



Bolero

TOPIC: Amazon.com

amazon.com
and you're done.™

Amazon.com

One shop to rule them all...

De analisten van KBC Asset Management starten de opvolging van Amazon.com, 's werelds grootste e-commerce speler en aanbieder van cloud computing. Vooral dat laatste element speelt volgens KBC Asset Management in de kaarten van de Amerikaanse groep, samen met het stijgend belang van e-commerce, nieuwe productcategorieën en internationalisering. Cloud computing is een structureel snelgroeiende markt. KBC Asset Management verwacht gradueel stijgende groeps marges, die een significante winstgroei met zich mee zullen brengen.

Naar aanleiding van deze nota van KBC Asset Management haalden we analist Kris Verheyen voor de camera. We gaven hem de gelegenheid zijn koersdoel en advies nader toe te lichten.

Amazon.com in de schijnwerpers bij KBC Asset Management

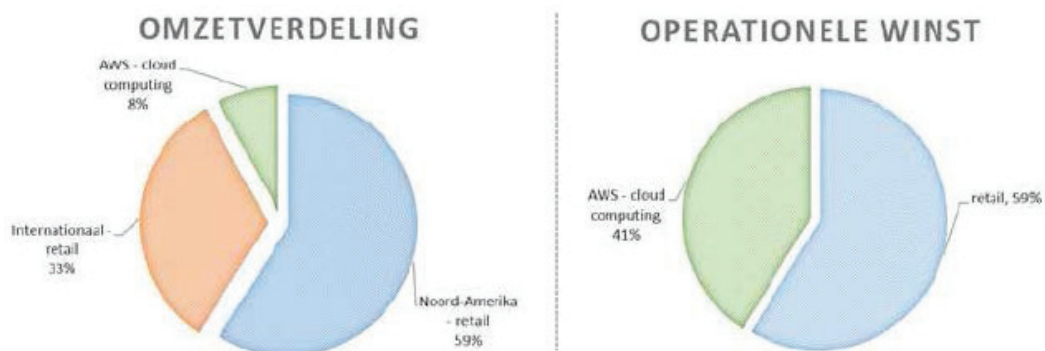


De collega's van KBC Asset management zijn de opvolging van Amazon.com begonnen. Hieronder delen we graag hun nota.

One shop to rule them all...

Het bedrijf behoeft misschien niet veel introductie. Met een jaarmzet van 113 miljard USD (over de laatste 12 maanden gemeten) is Amazon uitgegroeid tot 's werelds grootste internetwinkel. Amazon is actief in de VS, maar baat ook websites uit in Canada, het VK, Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje, Japan, China, Mexico, India, Brazilië en Australië. In de VS heeft Amazon een marktaandeel van meer dan 40% binnen het e-commerce segment.

Maar toch, Amazon is meer dan een pure internetwinkel. Een eerder onbekend facet van Amazon is dat het bedrijf is uitgegroeid tot 's werelds grootste aanbieder van 'cloud computing', zeg maar het ter beschikking stellen van computer hard- en software voor externe partijen. Op nog geen 10 jaar tijd is cloud computing met Amazon Web Services (AWS) uitgegroeid tot een belangrijke winstmotor binnen de groep. Over 2015 stond AWS in voor slechts 8% van de groepsomzet, maar voor maar liefst 41% van de operationele groepwinst! Maar daarover later meer.



Hoe vergaart Amazon inkomsten? Zoals reeds aangehaald, via twee divisies: de ecommerce activiteiten via de klassieke Amazon website, en de cloud computing activiteiten via AmazonWeb Services.

Amazon, de website

Kijken we eerst naar de klassieke kleinhandelsactiviteiten, in essentie de origine van het bedrijf en nog steeds goed voor meer dan 90% van de omzet. Doorheen de jaren is het verkoopmodel van Amazon in belangrijke mate geëvolueerd.

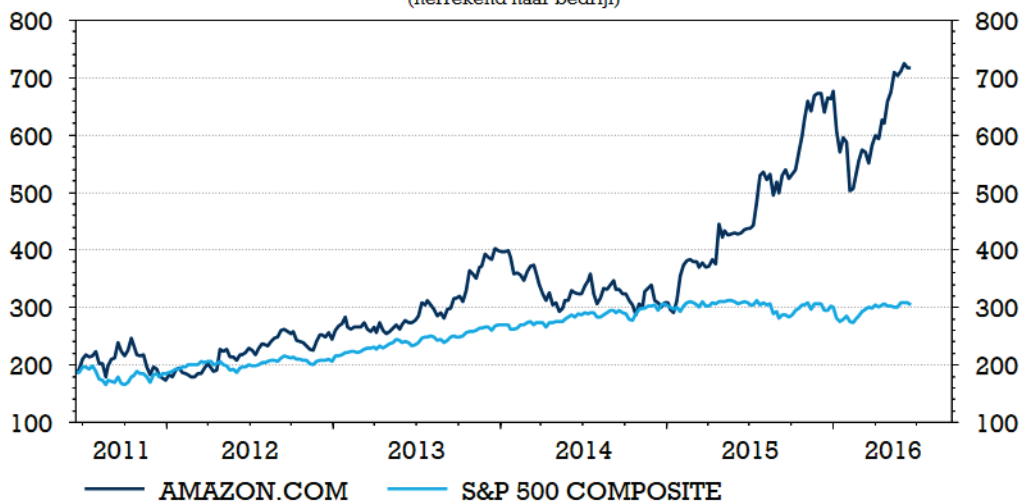
Initieel verkocht Amazon de producten door die het zelf inkocht, uiteraard mits inachtnaam van een bepaald winstmarge. Eens aangekocht, lag het voorraadrisico, maar ook de prijsbepaling en de modaliteiten rond verzending van die producten bij Amazon.

De verkoper verkoopt dan typisch aan groothandelsprijzen aan Amazon. Dat bedrijfsmodel is danig geëvolueerd. Amazon koopt haar voorraden vaak niet meer aan bij derde partijen, maar biedt diezelfde derde partijen de mogelijkheid hun producten aan te bieden via de website van Amazon. Op die manier blijft de controle over prijszetting bij die derde partij, en die ligt logischerwijs hoger dan wanneer men verkoopt aan Amazon zelf. Wat de logistieke kant betreft, zijn er twee opties :

- ofwel behoudt de verkoper de controle over de logistieke kant (verpakking en verzending),
- ofwel doet de verkoper beroep op de logistiek van Amazon, wat heet 'Fulfillment by Amazon'. Daarbij zal Amazon de voorraad van die derde partij opslaan in één van haar talloze warenhuizen en, indien een product verkocht wordt, verpakken en verzenden via haar eigen infrastructuur.

Is Amazon.com nu al incontournable?

(herrekend naar bedrijf)



Source: Thomson Reuters Datastream

Het voordeel daarbij is dat derde partijen er op die manier (in theorie uiteraard) meteen 305 miljoen potentiële klanten bijhebben, het aantal unieke bezoekers per maand aan één van Amazon's websites. Uiteraard verdient Amazon hier iets aan. Hoeveel hangt voornamelijk af van de aard van de producten. Voor de meeste producten ligt die vergoeding voor Amazon op 15% van de verkoopprijs. Indien een verkoper beroep doet op extra diensten (zoals de 'Fulfillment by Amazon' formule) komen daar nog andere kosten bij (voor opslag en verzending).

Reeds iets meer dan de helft van de verkopen op Amazon gebeurt door derde partijen. Ongeveer de helft daarvan (dus een kwart van Amazon's verkopen) verloopt via het 'Fulfillment by Amazon' programma.

Geschat wordt dat Amazon een hogere marge verdient op de producten die op deze manier worden verkocht, dan op de verkoop van eigen producten. Die opsplitsing wordt evenwel niet gemaakt door het bedrijf.

In 2015 realiseerde Amazon een operationele marge van 4,3% in de Noord-Amerikaanse retailactiviteiten. De internationale activiteiten, waarin nog fors wordt geïnvesteerd, waren nog steeds verlieslatend (marge van -0,3% in 2015).

De winstgevendheid van Amazon's klassieke verkoopactiviteiten is notoir onvoorspelbaar geweest de afgelopen jaren. Winstgevendheid heeft tot nu toe bijna altijd voorrang moeten verlenen aan groei.

Winst en verliesrekening								
	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018
Omzet	48,077	61,093	74,452	88,988	107,006	134,060	162,218	194,615
Jaarlijkse groei	40.6%	27.1%	21.9%	19.5%	20.2%	25.3%	21.0%	20.0%
Operationele winst (EBITDA)	1,945.0	2,994.0	4,112.0	4,486.0	7,988.0	15,327.8	20,167.0	27,369.6
Jaarlijkse groei	-5.7%	53.9%	37.3%	9.1%	78.1%	91.9%	31.6%	35.7%
marge	4.0%	4.9%	5.5%	5.0%	7.5%	11.4%	12.4%	14.1%
Netto resultaat	631	-39	274	-241	596	2,709	4,987	8,235
Jaarlijkse groei	-45.2%	-106.2%	-802.6%	-188.0%	-347.3%	354.5%	84.1%	65.1%
marge	1.3%	-0.1%	0.4%	-0.3%	0.6%	2.0%	3.1%	4.2%

Balans								
	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018
Activa	25,278	32,555	41,397	56,340	67,705	78,407	94,000	116,860
Waarvan vlottende activa	9,576	11,448	12,447	17,416	19,808	-	-	-
Totale passiva	25,278	32,555	41,397	56,340	67,705	78,407	94,000	116,860
Waarvan korte termijn schuld	524	1,135	1,736	3,600	3,364	-	-	-
Waarvan termijn schuld	1,415	3,830	5,181	12,489	14,183	-	-	-

Winstgevendheid								
	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018
Rendement op activa	2.86%	-0.13%	0.74%	-0.49%	0.96%	5.31%	3.45%	7.05%
Rendement op eigen vermogen	8.63%	-0.49%	3.05%	-2.35%	4.46%	14.66%	17.53%	20.63%
Winst per aandeel	1.90	0.08	0.28	-0.47	0.69	5.55	9.98	16.39

Bron: Factset

En dat is ook aardig gelukt. De afgelopen 10 jaar heeft Amazon een jaarlijkse omzetgroei geboekt van gemiddeld 29%. Dit door een niet aflatende investeringscyclus in distributiecentra en logistiek, teneinde het product zo snel mogelijk bij de eindklant te krijgen. Naast prijs en assortiment een belangrijke derde pijler voor het succes van elke internetdistributeur.

Amazon heeft de laatste jaren ook bijzonder sterk geïnvesteerd in digitale producten (ereaders, tablets, gsm's), niet altijd met evenveel succes, maar met als doel de klant steeds meer aan zich te binden. Simultane investeringen in media (muziek, film) en de introductie van de 'Prime' abonnementsformule (waarbij de klant mits betaling van een jaarlijks bedrag een aantal diensten krijgt aangeboden, waaronder gratis verzending en gratis streaming van televisie en muziek) zijn er allemaal op gericht de klant veelvuldig naar de site terug te sturen.

Voor de Prime abonnementsformule kende een geweldig succes de afgelopen kwartalen. Geschat wordt dat nu ca. 70 miljoen klanten deze formule gebruiken, maar aangezien Amazon 305 miljoen klanten heeft is er nog een ruime weg te gaan. In de VS rekent Amazon 99 USD aan per jaar, en geschat wordt dat in minder dan 50% van de abonnementen deze som de gratis verzendingskosten dekt. M.a.w. de gratis verzending kost Amazon meer dan wat ze met die abonnementsformule aanreken, maar dat wordt goedge maakt door het feit dat een typische Prime klant ook meer spendeert dan een doorsnee klant.

We denken dat de groeimogelijkheden voor Amazon legio zijn. Ten eerste groeit het marktaandeel van e-commerce nog steeds: Amazon mag dan wel 40% van de Amerikaanse e-commerce markt in handen hebben, e-commerce is op zich nog maar goed voor 7% van alle kleinhandelsverkoppen in de VS. Ten tweede wordt slechts 35% van de verkopen binnen het klassieke distributiesegment internationaal gerealiseerd. Tenslotte kan Amazon haar aanbod nog uitbreiden naar nieuwe domeinen.

Nieuwe productcategorieën waarin Amazon wil groeien zijn onder meer kleding en voeding. Die zijn nu relatief ondervertegenwoordigd.

De website van Amazon leent zich op dit moment nog niet voor het 'aangenaam' doorzoeken van de verschillende kledingcollecties, waarin gespecialiseerde kledingsites wel slagen. Amazon is echter wel ambitieus op dit vlak. Toch zal het de kledingmerken mee op de kar moeten krijgen. Die houden de boot voorlopig vaak liever af omdat ze bang zijn dat hun merk zal lijden onder het prijsbrekersimago van Amazon. Amazon heeft die boodschap echter begrepen en is in de praktijk geen prijsbreker in deze categorie.

Voedingsdistributie ('Amazon Fresh') wordt eveneens stelselmatig uitgerold. Hierbij opereert Amazon wel altijd in de buurt van grote steden omwille van de logistieke complexiteit. Voorlopig zijn die activiteiten beperkt tot 6 grote steden in de VS en, meer recent, Londen.

Nog een potentiële groeipoot die tot nu toe van beleggers weinig aandacht genoot, is Amazon Business, de business-to-business (B2B) activiteiten waarbij Amazon fungeert als verkoopkanaal naar niet-particuliere eindklanten als bedrijven, scholen, ngo's, enz... Deze activiteit zit nog in de beginfase (1 miljard USD omzet afgelopen jaar) en vereist ook een iets specifiekere klantenbenadering, maar groeit snel. De markt voor B2B e-commerce in de VS is volgens schattingen twee keer zo groot als die voor particuliere e-commerce. De marges binnen dit segment zijn niet hoog, maar niet lager dan wat Amazon nu verdient in haar particuliere e-commerce activiteiten.

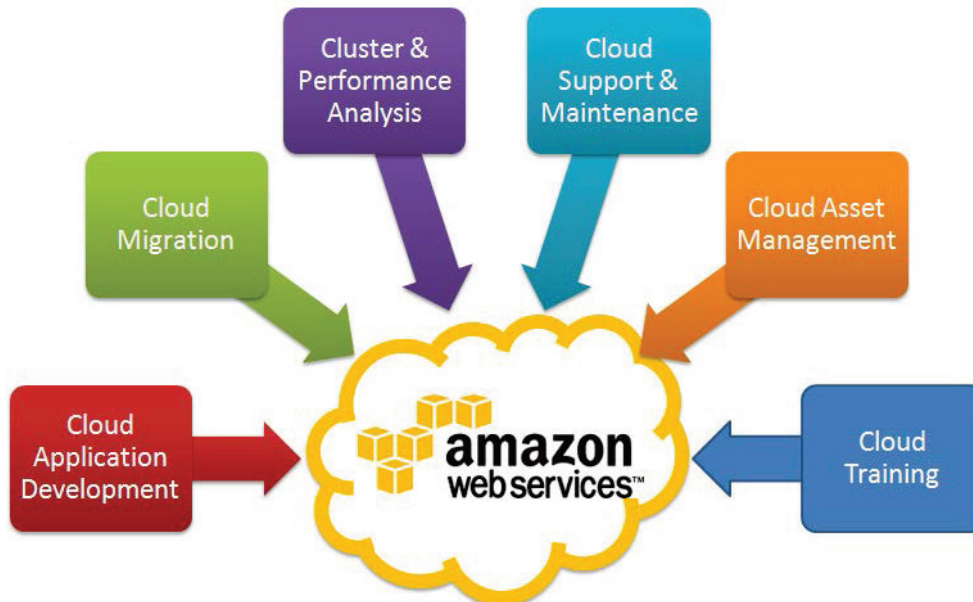
Amazon, de aanbieder van cloud computing

Amazon is niet alleen dominant als internetverkoper, de afgelopen 10 jaar is het bedrijf ook uitgegroeid tot de grootste aanbieder van cloud computing ter wereld. Toen Amazon in 2006 merkte dat het maar een fractie gebruikte van haar grote, wereldwijde, computercapaciteit begon het die overtollige capaciteit te verhuren binnen een nieuwe entiteit, AmazonWeb Services.

Maar wat is cloud computing? Cloud computing betekent dat een gebruiker niet langer gebruik maakt van eigen hardware (i.h.b. servers) en software, maar deze eigenlijk huurt bij een aanbieder van cloud computing. De toegang tot die hardware en software verloopt via het internet, en de gebruiker merkt doorgaans niet dat hij/zij geen eigen hardware en software gebruikt. Een mooi voorbeeld daarvan is b.v. de Google Documents dienst, waar gebruikers met software die in de browser runt bestanden kunnen aanmaken en die tegelijkertijd opslaan 'in the cloud', ergens op één van de servers van Google.

Aanbieders van cloud computing zijn dus dienstverleners die in ruil voor abonnementsgelden betrouwbare opslag- en reken capaciteit en/of software aanbieden. Het voordeel van cloud computing is dat de klant vlug extra capaciteit bij kan 'huren' indien nodig en dus niet zelf eerst een gigantisch computersysteem moet installeren dat misschien nooit volledig zal worden gebruikt.

De belangrijkste types van cloud computing zijn IaaS ('Infrastructure as a Service'), wat voornamelijk het gebruik van hardware omvat. Bij SaaS ('Software as a Service') gebruikt de klant de software van de cloud computing aanbieder. Die software op zich kan wel bij een derde partij zijn gekocht.



De cloud diensten, en niet enkel die van Amazon, groeien als kool. In 2012 bedroeg de jaaromzet van AWS ca. 1,8 miljard USD, in 2015 was dit reeds verviervoudigd tot 8 miljard USD. De laatste kwartalen lag de groei telkens rond 70%. De groei ervan gaat o.m. ten koste van klassieke leveranciers van hardware (servers en opslag) aan ondernemingen, bedrijven als IBM, EMC, HP, enz... Het marktaandeel van AWS binnen cloud computing bedraagt nu ongeveer 53%. Microsoft is een verre tweede met ca. 12%.

Het groeipad van deze cloud diensten is hobbelig (onder meer door een prijzenslag in 2014), maar er leidt geen twijfel over dat de relevantie ervan naar de toekomst toe gaat toenemen: steeds meer en meer bedrijven verlaten het klassieke client/server model ten voordele van het client/cloud model, omdat een switch nu eenmaal een goedkopere en meer flexibele IT oplossing vormt.

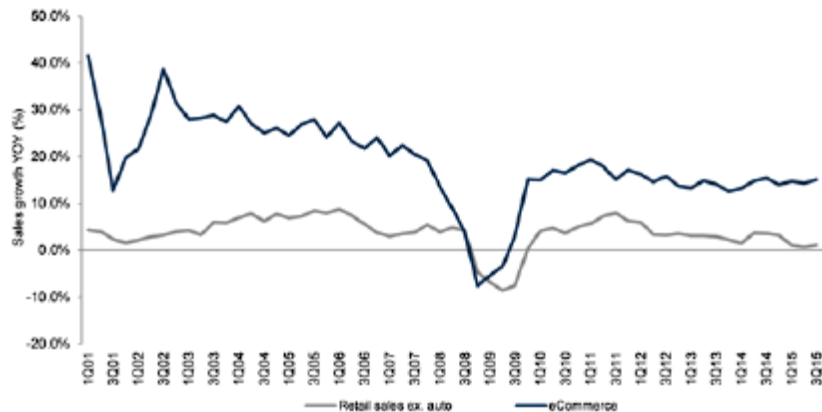
Amazon breidt haar kerndiensten van opslag- en rekencapaciteit ook verder uit, onder meer naar software (een grotere markt dan hardware) en allerlei bijkomende cloud diensten. Daarnaast zijn er de internationale groeimogelijkheden aangezien Amazon slechts datacenters heeft in 8 verschillende landen. We achten groeicijfers van om en rond 50% voor de eerstkomende drie jaren mogelijk.

In 2015 boekte AWS een operationele marge van 24%, een forse verbetering ten opzichte van 2014 (14%) toen een prijzenoorlog binnen het segment van cloud computing woedde. In 2016 wil Amazon in vier nieuwe regio's datacenters inplanten, wat zware investeringen en een zekere margedruk met zich mee zal brengen. Die zouden de groei en marges in 2017 en 2018 wel ten goede moeten komen.

Waardering

Zoals reeds aangehaald verwachten we een verder significante omzetgroei bij Amazon, zowel bij de klassieke kleinhandelsactiviteiten als bij AWS. Bij Amazon.com achten we een omzetgroei van minstens 18% per jaar de komende 3 jaren mogelijk. Allereerst door een verdere groei in marktaandeel: de groei van e-commerce lag de afgelopen jaren structureel boven de marktgroei (zie grafiek), en dat zal o.i. ook geruime tijd nog zo blijven. Daarnaast zal Amazon nieuwe productcategorieën aanboren (kleding, voeding en niet te vergeten Amazon Business!), en is er de internationale expansie.

Groei e-commerce vs. marktgroei in de VS sinds 2001

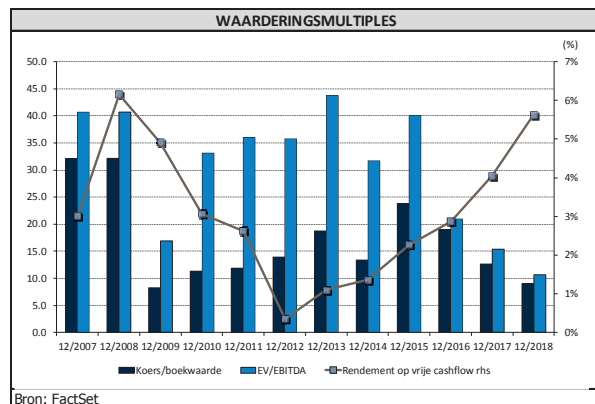


Sources: U.S. Census Bureau, U.S. retail sales

Bij AWS verwachten we ca. 50% omzetgroei de komende 3 jaren. Hier wordt de groei gedreven door het feit dat steeds meer bedrijven kiezen voor het cloud model voor hun IT toepassingen, het feit dat Amazon haar dienstenaanbod verder uitbreidt en een verdere internationalisering.

Het margetraject is bij Amazon helaas iets minder makkelijk voorspelbaar, zoals ook in het verleden is gebleken. Amazon is niet bang om marge op te offeren voor groei. Oprichter en CEO Jeff Bezos, die nog steeds 17% van de aandelen in handen heeft, is visionair en schuwt nieuwe en risicovolle investeringen niet. Dat was de afgelopen jaren in de distributieactiviteiten het geval. Maar ook in 2014 offerde Amazon marge op binnen AWS om haar marktaandeel minstens veilig te stellen, wat ook gelukt is.

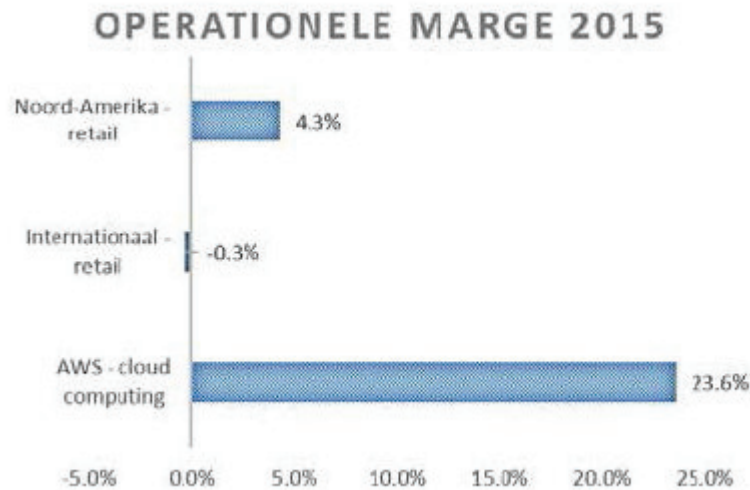
Binnen de distributieactiviteiten gaan we wel uit van een verdere, zij het gestage, margeverruiming de komende jaren. Ten eerste heeft Amazon reeds heel veel investeringen achter de rug die nu beginnen te renderen, waaronder de internationale activiteiten. Ook de transportkosten – nu goed voor maar liefst 5,6% van de omzet – worden aangepakt. Dit door de uitbouw van eigen sorteercentra en de huur van transportmiddelen (o.m. vrachtwagens en vliegtuigen) om te besparen op de verzending tussen eigen warenhuizen en sorteercentra. In tegenstelling tot wat soms wordt gedacht wil Amazon géén concurrent worden van de klassieke pakjesdiensten. De investeringen in logistiek kaderen allemaal in het drukken van de eigen verzendingskosten.



Bron: FactSet

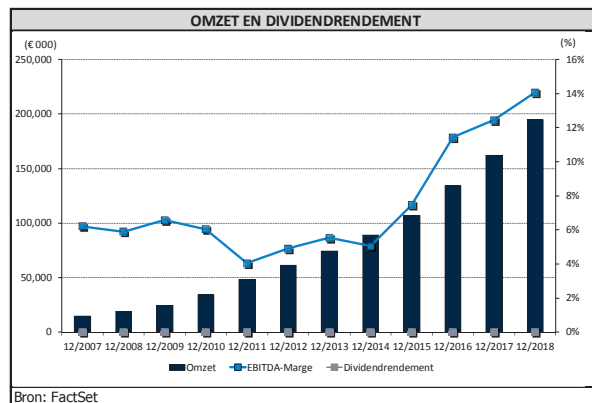
Binnen AWS verwachten we enige magedruk in 2016 omwille de 4 nieuwe regio's waarin AWS uitbreidt. In de jaren erna verwachten we dat de operationele marge terug naar de 25 à 30% evolueert.

Alles samengenomen verwachten we een omzetgroei voor de groep van minstens 20% de eerstvolgende jaren. De groei in de operationele winst becijferen we op 45%. Een erg hoog cijfer omdat Amazon van een lage margeniveau komt.



Ondanks het zware investeringsritme (kapitaalsinvesteringen per jaar nu ongeveer op 5 miljard USD!) genereert Amazon vrije kasstromen. Tussen 2008 en 2014 lagen die gemiddeld op bijna 2 miljard USD. In 2015 was er een flinke toename tot 7,3 miljard USD, mede dankzij de forse groei bij AWS en een beter beheer van het werkkapitaal.

We waarderen Amazon volgens een sum-of-the-parts methode, waarbij we de retailactiviteiten en AWS apart waarderen. Gegeven de nog steeds lage winstgevendheid van het bedrijf is een waardering op basis van koers/winstverhouding minder zinvol (K/W van 46x voor 2017). We leggen ons koersdoel op 820 USD. Hierbij waarderen we AWS op 105 miljard USD, 5,5x de verwachte omzet voor 2017.



Die 5,5x vormt een premie ten opzichte van sectorgenoten (4,5x) in het cloud segment. De retailactiviteiten waarderen we op 275 miljard USD, ca. 1.0x het verwachte totale omzetcijfer (GMV – Gross Merchandise Value) voor 2017. In het totale omzetcijfer worden de transacties door derde partijen voor het volledige bedrag geteld, wat niet het geval is in de door Amazon gerapporteerde omzet. Daar worden, voor producten die door derde partijen worden verkocht, enkel de netto-inkomsten in aanmerking genomen. De GMV ligt dus beduidend hoger dan de gerapporteerde omzet. Amerikaanse sectorgenoten noteren aan 0,8x de omzet, bij een beduidend lagere groei.

Risico's

- margetraject afhankelijk van investeringscyclus; Amazon heeft in het verleden reeds marge opgeofferd ten voordele van groei.
- internationale expansie kan gehinderd worden door reglementering rond e-commerce en competitie van gevestigde spelers.
- mogelijke prijscompetitie binnen het cloud computing segment o.i.v. van concurrenten met grote financiële slagkracht (zoals Microsoft, Google,...).

Conclusie

De analisten van KBC Asset Management geven het aandeel een "Opbouwen"-aanbeveling en koersdoel van 820 dollar.

Amazon.com, Inc.					
United States	Koers (USD)		2016	2017	2018
Internet Retail	717.51	Koerswinst	129.3x	71.9x	43.8x
ISIN: US0231351067	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	19.0x	12.6x	9.0x
52 Wk H/L: 731.5/ 425.6 (USD)	67.9%	EV/EBITDA	20.9x	15.3x	10.6x
Market value (milj.): 338541.3	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	-	-	-
NASDAQ	6.2%	Omzetgroei (jij)	25.3%	21.0%	20.0%

Bron: Factset

Disclaimer

Copyright © KBC Securities. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm.

Dit is een publicatie van KBC Securities N.V. (Bolero), een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financiële instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de gesproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero/KBC Securities niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen of andere activa gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Securities kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing..

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Securities. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.