



Valoración Amazon.com, Inc.

MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Orlando Rivas

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Ciudad de Panamá, marzo de 2019



TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO.....	5
1. METODOLOGÍA	6
1.1. Método de flujos de caja descontados.....	6
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	8
2.1. Descripción de Amazon.com.Inc	8
2.2. Ficha técnica de Amazon.com.Inc	9
2.3. Filiales de Amazon.com.Inc	9
2.4. Principales accionistas de Amazon.com.Inc.....	11
2.5. Empresas comparables.....	12
3. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	14
3.1. Análisis de crecimiento	14
3.2. Tasas de crecimiento reales de la industria.....	16
3.3. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2018 al 2022 17	
3.4. Análisis de Costos de Operación.....	17
3.5. Análisis de Cuentas No Operacionales.....	20
3.6. Análisis de activos	20
4. PROYECCIÓN DE EERR.....	21
4.1. Proyección de los ingresos	21
4.2. Proyección de los costos operacionales.....	22
4.3. Proyección del resultado no operacional.....	24
4.4. Proyección del estado de resultados	25
5. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	27
5.1. Ajuste del estado de resultados.....	27
5.2. Depreciación de activos e intangibles	27

5.3. Nuevas inversiones y reposición en base a CAPEX.....	28
5.4. Estimación del exceso o déficit en capital de trabajo.....	29
5.5. Activos prescindibles	30
5.6. Deuda financiera de Amazon.com Inc. al 30 de junio de 2018.....	31
6. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	31
7. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.....	31
8. CONCLUSIONES.....	33
9. BIBLIOGRAFIA.....	34
10. ANEXOS.....	35

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

Tabla N°1: Principales métodos de valoración.....	6
Tabla N°2: Ficha técnica	9
Tabla N°3: Principales accionistas	12
Tabla N°4: Ficha técnica competidores.....	14
Tabla N°5: Ingresos por segmento	15
Tabla N°6: Proporción de ingresos por segmento	16
Tabla N°7: Detalle de costos operativos	19
Tabla N°8: Detalle de cuentas no operacionales	20
Tabla N°9: Detalle otras cuentas no operacionales	20
Tabla N°10: Análisis de activos.....	21
Tabla N°11: Proyección de ingresos.....	22
Tabla N°12: Proyección de gastos operativos	23
Tabla N°13: Proyección del estado de resultados no operacional	24
Tabla N°14: Proyección del estado de resultados	25
Tabla N°15: Supuestos - Proyección del estado de resultados	26
Tabla N°16: Flujo de caja bruto.....	27
Tabla N°17: % de depreciación y amortización.....	27
Tabla N°18: Depreciación y amortización de propiedades y equipos	28
Tabla N°19: Detalle de inversiones y reposiciones	28
Tabla N°22: Exceso o déficit en capital de trabajo.....	29
Tabla N°23: Detalle de activos prescindibles	30
Tabla N°24: Proyección de flujo de caja libre.....	31

RESUMEN EJECUTIVO

El mundo actual se ha convertido en lugar donde existen un sin número de factores que afectan día a día las economías de los países, desde innovaciones tecnológicas, cambios climáticos bruscos y ambientes geopolíticos inestables, son la fuente de cambios importantes en las finanzas de las empresas y por lo consiguiente saber medir adecuadamente el valor de estas, es trascendental para una adecuada toma de decisiones. Afortunadamente el mundo moderno también es cada vez más pequeño, la disponibilidad de información y la interconectividad entre los mercados hace posible tener de primera mano los ingredientes necesarios para realizar un buen análisis, y en este sentido, para que el experto en finanzas logre determinar el valor de una empresa primero debe preguntarse, ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Y ¿Por qué se está haciendo la valoración de una determinada forma? Estas preguntas determinarán de cierta forma el beneficio que obtendrán las partes interesadas desde sus puntos de vista.

Finalmente, entonces podríamos resumir que el valor económico de una empresa dependerá en gran medida de tres aspectos:

- La capacidad que tenga para generar ingresos en el futuro.
- El nivel de endeudamiento que tenga (apalancamiento).
- El nivel de Riesgo del negocio.

En este sentido, el estudio contenido en este informe tiene como finalidad conocer el precio de la acción de la empresa Amazon.com Inc. al 30/06/2018 utilizando el método de flujos de caja descontados.

El estudio utilizo como ventana temporal, el periodo comprendido entre el 01/01/2014 y el 30/06/2018, tomando en cuenta que los estados financieros de la empresa tienen como fecha de cierre el 31/12 de cada año. Para nuestra estimación por el método de FCD proyectamos hasta el año 2022. Adicionalmente, determinamos el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) dando como resultado para Amazon.com.Inc de 8.73%.

Finalmente se logra determinar que el valor de la acción de Amazon.com, Inc. para el día 30/06/2018 es igual a \$1,538.42 lo cual es un 10.49% inferior al valor del mercado para el mismo día.

1. METODOLOGÍA

Dentro del mundo de las finanzas, el conocer el valor de una empresa en términos financieros representa el factor diferenciador principal para tomar decisiones, por esta razón el ejercicio de valorarla requiere no solo de conocimientos técnicos si no, de la experiencia suficiente para ver más allá de los estados de resultados, balances contables, precios de acciones y un sin fin de información que tenemos disponible del mercado.

Afortunadamente tenemos a nuestra disposición diferentes tipos de métodos de valoración según la información disponible, teniendo en cuenta que los resultados obtenidos nunca serán exactos o únicos, y que además dependerán entre otras cosas de la situación de la empresa al momento del estudio y del método utilizado.

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos¹:

PRINCIPALES METODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	EDO. RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTOS DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
<ul style="list-style-type: none">• Valor contable• Valor contable ajustado• Valor de liquidación• Valor sustancial• Activo neto no real	Múltiplos de: <ul style="list-style-type: none">• Beneficio: PER• Ventas• EBITDA• Otros múltiplos	<ul style="list-style-type: none">• Clásico• Unión de expertos• Contables europeos• Renta abreviada• Otros	<ul style="list-style-type: none">• Flujo de caja libre• Flujo de caja de las acciones• Dividendos• Flujo de caja del capital• APV	<ul style="list-style-type: none">• EVA• Beneficio económico• <i>Cash value added</i>• CFROI	<ul style="list-style-type: none">• Black & Scholes• Opción de invertir• Ampliar el proyecto• Aplazar la inversión• Usos alternativos

Tabla N°1: Principales métodos de valoración

En función a toda la literatura disponible y la practicidad de su aplicación, este estudio explora principalmente dos métodos:

- Flujo de caja descontado
- Múltiplos de la industria

1.1. Método de flujos de caja descontados

¹ Fuente: Fernández, Pablo. "Métodos de Valoración de Empresas", Documento de Investigación (2008), IESE Universidad de Navarra. P3.

La eficiencia y popularidad de este método se fundamenta en la relación directa que tiene crecimiento de las empresas y sus perspectivas a corto y mediano plazo. La valoración por flujos de caja descontados (FCD) es la base para construir cualquier otro método de valoración y por esto alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías².

Los fundamentos teóricos, así como los parámetros de valoración que utiliza una metodología de FCD son en esencia proyecciones de mediano a largo plazo, que intentan estimar el comportamiento de una empresa, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas a las que están expuestas.

Un componente fundamental en este tipo de valoraciones es la determinación de una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujos de fondos, en la cual se debe tener en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y en muchas veces lo mínimo exigido por las partes interesadas.

En términos generales, cuando se busca determinar una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), para una valoración por el método de FCD, nos centramos en el costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Al calcular el costo de capital de esta forma, pasa a denominarse "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés).

El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa. Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes necesarios como adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

² Fuente: Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), P382

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de *Amazon.com, Inc*

Amazon.com, Inc. se constituyó en 1994 en el estado de Washington y se reincorporó en 1996 en el estado de Delaware. Las principales oficinas corporativas están ubicadas en Seattle, Washington. La oferta pública inicial fue en mayo de 1997 y las acciones ordinarias cotizan en el Nasdaq con el símbolo "AMZN".

Amazon.com abrió sus puertas virtuales en la World Wide Web en julio de 1995. Amazon busca ser la compañía más centrada en el cliente de la Tierra. Se guían por cuatro principios: la obsesión del cliente en lugar del enfoque de la competencia, la pasión por la invención, el compromiso con la excelencia operativa y el pensamiento a largo plazo. Además, brinda servicios, como servicios de publicidad y acuerdos de tarjetas de crédito de marca compartida.

Precisamente la clave del éxito de Amazon se puede resumir en una frase: el cliente. De hecho, uno de los mantras que ha repetido siempre Jeff Bezos define bien este pensamiento: "Obsesiónate por el cliente y no por los consumidores". François Nuyts hace hincapié en esta filosofía: "Buscamos precios competitivos, pensamos en cómo innovar, en hacer más sencilla la compra... Antes que considerar aspectos financieros, en esta empresa te tienes que preguntar qué puedes hacer mejor de cara al cliente".

Además de pensar en los clientes, los precios bajos es uno de los otros pilares básicos de Amazon, ya que se encargan de mantenerlos todos los días. Esto se hace acompañado de la rapidez que se utiliza en la logística de operación de Amazon para ofrecer el mejor servicio y lo más veloz posible.

Amazon también aprovecha la tecnología para que se simplifique y mejore la experiencia de compra para cada uno de los clientes, mostrándoles productos que podrían ser de su interés basado en sus búsquedas o compras anteriores, además de hacer posible que la compra realizada sea accesible desde cualquier sitio y momento, con el método de pago que más se le facilite al cliente. Otro punto importante del éxito de Amazon es que es una plataforma abierta a otras empresas, aceptan y se abren a los competidores, esto debido a que no creen que tenga sentido el valor económico sino el tener en cuenta lo que quiere el cliente para así generar lealtad y confianza, además de que les ayuda a ofrecer más productos.

Su organización contiene seis segmentos: tiendas online, tiendas físicas, servicios de terceras partes, servicios de suscripción, Amazon Web Services ("AWS") y otros. Estos segmentos reflejan la forma en que la Compañía evalúa su desempeño comercial y administra sus operaciones.

2.2. Ficha técnica de *Amazon.com.Inc*

	Observaciones
Razón Social	Amazon, Inc.
Nemotécnico	NASDAQ: AMZN
Industria	Comercio Electrónico
Sector	Consumer Cyclical
Empleados	566,000

Tabla N°2: Ficha técnica

2.3. Filiales de *Amazon.com.Inc*

- AbeBooks.com: AbeBooks es una librería de Internet, creada en 1996 y comprada en 2008 por Amazon. Tiene más de 140 millones de libros puestos a la venta por más de 13 500 libreros del mundo. AbeBooks sirve de intermediario entre los compradores y un conjunto de librerías independientes, que en su mayoría son pequeñas empresas.
- Amazon Robotics: Anteriormente Kiva Systems es una compañía con sede en Massachusetts que fabrica sistemas de cumplimiento de robótica móvil.
- Audible: Vendedor y productor de entretenimiento de audio hablado, información y programación educativa en Internet. Audible vende audiolibros digitales, programas de radio y televisión, y versiones de audio de revistas y periódicos.
- Book Depository: Es la entidad comercial de The Book Depository Ltd., un vendedor de libros en línea con sede en el Reino Unido y con un gran catálogo que se ofrece con envíos gratuitos a más de 160 países. La tienda fue fundada por un ex empleado de Amazon.

- Brilliance Publishing: Es la unidad de publicación de libros de Amazon.com lanzada en 2009. Está compuesta por 15 impresiones, incluidas AmazonEncore, AmazonCrossing, Montlake Romance, Thomas & Mercer, 47North, TOPPLE Books.
[1]
- ComiXology: Es una plataforma de distribución digital basada en la nube para comics, con más de 200 millones de descargas de cómics a partir de septiembre de 2013. Ofrece una selección de más de 100.000 cómics, novelas gráficas y manga en todo Android, iOS, Kindle Fire, Windows 8 e Internet.
- CreateSpace: On-Demand Publishing, LLC, que opera como CreateSpace, es un servicio de autopublicación propiedad de Amazon. La compañía fue fundada en 2000 en Carolina del Sur como BookSurge y fue adquirida por Amazon en 2005.
- DP Review: Digital Photography Review es un sitio web sobre cámaras digitales y fotografía digital. Presenta análisis de cámaras digitales, guías de compra, opiniones de usuarios y muy activos foros para cada cámara, así como de fotografía general. Tiene una amplia base de datos con información sobre cada cámara digital.
- Fabric.com: Es la tienda de telas en línea líder en el mundo. Nos esforzamos por ser la tienda de telas más confiable e inspiradora del mundo, proporcionando una experiencia impecable para el cliente a través de la pasión y la innovación continua.
- Goodreads: Es una "comunidad de catalogación" de lecturas lanzada como el proyecto privado del programador independiente y emprendedor Otis Chandler en 2006. Esta página web permite a los usuarios darse de alta y seleccionar libros del catálogo de la propia página para crear sus propias "estanterías digitales" en su perfil y listas de lecturas. También permite a sus miembros crear sus propios grupos de sugerencia y discusión de libros y autores. En diciembre de 2007, el sitio había superado los 650.000 miembros y los 10.000.000 libros añadidos. En julio de 2012, el sitio declaró tener 10 millones de miembros, 20 millones de visitas mensuales y 30 trabajadores.
- IMDb: La Internet Movie Database (IMDb, en español: Base de datos de películas en Internet) es una base de datos en línea que almacena información relacionada con películas, personal de equipo de producción (incluyendo directores y productores), actores, series de televisión, programas de televisión, videojuegos,

actores de doblaje y, más recientemente, personajes ficticios que aparecen en los medios de entretenimiento visual. Recibe más de 100 millones de usuarios únicos al mes y cuenta con una versión móvil.⁴ IMDb fue inaugurada el 17 de octubre de 1990 y en 1998 fue adquirida por Amazon.com.

- Shopbop | East Dane: Shopbop fue fundada en noviembre de 1999 que originalmente fue la presencia en Internet de la tienda Bop, ubicada en el centro de Madison (la tienda se cerró en 2014). Shopbop fue adquirido por Amazon.com en febrero de 2006.¹⁰¹⁵ En el momento del acuerdo, vendía 103 líneas diferentes de ropa de alta gama. Desde la adquisición, Shopbop funcionó casi completamente de forma independiente de Amazon, que también vende ropa y accesorios e incluso compitió con ella. En septiembre de 2013, Shopbop abrió el sitio web de moda masculina contemporánea East Dane.
- Souq.com: Es una plataforma de comercio electrónico en inglés y árabe, propiedad de Amazon, Inc. Es la plataforma de comercio electrónico más grande del mundo árabe. El 28 de marzo de 2017, Amazon.com Inc. confirmó que adquiriría Souq.com por \$ 580 millones.
- Twitch: Plataforma que ofrece un servicio de streaming de video en vivo propiedad de Amazon.com. Presentado el 8 de agosto, como un subproducto de otra plataforma de streaming de interés general, Justin.tv, el sitio principalmente se enfoca a los videojuegos, incluyendo "playthroughs" de juegos jugados por usuarios, transmisión de eSports, y otros eventos relacionados con los videojuegos. El contenido del sitio puede ser visto en vivo o bajo demanda.
- Whole Foods Market: es una cadena estadounidense de supermercados fundada en 1980. Tiene su sede en Austin, Texas. Whole Foods vende alimentos naturales y orgánicos. En todo el mundo, Whole Foods tiene más de 460 tiendas en los Estados Unidos, Canadá, y Reino Unido. El 16 de junio de 2017 se anunció su adquisición por parte de Amazon a cambio de 13.700 millones de dólares
- Woot!: Es un minorista estadounidense de Internet con sede en el suburbio de Carrollton, Texas, en Dallas. Fundado por el mayorista de electrónica Matt Rutledge, debutó el 12 de julio de 2004.

2.4. Principales accionistas de *Amazon.com,Inc*

Amazon.com, Inc. se constituyó en 1994 en el estado de Washington y se reincorporó en 1996 en el estado de Delaware. Las principales oficinas corporativas están ubicadas en Seattle, Washington. La oferta pública inicial fue en mayo de 1997 y las acciones ordinarias cotizan en el Nasdaq con el símbolo "AMZN". Al momento de la valoración hay un total de 486MM de acciones en circulación.

Nombre	Nº de Acciones	Participación
Bezos Jeffrey P	78,893,280	16.18%
Vanguard Group, Inc. (The) (Institucional)	27,872,279	5.71%
Blackrock Inc. (Institucional)	24,535,840	5.03%
FMR, LLC (Institucional)	17,497,896	3.59%
Price (T.Rowe) Associates Inc (Institucional)	17,026,012	3.49%
State Street Corporation (Institucional)	15,920,952	3.26%
Capital World Investors (Institucional)	14,094,201	2.89%
Growth Fund Of America Inc (Fondo Mutuo)	9,969,240	2.04%
Capital Research Global Investors (Institucional)	9,939,305	2.04%
Vanguard Total Stock Market Index Fund (Fondo Mutuo)	9,355,374	1.92%
Baillie Gifford and Company (Institucional)	6,271,350	1.29%
Vanguard 500 Index Fund (Fondo Mutuo)	6,268,600	1.29%

Tabla N°3: Principales accionistas

2.5. Empresas comparables

Para la obtención de las empresas benchmarking utilizamos la comparación de cuatro atributos a fin de listar cuales realmente son competidores directos; Tipo de Operación; Market Share; Revenue Growth y Income Growth.

En este sentido, definimos como los dos principales competidores a:

Nombre	Ticket	Descripción
eBay Inc.	(EBAY)	<p>Empresa de Comercio electrónico que básicamente es un sistema de intermediación automático, en el que los usuarios pueden calificar al otro usuario mediante un sistema de puntos positivos o negativos, dependiendo del éxito de la operación y que se basa se basa en tres tipos de operaciones:</p> <p>Subasta: El vendedor pone un precio de salida y una duración determinada para el anuncio y mientras dure ese período de tiempo, los compradores pujarán por ella. El pagador más alto se lleva el artículo, bajo las condiciones de entrega y devoluciones impuestas por el vendedor.</p> <p>¡Cómpralo ya!: el vendedor establece un precio fijo y, si el demandante está dispuesto a pagarlo, será suyo.</p>

		Anuncio clasificado: venta de artículos bajo esta forma de anuncio, en el que se exponen las características del artículo en cuestión y su precio.
Costco Wholesale	(COST)	Es la cadena tipo club de precios más grande en el mundo basada en venta mayorista. Es la segunda cadena más grande del mundo en la categoría de comercio (desde 2014) después de Walmart y trasladando al tercer lugar a la francesa Carrefour; también es la quinta distribuidora minorista en Estados Unidos.
Target Corporation	(TGT)	Es una cadena de grandes almacenes, fundada en Minneapolis, MN, Estados Unidos, en 1962. Es la sexta empresa de venta al por menor más grande de Estados Unidos, por detrás de Wal-Mart, The Home Depot, Kroger, Sears Holdings Corporation y Costco; y llegó a estar en el puesto 27 de Fortune 500. También está ubicada en el 3.er lugar dentro de las tiendas con más ventas de música en Estados Unidos.
Walmart Inc.	(WMT)	Es una corporación multinacional de tiendas de origen estadounidense, que opera cadenas de grandes almacenes de descuento y clubes de almacenes. Fue fundada por Sam Walton en 1962, incorporada el 31 de octubre de 1969, y ha cotizado en la Bolsa de Nueva York desde 1972. Su sede principal está ubicada en Bentonville, Arkansas. Walmart es la mayor corporación pública del mundo, según la lista Fortune Global 500 de 2017. Es el minorista más grande del mundo y ofrece la mayor oferta de empleo privado en el mundo, con más de 2 millones de empleados- Es una empresa familiar, porque la familia Walton posee el 48 % de la compañía Es también una de las empresas más valiosas en el mundo. Es también la minorista de ultramarinos más grande de EE.UU. En 2009, el 51 % de sus ventas de 258 mil millones de dólares en EE.UU. se generó a partir de sus negocios de ultramarinos. ⁴ También es el propietario y operador de Sam's Club, una cadena de clubes de almacenes.
Alibaba Group	(BABA)	Es un consorcio privado chino que posee 18 subsidiarias con sede en Hangzhou dedicado al comercio electrónico en Internet, incluyendo portales de ventas business-to-business, de venta al por menor, y de venta entre consumidores; también ofrece servicios de pago en línea, un motor de búsqueda de comparación de precios y servicios de almacenamiento de datos en la nube. En 2012, dos de los portales de Alibaba juntos manejaron 1,1 billones de yuanes (170 000 millones de dólares) en ventas, más que sus competidores eBay y Amazon.com combinados. La compañía opera principalmente en la República Popular China, y en marzo de 2013 la revista The Economist estimó que el consorcio podría tener una valoración de entre 55 000 y 120 000 millones de dólares. Durante 2013 consiguió unos ingresos aproximados de 7500 millones de dólares y poseía unos 22 000 empleados en marzo de 2014.
Etsy	(ETSY)	Es un sitio web de comercio electrónico (etsy.com) centrado en artículos y suministros hechos a mano o antiguos, así como artículos únicos fabricados en fábrica. Estos artículos se incluyen en una amplia gama de categorías, que incluyen arte, fotografía, ropa, joyería, comida, baño y belleza, edredones, chucherías y juguetes. Muchos vendedores también venden suministros de artesanía, como cuentas, alambre y herramientas para hacer joyas. Todos los artículos antiguos deben tener al menos 20 años. El sitio sigue la tradición de las ferias de artesanía abiertas, brindando a los vendedores escaparates personales en donde listan sus productos por una tarifa de US \$ 0.20 por artículo. En 2014, Etsy obtuvo un ingreso de US \$ 195.6 millones, pero registró una pérdida neta de US \$ 15.2 millones. La plataforma genera ingresos principalmente a partir de tres fuentes de ingresos: sus ingresos del Mercado incluyen una tarifa del 5% del valor de venta final, que un vendedor de Etsy paga por cada transacción completada, además de una tarifa de listado de 20 centavos por artículo; Seller Services, el flujo de ingresos de más rápido crecimiento de Etsy, incluye tarifas por servicios como "listados promocionados", procesamiento de pagos y compras de etiquetas de envío a través de la plataforma; mientras que Otros ingresos incluyen

		las tarifas recibidas de los procesadores de pago de terceros [desambiguación necesaria].
Alphabet, Inc	(GOOG)	Es una empresa multinacional estadounidense cuya principal subsidiaria es Google, que desarrolla productos y servicios relacionados con Internet, software, dispositivos electrónicos y otras tecnologías. También incluye a empresas de sectores como la biotecnología, salud, telecomunicaciones y la domótica.
Facebook, Inc	(FB)	<p>Es una compañía estadounidense que ofrece servicios de redes sociales y medios sociales en línea con sede en Menlo Park, California. Su sitio web fue lanzado el 4 de febrero de 2004.</p> <p>Facebook cuenta con más de 2200 millones de usuarios activos mensuales a fecha de marzo de 2018. Su popularidad ha supuesto a una ingente cobertura mediática de la compañía, como un escrutinio significativo sobre la privacidad y los efectos psicológicos que tiene en los usuarios. En los últimos años, la compañía se ha enfrentado con una intensa presión sobre la cantidad de fake news, la incitación al odio y las representaciones de violencia que prevalecen en sus servicios, aspectos que está intentando contrarrestar.</p> <p>El 9 de abril de 2012 Facebook adquirió Instagram por 1000 millones de dólares, y en febrero de 2014 compró el servicio de mensajería móvil WhatsApp por 16 000 millones de dólares. El 1 de mayo de 2018, Facebook anunció sus planes para lanzar un nuevo servicio de citas. Según Mark Zuckerberg: «Hay 200 millones de personas en Facebook identificados como solteros, así que claramente hay algo que hacer aquí». A raíz del escándalo de minería de datos de Cambridge Analytica, el servicio contará con funciones de privacidad, y tus amigos no podrán ver tu perfil de citas.</p>
Twitter, Inc	(TWTR)	Es un servicio de microblogging, con sede en San Francisco, California, con filiales en San Antonio (Texas) y Boston (Massachusetts) en Estados Unidos. Twitter, Inc. fue creado originalmente en California, pero está bajo la jurisdicción de Delaware desde 2007. Desde que Jack Dorsey lo creó en marzo de 2006, y lo lanzó en julio del mismo año, la red ha ganado popularidad mundial y se estima que tiene más de 500 millones de usuarios, generando 65 millones de tuits al día y maneja más de 800 000 peticiones de búsqueda diarias. Ha sido denominado como el «SMS de Internet». En la actualidad Twitter factura más de 2500 millones de dólares anuales y tiene un valor en bolsa superior a los 10 000 millones de dólares.

Tabla N°4: Ficha técnica competidores

3. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

3.1. Análisis de crecimiento

A lo largo del análisis se ha podido determinar que Amazon.com, Inc. tiene seis (6) unidades de negocio bien definidas y que corresponden a:

- Online Stores

- Physical Stores
- Retail Third-Party Seller Services
- Retail Subscription Services
- AWS
- Other

En función a estos segmentos, se detallan los ingresos por segmento en USD MM para los años 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018* se detallan a continuación:

Segmento	Ingresos en USD MM				
	2014A	2015 ^a	2016A	2017A	30-06-2018
Online Stores	68,513	76,863	91,431	108,354	54,104
Physical Stores	0	0	0	5,798	8,575
Retail Third-Party Seller Services	11,747	16,086	22,993	31,881	18,967
Retail Subscription Services	2,762	4,467	6,394	9,721	6,510
AWS	4,644	7,880	12,219	17,459	11,547
Other	1,322	1,710	2,950	4,653	4,225
Total Net Sales	88,988	107,006	135,987	177,866	103,928

Tabla N°5: Ingresos por segmento

* Hasta el 30/06/2018

Segmento	Proporción de los ingresos por segmento				
	2014A	2015 ^a	2016A	2017A	30-06-2018 ³
Online Stores	n/a	12.2%	19.0%	18.5%	16.15%
Physical Stores	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Retail Third-Party Seller Services	n/a	36.9%	42.9%	38.7%	41.24%
Retail Subscription Services	n/a	61.7%	43.1%	52.0%	58.63%
AWS	n/a	69.7%	55.1%	42.9%	48.78%
Other	n/a	29.3%	72.5%	57.7%	135.38%
Variación Anual	n/a	20.2%	27.1%	30.8%	41.07%

Tabla N°6: Proporción de ingresos por segmento

Se identifica fácilmente que los segmentos de “Retail Subscription Services” y de “AWS” son los que han tenido un crecimiento importante durante los últimos años, esto en gran medida por la creciente demanda de servicios de hosting y almacenamiento de datos en la nube. En promedio, la empresa crece en un 28.8% anualmente.

3.2. Tasas de crecimiento reales de la industria

La oferta de servicios que brinda la industria del comercio electrónico es muy amplia lo que dificulta determinar una tasa de crecimiento específica, sin embargo y en función a las estadísticas sobre las ventas minoristas de comercio electrónico en todo el mundo desde 2014 hasta 2021, se observa que para el año 2017, las ventas minoristas de comercio electrónico en todo el mundo ascendieron a 2,3 billones de dólares estadounidenses y se prevé que los ingresos por ventas minoristas aumentarán a 4,88 billones de dólares estadounidenses para 2021.

Los ingresos de 3 de las tiendas en línea más grandes ascendieron a casi 100 mil millones de dólares estadounidenses en 2017, siendo este tipo de comercio una de las actividades populares actualmente. El comportamiento de uso de las compras en línea varía según la región: en 2016, aproximadamente el 19 por ciento de todas las ventas minoristas en China se realizaron a través de internet, pero en Japón el porcentaje fue de solo 6,7 por ciento. Las PC de escritorio siguen siendo el dispositivo más popular para realizar pedidos de compras en línea, pero los dispositivos móviles, especialmente los teléfonos inteligentes, se están recuperando.

³ Se realizó la comparación con el primer semestre de 2017 vs primer semestre de 2018 para comparar el mismo periodo de estudio

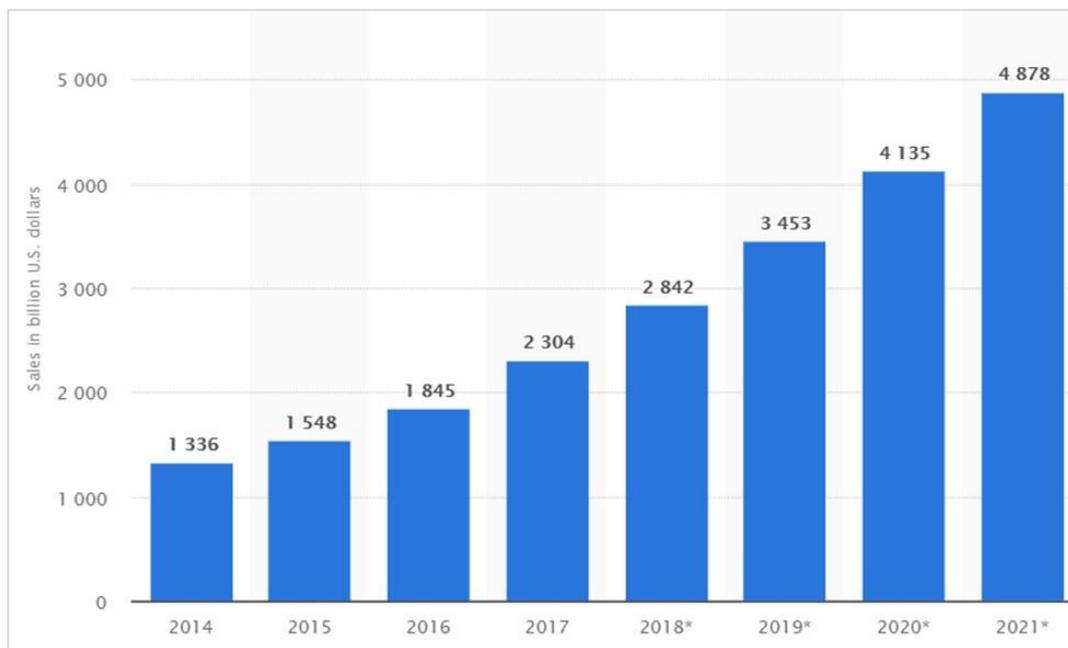


Gráfico #1: Ventas del comercio electrónico a nivel mundial 2014 - 2021⁴ (in billion U.S. dollars)

3.3. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2018 al 2022

Según los estudios estadísticos analizados y documentos de investigación presentados en revistas como FORBES, más del 50% de los norteamericanos prefieren realizar sus compras de forma On-Line siendo esto una tendencia irreversible. La estimación de las tasas de crecimiento de la industria está alrededor del 33% anual, a esperas de una masificación a gran escala del Retail mediante medios electrónicos, lo cual será el motor principal de esta industria.

3.4. Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de *Amazon.com.Inc* se componen de:

Fulfillment: Consisten principalmente en aquellos costos en los que se incurre al operar y dotar de personal a centros de distribución, centros de servicio al cliente y almacenes físicos de América del Norte e Internacional y los costos de procesamiento de pagos. Si bien el procesamiento de pagos de AWS y los costos de transacción relacionados se

⁴ Fuente: www.statista.com/statistics/379046/worldwide-retail-e-commerce-sales/

incluyen en el cumplimiento, los costos de AWS se clasifican principalmente como "Tecnología y contenido". En promedio su comportamiento desde el año 2014 es 13%.

Marketing: Dirigimos a los clientes en sitios web principalmente a través de una serie de canales de marketing en línea, como búsqueda patrocinada, el programa de Asociados, la publicidad social y en línea, la publicidad televisiva y otras iniciativas. Los costos de mercadeo son en gran medida variables, basados en el crecimiento en ventas y cambios en las tarifas. En la medida en que haya una mayor o menor competencia para estas fuentes de tráfico, o en la medida en que la combinación de estos canales cambie, esperaríamos ver un cambio correspondiente en los costos de mercadeo. En promedio su comportamiento desde el año 2014 hasta el año 2018 es 5%.

Los costos de tecnología y contenido; incluyen nómina de los empleados involucrados en la investigación y el desarrollo de productos y servicios nuevos y existentes, el desarrollo, diseño y mantenimiento de los sitios web, la visualización y visualización de productos y servicios disponibles en los sitios web y la infraestructura.

Los costos de infraestructura incluyen servidores, equipos de redes y depreciación relacionada con el centro de datos, alquileres, servicios públicos y otros gastos necesarios para respaldar AWS. En conjunto, estos costos reflejan las inversiones para ofrecer una amplia variedad de productos y servicios a los clientes. En promedio su comportamiento desde el 2014 hasta 2018 es 12%.

Los gastos administrativos y generales; corresponden principalmente a Honorarios Profesionales, gastos de nómina y gastos relacionadas En promedio su comportamiento desde el 2014 es hasta el año 2018 es 2%.

Otros gastos operativos; se relacionaron principalmente con la amortización de activos intangibles en promedio se ha comportado desde el año 2014 hasta el año 2018 es 0.14%.

El detalle de los costos de operación según su clasificación y separando de los mismos la depreciación del ejercicio y amortización de intangibles para los años 2014 a junio de 2018 se muestran en la siguiente tabla:

Operating expenses - USD MM	2014	% ventas	2015	% ventas	2016	% ventas	2017	% ventas	Jun-18	% ventas
Cost of sales	62,752	71%	71,651	67%	88,265	65%	111,934	63%	61,367	59%
Fulfillment	10,766	12%	13,410	13%	17,619	13%	25,249	14%	15,724	15%
Marketing	4,332	5%	5,254	5%	7,233	5%	10,069	6%	5,600	5%
Technology and content	9,275	10%	12,540	12%	16,085	12%	22,620	13%	14,006	13%
General and administrative	1,552	2%	1,747	2%	2,432	2%	3,674	2%	2,177	2%
Other operating expense, net	133	0%	171	0%	167	0%	214	0%	143	0%
Total operating expenses	88,810		104,773		131,801		173,760		99,017	
Costos Operacionales / Ventas	99.80%		97.91%		96.92%		97.69%		95.27%	

Tabla N°7: Detalle de costos operativos

Del ratio entre los costos operacionales sobre ingresos obtenemos que, en promedio Amazon reconoce por este rubro un 98% de sus ventas; esto es un indicio de un alto grado de apalancamiento operativo.

Analizando esta ratio individualmente por segmento, podemos resaltar que en promedio los costos de venta representan el 65% de los ingresos; esta relación se ha venido reduciendo constantemente desde el año 2014 lo que puede ser un indicio de mayor eficiencia. En segundo lugar, de importancia se encuentra los costos de logística los cuales representan en promedio un 13% de los ingresos por ventas totales.

3.5. Análisis de Cuentas No Operacionales

Del grupo de cuentas no operacionales, se destaca el siguiente flujo de efectivo con su respectiva clasificación (recurrente o no recurrente):

Cuentas No Operacionales USD MM	2014	2015	2016	2017	Promedio	Clasificación
Interest income	39	50	100	202	98	Recurrente
Interest expense	-210	-459	-484	-848	-500	Recurrente
Other income (expense), net	-118	-256	90	346	218	Ver Detalle

Tabla N°8: Detalle de cuentas no operacionales

Other income (expense), net USD MM	2014	2015	2016	2017	Promedio	Clasificación
Foreign currency gains (losses)	-118	-266	21	247	134	No recurrente
Equity warrant valuation gains (losses)	0	0	67	109	88	No recurrente
realized gains (losses) on marketable securities sales	0	-5	-8	-7	-7	No recurrente
Other	0	15	10	-3	7	No recurrente

Tabla N°9: Detalle otras cuentas no operacionales

3.6. Análisis de activos

En la siguiente tabla se presentan los activos de la empresa, operacionales y no operacionales, a junio de 2018:

Balance general (US\$)	2014	2015	2016	2017	30/06/2018	Activos Prescindibles
ASSETS						
Cash and cash equivalents	14,557	15,890	19,334	20,522	19,823	Operacional
Marketable securities	2,859	3,918	6,647	10,464	7,227	Operacional
Inventories	8,299	10,243	11,461	16,047	14,824	Operacional
Accounts receivable, net and other	5,612	6,423	8,339	13,164	12,607	Operacional
Total current assets	31,327	36,474	45,781	60,197	54,481	
Property and equipment, net	16,967	21,838	29,114	48,866	54,768	Operacional
Goodwill	3,319	3,759	3,784	13,350	13,944	Activos No Operacional
Other assets	2,892	3,373	4,723	8,897	10,907	Operacional
Total assets	54,505	65,444	83,402	131,310	134,100	

Los activos no operacionales que posee la empresa a junio de 2018 se pueden definir como:

Plusvalía: Al momento de una adquisición, la plusvalía es calculada como el exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de los activos netos identificados. La plusvalía no se amortiza. En su lugar, se revisa anualmente para determinar si existen indicadores de deterioro de su valor en libros. Si tales indicadores existen, la diferencia entre el valor en libros de la plusvalía y el monto recuperable se reconoce contra los resultados del año. La plusvalía se presenta al costo menos las pérdidas acumuladas por deterioro, si las hubiese.

Las ganancias o pérdidas en la disposición de una entidad incluyen el valor en libros de la plusvalía de la entidad vendida. La plusvalía es asignada a las unidades generadoras de efectivo para propósitos de la evaluación del deterioro.

4. PROYECCIÓN DE EERR

4.1. Proyección de los ingresos

Para la proyección de los ingresos se han considerado las partidas históricas tomadas en el análisis de crecimiento por los segmentos de tiendas Online, tiendas físicas, servicios a terceros, servicios de suscripción, AWS y otros. Analizamos las tasas de crecimiento real del mercado de EEUU y tasa de crecimiento del Mercado Mundial resultando un 26%. En adición consideramos los estudios realizado por revista Forbes pronosticando una tasa de crecimiento de 33%. Dado las cercanías de las tasas de crecimiento y siendo conservador proyectamos una tasa de crecimiento anual en promedio un 33%.

Los ingresos proyectados del 2018 al 2022 serán lo siguiente:

Segmento	Ventas - % de Crecimiento Estimado				
	2018E ⁵	2019E	2020E	2021E	2022E
Online Stores	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
Physical Stores	214.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Retail Third-Party Seller Services	39.1%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
Retail Subscription Services	56.3%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
AWS	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
Other	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
Variación Anual	34.2%	29.5%	31.3%	33.2%	35.1%

Tabla N°11: Proyección de ingresos

4.2. Proyección de los costos operacionales

Para el periodo comprendido entre los años 2014 y 2018, los costos operacionales se comportaron de la siguiente forma:

Costos de ventas (COGS): En promedio han representado el 64.9% de las ventas, con un cierre al 30 de junio de 2018 de 59%. Debido a que su comportamiento ha oscilado considerablemente y para una mejor estimación de los COGS decidimos calcular el promedio de los COGS otorgando con un mayor ponderación los dos últimos periodos en comparación con los periodos del 2014, 2015 y 2016 resultando un 61.6% en ventas para nuestra proyección de COGS.

Fulfillment: En promedio han representado un 13.4% de las ventas desde el año 2014 hasta el año 2018, y para el mismo periodo ha crecido en un 3%. Consideramos para una mejor estimación de Fulfillment decidimos calcular un promedio con una mayor ponderación en los dos últimos periodos resultando un 14.4% de ventas.

Marketing: Su comportamiento en promedio ha sido 5.2% de ventas desde el año 2014 al 2018 y decidimos proyectar un 5.5% de ventas.

⁵ Valor al 31/12/2018, compuesto por el resultado real al 30/06/2018 y la estimación del segundo semestre del año.

Gastos de Tecnología y contenido: Su comportamiento en promedio ha sido alrededor del 12% de las ventas desde el año 2014 hasta el año 2018. Consideramos para una mejor estimación de Gastos de Tecnología y contenido decidimos calcular un promedio con una mayor ponderación en los dos últimos periodos resultando un 12.9% de ventas.

General y administrativo: Su comportamiento en promedio ha sido del 1.9% de ventas desde el año 2014 al 2018 y decidimos proyectar un 2.0% de ventas.

Otros gastos operativos netos: Su comportamiento en promedio ha sido del 0.1% de ventas desde el año 2014 al 2018 y decidimos proyectar el mismo comportamiento 0.1% de ventas.

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de los gastos operativos proyectados:

Operating expenses USD MM	Estimación				
	2018E ⁶	2019E	2020E	2021E	2022E
Cost of sales	147,136	190,538	250,168	333,195	450,256
Fulfillment	34,492	44,667	58,646	78,109	105,552
Marketing	13,071	16,926	22,223	29,599	39,998
Technology and content	30,841	39,939	52,438	69,841	94,378
General and administrative	4,880	6,320	8,297	11,051	14,934
Other operating expense, net	311	403	530	705	953
Total operating expenses	230,731	298,792	392,302	522,501	706,071
Supuestos:					
COGS (% sales)	61.6%	61.6%	61.6%	61.6%	61.6%
Fulfillment (% Sales)	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
Marketing (% Sales)	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Technology and content (% Sales)	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
General and administrative (% Sales)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Other operating expense, net (% Sales)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Total operating expenses	96.7%	96.7%	96.7%	96.7%	96.7%

Tabla N°12: Proyección de gastos operativos

⁶ Valor al 31/12/2018, compuesto por el resultado real al 30/06/2018 y la estimación del segundo semestre del año.

4.3. Proyección del resultado no operacional

El rubro de Ingreso por Interés que se ha clasificado como recurrente, su comportamiento como % en ventas en promedio es 0.07%, desde el año 2014 hasta el año 2018. Se proyecta como porcentaje de ventas del 0.08 % hasta el año 2022.

Los gastos financieros se han incrementado al cierre del último periodo auditado de USD 484 MM a USD 848MM (77%) del año 2016 al 2017 como consecuencia al aumento de la deuda de los Bonos Corporativos que creció en un 125%. Se proyecta como % en ventas del 0.05% desde el año 2018 hasta el 2022 para mantener los supuestos del WACC.

Los Otros Ingresos o Egresos netos, han oscilado considerablemente y debido a que su magnitud con respecto a las ventas no es significativa hemos considerado proyectarlo constante desde el último periodo auditado siendo USD 346MM.

La proyección del estado de resultados no operacional se resume en la siguiente tabla:

Resultado No Operacional USD MM	Estimación				
	2018E ⁷	2019E	2020E	2021E	2022E
Interest income	191	247	325	432	584
Interest expense	(1,194)	(1,546)	(2,029)	(2,703)	(3,652)
Other income (expense), net	346	346	346	346	346

Tabla N°13: Proyección del estado de resultados no operacional

^{7&9} Valor al 31/12/2018, compuesto por el resultado real al 30/06/2018 y la estimación del segundo semestre del año.

4.4. Proyección del estado de resultados

En función a toda la información y supuestos planteados hasta el momento, el estado de resultados proyectado para el periodo 2018 – 2022 sigue la siguiente estructura:

Estado de Resultados USD MM	Estimación				
	2018E ⁸	2019E	2020E	2021E	2022E
Net product sales	152,109	181,988	218,669	264,119	321,044
Net service sales	86,605	127,142	187,206	276,460	409,455
Total net sales	238,714	309,130	405,875	540,578	730,499
Operating expenses:					
Cost of sales	147,136	190,538	250,168	333,195	450,256
Fulfillment	34,492	44,667	58,646	78,109	105,552
Marketing	13,071	16,926	22,223	29,599	39,998
Technology and content	30,841	39,939	52,438	69,841	94,378
General and administrative	4,880	6,320	8,297	11,051	14,934
Other operating expense, net	311	403	530	705	953
Total operating expenses	230,731	298,792	392,302	522,501	706,071
Operating income	7,983	10,338	13,573	18,077	24,428
Interest income	191	247	325	432	584
Interest expense	(1,194)	(1,546)	(2,029)	(2,703)	(3,652)
Other income (expense), net	346	346	346	346	346
Total non-operating income (expense)	(657)	(952)	(1,359)	(1,924)	(2,722)
Income before income taxes	7,326	9,385	12,214	16,153	21,706
Provision for income taxes	(1,465)	(1,877)	(2,748)	(3,634)	(4,884)
Net income	5,861	7,508	9,466	12,519	16,822

Tabla N°14: Proyección del estado de resultados

Valor al 31/12/2018, compuesto por el resultado real al 30/06/2018 y la estimación del segundo semestre del año.

Resumen de los supuestos utilizados

SUPUESTOS	2018E ⁹	2019E	2020E	2021E	2022E
Sales (% growth)	34.2%	29.5%	31.3%	33.2%	35.1%
COGS (% sales)	61.6%	61.6%	61.6%	61.6%	61.6%
Fulfillment (% Sales)	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
Marketing (% Sales)	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Technology and content (% Sales)	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
General and administrative (% Sales)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Other operating expense, net (% Sales)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Tax Rate	20.0%	20.0%	22.5%	22.5%	22.5%

Tabla N°15: Supuestos - Proyección del estado de resultados

⁹ Valor al 31/12/2018, compuesto por el resultado real al 30/06/2018 y la estimación del segundo semestre del año.

5. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

5.1. Ajuste del estado de resultados

En función a todos los análisis realizados hasta el momento, así como de la información relevante de la industria, se deben llevar a cabo los ajustes necesarios en el estado de resultados obteniendo las proyecciones para el periodo 2018 – 2022:

Flujo de Caja Bruta (valores en \$ MM)	PERIODOS				
	2018E ¹⁰	2019E	2020E	2021E	2022E
Net income	5,861	7,508	9,466	12,519	16,822
Ajustes					
(+) Depreciación de Activo Fijo	7,022	18,548	24,352	32,435	43,830
(-) Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	(258)	(277)	(268)	(268)	(268)
(-) Ingresos financieros (después de Impuestos)	(52)	(198)	(252)	(335)	(453)
(+) Stock-Based Compensation	3,049	7,380	9,690	12,906	17,440
(+) Costos financieros (después de Impuestos)	955	1,237	1,573	2,095	2,831
= FLUJO DE CAJA BRUTO	12,414	34,198	44,561	59,351	80,202

Tabla N°16: Flujo de caja bruto

5.2. Depreciación de activos e intangibles

En la siguiente tabla se muestra el detalle de depreciación y amortización como porcentajes sobre los ingresos por ventas para el periodo entre 2014 y 2018E, destacando que, en promedio, representan un 5.7% de las ventas para el mismo periodo; con esta información se proyectó un 6% como porcentaje en ventas proyectado al cierre del 2018 hasta el año 2022 para nuestra valoración.

Edo. de Resultados	PERIODOS								
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E ¹¹	2019E	2020E	2021E	2022E
Depreciación y Amortización	5.3%	5.9%	6.0%	6.5%	2.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%

Tabla N°17: % de depreciación y amortización

¹⁰ & ¹³ Corresponde al valor estimado para el segundo semestre del año 2018.

Análisis Histórico y Proyectado (en millones de \$)	PERIODOS								
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E ¹²	2019E	2020E	2021E	2022E
Depreciation of Property and Equipment	4,746	6,281	8,116	11,478	14,323	18,548	24,352	32,435	43,830

Tabla N°18: Depreciación y amortización de propiedades y equipos

5.3. Nuevas inversiones y reposición en base a CAPEX

Al cierre del 2017 el volumen de inversión relacionado a Propiedades, Planta y Equipos ascendió a 68.5 MM y como porcentaje de venta en promedio entre el año 2014 al 2017 representó un 22%, siendo los activos más importantes aquellos relacionados a el hardware y uso de software.

Análisis Histórico (en millones de \$)	2014A	2015A	2016A	2017A
Land and buildings	7,150	9,770	13,998	23,718
Equipment and internal-use software	14,213	18,417	25,989	38,387
Other corporate assets	304	334	649	2,390
Construction in progress	1,063	1,532	1,805	4,078
Gross property and equipment	22,730	30,053	42,441	68,573
Total accumulated depreciation	5,763	8,215	13,327	19,707
Total property and equipment, net	16,967	21,838	29,114	48,866
Proyección de PPYE				
PPYE (% ventas)	19%	20%	21%	27%
Promedio 2014-2017	22%			

Tabla N°19: Detalle de inversiones y reposiciones

Esta información permitió inferir que las nuevas inversiones destinadas al rubro “Propiedad Planta y Equipo” son de aproximadamente el 22% de las ventas, valor que se utilizó a partir del año 2018E. En relación con la inversión de reposición, analizamos a fondo toda la información disponible, concluyendo que este tipo de inversiones destinadas al mantenimiento por desgastes de sus activos, son incluidas dentro del CAPEX proyectado del rubro “Propiedad Planta y Equipo”.

CAPEX Proyectado (en millones de \$)	PERIODOS				
	2018E ¹³	2019E	2020E	2021E	2022E
Propiedades y Equipos	10,794	13,179,	16,090	19,644	23,983

Tabla N°20: Detalle de Propiedades y equipo

¹²Valor estimado para el segundo semestre del año 2018.

¹³Este Valor incluye el primer semestre del año 2018 que fue US\$6,341MM.

5.4. Estimación del exceso o déficit en capital de trabajo

Para determinar el si la empresa está bajo un escenario de exceso o déficit en su capital de trabajo, debemos comparar el promedio de las razones anteriormente obtenidas con el momento actual de la empresa, esto se obtiene analizando la diferencia CTON a junio 2018 – CTON proyectado a diciembre 2018.

Para obtener la estimación del CTON a diciembre de 2018, primero se debe obtener el promedio de los RCTON correspondientes a los años 2014, 2015, 2016 y 2017:

Cálculo de CTON	2014A	2015A	2016A	2017A
Marketable securities	2,859	3,918	6,647	10,464
Inventories	8,299	10,243	11,461	16,047
Accounts receivable, net and other	5,612	6,423	8,339	13,164
Accounts payable	16,459	20,397	25,309	34,616
Accrued expenses and other	9,807	10,384	13,739	18,170
Unearned revenue	1,823	3,118	4,768	5,097
CTON	11,319	13,315	17,369	18,208
Ingresos	88,988	107,006	135,987	177,866
RCTON % Ventas	12.72%	12.44%	12.77%	10.24%
RCTON (en días de ventas)	46	45	47	37

Tabla N°21: Cálculo de CTON

Para el periodo bajo estudio, el promedio del capital de trabajo operativo neto obtenido como porcentaje de las ventas (RCTON) es de 12.04% con lo cual se alcanza en promedio unos 44 días de ventas. Para obtener el requerimiento de CTON al 30/06/2018, se debe multiplicar el factor obtenido por los ingresos proyectos al mismo periodo; lo que es igual a:

$$\text{CTON a junio 2018} = 12.04\% * \$238,714 \text{ M} = \$28,749 \text{ M}$$

Con todos los datos obtenidos, podemos estimar el déficit o exceso en el capital de trabajo:

Montos en millones de dólares (\$)	
Promedio RCTON	12.04%
RCTON (en días de ventas)	44
Valor actual CTON (30/06/2018)	16,143
Requerimiento de CTON estimado 2018E	28,749
Déficit de Capital de trabajo	(12,606)

Tabla N°22: Exceso o déficit en capital de trabajo

En función a los valores obtenidos, se evidencia que Amazon.com, Inc. tiene un déficit en su capital de trabajo que asciende a los \$12,606 MM, debido a que el valor actual del CTON es inferior al proyectado al 30/06/2018.

Luego, para calcular la inversión de capital de trabajo proyectado determinamos el delta de venta ($Ventas_{t+1} - Ventas_t$):

Delta Venta	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
(Ventas _{t+1})	309,130	405,875	540,578	730,499	0
(Ventas _t)	238,714	309,130	405,875	540,578	0
Delta	70,415	96,745	134,703	189,921	0

Luego de determinar el delta de venta ($Ventas_{t+1} - Ventas_t$) lo multiplicamos con el promedio de RCTON de 12.04% para estimar el cálculo de capital de trabajo proyectado.

Cálculo de Capital de trabajo	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
(Ventas _t - Ventas _{t+1})	70,415	96,745	134,703	189,921	0
RCTON/365	0.12	0.12	0.12	0.12	0
Inversión en Capital de trabajo	8,480	11,651	16,222	22,872	0

Debido a que se tiene un déficit en el capital de trabajo, si no cambian las ventas en el periodo T+1, no habrá inversión en capital de trabajo para el periodo T. Esta es la razón principal por la que en el periodo 2022E la inversión en capital de trabajo es igual a cero.

5.5. Activos prescindibles

El detalle de todos los activos considerados como prescindibles al 30/06/2018 se muestran en la tabla siguiente, estos fueron identificados luego del análisis de los estados financieros bajo la premisa de que no están directamente relacionados con la operativa de Amazon.com, Inc.

Balance general (US\$ MM)	2014	2015	2016	2017	30/06/2018
ASSETS					
Current assets:					
Cash and cash equivalents	14,557	15,890	19,334	20,522	19,823
Total current assets	14,557	15,890	19,334	20,522	19,823
Goodwill	3,319	3,759	3,784	13,350	13,944
Other assets	2,892	3,373	4,723	8,897	10,907
Total assets	20,768	23,022	27,841	42,769	44,674

Tabla N°23: Detalle de activos prescindibles

5.6. Deuda financiera de *Amazon.com Inc.* al 30 de junio de 2018

La deuda financiera de Amazon.com, Inc. al 30/06/2018 según lo que se determinó en la estructura de capital objetivo, asciende a los \$48,304 MM.

6. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

En base a todos los resultados anteriores, es posible estimar la valoración económica tanto de la empresa como del precio de la acción bajo el método de flujo de caja descontado; en el proceso también se obtiene el flujo de caja libre proyectado:

Flujo de Caja Libre (en millones de \$)	PERIODOS					2023 [∞]
	2018E ¹⁴	2019E	2020E	2021E	2022E	
= FLUJO DE CAJA BRUTO	12,414	34,198	44,561	59,351	80,202	80,202
Inversión en capital físico	(4,453)	(13,179)	(16,090)	(19,644)	(23,983)	-
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	8,480	11,651	16,222	22,872	-	-
= FLUJO DE CAJA LIBRE	16,441	32,671	44,694	62,579	56,219	80,202
+Valor Terminal	0	0	0	0	918,773	
= FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	16,441	32,671	44,694	62,579	974,992	

Tabla N°24: Proyección de flujo de caja libre

VAN (\$ MM)	763,909
--------------------	----------------

7. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

En función a los supuestos utilizados hasta este momento, y bajo el método de valoración mencionado, podemos el valor económico de Amazon.com, Inc. a valor presente asciende a los \$763,909 MM.

Con este valor estimaremos el precio de la acción:

¹⁴ Valor estimado para el segundo semestre del año 2018.

Valores en \$ MM	
Valor Presente Activos Operacionales	763,909
(+) Activos Prescindibles	44,674
(+/-) Exceso / Déficit de CdeT	(12,606)
= Valor Total de la Empresa o Activos	795,978
(-) Deuda Financiera	(48,304)
= Patrimonio Económico	747,674
Número de acciones en circulación	486
Precio unitario de la acción	1,538.42

Tabla N°25: Valoración económica FCD de Amzon.com Inc.

Finalmente se obtiene que el valor de la acción de Amazon.com, Inc. para el 30/06/2018 es igual a \$1,538.42 utilizando una tasa de costo de capital igual a 8.73%. Para el mismo periodo, el valor de mercado de la acción era igual a \$1,699.8 (10.49% superior) y bajo este escenario la decisión correcta debería estar orientada a mantener la acción.

8. CONCLUSIONES

El comercio electrónico en la actualidad representa la innovación en cualquier sector de retail, podemos ver fácilmente como cada vez más las empresas buscan comercializar sus productos mediante plataformas tecnológicas y si bien estas no representan competencia alguna para Amazon.com Inc.; este proceso de culturización hacia plataforma digitales, el ahorro de tiempo y reducción de costos se traducirán en que mayor cantidad de personas entren cada a esta dinámica y se conviertan en consumidores permanentes; de igual forma, la evolución de los equipos móviles inteligentes permitirán que sea más accesible el comercio electrónico.

En función al escenario descrito anteriormente, es consistente el resultado obtenido teniendo en cuenta que Amazon.com.Inc es referente de la industria, y su valoración accionaria lo debe representar. Desde el punto de vista de la valoración, podemos concluir que el precio estimado está por debajo del precio de mercado al 30/06/2018 en el métodos utilizado, lo que se puede interpretar como que el precio de la acción está sobrevalorado en un 10.49% si tomamos como referencia los valores obtenidos bajo el método FCD; sin embargo y en función al escenario actual del comercio electrónico, recomendamos mantener las acciones que se tengan de la empresa e incluso, crear portafolios accionarios que las contengan.

9. BIBLIOGRAFIA

- Carlos Maqueira V. "Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica". Tercera edición, editorial Andrés Bello, 2010.
- Fernández, Pablo. "Métodos de Valoración de Empresas", Documento de Investigación (2008), IESE Universidad de Navarra.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002).
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) - www.sec.gov
- www.statista.com – Portal dedicado a la investigación, análisis y levantamiento de información estadística en el mundo.
- <https://finance.yahoo.com/> - Portal dedicado a proporcionar información financiera y comentarios con un enfoque en los mercados de los Estados Unidos.

10. ANEXOS

Estados financieros de Amazon.com Inc. 2014 – 30/06/2018

Balance general (US\$ MM)	2014	2015	2016	2017	6/30/2018
<u>ASSETS</u>					
Current assets:					
Cash and cash equivalents	14,557	15,890	19,334	20,522	19,823
Marketable securities	2,859	3,918	6,647	10,464	7,227
Inventories	8,299	10,243	11,461	16,047	14,824
Accounts receivable, net and other	5,612	6,423	8,339	13,164	12,607
Total current assets	31,327	36,474	45,781	60,197	54,481
Property and equipment, net	16,967	21,838	29,114	48,866	54,768
Goodwill	3,319	3,759	3,784	13,350	13,944
Other assets	2,892	3,373	4,723	8,897	10,907
Total assets	54,505	65,444	83,402	131,310	134,100
<u>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY</u>					
Current liabilities:					
Accounts payable	16,459	20,397	25,309	34,616	27,657
Accrued expenses and other	9,807	10,384	13,739	18,170	17,140
Unearned revenue	1,823	3,118	4,768	5,097	6,004
Total current liabilities	28,089	33,899	43,816	57,883	50,801
Long-term debt	8,265	8,235	7,694	24,743	24,638
Other long-term liabilities	7,410	9,926	12,607	20,975	23,666
Common stock	5	5	5	5	5
Treasury stock, at cost	-1,837	-1,837	-1,837	-1,837	-1,837
Additional paid-in capital	11,135	13,394	17,186	21,389	24,028
Accumulated other comprehensive loss	-511	-723	-985	-484	-934
Retained earnings	1,949	2,545	4,916	8,636	13,733
Total stockholders' equity	10,741	13,384	19,285	27,709	34,995
Total liabilities and stockholders' equity	54,505	65,444	83,402	131,310	134,100

Deuda Financiera (US\$ MM)	2014	2015	2016	2017	6/30/2018
(+) Long-term debt	8,265	8,235	7,694	24,743	24,638
(+) Other long-term liabilities	7,410	9,926	12,607	20,975	23,666
(=) Deuda Financiera	15,675	18,161	20,301	45,718	48,304

Patrimonio Económico (US\$ MM)	2014	2015	2016	2017	6/30/2018
Common stock, \$0.01 par value:					
Authorized shares	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Issued shares	488	494	500	507	511
Outstanding shares	465	471	477	484	486
Precio de la acción al cierre	308.52	675.89	749.87	1669.47	1699.8
(=) Patrimonio Económico de Amazon	143,462	318,344	357,688	808,023	826,103