

het dat geld gebruiken voor investeringen in bijvoorbeeld distributiecentra. Lage investeringen en een negatief werkkapitaal zorgen ervoor dat de vrije kasstroom van de Amerikaanse retaildivisie hoger ligt dan de winst. Het is met recht een cashmachine. Een aangepaste operationele winst (na belasting) van zo'n 24 miljard dollar vertaalt zich dit jaar in een vrije kasstroom van circa 33 miljard dollar. De waarde van Amazons Noord-Amerikaanse retail-activiteiten schatten we uiteindelijk in op zo'n 112 dollar per aandeel (zie tabel).

DEEL 2 INTERNATIONALE ACTIVITEITEN:

Waarde: 34 dollar per aandeel

WAARDEDRIJVER

Meer groei vanaf een lagere basis, maar beperktere ruimte om de winstmarge te verbeteren en meer investeringen nodig

The everything store heeft in de afgelopen decennia ook buiten de Verenigde Staten voet aan de grond gekregen. Zo is Amazon actief in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Japan (gezamenlijk 55 procent van de divisieomzet).

Tegelijkertijd is de internationale divisie een stuk kleiner dan Noord-Amerika. Dit jaar zien analisten de omzet groeien naar bijna 160 miljard dollar, tegenover 420 miljard dollar in Amerika. De groei ligt internationaal wel iets hoger dan in de VS, mede omdat het vanaf een lage basis makkelijker groeien is.

Een belangrijke aanjager van de omzetgroei is een stijging van het aantal Prime-abonnees, dat in Europese landen nog altijd lager ligt dan in de VS. Tegelijkertijd moet Amazon in sommige markten juist opboksen tegen gevestigde lokale spelers, wat een rem op de omzet zet.

Ook de internationale winstmarges liggen lager dan in de VS – 3,9 procent tegenover 6 procent – wat weer samenhangt met de be-

perktere schaal. Door hogere omzetten, efficiëntere logistiek en steeds meer inkomsten uit advertenties op het platform, moet de winstmarge klimmen naar circa 8 procent in 2029. Op de langere termijn moet het mogelijk zijn om internationaal eenzelfde winstmarge te realiseren als in Noord-Amerika, zo is de overtuiging van ceo Andy Jassy. Overigens kan het in sommige regio's waar Amazon operaties uitbouwt, vooral in opkomende landen als India, nog jaren duren voordat überhaupt *break-even* wordt gedraaid.

Hoge investeringen in distributiecapaciteit drukken bovendien de vrije kasstroom. Net als de Amerikaanse retaildivisie profiteert de internationale tak wel van een negatief werkkapitaal, waardoor de kasstroom bij aanhoudende groei boven de winst zal liggen.

Als we de taxaties invoeren in het DCF-model, dan zijn Amazons internationale activiteiten zo'n 34 dollar per aandeel waard (zie tabel).

MET AMAZON
WEB SERVICES
(AWS) IS HET
BEDRIJF OOK
WERELD-
MARKTLEIDER
OP HET GEBIED
VAN CLOUD-
DIENSTEN

Opvallend is dat analisten vooralsnog voorzichtiger zijn dan het Amazon-bestuur ten aanzien van de winstmarge.

DEEL 3 CLOUDDIENSTEN

Waarde: 105 dollar per aandeel

WAARDEDRIJVER

Hoge omzetgroei én marges, beperkte kasstroom

De heersende doctrine is dat bedrijven dicht bij hun eigen competenties moeten blijven. Uitbreiden naar bedrijfsvreemde activiteiten of het buitenland zorgt vaak voor teleurstellingen. Vooralsnog bewijst Amazon het tegendeel. Met Amazon Web Services (AWS) is het bedrijf ook wereldmarktleider op het gebied van clouddiensten.

Amazon bouwt grote datacenters waar bedrijven vervolgens capaciteit kunnen huren voor de opslag van data en om bedrijfssoft-

