Accrued expenses and other	6,688	4,892
Unearned revenue	1,159	792
Total current liabilities	22,980	19,002
Long-term debt	3,191	3,084
Other long-term liabilities	4,242	2,277
Commitments and contingencies		
Stockholders' equity:		
Preferred stock, \$0.01 par value:		
Authorized shares — 500		
Issued and outstanding shares — none	—	—
Common stock, \$0.01 par value:		
Authorized shares — 5,000		
Issued shares — 483 and 478		
Outstanding shares — 459 and 454	5	5
Treasury stock, at cost	(1,837)	(1,837)
Additional paid-in capital	9,573	8,347
Accumulated other comprehensive loss	(185)	(239)
Retained earnings	2,190	1,916
Total stockholders' equity	9,746	8,192
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 40,159	\$ 32,555

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(in millions)

	Year Ended December 31,		
	2013	2012	2011
CASH AND CASH EQUIVALENTS, BEGINNING OF PERIOD	\$ 8,084	\$ 5,269	\$ 3,777
OPERATING ACTIVITIES:			
Net income (loss)	274	(39)	631
Adjustments to reconcile net income (loss) to net cash from operating activities:			
Depreciation of property and equipment, including internal-use software and website development, and other amortization	3,253	2,159	1,083
Stock-based compensation	1,134	833	557
Other operating expense (income), net	114	154	154
Losses (gains) on sales of marketable securities, net	1	(9)	(4)
Other expense (income), net	166	253	(56)
Deferred income taxes	(156)	(265)	136
Excess tax benefits from stock-based compensation	(78)	(429)	(62)
Changes in operating assets and liabilities:			
Inventories	(1,410)	(999)	(1,777)
Accounts receivable, net and other	(846)	(861)	(866)
Accounts payable	1,888	2,070	2,997
Accrued expenses and other	736	1,038	1,067
Additions to unearned revenue	2,691	1,796	1,064
Amortization of previously unearned revenue	(2,292)	(1,521)	(1,021)
Net cash provided by (used in) operating activities	5,475	4,180	3,903
INVESTING ACTIVITIES:			
Purchases of property and equipment, including internal-use software and website development	(3,444)	(3,785)	(1,811)
Acquisitions, net of cash acquired, and other	(312)	(745)	(705)
Sales and maturities of marketable securities and other investments	2,306	4,237	6,843
Purchases of marketable securities and other investments	(2,826)	(3,302)	(6,257)
Net cash provided by (used in) investing activities	(4,276)	(3,595)	(1,930)
FINANCING ACTIVITIES:			
Excess tax benefits from stock-based compensation	78	429	62
Common stock repurchased	—	(960)	(277)
Proceeds from long-term debt and other	394	3,378	177
Repayments of long-term debt, capital lease, and finance lease obligations	(1,011)	(588)	(444)
Net cash provided by (used in) financing activities	(539)	2,259	(482)
Foreign-currency effect on cash and cash equivalents	(86)	(29)	1
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	574	2,815	1,492
CASH AND CASH EQUIVALENTS, END OF PERIOD	<u>\$ 8,658</u>	<u>\$ 8,084</u>	<u>\$ 5,269</u>
SUPPLEMENTAL CASH FLOW INFORMATION:			
Cash paid for interest on long-term debt	\$ 97	\$ 31	\$ 14
Cash paid for income taxes (net of refunds)	169	112	33
Property and equipment acquired under capital leases	1,867	802	753
Property and equipment acquired under build-to-suit leases	877	29	259

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS
(in millions, except per share data)

	Year Ended December 31,		
	2013	2012	2011
Net product sales	\$ 60,903	\$ 51,733	\$ 42,000
Net services sales	13,549	9,360	6,077
Total net sales	<u>74,452</u>	<u>61,093</u>	<u>48,077</u>
Operating expenses (1):			
Cost of sales	54,181	45,971	37,288
Fulfillment	8,585	6,419	4,576
Marketing	3,133	2,408	1,630
Technology and content	6,565	4,564	2,909
General and administrative	1,129	896	658
Other operating expense (income), net	114	159	154
Total operating expenses	<u>73,707</u>	<u>60,417</u>	<u>47,215</u>
Income from operations	745	676	862
Interest income	38	40	61
Interest expense	(141)	(92)	(65)
Other income (expense), net	(136)	(80)	76
Total non-operating income (expense)	<u>(239)</u>	<u>(132)</u>	<u>72</u>
Income before income taxes	506	544	934
Provision for income taxes	(161)	(428)	(291)
Equity-method investment activity, net of tax	(71)	(155)	(12)
Net income (loss)	<u>\$ 274</u>	<u>\$ (39)</u>	<u>\$ 631</u>
Basic earnings per share	<u>\$ 0.60</u>	<u>\$ (0.09)</u>	<u>\$ 1.39</u>
Diluted earnings per share	<u>\$ 0.59</u>	<u>\$ (0.09)</u>	<u>\$ 1.37</u>
Weighted average shares used in computation of earnings per share:			
Basic	<u>457</u>	<u>453</u>	<u>453</u>
Diluted	<u>465</u>	<u>453</u>	<u>461</u>

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(in millions)

	Year Ended December 31,		
	2015	2014	2013
CASH AND CASH EQUIVALENTS, BEGINNING OF PERIOD	\$ 14,557	\$ 8,658	\$ 8,084
OPERATING ACTIVITIES:			
Net income (loss)	596	(241)	274
Adjustments to reconcile net income (loss) to net cash from operating activities:			
Depreciation of property and equipment, including internal-use software and website development, and other amortization, including capitalized content costs	6,281	4,746	3,253
Stock-based compensation	2,119	1,497	1,134
Other operating expense (income), net	155	129	114
Losses (gains) on sales of marketable securities, net	5	(3)	1
Other expense (income), net	245	62	166
Deferred income taxes	81	(316)	(156)
Excess tax benefits from stock-based compensation	(119)	(6)	(78)
Changes in operating assets and liabilities:			
Inventories	(2,187)	(1,193)	(1,410)
Accounts receivable, net and other	(1,755)	(1,039)	(846)
Accounts payable	4,294	1,759	1,888
Accrued expenses and other	913	706	736
Additions to unearned revenue	7,401	4,433	2,691
Amortization of previously unearned revenue	(6,109)	(3,692)	(2,292)
Net cash provided by (used in) operating activities	11,920	6,842	5,475
INVESTING ACTIVITIES:			
Purchases of property and equipment, including internal-use software and website development, net	(4,589)	(4,893)	(3,444)
Acquisitions, net of cash acquired, and other	(795)	(979)	(312)
Sales and maturities of marketable securities	3,025	3,349	2,306
Purchases of marketable securities	(4,091)	(2,542)	(2,826)
Net cash provided by (used in) investing activities	(6,450)	(5,065)	(4,276)
FINANCING ACTIVITIES:			
Excess tax benefits from stock-based compensation	119	6	78
Proceeds from long-term debt and other	353	6,359	394
Repayments of long-term debt and other	(1,652)	(513)	(231)
Principal repayments of capital lease obligations	(2,462)	(1,285)	(775)
Principal repayments of finance lease obligations	(121)	(135)	(5)
Net cash provided by (used in) financing activities	(3,763)	4,432	(539)
Foreign-currency effect on cash and cash equivalents	(374)	(310)	(86)
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	1,333	5,899	574
CASH AND CASH EQUIVALENTS, END OF PERIOD	\$ 15,890	\$ 14,557	\$ 8,658
SUPPLEMENTAL CASH FLOW INFORMATION:			
Cash paid for interest on long-term debt	\$ 325	\$ 91	\$ 97
Cash paid for interest on capital and finance lease obligations	153	86	41
Cash paid for income taxes (net of refunds)	273	177	169
Property and equipment acquired under capital leases	4,717	4,008	1,867
Property and equipment acquired under build-to-suit leases	544	920	877

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(in millions, except per share data)

	December 31,	
	2015	2014
<u>ASSETS</u>		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 15,890	\$ 14,557
Marketable securities	3,918	2,859
Inventories	10,243	8,299
Accounts receivable, net and other	6,423	5,612
Total current assets	36,474	31,327
Property and equipment, net	21,838	16,967
Goodwill	3,759	3,319
Other assets	3,373	2,892
Total assets	\$ 65,444	\$ 54,505
<u>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY</u>		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 20,397	\$ 16,459
Accrued expenses and other	10,384	9,807
Unearned revenue	3,118	1,823
Total current liabilities	33,899	28,089
Long-term debt	8,235	8,265
Other long-term liabilities	9,926	7,410
Commitments and contingencies (Note 7)		
Stockholders' equity:		
Preferred stock, \$0.01 par value:		
Authorized shares — 500		
Issued and outstanding shares — none	—	—
Common stock, \$0.01 par value:		
Authorized shares — 5,000		
Issued shares — 494 and 488		
Outstanding shares — 471 and 465	5	5
Treasury stock, at cost	(1,837)	(1,837)
Additional paid-in capital	13,394	11,135
Accumulated other comprehensive loss	(723)	(511)
Retained earnings	2,545	1,949
Total stockholders' equity	13,384	10,741
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 65,444	\$ 54,505

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(in millions, except per share data)

	December 31,	
	2016	2017
<u>ASSETS</u>		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 19,334	\$ 20,522
Marketable securities	6,647	10,464
Inventories	11,461	16,047
Accounts receivable, net and other	8,339	13,164
Total current assets	45,781	60,197
Property and equipment, net	29,114	48,866
Goodwill	3,784	13,350
Other assets	4,723	8,897
Total assets	\$ 83,402	\$ 131,310
<u>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY</u>		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 25,309	\$ 34,616
Accrued expenses and other	13,739	18,170
Unearned revenue	4,768	5,097
Total current liabilities	43,816	57,883
Long-term debt	7,694	24,743
Other long-term liabilities	12,607	20,975
Commitments and contingencies (Note 7)		
Stockholders' equity:		
Preferred stock, \$0.01 par value:		
Authorized shares — 500		
Issued and outstanding shares — none	—	—
Common stock, \$0.01 par value:		
Authorized shares — 5,000		
Issued shares — 500 and 507		
Outstanding shares — 477 and 484	5	5
Treasury stock, at cost	(1,837)	(1,837)
Additional paid-in capital	17,186	21,389
Accumulated other comprehensive loss	(985)	(484)
Retained earnings	4,916	8,636
Total stockholders' equity	19,285	27,709
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 83,402	\$ 131,310

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(in millions)

	Year Ended December 31,		
	2015	2016	2017
CASH AND CASH EQUIVALENTS, BEGINNING OF PERIOD	\$ 14,557	\$ 15,890	\$ 19,334
OPERATING ACTIVITIES:			
Net income	596	2,371	3,033
Adjustments to reconcile net income to net cash from operating activities:			
Depreciation of property and equipment, including internal-use software and website development, and other amortization, including capitalized content costs	6,281	8,116	11,478
Stock-based compensation	2,119	2,975	4,215
Other operating expense, net	155	160	202
Other expense (income), net	250	(20)	(292)
Deferred income taxes	81	(246)	(29)
Changes in operating assets and liabilities:			
Inventories	(2,187)	(1,426)	(3,583)
Accounts receivable, net and other	(1,755)	(3,367)	(4,786)
Accounts payable	4,294	5,030	7,175
Accrued expenses and other	913	1,724	283
Unearned revenue	1,292	1,955	738
Net cash provided by (used in) operating activities	12,039	17,272	18,434
INVESTING ACTIVITIES:			
Purchases of property and equipment, including internal-use software and website development	(5,387)	(7,804)	(11,955)
Proceeds from property and equipment incentives	798	1,067	1,897
Acquisitions, net of cash acquired, and other	(795)	(116)	(13,972)
Sales and maturities of marketable securities	3,025	4,733	9,988
Purchases of marketable securities	(4,091)	(7,756)	(13,777)
Net cash provided by (used in) investing activities	(6,450)	(9,876)	(27,819)
FINANCING ACTIVITIES:			
Proceeds from long-term debt and other	353	621	16,231
Repayments of long-term debt and other	(1,652)	(354)	(1,372)
Principal repayments of capital lease obligations	(2,462)	(3,860)	(4,799)
Principal repayments of finance lease obligations	(121)	(147)	(200)
Net cash provided by (used in) financing activities	(3,882)	(3,740)	9,860
Foreign currency effect on cash and cash equivalents	(374)	(212)	713
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	1,333	3,444	1,188
CASH AND CASH EQUIVALENTS, END OF PERIOD	<u>\$ 15,890</u>	<u>\$ 19,334</u>	<u>\$ 20,522</u>
SUPPLEMENTAL CASH FLOW INFORMATION:			
Cash paid for interest on long-term debt	\$ 325	\$ 290	\$ 328
Cash paid for interest on capital and finance lease obligations	153	206	319
Cash paid for income taxes, net of refunds	273	412	957
Property and equipment acquired under capital leases	4,717	5,704	9,637
Property and equipment acquired under build-to-suit leases	544	1,209	3,541

See accompanying notes to consolidated financial statements.

AMAZON.COM, INC.
CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS
(in millions, except per share data)

	Year Ended December 31,		
	2015	2016	2017
Net product sales	\$ 79,268	\$ 94,665	\$ 118,573
Net service sales	27,738	41,322	59,293
Total net sales	<u>107,006</u>	<u>135,987</u>	<u>177,866</u>
Operating expenses:			
Cost of sales	71,651	88,265	111,934
Fulfillment	13,410	17,619	25,249
Marketing	5,254	7,233	10,069
Technology and content	12,540	16,085	22,620
General and administrative	1,747	2,432	3,674
Other operating expense, net	171	167	214
Total operating expenses	<u>104,773</u>	<u>131,801</u>	<u>173,760</u>
Operating income	2,233	4,186	4,106
Interest income	50	100	202
Interest expense	(459)	(484)	(848)
Other income (expense), net	(256)	90	346
Total non-operating income (expense)	<u>(665)</u>	<u>(294)</u>	<u>(300)</u>
Income before income taxes	1,568	3,892	3,806
Provision for income taxes	(950)	(1,425)	(769)
Equity-method investment activity, net of tax	(22)	(96)	(4)
Net income	<u>\$ 596</u>	<u>\$ 2,371</u>	<u>\$ 3,033</u>
Basic earnings per share	<u>\$ 1.28</u>	<u>\$ 5.01</u>	<u>\$ 6.32</u>
Diluted earnings per share	<u>\$ 1.25</u>	<u>\$ 4.90</u>	<u>\$ 6.15</u>
Weighted-average shares used in computation of earnings per share:			
Basic	<u>467</u>	<u>474</u>	<u>480</u>
Diluted	<u>477</u>	<u>484</u>	<u>493</u>

See accompanying notes to consolidated financial statements.