



AMAZON ONTLEED

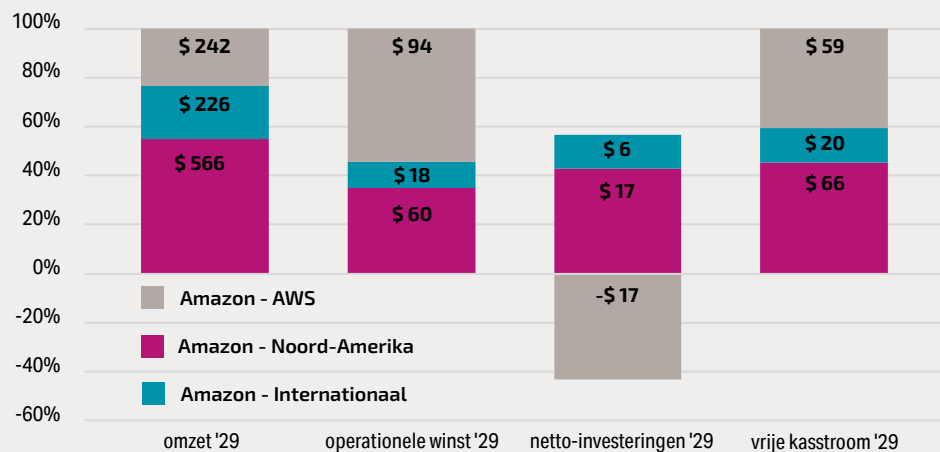
De drie bedrijfsonderdelen van Amazon hebben ieder hun eigen dynamiek op het gebied van de omzetonwikkeling, winstgevendheid en kapitaalinvesteringen.

- Zo is bij de webwinkel de omzetgroei in de grote Amerikaanse thuismarkt teruggevallen, maar zit er nog wel veel rek in de marges. Bovendien zijn de enorme kosten en investeringen die samenhangen met het opbouwen van de benodigde infrastructuur wel achter de rug.
- Bij de internationale winkellactiviteiten vindt de

(omzet)groei plaats vanaf een lagere basis dan in de VS, maar de ruimte om de winstmarge te verbeteren lijkt beperkter. Bovendien moet er geïnvesteerd worden. Door gunstig werkkapitaal bij de webwinkel liggen kasstromen zowel in de VS als internationaal hoger dan de winst (zie positieve netto-investeringen in grafiek).

- De cloudactiviteiten van AWS hebben daarentegen zowel een hoge omzetgroei als hoge marges, maar realiseren door omvangrijke kapitaalinvesteringen een beperkte kasstroom. Zo moet AWS nog lange tijd veel investeren in onder andere datacenters.

INZICHT: STERK VERSCHIL IN WAARDEDRIJVERS BIJ DE DRIE DIVISIES



Bron: analistentaxaties Bloomberg en berekeningen VEB. Bedragen in miljarden dollars. Netto-investeringen is afschrijvingen - kapitaalinvesteringen (capex) - verandering in werkkapitaal. Betreft de getaxeerde bedragen in boekjaar 2029.

ware op te laten draaien. AWS heeft volgens analisten circa 35 procent marktaandeel. Zodra klanten hun dataopslag of IT-infrastructuur hebben toevertrouwd aan Amazons cloudonderdeel, vertrekken ze niet snel naar een andere aanbieder.

Volgens analisten zal de omzet van de clouddienst dit jaar uitkomen op 128 miljard dollar. Daar zou Amazon dan een aangepaste winst van 44 miljard dollar aan over moeten houden. Amazon was *first mover* op het gebied van cloudinfrastructuur, en heeft een voorsprong op concurrenten Microsoft (Azure) en Alphabet (Google).

De omzet- en winstgroei van AWS leunt voornamelijk op het feit dat steeds meer bedrijven hun infrastructuur moderniseren en naar de cloud brengen. Maar de winst kan niet zomaar uitgekeerd worden aan aandeelhouders. De vraagexplosie dwingt Amazon bestaande capaciteit uit te breiden.

Begin 2024 kondigde Amazon nog aan, de komende vijftien jaar

150 miljard dollar in datacenters te willen investeren. Sindsdien heeft de techgigant het gaspedaal alleen maar verder ingetrapt.

Volgens analisten zal Amazon AWS in 2025 bruto 50 miljard dollar investeren in onder andere datacenters. De vrije kasstroom, het geld dat aandeelhouders daadwerkelijk kunnen verdelen, bedraagt dit jaar slechts 9 miljard dollar.

Nu is 2025 een extreem jaar als het gaat om bouwen van datacenters, maar Amazon moet fors blijven investeren. De kasstromen zullen substantieel lager uitvallen dan de winsten. Als ook voor deze divisie de analistentaxaties worden ingevoerd in het DCF-model, dan is Amazons clouddienst (AWS) zo'n 105 dollar per aandeel waard.

DE VRAAG-
EXPLOSIE
DWINGT
AMAZON
BESTAANDE
CAPACITEIT
UIT TE
BREIDEN

SLOTSOM

Wie de analistentaxaties voor de drie divisies tot en met 2029 doorrekent en vervolgens uitgaat van een perpetuele groei van 3,5 procent, ziet dat de meeste waarde in de wereldwijde onlinewinkelactiviteiten zit. Die zijn samen 146 dollar per aandeel waard. De waarde zit dus in mindere mate in clouddienst AWS (circa 105 dollar per aandeel).

Voeg bij de waarde van Amazons drie operationele divisies nog de waarde van de nettokaspositie en de waarde komt opgeteld op 2,7 biljoen dollar, omgerekend zo'n 255 dollar per aandeel. Op het moment van schrijven staat er 235 dollar op de borden.