

ÄR AMAZON VÄRT 176 GÅNGER VINSTEN?

Av Mikael Tarnawski-Berlin
Förvaltare av Carnegie Global på Carnegie Fonder

Amazon värderas idag till P/e 176. Givet att aktierna på amerikanska börsen brukar värderas till i genomsnitt 15 gånger vinsten, är det minst sagt högt. Anledningen till det höga P/e-talet är självklart att investerare är väldigt optimistiska när det gäller Amazons framtida vinsttillväxt. Men vad behöver egentligen hända för att Amazon ska bli en bra investering på lång sikt? Och hur sannolikt är det att bolaget lyckas? Carnegie Globals förvaltare Mikael Tarnawski-Berlin gör ett försök att "räkna hem" aktien.

Den första fråga vi ställer oss är: vilken avkastning ska en investering i Amazon ge för att bolaget ska vara rätt värderat? Aktier brukar över tid avkasta 6-7 procent per år. Så för att Amazon ska inte ska vara övervärderat behöver aktien avkasta ungefär 6,5 procent per år under investeringsperioden.

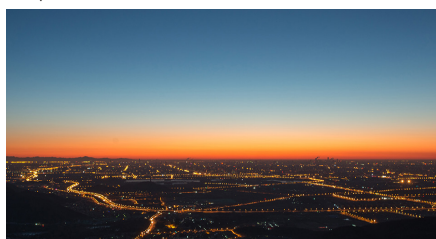
För en långsiktig investerare är det tre delar som tillsammans avgör avkastningen:

1. Tillväxten i vinst per aktie under investeringsperioden
2. Direktavkastningen, det vill säga utdelningar
3. Multiplexpansion eller -kontraktion (skillnaden i den vinstmultipel man betalar när man investerar och den man får när man säljer.)

Låt mig visa med ett exempel (se tabell 1). Säg att du investerar i Bolaget AB och äger aktien i fem år. När du investerar kostar aktien 150 kronor och bolaget gör en vinst på 15 kronor per aktie. Aktien kostar alltså 10 gånger vinsten. Bolaget delar varje år ut 3 kronor i utdelning vilket ger dig en årlig avkastning på 2 procent. När du säljer aktien fem år senare har vinsten ökat med 4 procent per år till 18 kronor per aktie. Marknaden har nu fått upp ögonen för bolaget och det värderas till 15 gånger vinsten, det vill säga 270 kronor. Summerar man det har du fått cirka 14 procent årlig avkastning; 4 procent från vinsttillväxt, 8 procent från multiplexpansion och 2 procent från utdelning.

Välkommen till CF Report!

Rapportserien behandlar en rad ämnen, trender och utmaningar som investerare berörs av i Sverige, Norden och på världens marknader.



Sammanfattning

- ▶ Amazon värderas till P/e 176.
- ▶ All vinst har i princip offrats för att växa och ta marknadsandelar. Men det fortsätter inte för alltid.
- ▶ För att Amazon ska vara rätt värderat idag behöver försäljningen öka med 18 procent per år i 15 år. Ett bolag av Amazons storlek har aldrig tidigare lyckats detta.
- ▶ Vi, som försiktiga värdeförvaltare, tycker att förväntningarna är alldeles för höga för att en investering skulle vara attraktiv.

Låt oss med den här modellen titta på hur Amazon behöver utvecklas för att det ska vara rätt värderat, det vill säga ge oss en årlig avkastning på 6-7%.

Investeringshorisont

Det är svårt att tänka sig nu när det går så bra, men en dag blir Amazon ett bolag som alla andra. Sears, som var dåtidens Amazon och helt dominerande inom postorder och handel i USA, gick nyligen i konkurs. Även e-handel kommer att mogna och då kommer dess tillväxt att likna BNP:s, det vill säga några få procent per år.

Den stora frågan är när det händer. För att göra det lite enkelt för oss så antar jag att vi äger bolaget i 15 år och att det då har mognat. Jag uppskattar nämligen att det kommer att ta ungefär 15 år innan e-handel har mognat som bransch och nått en andel på ungefär 60 procent av total handel.

Vinst

Hittills har Amazon offrat i princip all vinst för att växa och ta marknadsandelar. Men det kommer inte att fortsätta för alltid. En dag kommer Amazon att vilja få avkastning på den investeringen och frågan är hur mycket Amazon kommer att tjäna när bolaget är moget. Det finns lite olika sätt att lista ut det.

Vi kan börja med att titta på de

Vad avgör den årliga avkastningen?

Tabell 1. Bolaget AB

	Vid investering	Vid försäljning	Årlig avkastning
Vinst per aktie	15 kr	18 kr	4%
P/E-tal (pris på aktien delat med vinst per aktie)	10x	15x	8%
Aktiepris	150 kr	270 kr	12%
Årlig utdelning	3 kr		2% (3 kr/150 kr)
Summa			14%

kostnadsposter som borde inkludera tillväxtinvesteringar. De två mest uppenbara är marknadsföring/annonsering och teknik/utveckling (se tabell 2). Om vi antar att

30 procent av de kostnaderna har gjorts för att växa, och därför inte behövs när bolaget är moget, kan vi se att rörelsemarginalen hade varit 4,5-7,7 procent de senaste 7 åren.

Tillväxtinvesteringar för Amazon

Tabell 2.

Miljoner USD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Omsättning (USD mdr)	48,1	61,1	74,5	89	107	136	177,9
Annonsering	1,4	2	2,4	3,3	3,8	5	6,3
Procent	2,9%	3,3%	3,2%	3,7%	3,6%	3,7%	3,5%
Teknik/underhåll	2,9	4,6	6,6	9,3	12,5	16,1	22,6
Procent	6,0%	7,5%	8,9%	10,4%	11,7%	11,8%	12,7%
Rörelsevinst (USD mdr)	0,9	0,8	0,8	0,3	2,2	4,2	4,1
EBIT %	1,8%	1,2%	1,0%	0,4%	2,1%	3,1%	2,3%

Återföring av tillväxtinvesteringar

Annonsering - 30%	0,4	0,6	0,7	1,0	1,1	1,5	1,9
Teknik - 30%	0,9	1,4	2,0	2,8	3,8	4,8	6,8
Just. Rörelseresultat	2,2	2,7	3,5	4,1	4,1	10,5	12,8
Just. Rörelsemarginal	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	6,6%	7,7%	7,2%

Rörelsemarginal utifrån segment

Tabell 3.

Segment	Uppskattad mogen rörelsemarginal	Kommentar
Online e-handel och tredjepartsförsäljning	7,5%	Jeff Bezos har nämnt att de skulle kunna nå 10% om de slutar växa. Givet vad traditionella handlare tjänar låter det inte orimligt, men vi antar 7,5% för att ha lite säkerhetsmarginal.
Fysiska affärer (Whole Foods)	5,5%	Vi vet vad Whole Foods tjänat när det var ett fristående bolag.
AWS (Cloud-tjänster)	22%	De tjänar ungefär 25% idag men vi antar en minskning för att vara konservativa.
Övrigt (andra tjänster som t.ex. annonsering)	5%	Svårt att säga givet hur lite vi vet om segmentet. Vi antar därför låga 5%.
Total rörelsemarginal	7,5%	Beror på fördelningen mellan de olika segmenten.

Då Amazon växer med cirka 30 procent per år tror jag att tillväxtinvesteringarna kan vara högre än 30 procent och att antagandet är för konservativt. En annan metod skulle vara att titta på Amazons olika segment och uppskatta hur stor marginal de kan nå vid mognad (se tabell 3).

En summering av segmentet indikerar en rörelsemarginal på cirka 7,5 procent. Givet att de stora varuhusen haft 5-6 procent tycker jag att 7,5 procent verkar rimligt.

Vår slutsats säger oss också hur Amazon värderas i förhållande till den normaliserade vinsten idag (se pro forma-kolumnen i tabell 4). P/e-talet på den normaliserade vinsten är 77, vilket fortfarande är väldigt högt.

Vilket P/e-tal om 15 år?

Vilket P/e-tal kommer Amazon vara värt om 15 år? Svaret beror förstås på hur Amazons framtidsutsikter för vinsttillväxt, avkastning på investerat kapital, hur stor del av vinsten som återinvesteras och konkurrensfördelar ser ut då. Och även om allt ser bra ut nu, är det inte lätt att förutspå hur bolaget kommer att se ut då.

Genomsnittet över tid för amerikanska bolag ligger runt P/e 15. Om vi tittar på de mest framgångsrika stora varuhusen Walmart, Target och Costco (som väl är det närmaste som finns i offline-världen) är snittet 23 de senaste 20 åren.

Även om Amazons affärsmodell inte är lik den som de stora varuhusen haft de senaste 20 åren har de likheter vad gäller framtida

Amazons värdering i förhållande till normaliserad vinst

Tabell 4.

\$ miljoner	Faktiskt 2018	Pro Forma 2018
Omsättning	208 125	208 125
Rörelseresultat	7 384	15 609
Rörelsemarginal	3,50%	7,50%
Räntekostnader	-946	-946
Resultat före skatt	6 438	14 663
Skatt %	21%	21%
Vinst	5 086	11 584
Antal aktier	500	500
Vinst per aktie	10	23
Aktiepris/vinst per aktie (P/E-tal)	176	77

tillväxt och marginaler. Därför antar jag att Amazon får ett P/e-tal på 23 om 15 år.

Vilka tillväxtantaganden är inbyggda i dagens värdering?

Vi vet att Amazons aktie idag kostar 1788 dollar (se tabell 5). För att få 6,5 procent årlig avkastning de kommande 15 åren behöver aktiepriset nå 4598 dollar. Givet de antagandena vi har gjort angående P/e-tal och marginaler kan vi räkna baklänges och se vilken tillväxt som krävs för att vi ska nå det priset. Eftersom vi vet att de inte ger någon utdelning blir den framtida avkastningen produkten av vinsttillväxt och multipel-förändring.

Så för att Amazon ska vara rätt värderat idag (för en långsiktiga investerare) behöver försäljningen öka med 18 procent per år i 15 år. Det bygger på att våra antaganden i övrigt stämmer. Inte helt oväntat kommer den höga multipeln vi betalar idag påverka avkastningen negativt med hela 19 procent per år. För att kompensera det behöver vinsten öka med 35 procent per år (men bara 18 procent om vi räknar med normaliserad vinst).

Är det rimligt att Amazon kan växa så snabbt, så länge?

När man ska bedöma rimligheten i olika utfall är det bra att utgå ifrån grundsannolikheten. Det betyder att man tittar på hur sannolikt något är givet liknande situationer historiskt. Där kan vi konstatera att ett bolag av Amazons storlek aldrig tidigare har lyckats växa med 18 procent per år under 15 år. Grundsannolikheten är alltså noll

procent. Det betyder dock inte att det är omöjligt, utan man måste ta hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Det som talar för Amazon är att e-handel fortfarande bara utgör 10 procent av all handel och växer med över 20 procent per år.

Om man tror att e-handel till slut kan utgöra 50-60 procent kan det växa med ungefär 15 procent per år i ytterligare 15 år.

Amazon omsätter idag 208 miljarder dollar. De senaste 20 åren har de växt med mer än 40 procent per år. De senaste tio åren har takten minskat till ungefär 30 procent. Ur det perspektivet verkar 18 procent inte omöjligt. Men då glömmer man att Amazon

redan är ett av världens största bolag. Om de lyckas kommer de att omsätta 2,5 biljoner dollar år 2033. Det skulle ge dem en marknadsandel på ungefär 6 procent av all handel globalt. Även om Walmart har ungefär den marknadsandelen i USA har det aldrig tidigare uppnåtts av någon på en global nivå. Dock är e-handel lite annorlunda och Amazon har nästan halva e-handelmarknaden i USA redan.

Vi tittar inte på ett scenario utan jämför flera olika möjliga utfall

Jag har svårt att säga att om det är möjligt för Amazon att lyckas med det som krävs. Vad jag vet är att jag inte skulle känna mig bekväm med att anta en så hög tillväxt i 15 år för att bara få marknadsavkastning.

När vi investerar brukar vi inte titta på ett scenario utan jämföra flera olika möjliga utfall. Hur skulle det till exempel se ut om marginalen inte blev 7,5 procent utan 5 procent? Vad händer om bolaget växer 12 procent och får en vinstmultipel på 18 procent? Fördelen är att man får en mer nyanserad syn på hur det kan falla ut. Det enda man kan vara säker på vad gäller prognoser är nämligen att man kommer ha fel.

Tillväxtantaganden för Amazon med dagens värdering

Tabell 5.

	2018	2033	Tillväxt	Kommentar
Pris per aktie	1 788	4 598	6,5%	
Vinsttillväxt (miljoner USD)				
Omsättning	208 125	2 525 183	18%	
Rörelsemarginal	3,5%	7,5%		
Rörelsevinst	7 384	189 389		
Ränta netto	-946	-10 000		Ökar ungefär med omsättningen
Resultat före skatt	6 438	179 389		
Skatt %	25,0%	25,0%		
Vinst efter skatt	4 829	134 542		
Antal aktier	500	673		Ökar med 2% per år
Vinst per aktie	10	200	35%	
Direktavkastning				
Direktavkastning, %	0%	0%		Amazon ger ingen utdelning
Avkastning på multiplexpansion				
P/E-tal vid försäljning	185	23	-19%	
Total förväntad årlig avkastning			6,5%	

En bra investering?

Så, är Amazon en bra investering om man tror att de kan växa med 18 procent årligen i 15 år? Nej. Det skulle nämligen bara betyda att bolaget är rätt värderat. Om man vill få högre avkastning än börsen kan man bara köpa aktier när de är undervärderade, när de värderas under sitt "intrinsic value".

Vi investerar därför bara när den framräknade framtida avkastningen är mycket högre än marknadsavkastningen på 6-7 procent. Om vi till exempel tror att våra antaganden stämmer och att vi vill ha 15 procent årlig avkastning skulle vi kunna betala 565 dollar per aktie, eller ungefär 30 procent av dagens pris (se tabell 6 på sida 4). Priset är då så lågt att vi sannolikt aldrig kommer att investera i Amazon, men som värdeinvestor vill vi ha en god säkerhetsmarginal och vår första prioritet är därför alltid att förhindra förluster, inte att jaga nästa tillväxtraket.

Sammanfattning

Ett P/e-tal i sig självt betyder ingenting. Det måste alltid sättas i förhållande till bolagets normala vinstförmåga och dess förutsättningar till framtida tillväxt. Ett högt P/e-tal betyder att det finns höga förväntningar på framtida utveckling men huruvida de är rimliga eller inte vet man först efter en närmare analys.

I Amazons fall tycker vi, som försiktiga värdeförvaltare, att förväntningarna är alldeles för höga för att en investering skulle vara attraktiv.

Disclaimer: Detta inte är en investeringsanalys, utan en förenklad övning för att se vilka antaganden som är inbyggda i Amazons höga värdering. Artikeln diskuterar endast värderingen och inte andra viktiga faktorer man behöver titta på före en eventuell investering.

Författare



Mikael Tarnawski-Berlin förvaltare av Carnegie Global. Har tidigare arbetat inom private equity på Equitec Partners och management consulting på The Boston Consulting Group. Mikael startade specialfonden Pandium Global 2014 och har förvaltat den med samma

fokuserade värdestrategi som Carnegie Fonder tillämpar. Carnegie Fonder förvärvade Pandium Global 2018 som nu heter Carnegie Global och fonden fortsätter med samma investeringsfilosofi som tidigare.

Carnegie Fonder

Vi är aktiva förvaltare. Målet för alla våra fonder är att skapa en positiv och stabil avkastning. Den metod vi använder är fokuserad värdeförvaltning. Det innebär att vi investerar långsiktigt i ett mindre antal attraktivt värderade tillgångar som vi verkligen tror på.

Tillväxtantaganden för Amazon med framtida värdering

Tabell 6.

Amazon om 15 år	2018	2033	Tillväxt	Kommentar
Pris per aktie	565	4 598	15,0%	
Vinsttillväxt (miljoner USD)				
Omsättning	208 125	2 525 183	18%	
Rörelsemarginal	3,5%	7,5%		
Rörelsevinst	7 384	189 389		
Ränta netto	-946	-10 000		Ökar ungefär med omsättningen
Resultat före skatt	6 438	179 389		
Skatt %	25,0%	25,0%		
Vinst efter skatt	4 829	134 542		
Antal aktier	500	673		Ökar med 2% per år
Vinst per aktie	10	200	35%	
Direktavkastning				
Direktavkastning, %	0%	0%		Amazon ger ingen utdelning
Avkastning på multipelexpansion				
P/E-tal vid försäljning	58,5	23,0	-9%	
Total förväntad årlig avkastning			15,0%	