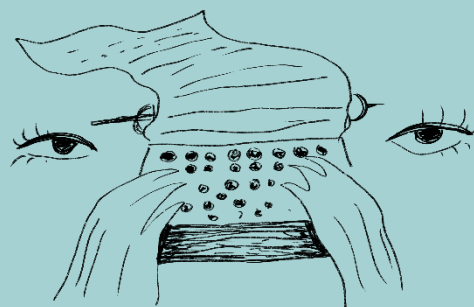


Amazon



Datum: 23/08/2020

Analytiker: Peter Westberg



Efter att ha varit en duktig student under hela sitt liv som bland annat innefattar en examen från anrika Princeton University i USA i computer science and electrical engineering fick den 26 år unge Jeff Bezos jobb på D.E. Shaw, en kvantitativt baserad hedgefond på Wall Street i New York. Bezos sägs ha varit en arbetsnarkoman utan dess like vars hårfäste redan började tyna vid 26 års ålder. Många beskriver honom som nyfiken, om de så får beskriva honom med ett ord. På D.E. Shaw uppvisade han många av de säregenskaper som än idag är tydliga och signifikanta för honom. Han var disciplinerad och precis, han bar alltid på både penna och block vart han än gick för att kunna skriva ned spännande observationer, som om de annars hade gått upp i rök, och han skrattade mycket och högt. Bezos var både framgångsrik och omtyckt på D.E. Shaw, men sejouren blev kortvarig för den alltid så nyfikna Bezos. Under hans sista period på D.E. Shaw bevakade han något som kallades för internet, eller the World Wide Web, som visade tillväxtsiffror som ingen tidigare hade skådat. I början av 90-talet växte det nya fenomenet med en faktor på 2300, det vill säga en ökning på 230 000%.

Detta var katalysatorn för att Bezos skulle snöa in sig på entreprenörsspåret och internet. Han började bolla affärsidéer med sina kollegor på Wall Street. Till slut kom han fram till att näthandel var

en bra idé. Bezos började med att sammanställa en lista på 20 möjliga produktkategorier för en webbshop. Kategorierna innehöll bland annat programvara, kontorsutrustning och musik. Valet föll så småningom på böcker av den enkla men genialiska anledning att böcker var en tydlig handelsvara, där konsumenten visste precis vad den skulle få. En bok är helt enkelt identisk oavsett vart du köper boken.

Våren 1994 talade Bezos om för sin chef David Shaw att han tänkte lämna företaget och starta en nätbokhandel. Shaw försökte övertala Bezos att stanna och föreslog att de skulle gå en promenad i central park. Efter två timmars vandrande kom de överens om att Bezos skulle tänka på saken i några dagar. I vanliga nördiga uttryck och ordalag sade Bezos att han hade konstruerat en "ångerminimeringsstruktur" för att avgöra vilket beslut som var det bästa. År 1994, vid 30 års ålder och efter fyra års arbete på Wall Street sade han upp sig för att i sjösätta och jaga drömmen om internet, drömmen som idag är Amazon.com. Några år senare uttalade sig Bezos om beslutet.

"När man är mitt uppe i en händelse är det lätt att bli förvirrad av småsaker. Jag visste till exempel att när jag väl blev åttio år, så skulle jag aldrig se tillbaka och undra varför jag lämnade mitt Wall Street-jobb mitt under året och offrade min bonus för 1994. Det är inte sådant man bekymrar sig för när man är åttio. Men jag visste att risken var stor att jag skulle ångra mig om jag inte hade varit delaktig i den här grejen som kallades internet, som jag trodde skulle bli helt revolutionerande. När jag tänker på saken på det viset var det ett otroligt enkelt beslut."

Amazon är primärt ett e-handelsbolag och är idag världens näst största bolag sett till börsvärde efter Apple. Börsvärdet tillskrivs idag 1 650 000 miljoner dollar. Givet den enorma storleken har bolaget många olika affärsben och forskningsområden, alla kommer inte tas upp i den här analysen. Jag valt att avgränsa analysen till de affärsområden jag tycker är mest väsentliga för helhetsbilden.

Ecommerce

E-handel är enligt mig en fantastisk bransch att investera i. E-handel växer fortfarande med 15-20% årligen på global nivå och är utöver det extremt värdeskapande. E-handel tillhandahåller lägre priser, bredare utbud och större tillgänglighet för konsumenten. Detta betyder att e-handel besparar konsumenten både tid och pengar samtidigt som det ger konsumenten fler valmöjligheter.



I kombination med denna så självklart värdeskapande bransch har e-handel enorma inträdesbarriärer, i synnerhet vid marknadsledarskap. Definitionen av skalbarhet är, enligt mig, att de rörliga kostnaderna är små eller obefintliga. Detta i kombination med att en skalbar affärsmodell tillåter att en produkt eller tjänst kan distribueras till alla eller många konsumenter samtidigt utan att öka kostnaderna eller de grundläggande strukturerna i verksamheten vid ökad omsättning. En skotillverkare behöver exempelvis tillverka ett par skor till varje ny kund (en betydande rörlig kostnad för varje intjänad krona), medan ett företag som Facebook har förmånen att tillhandahålla sociala plattformar som obegränsat många kunder kan ansluta sig till samtidigt utan att kostnaderna ökar. Bruttomarginalen reflekterar på många sätt affärsmodellens grad av skalbarhet. Några exempel på skalbara affärsmodeller är Fortnox, Facebook, Evolution Gaming och Activision Blizzard. Mjukvara och digital distribution i allmänhet helt enkelt. Amazon har en genomsnittlig kostnad per levererat paket på ungefär \$4, det vill säga en rörlig kostnad per köp på \$4. Detta betyder att Amazon inte är skalbara till samma grad som de företag jag nämnde ovan, vilket enligt mig är ett stort plus.

Självfallet är inte kostnaden per levererat paket det som jag finner attraktiv. Jag älskar helt enkelt det faktum att den rörliga kostnaden existerar till följd av att e-handel är beroende av enorma logistiknätverk och distributionscenter, samt supply chains för de varor man tillverkar internt. Det är alltså den fysiska närvaron, eller snarare den till viss del digitala frånvaron, som på ett så fint sätt skapar och reproducerar den här konkurrensfördelen. LVMH är ett annat bolag som utgör ett bra exempel för den faktiska fördelen med att inte operera i en fullständigt skalbar bransch (fysisk produktion och närvaro samt digital frånvaro). I min bok finns alltså en hel del fördelar med att inte vara ett tekniktungt företag, vilket förmodligen är en övertygelse och åsikt som avviker från konsensus.

Den fysiska delen av e-handel innebär i mångt och mycket ett skydd mot potentiella hot från disruptiva teknologier. Detta eftersom en aktör som försöker ta marknadsandelar inom e-handel självklart måste bygga upp sitt eget logistiknätverk, sina egna distributionscenter, och sin egen produktion om man arbetar business to customer. Detta tar både enormt mycket tid och kostar oerhört mycket pengar. Över 50% av logistiken kring Amazons ekosystem är nu deras egen, vilket så

sent som 2016 enbart var 8%. Detta motsvarar omkring 30 000 delivery vans, 50 flygplan och 175 distributionscenter motsvarande 150 miljoner square feet. Detta är både svårt och dyrt att replikera. Amazon har nyligen kommunicerat att man i början av 2021 rullar ut 100.000 egenutvecklade eldrivna delivery vans.

Jag tror heller inte att det är en tillfällighet att Sydamerikas och Asiens mest värdefulla och framgångsrika företag (Mercadolibre och Alibaba) samt nummer två i Nordamerika i form av Amazon är just e-handlare. Amazon, Mercadolibre och Alibaba skulle alla förmodligen bäst beskrivas som plattformsbolag då de äger själva infrastrukturen kring e-handel. De låter andra företag sälja varor via deras hemsida (plattform), vilket skapar en annan oerhört stark konkurrensfördel. I och med att flest bolag är anslutna till dessa plattformar kommer även mest kunder eftersom utbudet är störst, och eftersom man attraherar flest kunder är dessa plattformar mest attraktiva för nya företag att ansluta sig till - detta resulterar i en vacker och svårreplikerad nätverkseffekt.

Imponerande nog förstod Jeff Bezos redan samma år som Amazon startade att e-handel skulle komma att domineras av antingen ett eller ett fåtal bolag. Just för att skalfördelar i form av att kunna erbjuda lägst pris, snabbast leverans till följd av störst investeringsmöjligheter och störst utbud skulle bli tufft att konkurrera mot. Detta födde idén om att ignorera Wall Street, vilket vi återkommer till senare.

“Amazon is one of the most trusted consumer brands right now and it did not exist 20 years ago. Online has all this trust involved in terms of the user experience being what I think it’s going to be and what I’ve been promised it’s going to be. Amazon figured this out from day one.”

- Pat Dorsey

Amazon Prime

Det kanske mest väsentliga att förstå hos Amazon är Amazon Prime. Det är en prenumerationstjänst som innehåller fri frakt på alla varor hos Amazon, plattformar för att streama musik, film och TV, cloud storage, matleveranstjänsten Amazonfresh (som ökade antalet orders i Q2'20 med 200% jämfört med samma period förra året) och rabatterade priser hos dagligvaruhandeln Whole Foods.

JP Morgan (2018) gjorde en analys i syfte att konkretisera Amazon Prime's realvärde, vilket landade på \$785 per år. Priset är idag \$12.99 per månad eller \$119 per år, alltså cirka 15% av det som JP Morgan kom fram till. Prime kostar idag lika mycket som Netflix vilket är ganska befängt om man ser till vad man får. Priset på Prime höjdes 2018 från 99\$ till 119\$ per år, men antalet användare har fortsatt öka i ostörd hastighet.

“We want Prime to be such a good value, you’d be irresponsible not to be a member.”

- Jeff Bezos

Enligt Business Insider (2018) handlar Amazons genomsnittskund för ~\$600 per år medan en genomsnittlig Amazon Prime-medlem handlar för ~\$1 400 per år, i USA. Detta är förmodligen

anledningen till att Amazon Prime är så billigt. De får alltså betalt men i annan form. Utöver detta ökar den genomsnittliga prime-medlemmen sitt spenderande hos Amazon med 10 gånger över en 10-årsperiod.

“We get to monetize in a very unusual way. When we win a Golden Globe, it helps us sell more shoes. And it does that in a very direct way. Because if you look at Prime members, they buy more on Amazon than non-Prime members, and one of the reasons they do that is once they pay their annual fee, they’re looking around to see, ‘How can I get more value out of the program?’ And so they look across more categories - they shop more. A lot of their behaviors change in ways that are very attractive to us as a business. And the customers utilize more of our services.”

– Jeff Bezos

Amazon Prime Video, som ingår i Prime-medlemskapet, dubblade antalet streamade timmar för original content under 2019. Prime Video spenderar numera strax under hälften av vad Netflix gör på eget content. Netflix investeringar i eget content måste komma från deras egna prenumeranter, i och med att videostreaming är Netflix enda affärsben, medan Amazon närsomhelst skulle kunna välja att investera mer än Netflix på eget content om de så ville. Jag tror att övermäktiga resurser förmodligen resulterar i bättre kvalitet på lång sikt. Däremot tror jag precis som många andra att många konsumenter kommer ha flera videostreamingplattformar.

2019 ORIGINAL CONTENT SPEND ESTIMATES

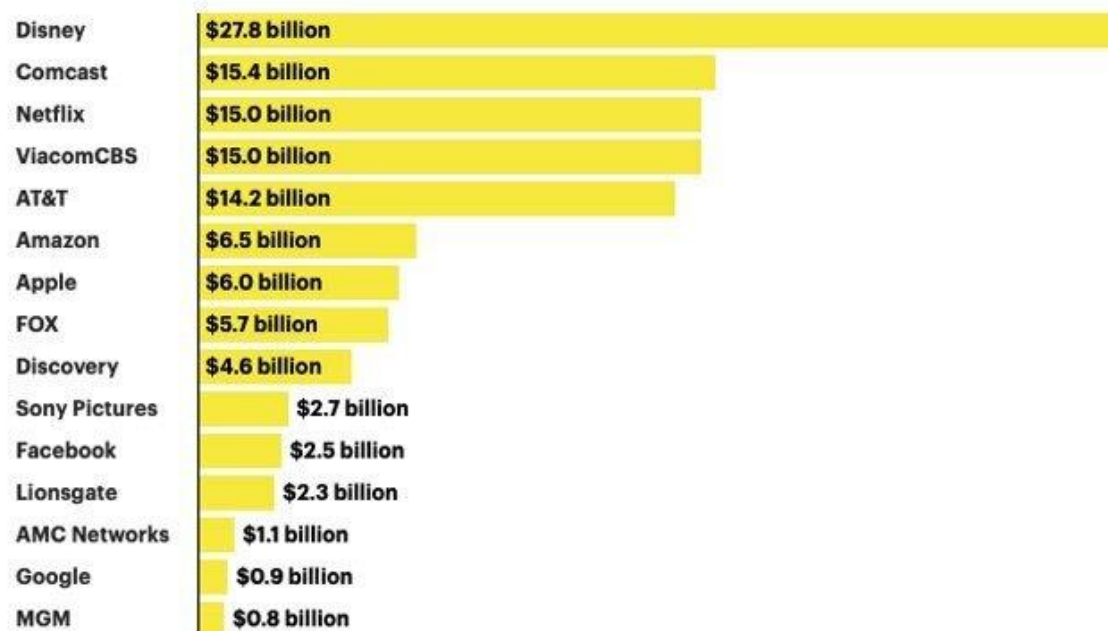


CHART: VARIETY INTELLIGENCE PLATFORM
 • SOURCE: FINANCIAL TIMES (APPLE); BMO CAPITAL MARKETS (NETFLIX); CREDIT SUISSE (DISNEY, VIACOMCBS); RBC CAPITAL MARKETS, SNL KAGAN, COMPANY REPORTS (ALL OTHER FIGURES)

Amazon Music hade en kundtillväxt under 2019 med 50% YoY. Till skillnad från videostreaming lär musik-konsumenten endast ha en plattform, eftersom musik är densamma oavsett vilken plattform du använder, till skillnad från video. Spotify är idag överlägsna vad gäller musikstreaming. Jag

misstänker att både Apple och Amazon har för mycket annat att fokusera på för att konkurrera helhjärtat med Spotify. När vi väl är inne på ljudsegmentet är det värt att nämna att Amazon är världsledande inom smarta högtalare med sin Alexa, som har sålt över 100 miljoner enheter (rapporterat under 2019). I framtiden kan det säkerligen bli ganska häftiga synergier mellan Prime Music och Alexa.

Själva kärnan bakom Amazon Prime och Amazon som bolag är självfallet e-handel. Amazons e-handel ökade omsättningen med mer än 40% under Q2'20 (såklart dock boostat utav COVID-19). Man angriper just nu Europa, Sydamerika samt delar av Asien (t.ex. Indien) med detta monstruösa erbjudande. I Q4'19-rapporten kommunicerade man att Brasilien, som vid tidpunkten var nylanserat, hade den snabbaste tillväxten någonsin för Amazon Prime.

“Amazon chockar på sista raden”

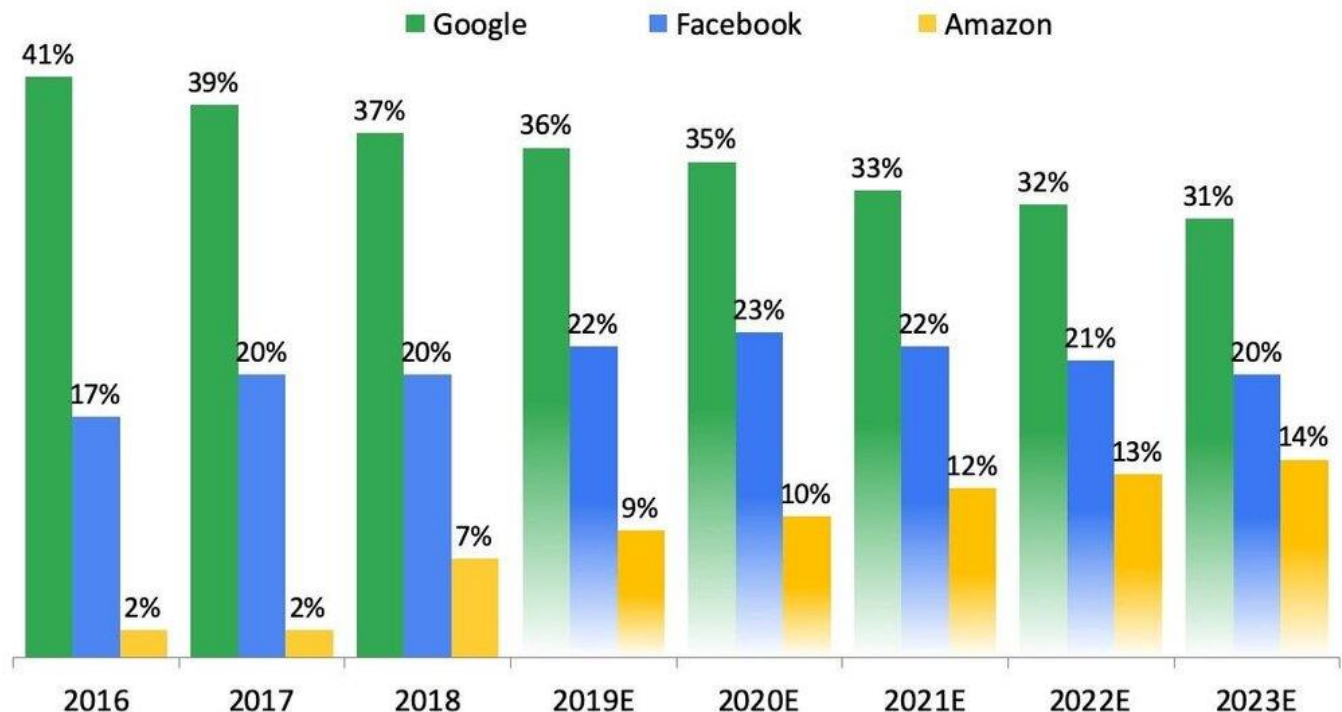
En anledning till att Amazon ofta lyckas demolera analytikernas förväntningar är för att bolaget alltid tycks generera kapital inom nya vertikaler som inte fanns med i beräkningarna året innan. Amazon har exempelvis börjat satsa mer på ads under de senaste åren, som bör ha närmare 100% vinstmarginal. Jeff Bezos ansåg länge att Amazon inte skulle syssla med ads för att det skulle försämra kundupplevelsen, men ångrade sig i början på 10-talet.

Jeff Bezos har gjort många snedsteg och tagit många väldigt märkliga beslut, men hans förmåga att ändra sin åsikt är verkligen fascinerande. Det är kanske just det som är allra mest fascinerande i biografen om honom och Amazon, som jag starkt rekommenderar att läsa.

De stora giganterna inom advertising, Google och Facebook, bör i min mening se Amazon som ett allvarligt hot. Åtminstone Google. När en amerikan gör ett produktsök online idag är det inte Google som är det vanligaste alternativet. Enligt en undersökning som gjordes på 2200 amerikaner i maj 2020 söker 50% av amerikanerna på Amazon först när det ska shoppas online. Tvåa kommer Google med 24% (Wilson, 2020). Förmodligen för att konsumenten vet att köpprocessen kommer sluta hos Amazon ändå. Om de redan har trafiken, varför skulle de inte själva kunna skapa en större sökmotor?

Amazon Share Of US Digital Advertising Vs. Duopoly

Percent of the US digital ad market, by platform



Note: Google includes ad revenue from YouTube; Facebook includes Instagram. Includes advertising that appears on desktop, mobile, and other internet-connected devices, across all ad formats; after paying traffic acquisition costs (TAC) to partner sites.

Source: eMarketer, Business Insider Intelligence, 2019

BUSINESS
INSIDER
INTELLIGENCE

Amazon Web Services

AWS, akronym för Amazon Web Services, är bolagets motsvarighet till Microsoft Azure och Google Cloud, det vill säga infrastructure as a service (IaaS). Amazon Web Services är större än Microsoft Azure och Google Cloud tillsammans och genererade ~ \$35 miljarder i omsättning under 2019. Detta motsvarar 12% av bolagets totala omsättning. Värt att nämna är att Amazon uppfann cloudvertikalen 2002. Det finns flera anekdoter till hur idén skapades och hur den sattes i bruk. Den mest omtalade är att en person inom Amazon's ledningsgrupp lade märke till bolaget var tvungna att öka sin kapacitet kring stora handelsdagar som julafton, Black Friday och Cyber Monday. När handelshögtiderna sedan var över använde man inte all kapacitet för att processa data vilket ledde till att man istället sålde den vidare. Den här historien tillbakavisas dock av personer inom Amazon. Dessutom skulle isåfall företaget ha behövt kasta ut "hyresgästerna" inför varje höst i syfte att frigöra kapacitet till sig själva. Det är inte logiskt.

Framväxten av AWS väcker en del självklara frågor. Hur kunde en e-handlare skapa ett nytt affärsben med så fullständigt annorlunda inriktning? Jag tror inte att det är en slump att det var just Amazon som uppfann cloudvertikalen och API-begreppet. AWS, Alexa och Amazon Prime är faktiskt alla innovationer som kommer från anställda inom Amazon. Jeff har verkligen format företagskulturen i

syfte att skapa och reproducera innovation och briljanta idéer. Ett av många exempel på detta är att alla som ingår i Amazons senior management har som krav att ha läst boken Black Swan, med Nassim Nicholas Taleb, som verkligen utmanar ditt sätt att tänka. Vidare har Bezos testat otaligt många styrmodeller för att optimera gruppdynamik och innovationstänk. Nästan alla har förkastats och visat sig vara fullständigt dårliga. Men genom begreppet operational excellence, ett vanligt förekommande begrepp inom Amazon som är nära besläktat med japanska Kaizen, har man genom små modifieringar kommit närmare och närmare en optimal företagsstruktur, som i sin tur har lagt grunden för en god företagskultur.

Synergierna mellan AWS och övriga Amazon är ganska häftiga och passar extremt väl in i Amazons investeringsglada strategi i och med att AWS är betydligt mer lönsamt än Amazons e-handel. De pengar man tjänar på AWS möjliggör alltså större investeringar i Amazons andra affärssegment.

Cloud, som ofta förknippas med artificiell intelligens och algoritmer är oerhört komplext och det råder idag brist på folk i världen som är duktiga inom området. Duktiga personer inom AI och webbprogrammering är idag världens mest eftertraktade arbetstagare. Detta innebär också att det är svårt att utmana jättar såsom Amazon Web Services, Microsoft Azure och Google Cloud. Utöver detta blir algoritmerna och AI-motorerna bättre parallellt med att mer data flödar igenom systemen. Detta bör i sin tur leda till att storlek inom cloudvertikalen är en gedigen konkurrensfördel. Det är tydligt att tre bolag i väst som kommer göra att västvärlden blir AI-driven.

Spotify, Netflix, Twitter, Disney, Facebook, Baidu, Adobe är alla kunder till AWS för att nämna några. Fler och fler företag skiftar till cloud. AWS växer idag omsättningen med omkring 30% per år. Flera grenar av amerikanska myndigheter är även viktiga AWS-kunder, till exempel NASA och CIA. Amazon är världens största cloudleverantör, och i takt med att ovan nämnda kunder växer kan man processa mer data och således förbättra sina AI-modeller och algoritmer.

Whole Foods – varför går digitalt till fysiskt?

Att bolag med stor fysisk närvaro tenderar att bli mer digitala är något som är självklart för de flesta. Motsatsen är dock inte lika vanlig och heller inte lika självklar, men således kanske mer spännande att analysera. Amazon köpte år 2017 Whole Foods för \$13,7 miljarder. En amerikansk dagligvaruhandel med en marknadsandel på ~2,5% på den \$800 miljarder stora amerikanska matvarumarknaden. Det kan tyckas vara remarkabelt att ett tillväxtbolag expanderar till en marknad utan just tillväxt, samt att ett bolag som är fött ur internet förvärvar en massa fastigheter (en stor del av Whole Foods lokaler är dock leaseade).

Den kanske mest självklara anledningen till förvärvet är att Amazon fortsätter att addera erbjudanden till Prime som de med största sannolikhet vet kommer skapa värde för i princip alla konsumenter, vilket också är anledningen till att jag väljer att ta upp det. Just detta gör att Amazon på många sätt kan betraktas som en lågriskaktie, åtminstone om man ser till bolagsspecifik risk. Återigen ett betagande citat av Bezos:

“I very frequently get the question: ‘What’s going to change in the next 10 years?’ And that is 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 the 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. In our retail business, we know that customers want low prices, and I know that's going to be true 10 years from now. They want fast delivery; they want vast selection. It's impossible to imagine a future 10 years from now where a customer comes up and says, 'Jeff I love Amazon; I just wish the prices were a little higher,' [or] 'I love Amazon, I just wish you'd deliver a little more slowly.' Impossible. And so the effort we put into those things, spinning those things up, we know the energy we put into it today will still be paying off dividends for your customers 10 years from now. When you have something that you know is true, even over the long term, you can afford to put a lot of energy into it."

Amazon är med andra ord ett bolag som spenderar mest pengar i världen på forskning och utveckling, och som spenderar kapitalet på saker som de antar är tidlösa. Hur konkurrerar man mot ett sådant bolag?

En extremt stor kostnadspost och en stor utmaning för online retail i allmänhet och för Amazon i synnerhet är kostnaden för leveranser. Jag tror att bolagets utökade fysiska närvaro kan vara en strategisk manöver för att tackla detta. Exempelvis genom att Whole Foods kan operera Click & Collect-centraler. Kunder kan på så vis bli erbjudna lägre pris samtidigt som Amazon kan sänka kostnaden för logistik. Den utökade fysiska närvaron skulle också kunna möjliggöra att kunder kan returnera varor själva vilket skulle sänka kostnaderna.

Under lång tid har Amazon investerat mycket i utveckling av drönare för leveranser. Således blir ytterligare ett antagande att Whole Foods lokaler kan komma att användas som 'parkeringsplatser' för drönare, där lokalerna delvis fyller syftet att korta ned leveransavstånden. Lagstiftningen för drönare behöver dock reformeras innan detta kan bli verklighet. Det finns många frågetecken såsom privacy issues (eftersom drönarna har kameror), potentiell fara för andra och andra diverse socialt förankrade frågetecken.

Som tidigare nämnt, det mest självklara gällande förvärvet av Whole Foods är att Amazon utökar Prime för att stärka sin moat och vidga sitt ekosystem. Jag tror dock att det finns mer än så till affären, och att förvärvet i framtiden kommer att betraktas som mycket framgångsrikt. Löner och leveranskostnader är Amazons största kostnadsposter idag. Jag tror att den ständiga optimeringen av logistikkedjan parallellt med att bolaget blir alltmer automatiserad ger upphov till en stor potential för framtida marginalförbättring.

Vidare tror jag att synergieffekterna mellan bolagets olika affärsområden är och kommer fortsätta vara ett vinnande koncept, där prenumerationsmodellen agerar spindel i nätet, och än viktigare ur investeringssynpunkt - ett underskattat koncept. Walmart har faktiskt under 2020 lanserat en liknande tjänst, Walmart+, som ska fungera på samma sätt som Amazon Prime. Jag har ganska svårt att begripa varför Walmart är så sena på den bollen.

Whole Foods-affären ger också en indikation för organisationskulturen som existerar inom Amazon, samt för den bild som allmänheten har om bolaget. Amazon tillåts och förväntas numera att göra *allt*. Av anställda, av konsumenter likväl som av investerare och andra bedömare på den finansiella marknaden. Det är ganska häftigt, och det är väldigt unikt. Hur hade marknaden reagerat om det var Volkswagen, Activision Blizzard, Shopify eller Apple som hade köpt en matvarukedja?

Ledning och ägarbild

Ägarbilderna kanske inte är den mest intressanta variabeln i ett konglomerat av Amazons storlek. Jag tycker dock fortfarande att det är värt att nämna att Jeff Bezos både är grundare och VD, samt att han faktiskt är den person med mest skin in the game i hela världen. Just nu äger han ~11% av bolaget vilket motsvarar \$180 miljarder, vilket också gör han till världens rikaste man. Utöver Bezos ägande om 11% äger övriga ledningen omkring 4%.

En annan rik och framgångsrik man i form av Warren Buffett började köpa in sig i Amazon under H2'19. Han letar ju som bekant efter starka konkurrensfördelar. Amazon utgör för närvarande enbart ~1% av Berkshire Hathaways väska. Jag ser fram emot att följa Berkshire Hathaways ägande i Amazon.

Vidare tror jag att aktien riskerar att bli volatil om vi ser ett skifte i ägarstrukturen från tillväxtinvestering till värdeinvestering parallellt med att tillväxten sjunker (vilket jag däremot tror kommer dröja) och EPS:en stiger.

Investeringscase

I hela Amazons livstid har bolaget ifrågasatts och kritiserats för deras brist på kortsiktig intjäningsförmåga. Det är något som Jeff Bezos har tampats med i över 20 år. Det absurda är att det aldrig verkar sluta, trots att Bezos och Amazon gång på gång bevisar att smarta och stora investeringar i syfte att bygga vallgravarna bredare är ett fantastiskt recept i syfte att skapa aktieägarvärde över lång tid. Många stirrar dogmatiskt på dagens kassaflöde och vinst. Det som är viktigt att förstå i den här frågan är att ett lägre kassaflöde idag till följd av medvetet, selektivt och aggressivt investering förmodligen innebär ett högre kassaflöde i framtiden. Amazon är idag det bolag som spenderar mest pengar på forskning och utveckling i världen, ungefär lika mycket som Microsoft och Apple gör tillsammans för att placera siffran i en begriplig kontext. På rullande 12 månader har Amazon spenderat \$38 miljarder på forskning och utveckling. Varför är detta väsentligt ur investeringsynpunkt?

Något som ofta diskuteras är affärsmodeller, men sällan diskuteras strategier. För att bäst skapa sig en övergripande förståelse för Amazon bör man läsa Jeff Bezos första brev till aktieägarna som publicerades 1997. Brevet handlar mer om bolagets strategi än vad det handlar om affärsmodellen. Kortfattat förklarar brevet att man kommer styra verksamheten med ett övergripande långsiktigt fokus i form av att prioritera expansion samt att övervinna marknadsandelar framför kortsiktig intjäning, samt att man kommer vara extremt kundfokuserade. Beakta att den här strategin har tagit Amazon från bokförsäljare till världens näst högst värderade bolag sett till börsvärde, på 25 år. Några utklippta rader från aktieägarbrevet från 1997:

Because of our emphasis on the long term, we may make decisions and weigh tradeoffs differently than some companies. Accordingly, we want to share with you our fundamental management and decision-making approach so that you, our shareholders, may confirm that it is consistent with your investment philosophy:

We will continue to focus relentlessly on our customers.

We will continue to make investment decisions in light of long-term market leadership considerations rather than short-term profitability considerations or short-term Wall Street reactions.

We will continue to measure our programs and the effectiveness of our investments analytically, to jettison those that do not provide acceptable returns, and to step up our investment in those that work best. We will continue to learn from both our successes and our failures.

We will make bold rather than timid investment decisions where we see a sufficient probability of gaining market leadership advantages. Some of these investments will pay off, others will not, and we will have learned another valuable lesson in either case.

When forced to choose between optimizing the appearance of our GAAP accounting and maximizing the present value of future cash flows, we'll take the cash flows.

We will share our strategic thought processes with you when we make bold choices (to the extent competitive pressures allow), so that you may evaluate for yourselves whether we are making rational long-term leadership investments.

We will work hard to spend wisely and maintain our lean culture. We understand the importance of continually reinforcing a cost-conscious culture, particularly in a business incurring net losses.

We will balance our focus on growth with emphasis on long-term profitability and capital management. At this stage, we choose to prioritize growth because we believe that scale is central to achieving the potential of our business model

We will continue to focus on hiring and retaining versatile and talented employees, and continue to weight their compensation to stock options rather than cash. We know our success will be largely affected by our ability to attract and retain a motivated employee base, each of whom must think like, and therefore must actually be, an owner.

Amazon har ingen regelrätt peer. Men mot övriga FAANG-ligan och Alibaba värderas man billigast på försäljningsmultiplar samtidigt som man växer omsättningen snabbast både procentuellt och i absoluta tal. Många skulle förmodligen hävda att Alibabas premie sett till vad man betalar för omsättningen ligger till grund för deras högre marginaler vilket såklart spelar in. Å andra sidan närmar sig Amazon den plattformstruktur som Alibaba redan är. Det vill säga, den delen av Amazons retail-ben som växer snabbast är just third party sellers. Det Amazon däremot inte har är ett väldigt lönsamt fintech-ben som Alibaba har genom Alipay. På sikt kommer övergången mot third party sellers resultera i högre marginaler och en ännu starkare moat.

Amazon verkar också ha kommit fram till en viss deflection point där earnings helt plötsligt växer snabbare än topline, trots att bolaget fortfarande investerar mest pengar i världen på forskning och utveckling. Jag tror att marknaden underskattar Amazons tillväxtpotentialer framgent, både vad gäller sales och earnings, just för att marknaden historiskt alltid har gjort det.

Nyckeltal



MUSD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Q1 2020	10 år
Omsättning	48 077	61 093	74 452	88 988	107 006	135 987	177 866	232 887	280 522	321 781	
EBITDA	1 945	2 835	3 998	4 924	8 514	12 302	15 584	27 762	36 330	39 711	
EBITDA Marg %	4,05%	4,64%	5,37%	5,53%	7,96%	9,05%	8,76%	11,9%	13,0%	12,3%	
Bruttoresultat	10 789	15 122	20 271	26 236	35 355	47 722	65 932	93 731	114 986	129 585	
Bruttomarginal-%	22,4%	24,8%	27,2%	29,5%	33,0%	35,1%	37,1%	40,2%	41,0%	40,3%	
Rörelseresultat	862,0	676,0	745,0	178,0	2 233	4 186	4 106	12 421	14 541	16 868	
Rörelsemarginal-%	1,79%	1,11%	1,00%	0,20%	2,09%	3,08%	2,31%	5,33%	5,18%	5,24%	
Vinst före skatt	934,0	544,0	506,0	-111,0	1 568	3 892	3 806	11 261	13 976	16 289	
Vinst	631,0	-39,0	274,0	-241,0	596,0	2 371	2 244	9 916	11 588	13 180	
Vinstmarginal-%	1,31%	-0,06%	0,37%	-0,27%	0,56%	1,74%	1,26%	4,26%	4,13%	4,10%	

Bull case

Grafisk excel-representation av antaganden om 30% årlig omsättningstillväxt till och med 2025 och stärkt vinstmarginal från 4% till 10% och hur detta påverkar P/S samt P/E.

30% topline growth	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsättning	364	473	615	800	1040	1350
Vinstmarginal	4	5	5	8	10	10
P/S	3,85	2,93	2,27	1,75	1,35	1
P/E	96	59	45	22	13,5	10

Bear case

Grafisk excel-representation av ett mer restriktivt antagande om 15% årlig omsättningstillväxt till och med 2025 och stärkt vinstmarginal från 4% till 10% och hur detta påverkar P/S samt P/E.

15% topline growth	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsättning	322	370	426	490	563	648
Vinstmarginal	4	5	5	8	10	10
P/S	4,35	3,8	3,33	2,86	2,5	2,17
P/E	109	76	66	36	25	22

Med dessa beräkningar landar aktiens uppsida i ett intervall mellan 130-500% för de kommande 5,5 åren förutsatt att multipelexpansion- eller kontraktion mot omsättning är obefintlig (förutsatt att P/S och EV/S ligger kvar på dagens nivåer). Om P/S är oförändrat betyder det att aktiekursen har växt parallellt med omsättningen. Intervallet motsvarar alltså 15-30% CAGR för aktien de kommande 5,5 åren, som motsvarar antagandet av omsättningstillväxten. Aktien har presterat 80% senaste året, 244% senaste tre åren och 564% senaste fem åren.

Svagheter och hot

Den absolut främsta risken för Amazon är, enligt mig, den regulatoriskt förankrade risken som tar avstamp i det som i USA kallas Antitrust Laws. Antitrust Laws handlar helt enkelt om att skydda den fria marknaden och reglera orättvisa konkurrenssituationer. Antitrust Laws bygger dock helt och hållet på att göra marknaden så fördelaktig som möjligt för konsumenten. Därför bör man enligt lagen också kunna vara hur stor som helst, så länge regulatorerna anser att marknadsklimatet gynnar konsumenten. Om man tar det i beaktning bör Amazon kunna "flyga under radarn" ett tag till.

Utöver detta har Amazon i särklass mest anställda av de bolag som är övervakade av regulatorerna, vilket gynnar ekonomin i stort. Vidare har Amazon lägst marginaler och är det enda bolaget som faktiskt inte är störst sett till omsättning inom sitt verksamhetsfält. Faktum är att Walmart ungefär är dubbelt så stort som Amazon sett till omsättning. Inom retail finns alltså plats för fler aktörer än en. Kanske på grund av att retail inte är totalt skalbart som jag nämnde tidigare. Hursomhelst, idag kontrollerar Amazon cirka 1% av global retail och 4% av amerikansk retail. Detta berättar egentligen två saker.

- 1) En reglering av Amazon känns just nu ganska avlägsen.
- 2) Bolaget har extremt mycket mer marknadsandelar att ta.

En annan risk kopplat till Antitrust Laws är att Amazons vinstmarginal förmodligen aldrig kommer kunna bli *för bra*. Jag misstänker att det hade medfört ett enormt tryck på regulatorerna till följd av att flera marknadsaktörer kraftigt hade kritiserat detta.

Nyligen var de verkställande direktörerna för Amazon, Alphabet (Google), Apple och Facebook i rätten för att argumentera för varför deras bolag inte bör regleras. Facebook blev allra mest grillat följt av Alphabet och Amazon medan Apple verkade klara sig lindrigt undan.

Framåt & uppåt.

Disclaimer

Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt.