

uit de cloud haalt mag dan hoger liggen, de harde contanten die het oplevert zijn relatief beperkt. Dat komt omdat er veel geld nodig is voor uitbreidingsinvesteringen van serverparken. Bij de webwinkel is het plaatje precies omgekeerd: de online etalage staat als een huis en heeft maar weinig investeringen nodig. Daar komt nog bij dat klanten de groei financieren. Een waarderinganalyse van de drie onderdelen van Amazon.

INSCHATTING

De waarde van Amazon berekenen wij aan de hand van een zogenoemde som-der-delen (*sum-of-the-parts*). Om een inschatting te maken van de waarde van de drie onderdelen, gebruiken we analistentaxaties voor de operationele winst, belastingen en netto-investeringen.

Aan de hand van die inputvariabelen wordt de waarde per onderdeel berekend met de contante waardemethode (DCF-methode). De verwachte netto-kasstromen (*free cash flow*, FCF) worden daarmee teruggerekend naar vandaag. Voor Amazon hanteren we een kapitaalkostenvoet (de *weighted average cost of capital*, of WACC) van 8 procent. Dat is de gemiddelde taxatie van de analisten die het aandeel volgen.

DEEL 1 NOORD-AMERIKA

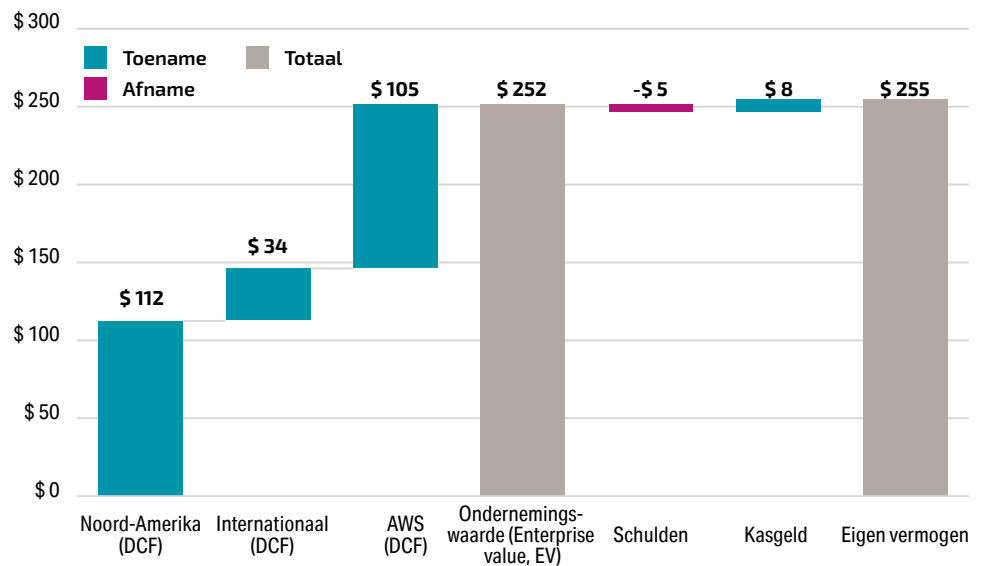
Waarde: 112 dollar per aandeel

WAARDEDRIJVER

Minder omzetgroei, maar rek in marges

De webwinkel van Amazon is een begrip. De grootste online marktplaats ter wereld heeft in de thuismarkt Noord-Amerika inmiddels supermarktketen Walmart onttroond. De omzet uit de Amerikaanse onlinewinkelactiviteiten zal dit jaar ongeveer uitkomen op 420 miljard dollar. Alhoewel de extreem hoge groeipercentages achter ons liggen, blijft de omzetgroei – dit jaar

ILLUSTRATIE: SOM-DER-DELEN AMAZON



Bron: Analistentaxaties Bloomberg en berekeningen VEB. Voor de eindwaarde is gerekend met een perpetuele groeivoet van 3,5 procent. Bedragen per aandeel.

ANALISTEN
ZIEN DE
OPERATIONELE
WINSTMARGE
IN DE
VERENIGDE
STATEN OP
DE LANGE
TERMIJN
BOVEN DE
10 PROCENT
STIJGEN

wordt 13 procent groei verwacht – indrukwekkend.

Het ritme moet erin blijven door enkele nieuwe initiatieven. Zo moet Prime uitgroeien tot een krachtig bindmiddel. Klanten krijgen daarmee voor een vaste prijs van 139 dollar per jaar gratis bezorging, toegang tot een videoplatform, de muziekdienst, een bestelsite voor maaltijden (Grubhub in de VS) en een e-bookbibliotheek. Analisten van zakenbank JPMorgan menen dat dit voor de klant een waarde vertegenwoordigt van circa 1.225 dollar. Het abonnement wordt de laatste jaren steeds verder uitgerold in andere landen.

De onlinewinkelactiviteiten leveren na jarenlange astronomische verliezen keiharde dollars op. Voor het eerst schrijven zowel de Verenigde Staten als de internationale onlinewinkel zwarte cijfers. Retail had in Amerika vorig jaar een (operationele) winstmarge van zo'n 6 procent. Dit jaar zal die volgens analisten verder toenemen naar zo'n 7 procent, wat overeenkomt met 29 miljard dollar aan verwachte operationele winst. De winstmarge moet in de Verenigde

Staten dankzij schaalgrootte de komende jaren verder verbeteren.

Externe verkopers nemen nu ongeveer de helft van de verkopen voor hun rekening. Amazon biedt zijn verkooppartners tegen betaling advertentieruimte binnen zijn eigen webwinkel of daarbuiten (zoals op videodienst Prime). De advertentie-inkomsten groeien sterk (zo'n 20 procent per jaar) en zijn bovendien zeer lucratief. Hoewel exacte cijfers ontbreken, schat zakenbank Goldman Sachs de operationele winstmarge bij advertenties op zo'n 40 procent. Dat is vergelijkbaar met advertentiegrootmacht Meta.

Analisten op Wall Street zien de operationele winstmarge in de Verenigde Staten op de lange termijn daarom zelfs boven de 10 procent stijgen. Ondertussen zijn de enorme kosten die samenhangen met het opbouwen van de benodigde infrastructuur inmiddels wel gemaakt.

Ook het werkkapitaal is een prettige financieringsbron. Amazon laat klanten vaak vooraf betalen, terwijl het zelf z'n leveranciers veel later betaalt. In de tussentijd kan