

AMAZON.COM

AANDEEL ANALYSE

amazon



Naam analist:
Luuk de Haan

 www.aandelenontdekken.nl

 @Aandelen Ontdekken



Inhoudsopgave

H1 - Introductie	3
1.1 Amazon's cultuur	3
2.2 Amazon's cultuur in de praktijk	4
H2 - Het verdienmodel	8
2.1 Online stores	9
2.2 Third-party seller services	10
2.3 Amazon Web Services (AWS)	11
2.4 Amazon Advertising Services	16
2.5 Subscription services	17
2.6 Fysieke winkels	18
2.7 Other income	18
H3 - Het competitieve voordeel	19
3.1 Merkherkenning	19
3.2 Netwerkeffecten	19
3.3 Gedeelde schaalvoordelen	20
3.4 Laagste kosten	20
3.5 Hoge wisselkosten	21
3.6 Hoge toetredingsdrempel	21
3.7 Patenten	21
3.8 Risico's	22
H4 - Het management	24
4.1 Jeff Bezos & Andy Jassy	24
4.2 Incentives & skin in the game	25
H5 - De financiën	26
5.1 Resultatenrekening	26
5.2 Kasstroomoverzicht	30
5.3 Balans	30
5.4 KPI's	31
H6 - De waardering	32
6.1 Scenario analyse Noord-Amerika	32
6.2 Scenario analyse Internationaal	33
6.3 Scenario analyse AWS	35
6.4 De waardering	36
H7 - Conclusie	37
7.1 Conclusie	37
7.2 Score	38
H8 - Bronnen	39

H1 - Introductie

Normaal gesproken begint de Aandelen Ontdekken Analyse met een korte introductie gevolgd door een breakdown van het verdienmodel. Voor veel bedrijven geldt namelijk dat het verdienmodel het fundament van het bedrijf is. Het is geen hogere wiskunde om te concluderen dat het verdienmodel van Amazon wordt beschermd door een diepe moat. Vandaar dat er in deze analyse extra aandacht is voor wat er ten grondslag ligt aan deze moat: de cultuur van Amazon. Uit deze cultuur zijn de vele Amazon producten en diensten ontstaan. De kunst is om te begrijpen wat Amazon succesvol maakt, hoe succesvol deze aanpak in de toekomst gaat zijn en om als Amazon belegger het juiste spel te spelen.

1.1 Amazon's cultuur

De cultuur van Amazon is de basis van het succes. Ten tijde van de oprichting in 1994 leek Amazon het zoveelste dertien-in-een-dozijnbedrijf te zijn dat producten die voorheen offline werden verkocht, online ging verkopen. Toch wist Amazon de donkere dagen van de Dot-Com Bubble te doorstaan en is het anno 2024 het op twee na grootste bedrijf ter wereld op basis van omzet (Walmart is #1 en Saudi Aramco is #2). Het boek *Working Backwards* van Colin Bryar en Bill Carr geeft een uniek inkijkje in hoe de cultuur eruit ziet die ten grondslag ligt aan dit gigantische succes.

Het boek vertelt dat de simpelste en beste omschrijving waarom Amazon zo succesvol is, komt van Jeff Bezos zelf: *"We have an unshakable conviction that the long-term interests of shareowners are perfectly aligned with the interests of customers"*. Oftewel, de klant is koning en financiële resultaten volgen vanzelf. Op de Air, Space en Cyber Conference in 2018 vertelde Bezos dat de cultuur van Amazon bestaat uit vier elementen:

- **Cultuurelement 1:** Klantobsessie in plaats van concurrentie obsessie
- **Cultuurelement 2:** Bereidheid om op de lange termijn te denken, met een langere beleggingshorizon dan de meeste van onze sectorgenoten
- **Cultuurelement 3:** De drang om uit te vinden, wat uiteraard gepaard gaat met falen
- **Cultuurelement 4:** Professionele trots op operational excellence

Bezos benoemd exact deze cultuurelementen in de [eerste aandeelhoudersbrief](#) in 1997.

Deze vier elementen leggen daarmee de basis voor hoe je als Amazon aandeelhouder naar Amazon wil kijken. Als je verwacht dat Amazon zich focust op het verslaan van concurrenten, investeert om binnen 5 jaar resultaat te zien en nooit fouten maakt, ga je teleurgesteld worden. Je kunt geen resultaten verwachten die niet in lijn liggen met de intenties van het management. Beleg dus alleen in Amazon wanneer je vertrouwen hebt in het management. Amazon is wat dat betreft geen Coca Cola, dat zelfs door een 'idiot' geleid kan worden¹.

2.2 Amazon's cultuur in de praktijk

Binnen Amazon zijn er 16 Leadership Principles. Deze principes leggen de basis voor hoe het management binnen Amazon zich gedraagt. De 16 Leadership Principles zijn:

1. Customer Obsession
2. Ownership
3. Invent and Simplify
4. Leaders Are Right, A Lot
5. Learn and Be Curious
6. Hire and Develop the Best
7. Insist on the Highest Standards
8. Think Big
9. Bias for Action
10. Frugality
11. Earn Trust
12. Dive Deep
13. Have Backbone
14. Deliver Results
15. Strive to be Earth's Best Employer
16. Success at Scale Brings Broad Responsibility

Het boek *Working Backwards* noemt de 16 Leadership Principles de bouwstenen van de cultuur van Amazon. Daarnaast zijn er vijf essentiële processen waarin Amazon zich, zeker eind jaren '90 en begin jaren '00, onderscheidt van andere bedrijven. Zo introduceerde Amazon in 1999 het Bar Raiser Programme. Bedoeld om de juiste mensen aan te nemen in plaats van overhaast mensen aan te nemen. Een Bar Raiser is een interviewer bij Amazon die wordt ingeschakeld in het sollicitatieproces om een objectieve derde partij te zijn. Door een interviewer te betrekken die niet aan het team verbonden is, probeert Amazon de beste lange termijn beslissingen te nemen. Aangezien Amazon tussen 1997 en 2000 vertienvoudigde in het aantal werknemers, was een systematische aanpak essentieel.

¹ In 1985 introduceerde Coca-Cola CEO Roberto Goizueta 'New Coke'. De vernieuwde smaak werd erg slecht ontvangen en de beslissing werd binnen drie maanden teruggedraaid.

Gedurende de periode van razendsnelle groei werd nog iets duidelijk. De snelle groei vertraagde de snelheid van innovatie. Er werd meer gecoördineerd dan gewerkt aan nieuwe innovaties. Oftewel “the best way to fail at inventing something is by making it somebody’s part-time job”. Na het één en ander geprobeerd te hebben, introduceerde Amazon Single-Threaded Leadership. Dit is nog steeds het organisatieontwerp bij Amazon. Single-Threaded Leadership houdt in dat elk team zo min mogelijk van elkaar afhankelijk is. Elk team wordt geleid door één leider, diens focus alleen op het desbetreffende initiatief ligt. Zo probeert Amazon een groot aantal initiatieven parallel aan elkaar uit te voeren.

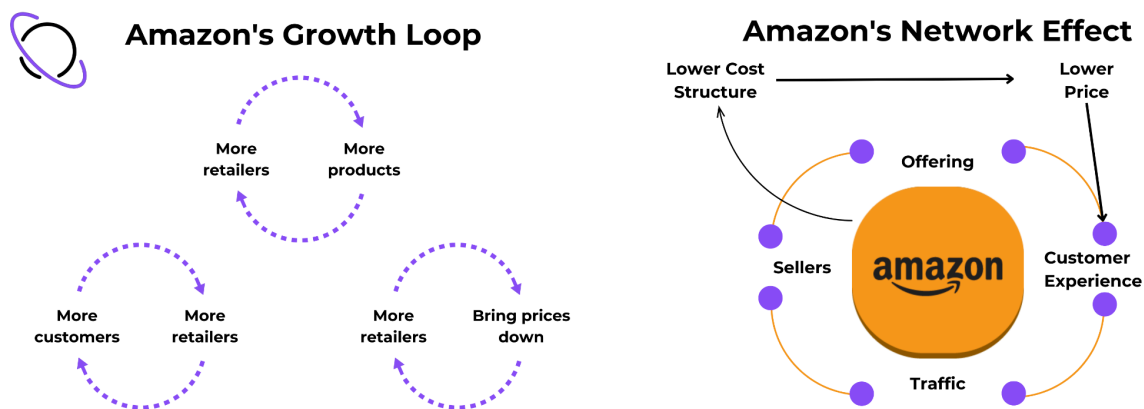
Niet alleen het sollicitatieproces en het organisatieontwerp binnen Amazon is uniek. Ook de manier van interne communicatie is inspirerend. Het top management (the S-Team) binnen Amazon heeft twee herhalende meetings per week; een S-Team vergadering en een Weekly Business Review. Je begrijpt dat de tijd die het top management aan deze vergaderingen besteed enorm kostbaar is. Het is dus van groot belang dat deze vergaderingen worden ingevuld zodat de belangen van klanten, en daarmee aandeelhouders, behartigd worden. In de S-Team vergaderingen worden ideeën aangedragen en vooruit gepland, in de Weekly Business Review worden de KPI's besproken. In 2004 kwam Jeff Bezos met een opmerkelijke mededeling aan het S-Team: het gebruik van PowerPoints in S-Team vergaderingen werd per direct verboden. Amazon communiceert in vergaderingen sindsdien alleen nog maar via geschreven Word documenten “Six-Pagers”. Dit betekent dat alle ideeën in verhaalvorm worden uitgeschreven en aan het begin van de meeting worden uitgedeeld aan de aanwezigen. Aan het begin van de vergadering valt er een 20 minuten durende stilte waarin alle aanwezigen gefocust lezen en aantekeningen maken. Pas nadat iedereen de Six Pager heeft gelezen, begint de vergadering en wordt de Six Pager besproken. De Six Pager Methode heeft significante voordelen:

- Ideeën worden duidelijker uitgelegd en beter begrepen
- Er wordt kritischer nagedacht tijdens de meeting
- Meetings zijn efficiënter
- Presentatoren denken van tevoren beter na
- Deelnemers doen actiever mee
- Verschillende vakgebieden communiceren beter met elkaar

De Six Pager Methode is toepasbaar in vrijwel alle bedrijven, wellicht het overwegen waard? Tip: zeg dat je je hebt laten inspireren door Jeff Bezos 😊

Niet alleen de S-Team meeting wordt goed gebruikt, ook de Weekly Business Review wordt optimaal gebruikt. In de WBR-meeting wordt er gekeken naar de belangrijkste KPI's. Het selecteren van de juiste KPI's is enorm belangrijk voor Amazon. Amazon focust zich op "controllable input metrics". Dit zijn de KPI's waar Amazon het meeste controle over heeft en deze KPI's bepalen uiteindelijk de output metrics, zoals de beurskoers. Medewerkers van andere techbedrijven zeggen vaak tegen Amazon medewerkers "jullie kunnen dat doen omdat jullie winst niet belangrijk vinden". Volgens Working Backwards schrijvers Collin Bryar en Bill Carr is dit niet waar. Winst is voor Amazon net zo belangrijk als voor elk ander bedrijf. Net als de omzet, totaal aantal klanten, Prime leden en (op de lange termijn) de beurskoers. Het verschil is alleen dat Amazon zich focust op interne KPI's om zo groei te bewerkstelligen.

Groei is essentieel voor Amazon. Groei laat het Amazon vliegwiel overuren draaien, dit vliegwiel staat binnen de beleggerswereld ook wel bekend als Scale Economies Shared. Wanneer het vliegwiel eenmaal in beweging is gebracht, is het nauwelijks te stoppen. Persoonlijk durf ik dit ook wel het geheim van Amazon te noemen. Het werkt als volgt:

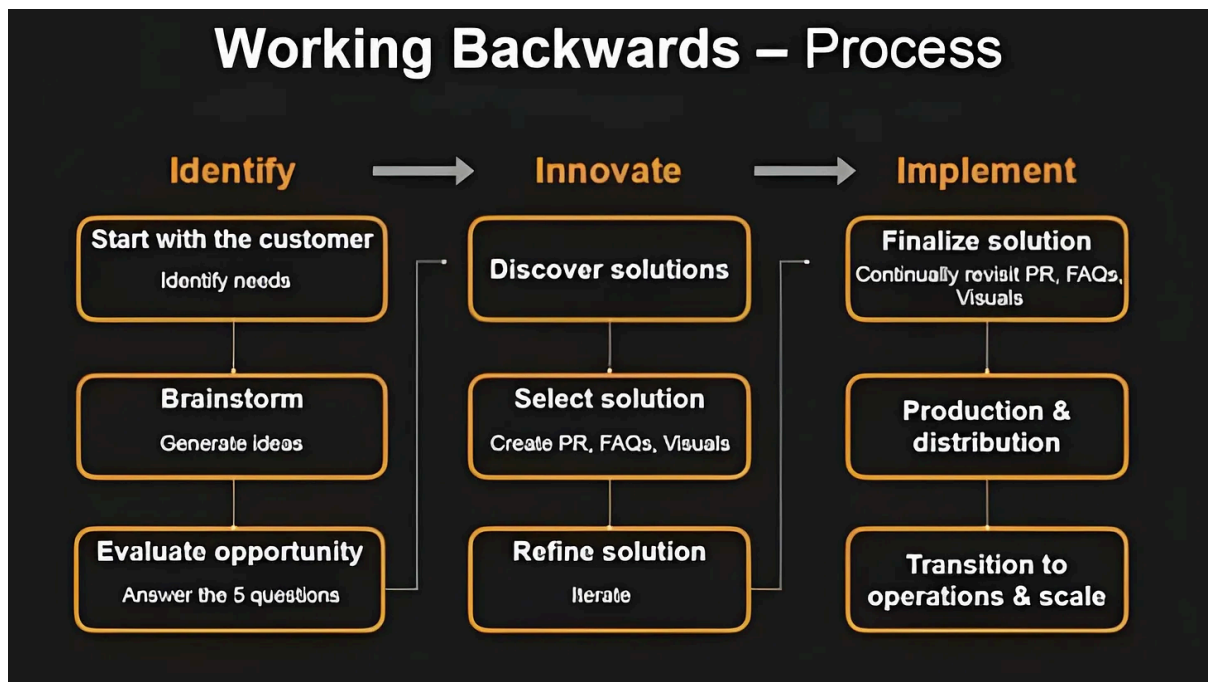


Figuur 1 | Amazon Scale Economies Shares | Bron: Stock Discovery

Omdat het een cirkel is, maakt het niet uit waar je begint. Voorbeeld: Een beter klantervaring zorgt voor meer verkeer, meer verkeer zorgt voor meer verkopers, meer verkopers zorgen voor een breder aanbod en een breder aanbod vergroot de klantervaring. De cirkel zorgt voor groei, waardoor de kostenstructuur lager is, waardoor Amazon prijzen kan verlagen en zo de klantervaring weer beter wordt. Tel daar nog eens de investeringen in infrastructuur bij op die zorgen voor snelle en betrouwbare levering en Amazon lijkt niet meer te stoppen. Wanneer je dit vliegwiel in een bedrijf herkent, let dan extra goed op, het kan mogelijk heel interessant zijn. Vraag dat Nick Sleep maar die met zijn Nomad Portfolio tussen 2001 en 2014 een rendement van 921% behaalde met beleggingen in onder andere Amazon, Costco en Berkshire.

Tot slot is de wijze van denken en communiceren binnen de autonome productteams tekenend voor Amazon. Binnen de productteams wordt het proces van Working Backwards toegepast. Dit houdt in dat de productteams beginnen met identificeren; "wat wil de klant?", gaan vervolgens innoveren; er wordt een Press Release inclusief FAQ geschreven en dan pas wordt er geïmplementeerd.

Het doel van dit proces is om de wensen en behoeften van de klant centraal te stellen. Het voordeel van deze werkwijze is dat het team gefocust blijft op de klantervaring, teams werken naar een doel toe en het stelt Amazon in staat al in een vroeg stadium aanpassingen te maken of projecten stop te zetten.



Figuur 2 | Amazon's Working Backwards Method | Bron: A.List Games

Natuurlijk maken de bovenstaande processen Amazon niet immuun voor het maken van fouten. Zoals Jeff Bezos al zei in cultuurelement 3: *“De drang om uit te vinden, wat uiteraard gepaard gaat met falen”*. Ondanks de doordachte processen hebben mislukkingen als de Fire Phone, Amazon Unbox en Amazon Local de klantgerichte processen doorstaan. Deze mislukkingen maken grote successen als Amazon Prime, Kindle en AWS mogelijk.

H2 - Het verdienenmodel

In het jaarverslag rapporteert Amazon over drie segmenten: Noord-Amerika, internationaal en AWS. Dit is speculatie, maar Amazon verdoezelt hiermee enigszins dat ze in veel verschillende markten actief zijn. Zo lijkt Amazon uit de spotlight van de toezichthouders te willen blijven. Als belegger wil je naar de verschillende productgroepen van Amazon kijken en deze begrijpen. Elke productgroep heeft eigen kenmerken en een eigen moat die het succes van de productgroep, en daarmee van Amazon, bepaald. Natuurlijk is er een sterke samenhang tussen de productgroepen. Zo zorgen meer Amazon.com bezoekers voor meer verkopen, advertentie-inkomsten en Amazon Prime members. Om Amazon beter te begrijpen kijk ik persoonlijk liever naar de productgroepen. Wanneer de productgroepen klanten gelukkig maken, is geografische expansie slechts een kwestie van tijd. Het valt op dat vrijwel elke productgroep waarmee Amazon geld verdient, meesurft op een meerjarige megatrend.

In tabel 1 is de omzet van de verschillende productgroepen te zien. Amazon rapporteert niet over de winstgevendheid van de losse productgroepen. Amazon rapporteert alleen over de winstgevendheid van de drie segmenten: Noord-Amerika, internationaal en AWS.

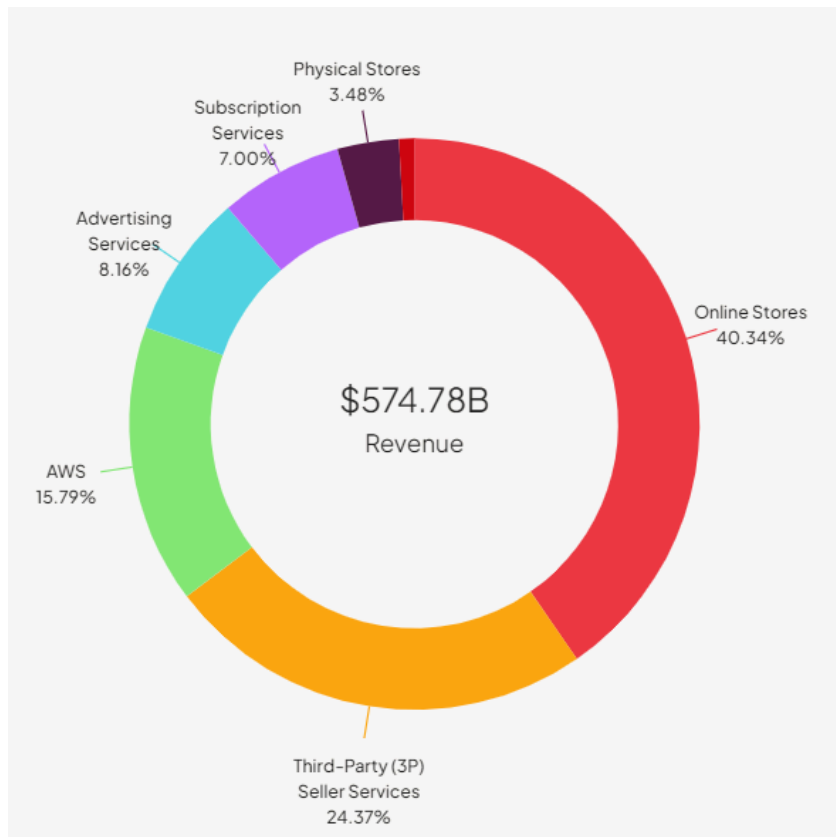
Tabel 1 - Productgroepen Amazon in miljarden \$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Online stores <i>Groei Y/Y</i>	108.4 18,5%	123.0 13,5%	141.2 14,8%	197.3 39,7%	222.1 12,5%	220.0 -0,9%	231.9 5,4%
Third-party seller services <i>Groei Y/Y</i>	31.8 38,7%	42.7 34,1%	53.8 25,8%	80.5 49,7%	103.4 28,5%	117.7 13,9%	140.1 19,0%
AWS <i>Groei Y/Y</i>	17.5 42,9%	25.7 46,9%	35.0 36,5%	45.4 29,5%	62.2 37,1%	80.1 28,8%	90.8 13,3%
Advertising <i>Groei Y/Y</i>	-	-	-	19.9	31.2 57,6%	37.7 21,1%	46.9 24,3%
Subscription services <i>Groei Y/Y</i>	9.7 52,0%	14.2 45,7%	19.2 35,6%	25.2 31,2%	31.8 26,0%	35.2 10,9%	40.2 14,2%
Physical stores <i>Groei Y/Y</i>	5.8	17.2 197,1%	17.2 -0,2%	16.2 -5,6%	17.1 5,2%	19.0 11,1%	20.0 5,6%
Other <i>Groei Y/Y</i>	4.7 57,7%	10.1 117,2%	14.1 39,3%	1.7 *	2.2 29,5%	4.2 95,2%	5.0 16,7%
Totaal <i>Groei Y/Y</i>	177.9 30,8%	232.9 30,9%	280.5 20,5%	386.1 37,6%	469.8 21,7%	513.9 9,4%	574.8 11,8%

*Advertising werd in 2020 uit Other Revenue gehaald en als een aparte productgroep gerapporteerd

Omzetverdeling Amazon 2023

In figuur 3 is te zien hoe de omzet van Amazon in 2023 verdeeld is over de verschillende productgroepen.



Figuur 3 | Omzetverdeling Amazon 2023 | Bron: Finchat.io

2.1 Online stores

Megatrend: Transitie van fysieke winkels naar e-commerce

Deel van de wereld dat online aankopen doet:

2024: 53,9%

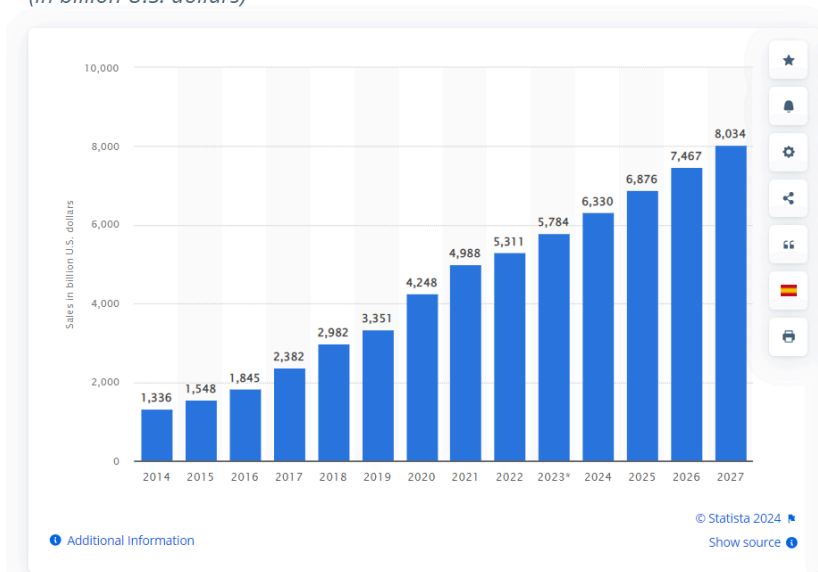
2028: 63,2%

Bron: Statista

Online stores bedragen 40,3% van de omzet in 2023. Deze omzet is voornamelijk afkomstig uit de verschillende producten, zowel fysiek als digitaal, die door Amazon verkocht worden in de verschillende Amazon webshops wereldwijd. Amazon rapporteert niet de winstgevendheid van enkel de online winkels. Amazon rapporteert alleen de winstgevendheid van het segment Noord-Amerika, Internationaal en AWS. De winsten en verliezen van de onderstaande productgroep worden door Amazon dus ook allemaal geclusterd in deze drie segmenten.

Retail e-commerce sales worldwide from 2014 to 2027

(in billion U.S. dollars)



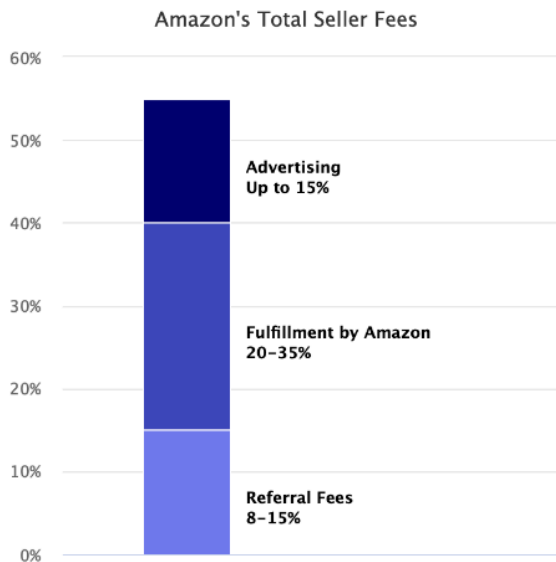
Figuur 4 | Retail e-commerce sales worldwide 2014 - 2027 | Bron: Statista

2.2 Third-party seller services

Third-party seller services bedragen 24,4% van de omzet in 2023. In het online stores segment zitten alle verkopen van producten die door Amazon zelf worden verkocht. In het third-party seller services segment zit alle omzet die wordt verdiend aan de wederverkopers die op Amazon verkopen. 61% van de producten die op Amazon verkocht worden, worden door third party sellers verkocht. Amazon ontvangt commissies op deze verkopen. Daarnaast verdient Amazon aan gerelateerde uitvoering- en verzendkosten en andere diensten die ze aanbieden aan Third-party sellers. In 2015 bedroeg de omzet van de third-party seller services nog slechts \$15,95 miljard, nog geen tien jaar later bedroeg de omzet \$140 miljard. In vergelijking, AWS draaide in 2015 \$7,9 miljard en nu \$90 miljard. De shift naar third-party seller diensten en advertenties zorgt ervoor dat het e-commerce segment van Amazon steeds winstgevender wordt.

Volgens een Marketplace Pulse rapport steekt Amazon tegenwoordig 50% van de omzet van third-party sellers in hun zak. Vijf jaar geleden was dit nog 40%. Zo heeft Amazon de fulfillment kosten verhoogd en is het voor Amazon-verkopers onvermijdelijk geld uit te geven aan advertenties. Vandaar de razendsnelle groei Amazon Advertisement Services. De transactiekosten van 15% die Amazon vraagt zijn al meer dan tien jaar hetzelfde. De transactiekosten variëren per categorie. Daarnaast geven Amazon-verkopers meer uit aan de diensten die ze gebruiken. Verkopers zijn niet meer diensten gaan gebruiken, maar huidige diensten worden duurder. Amazon-verkopers kunnen niet makkelijk wisselen naar een ander platform. Amazon heeft nu eenmaal het meeste aantal bezoekers. Nieuwe verkopers betalen op Walmart.com bijvoorbeeld veel lagere transactiekosten. Maar Walmart is ook kleiner dus levert het verkopers minder verkopen op. Een andere optie is om een direct to consumer platform als Shopify of Bigcommerce te kiezen. Hier lopen verkopers tegen hetzelfde probleem aan; een gebrek aan

bezoekers. Er is dus duidelijk sprake van een dubbelzijdig netwerkeffect. Meer klanten maken het platform aantrekkelijker voor verkopers en meer verkopers maken het platform aantrekkelijker voor klanten.



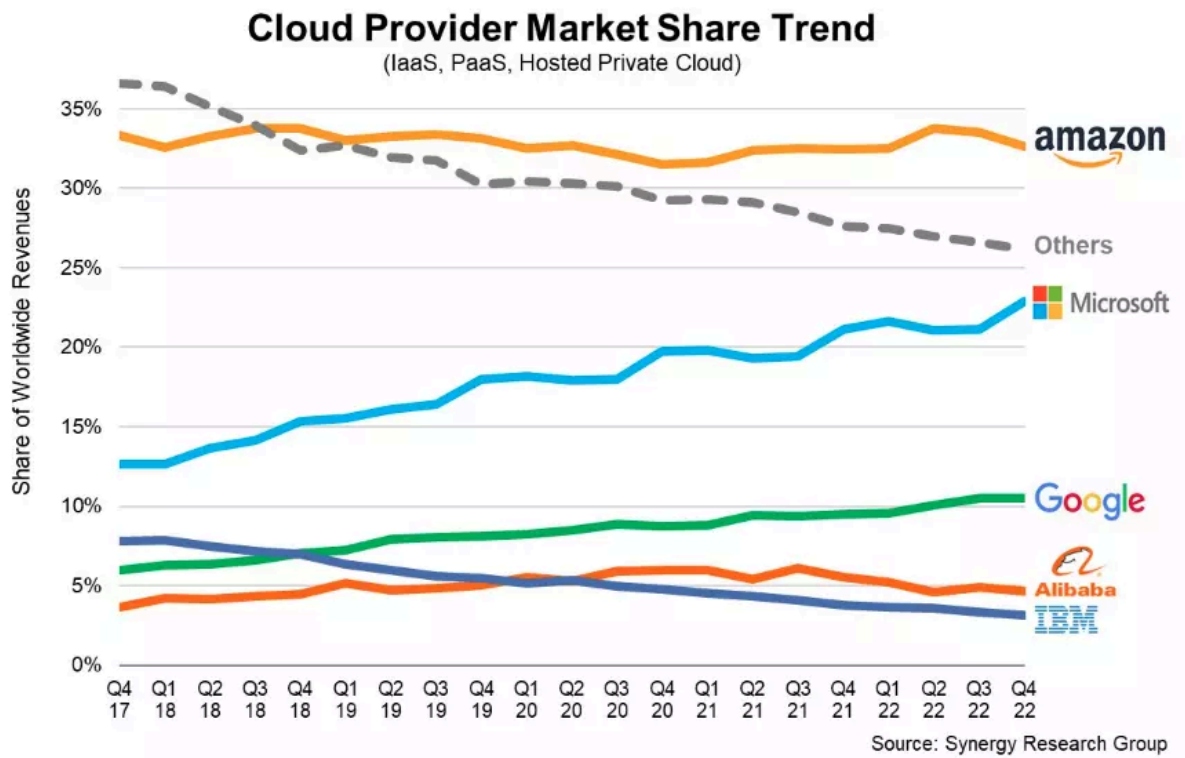
Figuur 5 | Amazon Seller Fees | Bron: MarketPlacePulse

2.3 Amazon Web Services (AWS)

Megatrend: Transitie van fysieke ICT infrastructuur naar de cloud

De verborgen parel binnen Amazon die niet meer verborgen is. Iedereen weet dat AWS bestaat en \$90 miljard omzet genereert, maar begrijpt ook iedereen de potentie en de kracht van AWS?

Amazon Web Services (AWS) is opgericht in 2006. AWS is een cloudplatform dat iedere organisatie toegang geeft tot een snelle, flexibele IT-omgeving tegen relatief lage kosten. Denk hierbij aan servers, opslag, netwerken, databases, remote computing, e-mail, mobiele ontwikkelingen en beveiliging. Oftewel, AWS, Microsoft Azure en Google Cloud verzorgen de gehele digitale infrastructuur voor bedrijven. De cloud spelers maken het niet alleen mogelijk, ze verdienen er geld mee. Schattingen lopen uiteen maar de meeste onderzoeken laten zien dat de cloudmarkt op dit moment ongeveer \$600 - \$700 miljard bedraagt. De uiteenlopende verwachtingen zijn dat de cloudmarkt in 2030 \$1400 tot \$1600 miljard bedraagt. Als de verwachtingen uitkomen heeft cloud de komende zes jaar dus nog een verdubbeling in petto. De cloudmarkt wordt op dit moment verdeeld tussen AWS, Microsoft Azure en Google Cloud. AWS heeft een marktaandeel van 31%, Azure heeft een marktaandeel van 24% en Google Cloud volgt met 11%. De rest van de markt wordt verdeeld tussen Salesforce, Alibaba, Oracle, IBM en andere kleine spelers.



Figuur 6 | Marktaandeel AWS | Bron: Synergy Research Group

Fabeltje

Voordat we dieper in AWS duiken, eerst even een fabeltje over het ontstaan van AWS de wereld uit helpen. AWS is niet ontstaan doordat Amazon extra ICT capaciteit beschikbaar had en deze aan andere bedrijven verkocht. Amazon heeft voorafgaand aan de feestdagen extreem veel ICT capaciteit nodig. Hoewel het logisch geredeneerd is dat Amazon deze capaciteit de rest van het jaar verkocht of verhuurt, is dit onmogelijk.

AWS producten

Veel mensen kennen AWS maar weinig mensen weten wat AWS nou precies aanbiedt. Om dit beter te begrijpen worden hieronder enkele populaire AWS services uitgelicht.

1. Amazon EC2

Amazon Elastic Compute Cloud (Amazon EC2) biedt on-demand, schaalbare rekenkracht in de AWS Cloud. Door Amazon EC2 te gebruiken, zijn hardwarekosten lager, zodat bedrijven sneller applicaties kunnen ontwikkelen en implementeren. Bedrijven kunnen Amazon EC2 gebruiken om zoveel of zo weinig virtuele servers te starten als ze nodig hebben, beveiliging en netwerken te configureren, en opslag beheren.

2. Amazon Lambda

Lambda is een serverloze computing-service waarmee code kan worden uitgevoerd zonder hardware te beheren. Het kan bijvoorbeeld worden gebruikt voor het uitvoeren van langdurige taken zoals het verwerken van videostreams.

3. Amazon S3 Cloud Object Storage

Deze service is het makkelijkst te begrijpen. Dit is de service waarin bestanden zoals pdf's, video's en afbeeldingen worden opgeslagen.

4. Amazon RDS

Amazon RDS is één van de database services van AWS. Amazon RDS een relationele database service. Met deze service concurreert Amazon direct met Oracle. Voorbeeld: Samsung verplaatst 1.1 miljard gebruikers verspreid over drie continenten van Oracle naar AWS. Deze migratie duurt 18 maanden en vermindert de maandelijkse databasekosten met 44%. Eén van de redenen dat deze migratie zo lang duurt is dat de internetsnelheid niet even hard groeit als de hoeveelheid data die geproduceerd wordt. Om gigantische hoeveelheden data over te zetten stuurt AWS bedrijven een zogeheten snowball op (zie figuur 7). De snowball kan 100 terabyte aan data verplaatsen. Dit lijkt heel veel, maar dat valt mee. Dus tegenwoordig stuurt AWS een snowmobiel. Dit is geen sneeuwscooter, maar een vrachtwagen vol met snowballs die alle data overzetten naar AWS. Zelfs met deze vrachtwagen kan het wel zes maanden (!) duren voordat alle data is overgezet. Dat zijn nog eens wisselkosten! Sterker nog, Amazon heeft zelf altijd Oracle databases gebruikt. Amazon is pas sinds 2019 van de Oracle

databases af en gebruikt nu natuurlijk AWS. Dit is ook de reden dat Oracle nog steeds bestaat en enorm winstgevend is. Ondanks de schaal van AWS, heeft AWS nog steeds een lange weg te gaan. De totale markt voor database opslag bedraagt ongeveer 100 miljard en groeit met 10% per jaar. Met de toenemende digitalisering lijkt de groei de komende jaren niet af te nemen.



Figuur 7 | AWS Snowball | Bron: AWS

6 redenen om over te stappen op AWS

In 2012, toen AWS grote bedrijven met traditionele ICT infrastructuur moest overtuigen voor AWS te kiezen, gaf Andy Jassy 6 redenen om over te stappen op AWS:

1. Kapitaaluitgaven worden omgeuild voor operationele uitgaven.
2. Lagere operationele uitgaven dan wanneer bedrijven het zelf inrichten vanwege schaalvoordelen.
3. Bedrijven hoeven van tevoren niet in te schatten hoeveel ICT capaciteit ze nodig hebben. AWS is elastisch. Wanneer bedrijven meer nodig hebben, upgraden ze. Wanneer bedrijven minder nodig hebben, downgraden ze.
4. Bedrijven hebben de mogelijkheid af te schalen.
5. Software engineers hebben meer tijd om te coderen in plaats van bezig zijn met infrastructuur.
6. Bedrijven kunnen makkelijker verhuizen omdat ze geen fysieke servers meer hebben.

Cloud revolutie

Voordat Amazon AWS introduceerde was het zo dat bedrijven enorme servicepakketten bij bedrijven als IBM en Oracle moesten afnemen om hun data op te slaan. Deze servicepakketten zijn mega winstgevend en hebben brutowinstmarges rond de 80%. Logisch dat IBM en Oracle niet bereid zijn hun business op te geven en de boot hebben gemist wat betreft de verplaatsing naar cloud. Intussen was Amazon bereid brutowinstmarges tussen de 20 en 40% te draaien op AWS. Voor Amazon is dit een vertienvoudiging van de marges die Amazon met e-commerce heeft. Amazon ziet deze 'lage' marges als pure winst, terwijl het voor IBM en Oracle totaal niet aantrekkelijk is. Tel hier nog eens op dat klanten van IBM en Oracle om de zoveel jaar kostbare updates moeten uitvoeren, terwijl AWS altijd up-to-date is. Oftewel AWS heeft deze business volledig gerevolutioneerd door een pay-as-you-go model te introduceren. Er kan dus makkelijk op en af geschaald worden. Dit is een groot voordeel voor klanten waardoor er een shift plaatsvindt van fysieke data-opslag naar de cloud. Wel zorgt deze flexibiliteit ervoor dat de cloud-business enigszins cyclisch is. Dit werd in 2022 goed duidelijk toen de winstgevendheid daalde.

Schattingen lopen uiteen, maar ongeveer 50% van alle opslag zit pas in de cloud. Cloudcomputing en AWS lijken dus nog een lange runway met groeikansen te hebben. Nog iets wat veel mensen zich niet lijken te beseffen: de omzet van AWS gaat gegarandeerd verdubbelen. AWS rapporteert namelijk een backlog van \$100 miljard aan contractuele omzet die AWS de komende kwartalen en jaren ontvangt. AWS kan dus stoppen met alle marketing en sales activiteiten en alsnog \$100 miljard aan omzet binnenhalen.

Amazon Web Services (AWS) bedraagt 15,8% van de omzet in 2023. In tegenstelling tot de Online Stores, is AWS wel winstgevend. In 2023 was de operationele winst van AWS \$24,6 miljard. In de onderstaande tabel is de omzet, winst en winstmarge van AWS te zien.

Tabel 2 - Omzet en operationele winst AWS in miljoenen \$

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omzet	25.655	35.026	45.370	62.202	80.096	90.757
Operationele winst	7296	9201	13.531	18.532	22.841	24.631
Operationele winstmarge	28,4%	26,3%	29,8%	29,8%	28,5%	27,1%

Voor nog meer informatie over AWS verwijst ik je door naar de uitgebreide podcast van Acquired over AWS.

2.4 Amazon Advertising Services

Megatrend: Transitie van advertenties in traditionele media naar digitale media

Totale uitgaven aan digitale advertenties

2023: \$601 miljard

2027: \$870 miljard

Tabel 3 - Omzet digitale advertentie reuzen in 2023

Bedrijf	Omzet 2023	3-year CAGR
Google Search	\$305 miljard	15%
Meta	\$133 miljard	12%
Amazon	\$46,9 miljard	26%
YouTube	\$31,5 miljard	10%
Totaal	\$516,4 miljard	

Wederom profiteert Amazon van een megatrend die gaande is in de wereld. 86% van de uitgegeven dollars aan digitale advertenties kwam in 2023 in de handen van de drie grote techgiganten Alphabet, Amazon en Meta. Amazon heeft herkend dat digitale advertenties een gigantische eindmarkt is en heeft zich tussen Alphabet en Meta gewurmd. Knappe strategische zet van het management.

De productgroep advertising is razendsnel groot geworden binnen Amazon. In 2019 werd er nog niet eens gerapporteerd over de productgroep en nu bedraagt het 8,2% van de omzet van Amazon. Meta en Google hebben laten zien hoe lucratief advertenties kunnen zijn. De bruto winstmarge van Meta is 80% en de bruto winstmarge van Alphabet op search advertising ligt ook rond de 80%. Hoewel Amazon dit niet rapporteert, is het dus aannemelijk dat Amazon Advertising Services zich ook rond de 80% bevindt.

De snelle groei is voornamelijk mogelijk doordat Amazon steeds meer advertenties op het platform toont. Verkopers zijn dus steeds afhankelijker geworden van advertenties om succesvol te zijn op Amazon. Hoe afhankelijker de verkopers zijn van advertenties, hoe meer geld er aan advertenties wordt uitgegeven. Daarnaast is Amazon begonnen met het tonen van advertenties aan Amazon Prime Video klanten. Amazon maakt voornamelijk gebruik van gesponsorde producten in de zoekresultaten, een merkcampagne (het promoten van je merk in combinatie met het aanbevelen van producten), display advertenties en video advertenties.

Hoewel erg winstgevend, is het enigszins bijzonder dat een bedrijf dat gebouwd is op het centraal stellen van de klant, advertenties laat zien op het platform. Aan de andere kant zijn bedrijven, gezien de groei van de productgroep, blij met de mogelijkheid om te adverteren op Amazon. Amazon is wat dat betreft de perfecte plek om te adverteren, de doelgroep staat al in de startblokken om iets te kopen op Amazon. Amazon moet wel opletten dat de advertenties niet te veel ten koste gaan van de klantervaring.

2.5 Subscription services

Subscription services bedragen 7% van de omzet van Amazon. De productgroep bestaat voornamelijk uit Amazon Prime, Kindle abonnementen en Audible abonnementen. Amazon Prime is een meesterzet gebleken van Jeff Bezos. Met Amazon Prime hebben klanten toegang tot snellere en gratis levering van pakketjes en een video en gaming service. Klanten zijn enorm tevreden over Amazon Prime. 95 tot 99% van de Prime klanten verlengt hun abonnement. Deze retention rate is enorm hoog voor een business to consumer abonnement. Netflix heeft bijvoorbeeld een retention rate van 72% per 6 maanden.

Het voordeel van deze omzet is dat klanten eerst betalen en dat de kosten pas later komen. Een ander voordeel is dat klanten het gevoel van verzonken kosten ervaren. Klanten hebben al geld uitgegeven voor Prime en nu willen ze er gebruik van maken. Dat blijkt ook: de gemiddelde Prime member besteedt \$1400 per jaar op Amazon

Amazon gaf in 2023 \$18,9 miljard uit aan video en muziek. Deze kosten worden dus allemaal gemaakt om het Prime aanbod te verbeteren. Daar komen natuurlijk nog de kosten van de infrastructuur boven op die deels worden gedaan om het Prime aanbod te verbeteren.

Amazon Prime heeft een vergelijkbaar type netwerkeffect als dat van Netflix. Alle kosten die gemaakt worden met betrekking tot de Amazon Prime diensten kunnen verdeeld worden over de Prime members. Hoe meer Prime members, hoe hoger het budget voor nieuwe diensten, hoe beter het aanbod. Een verbeterd aanbod zorgt weer voor meer Prime members en zo herhaalt de cirkel zich.

Amazon rapporteert geen specifiek aantal Prime klanten. Volgens verschillende bronnen zijn dit er meer dan 200 miljoen. Zeker 75% hiervan komt uit de VS. Er is dus nog groei mogelijk buiten de VS. Twee derde van de internetgebruikers in de VS heeft een Prime membership. Als het aantal Amazon Prime leden een land was, was dit het achtste grootste land ter wereld. Amazon Prime is een dienst die Amazon onderscheidt van concurrenten en lastig te kopiëren is. Het is vrijwel onmogelijk voor concurrenten om te concurreren op lage verzendkosten en winst te maken.

2.6 Fysieke winkels

Physical stores bedragen 3,5% van de omzet in 2023. De productgroep bestaat voornamelijk uit Whole Foods (517 winkels), AmazonGo (28 winkels) en AmazonFresh (44 winkels). Whole Foods werd in 2017 overgenomen. Vandaar de omzetsijging van 197% in 2018. Een aantal eerdere experimenten zijn mislukt. Zoals AmazonStyle, AmazonBooks en de Amazon 4-star winkel waarin alleen maar producten werden verkocht die vier sterren in de webshop ontvingen. Amazon is duidelijk nog zoekende. In februari 2023 kondigde Amazon aan het uitrollen van de AmazonFresh winkel te pauzeren. Hoewel Andy Jassy tegen de Financial Times zei hoopvol te zijn, heeft Amazon tot op heden nog geen nieuwe winkels geopend.

Voordat Amazon Whole Foods overnam, had Whole Foods een operationele winstmarge van ongeveer 6%. Er vanuit gaande dat dit niet is veranderd en de AmazonGo en AmazonFresh break-even draaien, betekent dit dat er ongeveer \$1,2 mld winst wordt gemaakt binnen deze productgroep.

2.7 Other income

Tja, wat moet je ermee... veel projecten in deze productgroep zijn verliesgevend, mislukken en zijn lastig in een modelletje te plaatsen. Het is dus voor veel beleggers makkelijk om deze productgroep af te doen als irrelevant. Dit is het alles behalve. "Invention is often messy" zoals Andy Jassy in zijn annual letter 2022 zegt. De productgroep other income is de productgroep waar de volgende grote productgroep van Amazon uit moet gaan komen. Vijf jaar geleden zat advertising nog in de 'other income' productgroep, in 2023 leverde advertising Amazon \$46 miljard zeer winstgevende omzet op. Je wil als Amazon belegger dus goed in de gaten houden wat er in deze productgroep gebeurt.

Het valt op dat de productgroep 'other income' zelfs na 95% omzetgroei in 2022, in 2023 nog met 16,7% wist te groeien. Het is lastig hier voorspellingen te doen, maar wel een teken dat Amazon stappen zet om een nieuwe productgroep op te zetten.

H3 - Het competitieve voordeel

Zoals uitgebreid beschreven in hoofdstuk 1 heeft Amazon een diepgewortelde innovatieve cultuur. Hoewel dit geen klassieke moat is en lastig op waarde te schatten, is het enorm waardevol. Daarnaast wordt Amazon beschermd door vrijwel alle klassieke moats. Hieronder staan de klassieke moats beschreven.

3.1 Merkherkenning

Volgens Visual Capitalist is Amazon het waardevolste merk ter wereld met een merkwaarde van \$299 mld. Interbrand plaatst Amazon op de derde plek met een merkwaarde van \$276 mld. Oftewel Amazon heeft een gigantisch merk opgebouwd. Hierdoor is Amazon onder andere in staat te diversifiëren. Bedenk maar eens: Zou je een e-reader van HP kopen? Waarschijnlijk niet. HP wordt in de ogen van de consument niet gezien als een innovatief bedrijf. Ondertussen vindt iedereen het normaal dat Amazon een E-Reader maakt. Amazon staat voor innovatie en kwaliteit. Amazon kan dat op elke industrie die ze maar willen toepassen.

Niet alleen is Amazon een sterk merk, maar ook de Kindle, AWS en Prime Video zijn merken op zich. AWS heeft bijvoorbeeld als voordeel op andere cloudspelers dat ze nooit van strategie zijn gewisseld. Dit zorgt voor vertrouwen in AWS. Aan de andere kant, veel bedrijven werken al met Microsoft, dus heeft Microsoft Azure inmiddels wellicht wel de voorkeur.

3.2 Netwerkeffecten

Er is sprake van een netwerkeffect wanneer het aantal gebruikers toeneemt, ook de waarde van het geleverd product of dienst toeneemt. Amazon zit vol met netwerkeffecten.

Om te beginnen met Amazon.com. Dat heeft een dubbelzijdig netwerkeffect: hoe meer klanten, hoe aantrekkelijker het platform is voor aanbieders, hoe meer aanbod, hoe meer klanten. Zoals ook in hoofdstuk 2 omschreven, kunnen Amazon-verkopers niet wisselen van platform en evenveel producten verkopen. Het platform met de meeste bezoekers, is het meest dominant. Dit is de reden dat Amazon de prijzen heeft kunnen verhogen voor third-party sellers. Daarnaast zorgen meer klanten ervoor dat er meer en betere reviews op Amazon staan dan op andere webshops. Zeker in het verleden was dit een kracht van Amazon.

Niet alleen Amazon.com geniet van netwerkeffecten, ook Amazon Prime heeft een netwerkeffect. Hoe meer Prime klanten, hoe beter de Prime Video content. Wel is het maken van nieuwe content kapitaalintensief waardoor het netwerkeffect vertraagd wordt. Dit is de reden dat Prime Video nog steeds verliesgevend is voor Amazon. Ook de voordelen van snelle levering voor Prime klanten valt hieronder. Hoe meer Amazon klanten bestellen, hoe efficiënter en sneller het distributienetwerk wordt.

3.3 Gedeelde schaalvoordelen

Gedeelde schaalvoordelen zijn eigenlijk een combinatie van netwerkeffecten en schaalvoordelen om zo de voordelen daarvan terug te geven aan de klant in de vorm van een betere klantervaring en/of lagere prijzen. Hoewel in hoofdstuk 2 al genoemd, is het zo belangrijk dat het nog een keer herhaald wordt. Bij Amazon.com werkt dit als volgt: Hoe meer mensen gebruikmaken van Amazon.com, hoe meer aanbieders er zijn, hoe beter de klantervaring. Deze grotere schaal zorgt voor een lagere kostenstructuur, waardoor Amazon prijzen kan verlagen en zo de klantervaring wederom wordt verbeterd.

Amazon past dit magische vliegwiel niet alleen toe op het e-commerce platform, ook Amazon Prime en AWS passen gedeelde schaalvoordelen toe. AWS meer dan Amazon Prime, maar alsnog, drie maal gebruik maken van gedeelde schaalvoordelen binnen één bedrijf is indrukwekkend. Voor Amazon Prime geldt: Hoe meer Prime klanten, hoe lager de kostenstructuur, hoe hoger het budget voor Prime Video en snelle levering, hoe meer content en voordelen voor Prime members.

Voor AWS geldt: hoe meer AWS klanten, hoe lager de kostenstructuur, hoe lager de prijs van AWS. Zo heeft AWS al 76 keer de prijzen verlaagd sinds 2006.

3.4 Laagste kosten



Jeff Bezos: "I very frequently get the question: 'What's going to change in the next 10 years?' And that is a very interesting question; it's a very common one. I almost never get the question: 'What's not going to change in the next 10 years?' And I submit to you that that second question is actually the more important of the two -- because you can build a business strategy around the things that are stable in time. ... [I]n our retail business, we know that customers want low prices, and I know that's going to be true 10 years from now."

Zoals in hoofdstuk 3.3 gedeelde schaalvoordelen beschreven, geeft Amazon de schaalvoordelen terug aan klanten in de vorm van lage prijzen. Nu Amazon eenmaal een gigantische schaal heeft bereikt, wordt het voor concurrenten bijna onmogelijk om gedurende een lange periode goedkoper te zijn dan Amazon. Tuurlijk kan een concurrent tijdelijk goedkoper zijn. Alleen is het heel lastig om dit gedurende een lange periode vol te houden en winstgevend te zijn. Temu uit China probeert op dit moment marktaandeel van Amazon af te nemen door goedkoper te zijn. Hoewel het een serieuze ontwikkeling is om in de gaten te houden, lijkt het erop dat Temu op dit moment niet met het aanbod van Amazon kan concurreren. Wanneer je goedkoper je diensten kan leveren dan concurrenten, is het voor concurrenten heel lastig concurreren. Zeker in een business-to-consumer market.

3.5 Hoge wisselkosten

Als consument is het niet heel lastig van webshop te wisselen. Om als bedrijf van AWS naar bijvoorbeeld Microsoft Azure over te stappen is een stuk lastiger. De exacte kosten zijn sterk afhankelijk van de hoeveelheid en het type data dat overgezet moet worden, maar de kosten lopen al snel op tot de tienduizenden euro's en maanden duurt. Een managementteam denkt wel even twee keer na voordat besloten wordt van AWS over te stappen op Azure. Wat wel steeds vaker gebeurt is multi-cloud en dus gebruikmaken van twee aanbieders. De logica hierachter is dat een bedrijf niet afhankelijk is van één aanbieder. Vanuit management perspectief een veilige en logische keuze. Toch is het grote nadeel hiervan dat de software engineers niet optimaal profiteren van de wijze waarop de verschillende AWS / Azure diensten met elkaar integreren.

Hoge wisselkosten zorgen er ook voor dat de hele wereld niet binnen enkele jaren is overgestapt op de cloud. Zoals in hoofdstuk 2 wordt omschreven kan een migratie van fysieke ICT-infrastructuur naar de cloud wel 18 maanden duren, ondanks dat AWS met een vrachtwagen vol met data transporters (Snowballs) komt.

3.6 Hoge toetredingsdrempel

Amazon heeft het snelste distributienetwerk ter wereld, Amazon is inmiddels groter dan FedEx en UBS. Amazon gaf in 2019 nog \$12 miljard uit aan capex, sinds 2021 is er jaarlijks minimaal \$48 miljard geïnvesteerd. Deze kapitaaluitgaven gaan niet allemaal naar het bouwen van distributiecentra, bijvoorbeeld ook naar datacentra voor AWS, maar het zegt wel veel over hoeveel Amazon investeert in hun klantervaring. Deze cijfers spreken denk ik voor zich. De enige manier waarop een concurrent Amazon de komende 20 jaar kan inhalen is wanneer er een revolutionaire verandering plaatsvindt in de wijze van transport.

3.7 Patenten

Om het rijtje traditionele moats compleet te maken, Amazon bezit in 2023 1.857 patenten. Ter vergelijking, dat zijn er meer dan Oracle en Boeing bij elkaar. Hoewel dit de moat van Amazon versterkt, is dit niet iets dat het succes van Amazon gaat bepalen. Als belegger wil je hier niet op gefocust zijn.

3.8 Risico's

Conclusie, de moat van Amazon lijkt gigantisch te zijn. Natuurlijk wordt ook de moat van Amazon op de proef gesteld. Hieronder staan, in mijn ogen, de zes belangrijkste bedreigingen voor de moat van Amazon:

- **Trend van Multi cloud**

Steeds meer bedrijven willen niet meer afhankelijk zijn van één cloud aanbieder. Deze trend zorgt ervoor dat Microsoft Azure en Google Cloud marktaandeel van AWS afsnoepen.

- **Microsoft Azure**

Azure is de afgelopen vijf jaar harder gegroeid dan AWS. Niet zo gek aangezien ze van verder moesten komen. Hoewel Microsoft de winst van Azure niet rapporteert, is AWS in harde dollars winst groter dan Azure. Het voordeel van Microsoft is dat ze al bij veel bedrijven binnen zijn en worden vertrouwd door grote bedrijven. Op dit moment zijn er geen duidelijke aanwijzingen welke cloudaanbieders betere diensten en service bieden. Als belegger in Amazon wil je nauwlettend in de gaten houden of dit sentiment verschuift.

- **Blijft de cultuur in stand**

Zoals in hoofdstuk 1 uitgebreid beschreven werd, is de innovatieve cultuur van Amazon de ruggengraat van het huidige en toekomstige succes. Wanneer hier verandering in komt, wil je dit scherp in de gaten houden. Met de grote ontslagronde in 2022 lijkt Amazon zich hier zelf ook van bewust te zijn.

- **Temu, Shein, Shopify**

Er zijn een aantal e-commerce spelers die marktaandeel van Amazon proberen af te snoepen. Hoewel de moat van Amazon gigantisch is, wil je altijd met een schuin oog naar de concurrenten kijken. Zo had Shopify plannen ook hun eigen distributiecentra te gaan openen. Deze plannen zijn inmiddels van de baan. Dit soort ontwikkelingen wil je als Amazon belegger in de gaten houden en inschatten in hoeverre dit een bedreiging voor Amazon vormt.

- **Verandering in consumentengedrag**

Amazon is groot, heel groot en staat symbool voor het grootschalige kapitalisme. Wanneer er een wereldwijde verschuiving in consumentengedrag plaatsvindt naar kleinschaligheid, lokaal en duurzaam, kan dit Amazon pijn gaan doen. Als consumenten besluiten niet meer op Amazon te bestellen is dit catastrofaal. Deze gigantische investeringen in distributiecentra versterken de moat, maar wanneer deze niet op volle toeren draaien, kost het Amazon veel geld. Wellicht vergezocht, maar om een gigant als Amazon van de troon te stoten is een soortgelijke verandering nodig.

- **Regulatie**

De Amerikaanse overheid weet ook dat Amazon enorm groot is en mogelijk bang is voor een monopolie. Hoewel het de laatste jaren rustig is, bestaat er een kans dat Amazon gedwongen wordt zich op te splitsen. Wanneer dit gebeurt zal het uitgebreid in de media worden uitgemeten, dus je hoeft hier zelf weinig onderzoek naar te doen. Het kan slecht uitpakken voor Amazon, omdat een opsplitsing mogelijke schaalvoordelen beperkt en Amazon dan minder data over klanten beschikbaar heeft. Toch is er ook een positiever scenario denkbaar. Het zou kunnen dat er juist waarde naar buiten komt die eerder niet door beleggers herkend is. Mocht Amazon ooit worden opgebroken en de koers daalt na dit nieuws, wil je goed op de waardering blijven letten en mogelijke kansen aangrijpen.

H4 - Het management

In hoofdstuk 1 wordt de cultuur van Amazon uitgebreid behandeld. Door de cultuur van Amazon te bestuderen begrijp je beter hoe het management te werk gaat. In dit hoofdstuk worden CEO Andy Jassy en oprichter Jeff Bezos kort uitgelicht. Natuurlijk wordt er ook gekeken naar skin in the game en incentives.

4.1 Jeff Bezos & Andy Jassy



Jeff Bezos - Executive Chair

Jeff Bezos, 60 jaar, richtte Amazon in 1994 op en is de grondlegger van het succes en de innovatieve cultuur van Amazon. De volledige biografie van Jeff Bezos valt buiten de scope van deze analyse. Tip: lees *The Everything Store* om meer over Jeff Bezos en de oprichting van Amazon te weten te komen of luister naar de *Acquired* podcast over Amazon.com. Wel goed om te weten is dat Jeff Bezos in 2021 zijn aftreden deed als CEO van Amazon. Hij is nog wel een board member en nauw betrokken bij Amazon.



Andy Jassy - CEO

Andy Jassy, 56 jaar, zit al sinds 1997 bij Amazon en heeft in 2021 de rol van CEO van Bezos overgenomen. Grote schoenen om te vullen voor Jassy. 2022 was gelijk een lastig jaar voor Amazon, toch lijkt Amazon in deze periode geen grote fouten te zijn begaan en heeft Amazon in 2023 de weg naar boven gevonden. Andy Jassy was één van de oprichters van AWS en CEO van AWS van 2016 tot en met 2021.

Leuk feitje: Andy Jassy zou in 2001 ontslagen worden, aangezien de gehele marketingafdeling, waar Andy Jassy werkzaam was, ontslagen werd. Maar Jeff Bezos mocht Andy Jassy. En zo werd Andy Jassy de technical assistant “Jeff’s Shadow” van Jeff Bezos.

4.2 Incentives & skin in the game

“Show me the incentive, and I’ll show you the outcome” - Charlie Munger

Al in de eerste aandeelhoudersbrief zei Jeff Bezos dat de beloning plannen voor managers cruciaal zijn voor het langetermijnsucces van Amazon. Amazon heeft in vergelijking met andere beursgenoteerde bedrijven een extreme en unieke aanpak als het aankomt op compensatie van managers.

Het doel van het beloningsplan van Amazon voor het management is om strategisch denken, innovatie en heruitvinding te bewerkstelligen, en tegelijkertijd het soort compensatie bieden dat toptalent aantrekt en behoudt. Vandaar dat Amazon managers vrijwel alleen maar beloond met aandelen compensaties en er maar één prestatiecriteria is: de beurskoers de afgelopen drie jaar.

Als Amazon managers beloond op basis van specifieke prestatiecriteria zoals de groei van het E-Commerce platform, zouden managers nooit een incentive hebben om out-of-the-box te denken. Dan zouden producten als AWS, Kindle en Amazon Prime nooit bestaan hebben.

Er worden dus geen bonussen in cash betaald, Amazon heeft geen korte termijn doelstellingen en Amazon betaalt het management een zeer laag basissalaris. Volgens Amazon zijn de basissalarissen bedoeld om te voorzien in basisbehoeften en levensonderhoud. Zo ontvangt CEO Andy Jassy maar \$175.000 aan salaris in cash. Wel heeft Andy Jassy met zijn aanstelling als CEO in 2021 een aandelenpakket ontvangen met een wachtperiode van 10 jaar. Deze variabele beloning bedraagt (op basis van de koers in 2022) \$211 miljoen verdeeld over 10 jaar. Dit betekent dat 99.5% van de compensatie van Andy Jassy voor 2021 gevaar liep.

Jeff Bezos heeft nog steeds 12,3% van alle Amazon aandelen op het moment van schrijven. De aandelen die Andy Jassy in februari 2023 bezit, zijn op het moment van schrijven meer dan \$345 miljoen waard. Zoals hierboven te lezen, neemt dit aantal de komende jaren alleen nog maar toe.

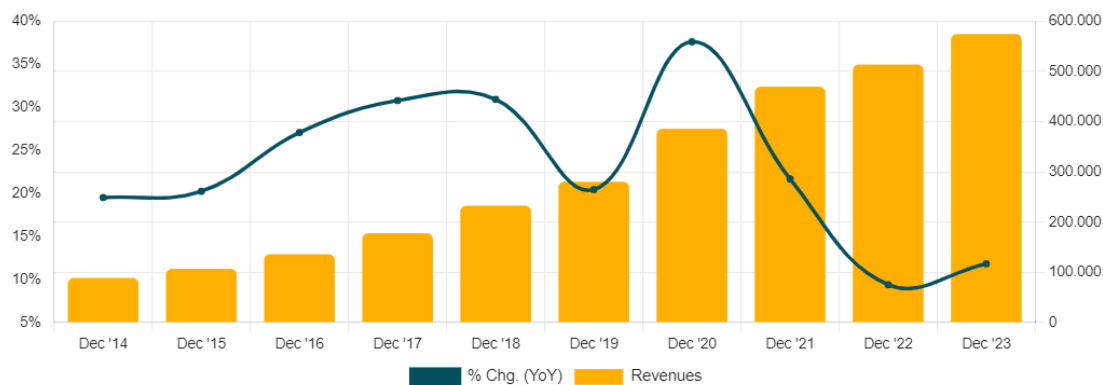
Er kan dus geconcludeerd worden dat de belangen van het management in zeer hoge mate verenigd zijn met die van lange termijn aandeelhouders. Het nadeel van deze extreme beloningsstructuur is dat er verwatering plaatsvindt door het uitgeven van aandelen.

H5 - De financiën

5.1 Resultatenrekening

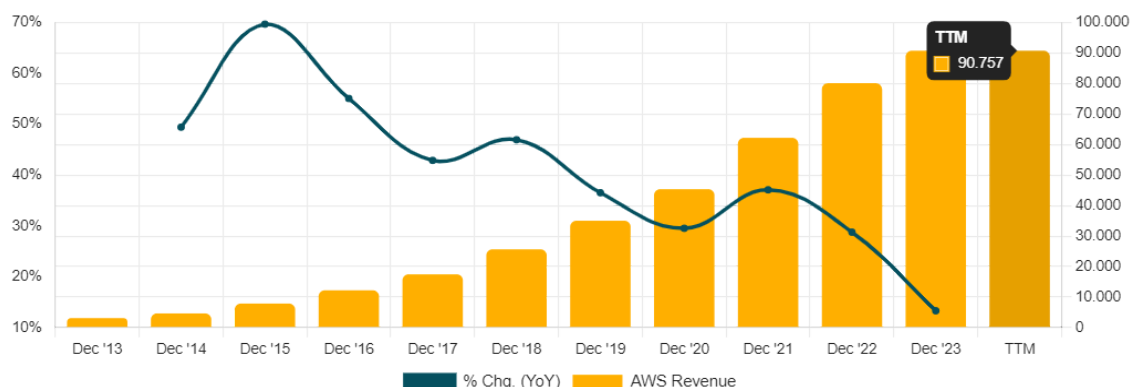
Omzet

In figuur 8 is de omzet en procentuele groei van Amazon te zien. Te zien is dat de omzet steeg van \$89 miljard in FY 2014 naar \$575 miljard in FY 2023 met een gemiddelde jaarlijkse groei van 22,1%. Gedurende 2020 versnelde de groei als gevolg van de coronapandemie. Deze groeiversnelling bleek niet duurzaam, waarna de groei in 2022 afnam en in 2023 weer een versnelling inzette.



Figuur 8 | Omzet Amazon | Bron: Finchat.io

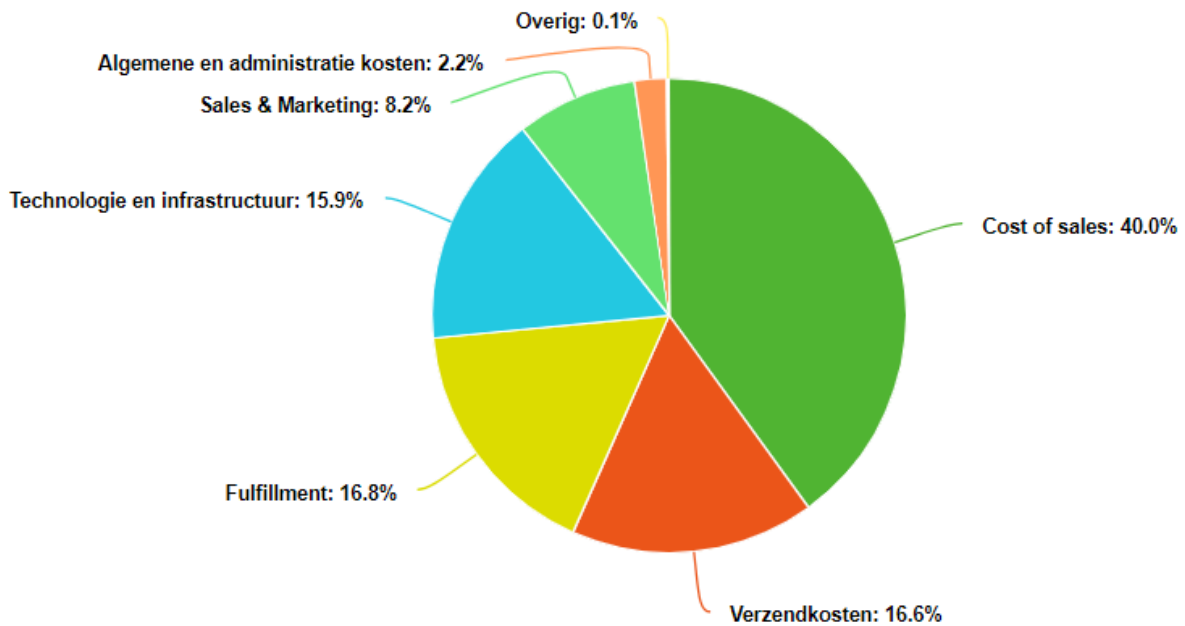
Aangezien het succes van een belegging in Amazon deels afhankelijk is van het succes van AWS, is het belangrijk te bestuderen hoe AWS presteert. De schaal van de grafiek laat een iets vertekend beeld zien. Tussen 2014 en 2022 groeit AWS elk jaar harder dan 30% per jaar. In 2023 lukte AWS dat voor het eerst niet, de groei vertraagde naar 13,3%. Dit komt deels doordat de schaal van AWS toe begint te nemen, deels doordat er besparingen plaatsvinden in de tech sector. Een andere logische reden zou zijn dat Microsoft Azure marktaandeel verovert. Eerder in de analyse, in figuur 6 zagen we dat Azure marktaandeel verovert. Toch lijkt dit niet ten koste te gaan van AWS. Aan de andere kant had AWS natuurlijk ook dit marktaandeel kunnen veroveren. De verdeling van de marktaandelen van de verschillende cloudspelers, laat zien dat de cloudmarkt steeds meer beweegt richting een oligopolie. In deze oligopolie maken AWS, Microsoft Azure en Google Cloud de dienst uit.



Figuur 9 | Omzet AWS | Bron: Finchat.io

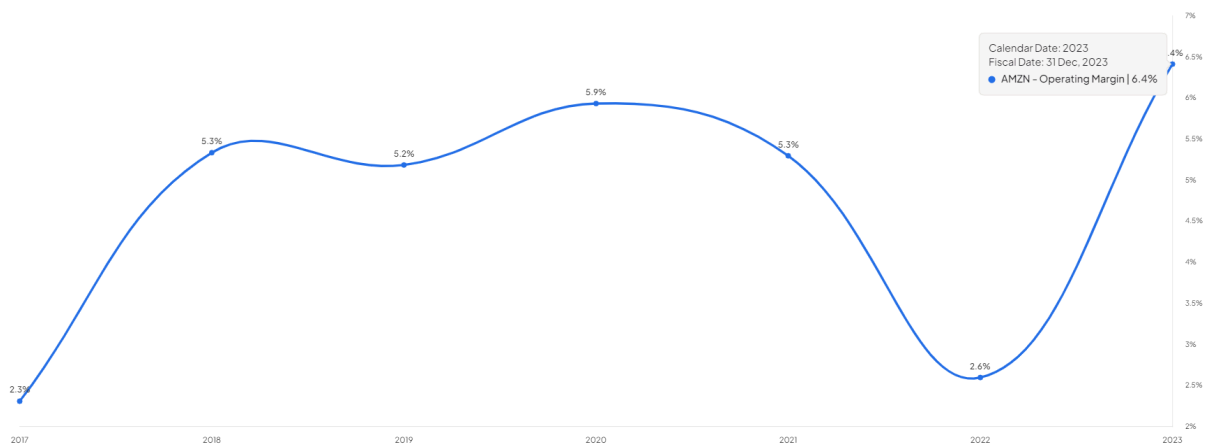
Operationele uitgaven

De totale operationele uitgaven bedroegen \$538 miljard in 2023. In figuur 10 is te zien waar Amazon haar geld aan uitgeeft.



Figuur 10 | Kostenstructuur Amazon | Bron: AR 2023

De bovenstaande kostenstructuur zorgt voor een operationele marge van 6,4% in 2023. In figuur 11 is te zien hoe de operationele marges zich de afgelopen jaren hebben ontwikkeld.



Figuur 11 | Operationele marge Amazon | Bron: Finchat.io

Winst

In 2017 had Amazon een operationele winst van \$3 miljard. In 2021 had Amazon een operationele winst van \$24.9 miljard. Deze stijging van 720% is grotendeels te danken aan AWS, dat de operationele winst in deze periode met 328% liet groeien. Zonder AWS bleven er weinig harde dollars voor Amazon over. Opvallend is wat er in 2022 en 2023 in de e-commerce tak van Amazon is gebeurd. 2022 was duidelijk een lastig jaar. Maar nog opvallender is de keiharde comeback van Amazon wat betreft winstgevendheid. Deze verdubbeling ten opzichte van operationele winstgevendheid in 2021 wordt aangedreven door flinke kostenbesparingen en een sterke groei van het extreem winstgevend advertentie segment binnen Amazon. 2023 is wat dat betreft het jaar waarin Amazon haar spierballen laat zien. Het laat zien hoe je geld verdient aan een platform met 2.7 miljard bezoekers per maand. Wanneer beleggers, waaronder ikzelf, naar de cijfers kijken, zijn veel mensen verbaasd over de snelle groei van het advertentie segment. Achteraf is het natuurlijk makkelijk praten, maar als er wordt gekeken naar de machtige platformen in de wereld zoals Google, Meta of in het verleden traditionele media, is het niet meer dan normaal dat Amazon veel geld verdient met advertenties. Wie de meeste gebruikers heeft, heeft de macht en wie de macht heeft kan adverteerders flink laten betalen om deze gebruikers te bereiken. Dit maakt het aantal gebruikers dat Amazon gebruikt en de hoeveelheid geld die op Amazon wordt uitgegeven extreem belangrijk. Beleggers in Meta weten dit ook, vandaar dat de koers in 2022 zo'n harde klap kreeg toen het aantal gebruikers daalde.

Tabel 4 - Operating Income Amazon segmenten in miljoenen \$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Noord-Amerika Operating margin	2837 2,8%	7267 5,1%	7033 4,1%	8651 3,7%	7271 2,6%	-2847 -0,1	14.887 4,2%
International Operating margin	-3062 -5,6%	-2142 -3,3%	-1693 -2,3	717 0,7%	-924 -0,7%	-7746 -6,6%	-2656 -2%
AWS Operating margin	4331 24,8%	7296 28,4%	9201 26,3%	13.531 29,8%	18.532 29,8%	22.841 28,5%	24.631 27,1%
Totale operating income Operating margin	4106 2,3%	12.421 5,3%	14.541 5,2%	22.899 5,9%	24.879 5,3%	12.248 2,4%	36.852 6,4%
Net income	3033	10.073	11.588	21.331	33.364	-2722	30.425

Uitstaande aandelen

In 2018 waren er 10.000 uitstaande Amazon aandelen, dit aantal bedraagt nu 10.492. Er is dus sprake van enige verwatering van 4,92% in de afgelopen 5 jaar.

5.2 Kasstroomoverzicht

Vrije kasstroom en kapitaalallocatie

In tabel 5 valt op dat Amazon in 2021 en 2022 vrije kasstroom negatief is. Dit komt doordat er veel is geïnvesteerd in het bouwen van data- en distributiecentra. In 2023 laat Amazon zien wel degelijk een vrije kasstroommachine te zijn. Amazon betaalt geen dividend uit en er worden ook relatief weinig aandelen ingekocht. Dit betekent dat Amazon een groot deel van de vrije kasstroom herinvesteert in het bedrijf.

Tabel 5 - kapitaalallocatie Amazon in miljoenen \$

	2019	2020	2021	2022	2023
Netto Winst	11.588	21.331	33.364	-2722	30.425
FCF	25.825	31.020	-9069	-11.569	36.813
Dividend	-	-	-	-	-
Aandelen-inkoop	-	-	-	6000	-
Overnames	2461	2325	1985	8316	5839
Schulden afbetaald	10.066	1104	-6453	-15.966	15.608
Cash	4237	5967	-5900	17.776	19.637

5.3 Balans

Amazon heeft op dit moment \$73.4 miljard aan cash en \$58.3 miljard aan schulden. Van deze schulden moet \$27.9 miljard voor 2029 betaald worden. Aangezien Amazon een cashpositie van \$73.4 miljard heeft en een schuld / EBITDA ratio van 1.55 moet dit makkelijk gaan lukken.

5.4 KPI's

- **Aantal actieve gebruikers per maand**

Het e-commerceplatform van Amazon is een duidelijk netwerkeffect. Wanneer het aantal gebruikers aanzienlijk afneemt, stort het netwerkeffect in elkaar. Het aantal gebruikers is dus essentieel voor een succesvolle belegging in Amazon.

- **Omzetgroei en winstgevendheid E-Commerce segment**

Een hoog aantal gebruikers is leuk, maar het draait er om hoeveel geld gebruikers uitgeven op Amazon. Vervolgens is het belangrijk dat deze omzet uiteindelijk omgezet kan worden naar winsten.

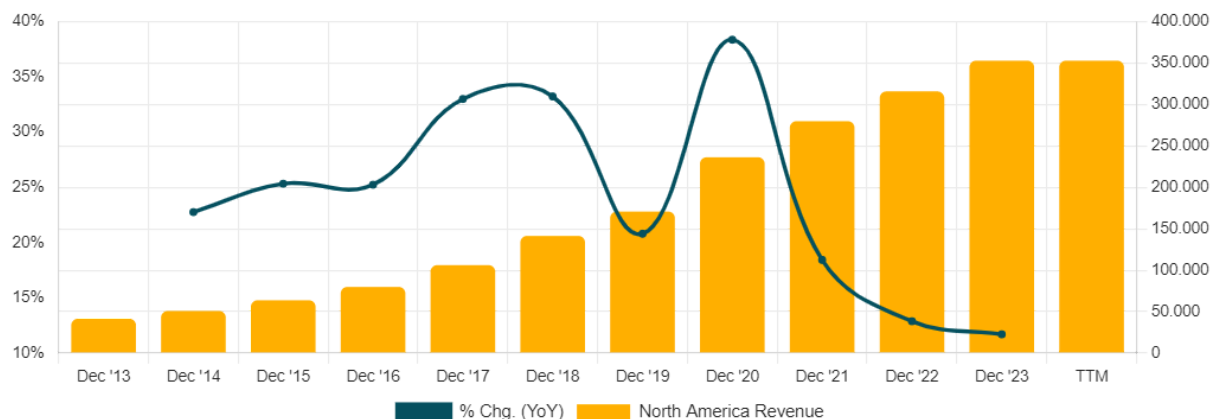
- **Omzetgroei en winstgevendheid AWS**

Wanneer je enkel belegt in Amazon voor het E-commerce platform betaal je een te hoge waardering. Om een belegging in Amazon succesvol te laten zijn, is het succes van AWS essentieel. Dit succes monitor je door de omzet en winstgevendheid van AWS nauwlettend in de gaten te houden. Daarnaast is ook het marktaandeel en de technologische voorsprong van AWS erg belangrijk.

H6 - De waardering

Amazon waarderen is niet makkelijk. Aangezien Amazon bestaat uit veel verschillende segmenten met ieder verschillende winstmarges, is Amazon waarderen nogal een puzzel. In deze analyse is voor de volgende aanpak gekozen: Segmenten AWS, Noord-Amerika en internationaal worden los gewaardeerd door middel van een scenario analyse. Aangezien de winstgevendheid van Amazon een vertekend beeld geeft, doordat het management er bewust voor kiest nauwelijks winstgevend te zijn, wordt er niet naar ratio's gekeken. Ratio's buiten beschouwing laten gaat als waardebelegger tegen mijn natuur in. Toch geloof ik dat het beter is een minder zuivere waardering uit te voeren, dan om op basis van een verkeerde methode conclusies te trekken. Het waarderen van Amazon lijkt iets te zijn waar veel beleggers al jaren de fout ingaan. Veel beleggers waarderen Amazon op basis van een koers- winstverhouding en concluderen dat Amazon overgewaardeerd is. Dit terwijl Amazon vanaf het begin duidelijk heeft gemaakt winsten te herinvesteren in het gelukkig maken van klanten.

6.1 Scenario analyse Noord-Amerika



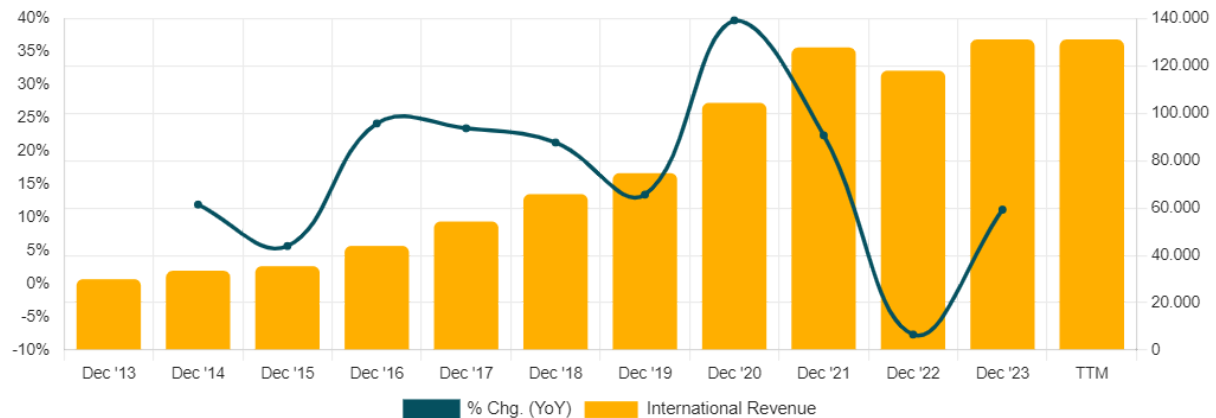
Figuur 12 | Omzet en omzetgroei Noord-Amerika Amazon | Bron: Finchat.io

In figuur 12 is de omzet en omzetgroei van het segment Noord-Amerika te zien. In 2022 was de omzetgroei 12% en in 2023 11%. Gezien de sterke moat van het Noord-Amerika segment, de trend van fysieke verkopen naar e-commerce en de snelgroeiende advertentie en third party sellers segmenten, is het redelijk aan te nemen dat het Noord-Amerika segment de komende vijf jaar met gemiddeld 10% per jaar groeit. In tabel 4 is te zien dat het Noord-Amerika segment in 2018 een operationele marge van 5,1% heeft, in 2019 4,1% en in 2023 4,2%. 2020, 2021 en 2022 waren jaren waarin Amazon veel heeft geïnvesteerd in distributiecentra en logistiek. Er valt dus te concluderen dat Amazon bewezen heeft operationele marges van 4-5% te draaien en dat investeringen zich uitbetalen. Vandaar dat in de scenario analyse van Noord-Amerika wordt gerekend met een operationele marge van 4,5% in 2028. Er is natuurlijk een kans dat deze marge hoger uitvalt.

Berekening

Omzet Noord-Amerika 2023	= \$352,828
Vermenigvuldigd met 10% voor de komende 5 jaar	$\times 0,1^{15}$
Omzet 2028	= \$568,233
Operationele winstmarge	= 4,5%
Operationele winst Noord-Amerika 2028	= \$25,570

6.2 Scenario analyse Internationaal



Figuur 13 | Omzet en omzetgroei Internationaal Amazon | Bron: Finchat.io

In figuur 13 is de omzet en omzetgroei van het internationale segment van Amazon te zien. Het valt op dat het internationale segment wel een omzetversnelling heeft laten zien in 2023 en het Noord-Amerika segment niet. Wel was de omzetvertraging van het internationale segment groter dus was het makkelijker om weer te groeien. In tabel 6 is te zien dat de omzetgroei in Duitsland, Groot-Brittannië en Japan op een soortgelijke manier stagneert als het Noord-Amerika segment rond de 10% omzetgroei. Het merendeel van de omzet komt uit de rest van de wereld. Dit deel van de omzet lijkt nog harder te kunnen groeien de komende jaren. Toch is het twijfelachtig hoe winstgevend deze omzet is. In hoofdstuk 5 zagen we in tabel 4 dat het internationale segment nog nooit winstgevend is geweest.

Amazon heeft in Duitsland een marktaandeel van 53,6%, in Groot-Brittannië ongeveer 27,5% en in Japan ongeveer 22,5%. In de VS heeft Amazon een marktaandeel rond de 38%. Aangezien Amazon in deze markten duidelijk een voet aan de grond heeft, wordt er in deze analyse vanuit gegaan dat Amazon in 2028 een operationele winstmarge van 3% draait. In deze scenario analyse wordt ervan uitgegaan dat de operationele winstmarge in de rest van de wereld 0% is.

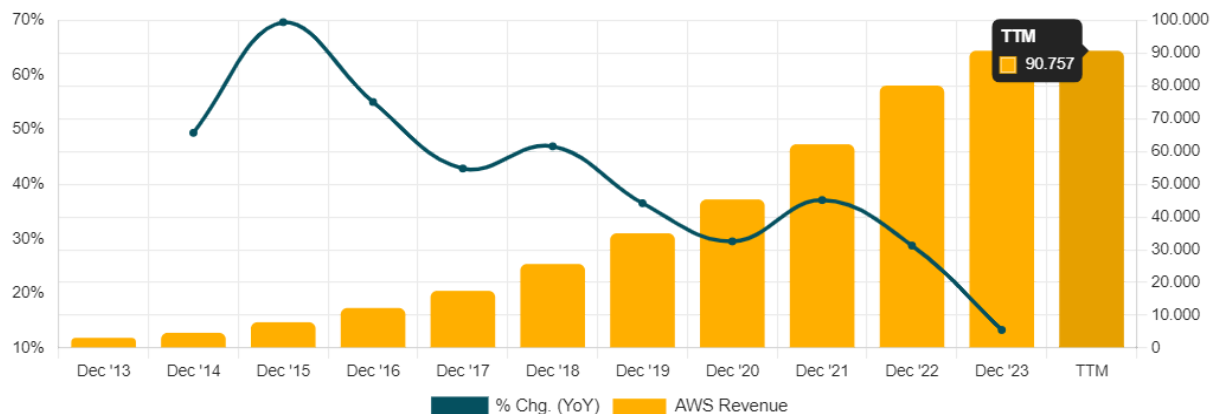
Berekening

Omzet Duitsland, Groot-Brittannië & Japan 2023	= \$97,181
Vermenigvuldigd met 10% voor de komende 5 jaar	× 0,1 ⁵
Omzet 2028	= \$156,511
Operationele winstmarge	= 3%
Operationele winst Noord-Amerika 2028	= \$4,695

Tabel 6 - Omzetverdeling internationale segment in miljoenen \$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Duitsland Δ Groei	17 20,2%	19,9 17,1%	22,2 11,6%	29,6 33,3%	37,3 26%	33,6 -9,9%	37,6 11,9%
Groot-Brittannië Δ Groei	11,4 19,4%	14,5 27,2%	17,5 20,7%	26,5 51,4%	31,9 20,4%	30,1 -5,6%	33,6 11,6%
Japan Δ Groei	11,9 10,2%	13,8 16%	16 15,9%	20,5 28,1%	23,1 12,7%	24,4 5,6%	26 6,6%
Rest van de wereld Δ Groei	17,2 54,3%	24,5 42,4%	31,1 26,9%	46 47,9%	63,5 38%	69,8 9,9%	82 17,5%

6.3 Scenario analyse AWS



Figuur 14 | Omzet en omzetgroei AWS | Bron: Finchat.io

In figuur 14 is wederom de omzet en omzetgroei van AWS te zien. In 2023 was de omzetgroei van AWS 13.3%. Dit was voor het eerst dat AWS met minder dan 25% groeide. Hoewel zeer traag, is sinds Q2 2023 weer een groeiversnelling van AWS zichtbaar. De omzet van AWS groeide van 12.2% in Q2 2023 naar 13.3% in Q4 2023. Het valt de afgelopen twee jaar op dat AWS sterk afhankelijk is van het economisch klimaat in de tech sector en dat groei niet zo snel opkrabbelt wanneer het economisch klimaat verbetert. Daarnaast valt het op dat de daling in groei ook al voor 2021 was ingezet.

Gezien de verwachte groei van de cloudmarkt van ongeveer \$650 miljard nu naar ongeveer \$1500 miljard in 2030 (12,7% CAGR) en de bovenstaande punten in acht nemende, is het redelijk te verwachten dat AWS de komende 5 jaar met minimaal 13% per jaar kan blijven groeien.

Uit tabel 4 blijkt dat de operationele marge van AWS de afgelopen zes jaar tussen de 26 en 30% heeft geschommeld. Een operationele marge van 28% in 2028 lijkt dus redelijk.

Omzet AWS 2023	= \$90,757
Vermenigvuldigd met 13% voor de komende 5 jaar	$\times 0,13^5$
Omzet 2028	= \$167,214
Operationele winstmarge	= 28%
Operationele winst AWS 2028	= \$46,820

6.4 De waardering

Wanneer de verwachte operationele winsten in 2028 van de segmenten Noord-Amerika, Internationaal en AWS bij elkaar opgeteld worden, is de schatting dat de operationele winst in 2028 \$77.1 miljard bedraagt. Wanneer we ervan uitgaan dat de koers de winst volgt, betekent dit een rendement van 16.1% per jaar de komende 5 jaar.

Echter is er in dit geval geen rekening gehouden met een lagere multiple van de operationele winst. Anno 2024 verhandelt Amazon op ongeveer 49 keer de operationele winst. Er is natuurlijk een reële kans dat Amazon in 2028 op minder dan 49 keer de operationele winst verhandelt in 2028. Dit komt doordat de groeiverwachtingen van Amazon waarschijnlijk lager zijn in 2028. In tabel 7 is te zien welke jaarlijkse rendementen verbonden zijn aan de verschillende winst multiples.

Tabel 7 - Waardering Amazon 2028

Operationele winst 2028	Multiple	CAGR
\$77.1 miljard	49	16.1%
\$77.1 miljard	40	11.5%
\$77.1 miljard	35	8.6%
\$77.1 miljard	30	5,2%
\$77.1 miljard	25	1.5%

Tabel 7 gaat er telkens van uit dat de operationele winst in 2028 \$77.1 miljard is. Toch is er ook een kans dat de operationele winst in 2028 een stuk hoger is. Zo bedragen de kapitaalinvesteringen van Amazon in 2023 \$48,1 miljard terwijl dit in 2019 nog \$12,7 miljard was. Het is mogelijk dat deze kapitaalinvesteringen in 2028 minder zijn, dit komt de winst ten goede. Ook valt er een case te maken dat de operationele winstmarges in het Noord-Amerika segment hoger gaan zijn dan 4,5% door Prime, Third Party Seller Services en Ads. Mocht Amazon in 2028 aanzienlijk minder gebruikers hebben dan nu het geval is, of AWS verliest een groot deel van het marktaandeel, is deze waardering vrijwel verwaarloosbaar. Het is belangrijk te beseffen dat er zoveel bewegende onderdelen binnen Amazon zijn, die ieder exponentieel groeien of heel snel kunnen krimpen. Dit maakt Amazon waarderen erg lastig. Echter is de waardering negeren onverstandig. Hopelijk geeft deze analyse je een beter beeld van hoeveel Amazon waard is.

H7 - Conclusie

In dit hoofdstuk staat de conclusie van het uitgevoerde onderzoek naar Amazon beschreven.

7.1 Conclusie

Innovatie, innovatie, innovatie. Dat is waar het bij Amazon om draait. De cultuur van Amazon wordt gekenmerkt door een obsessie met de klant, langetermijnfocus, operational excellence en natuurlijk... innovatie. Het is altijd Jeff Bezos zijn plan geweest om de grootste te worden en te domineren. Dit door mee te surfen op megatrends. De eerste en grootste trend die Bezos heeft aangegrepen is het internet. Inmiddels verdient Amazon 40% van haar omzet met online winkels, 24% met wederverkopers op deze online winkels, 16% met AWS, 8% met advertenties, 7% met abonnementen en 3% met fysieke winkels. Deze verschillende segmenten worden beschermd door een diepe slotgracht. De belangrijkste moat die Amazon heeft weten te exploiteren is gedeelde schaalvoordelen. Amazon zet een netwerkeffect in om schaalvoordelen te behalen en deelt deze schaalvoordelen vervolgens met de klant in de vorm van lage prijzen en een betere klantervaring. De belangrijkste risico's die beleggers willen monitoren zijn veranderingen in consumentengedrag, Microsoft Azure, regulatie en concurrentie.

Het management heeft voldoende skin in the game en wordt beloond op basis van slechts één prestatiecriteria: de beurskoers. Zo wordt innovatie gestimuleerd en zijn de belangen van het management met de aandeelhouders verenigd. Financieel gezien staat Amazon er sterk voor. De omzet groeit met minimaal 10% per jaar, Amazon had in 2023 een vrije kasstroom van \$36 miljard en de schuldpositie is makkelijk draagbaar. Gezien het grote aantal bewegende onderdelen binnen Amazon is waarderen niet makkelijk. Desondanks lijkt Amazon aantrekkelijk gewaardeerd wanneer er een scenario analyse wordt losgelaten op de segmenten Noord-Amerika, Internationaal en AWS. Wanneer de operationele winst multiple de komende 5 jaar daalt van 49 naar 35, wordt er een rendement van 8.6% per jaar verwacht de komende 5 jaar.

7.2 Score

Onderdeel van de analyse	Score
Duurzaamheid van het bedrijfsmodel	9 / 10
Duurzaamheid van het concurrentievoordeel	9 / 10
De omzetgroei	7 / 10
De financiële gezondheid van het bedrijf	8 / 10
Het management	9 / 10
De huidige waardering van het bedrijf	8 / 10

Waarvoor dient deze score? De score probeert de analyse te kwantificeren en uit te drukken in een cijfer. Natuurlijk is een bedrijf geen 'cijfer', maar door de verschillende onderdelen van de analyse een score te geven, willen we je laten zien dat alle onderdelen samen een verhaal vertellen. Hoe hoger de scores, des te interessanter het bedrijf waarschijnlijk is.

Wat betekent ieder cijfer?

- 0-4: Slecht, ondermaats.
- 4-6: Redelijk, niet geweldig.
- 6-8: Gemiddeld.
- 8-9: Goed, bovenmaats.
- 9+: Subliem, uitstekend.

H8 - Bronnen

Amazon Investor Relations. Annual Report (2016 - 2023).

Amazon Executive Compensation Plan: What Works for the Leading US Innovator? (2022, 26 augustus).

<https://ggsitc.com/insights/executive-compensation-teardown/amazon-executive-compensation-teardown-1>

Acquired (2022). Amazon Web Services

<https://www.acquired.fm/episodes/amazon-web-services>

Acquired (2022). Amazon.com

<https://www.acquired.fm/episodes/amazon-com>

Brad Stone (2013). The Everything Store

Colin Bryar & Bill Carr (2021). Working Backwards

In Good Company (2023). CEO of Amazon Web Services

<https://www.nbim.no/en/publications/podcast/>

Jeff Bezos (1997). First letter to shareholders Jeff Bezos.

https://venturebeat.com/wp-content/uploads/2010/09/amzn_shareholder-letter-20072.pdf

Kaziukėnas, J. (2023, 13 februari). Amazon Takes a 50% Cut of Sellers' Revenue. Marketplace Pulse.

<https://www.marketplacepulse.com/articles/amazon-takes-a-50-cut-of-sellers-revenue>

Lex Friedman Podcast (2024). Jeff Bezos: Amazon and Blue Origin

<https://www.youtube.com/watch?v=DcWqzZ3I2cY>

Page, V. (2022, 6 november). What Is Amazon Web Services and Why Is It So Successful? Investopedia.

<https://www.investopedia.com/articles/investing/011316/what-amazon-web-services-and-why-it-so-successful.asp>

Simplilearn. (2024, 25 januari). Top AWS stats you should know about in 2024.

Simplilearn.com. <https://www.simplilearn.com/aws-stats-article>

Slingerland, C. (2024, 3 januari). 101+ cloud computing statistics that will blow your mind (Updated 2024). CloudZero.

<https://www.cloudzero.com/blog/cloud-computing-statistics/#:~:text=About%20two%2Dthirds%20of%20respondents,their%20applications%20to%20the%2>

Statista (2023).

O'cloud Wells, J. (2023, 14 november). Amazon Fresh focusing on grocery 'fundamentals' with updated stores, top exec says. Retail Dive.

<https://www.retaildive.com/news/amazon-fresh-grocery-store-update-omnichannel-industry-fundamentals/699651/>