



HET RISICO VAN EEN GROEIAANDEEL

- *Onze analyse legt bloot dat ASML vol wordt gevaardeerd op de beurs. De koers van vandaag kan alleen gerechtvaardigd worden als ceo Wennink zijn meest optimistische toekomstscenario waarmaakt.*
- *Maar wat zou de koers doen als de base-case of zelfs het meest sombere scenario zich zal ontvouwen? We rekenden het door en komen dan uit op respectievelijk een waarde per aandeel van ruim 525 euro en rond de 400 euro. Om op deze niveaus te komen, zou de koers van ASML respectievelijk 30 en 46 procent moeten dalen.*
- *Als er hoge verwachtingen ingeprijsd worden, kan zelfs als gevolg van een kleine tegenvaller de aandelenkoers hard onderuitgaan.*

kend naar vandaag. Dat gebeurt door rekening te houden met de kapitaalkosten (in jargon de *weighted average cost of capital*, of WACC). Die kapitaalkosten vertegenwoordigen het vereiste rendement van alle investeerders (schuld en eigen vermogen) die hun geld aan ASML toevertrouwen.

Het lijkt aannemelijk dat ASML weinig schuld op de balans wil en dus de huidige conservatieve kapitaalstructuur wil behouden. Die bestaat vooral uit eigen vermogen. Sterker: ASML heeft meer geld in kas dan het heeft geleend. De netto kaspositie bedraagt nu ongeveer 350 miljoen euro. Hierdoor zullen de kosten van kapitaal dicht bij de kostenvoet van het eigen vermogen liggen. Deze

berekenen we op ongeveer 8 procent.

EINDWAARDE

Naast het berekenen van de netto kasstroom over de geprojecteerde periode van twintig jaar moet in de DCF-methode ook een eindwaarde worden berekend. Hierbij is van belang dat ASML beschikt over de eerder aangehaalde concurrentievoordelen, waarbij een rendement wordt behaald (*return on invested capital*, ROIC) dat boven de WACC ligt.

Omdat ASML beschikt over concurrentievoordelen heeft de omzetgroei in de verre toekomst ook economische toegevoegde waarde. Hoewel de ROIC verondersteld wordt hoog te blijven, zal de (omzet)groei van ASML in de loop van de tijd dalen naar lagere niveaus naarmate de halfgeleidermarkt vertraagt.

WAARDERING

Uit de DCF-analyse blijkt dat ASML-aandelen in het gunstige scenario ten opzichte van de huidige beurskoers geen opwaarts

potentieel hebben. In het aandeel zit het op dit moment bekende goede nieuws al verwerkt. Meer dan de kostenvoet van het eigen vermogen (circa 8 procent) hoeven beleggers aan jaarlijks rendement daarom niet te verwachten, tenzij ASML de optimistische verwachting nog eens overtreft.

Voor een hoger koerspotentieel zou het bedrijf veel sneller en langer moeten doorgroeien en/of de brutomarge verder uit moeten breiden dan op dit moment wordt voorzien door de markt. Dat gezegd hebbende, heeft ASML een goede staat van dienst in het verslaan van zijn langetermijnverwachtingen. Het bedrijf uit Veldhoven heeft de bovenkant van de eerder afgegeven bandbreedte tijdens zowel de beleggersdagen in 2018 als 2021 uiteindelijk verhoogd.

Beleggers in ASML hebben bij de huidige waardering van het aandeel (44 keer het verwachte bruto bedrijfsresultaat, de *ebitda*) een voorschot genomen op de toekomst. Als ASML voldoet aan de optimistische verwachtingen, is dat (net) te billijken.

DRIE ASML-SCENARIO'S VOOR 2025 DOORBEREKEND

Scenario	Optimistisch	Gemiddeld	Pessimistisch
Omzet, 2025 (mrd)	€ 30,3	€ 27,0	€ 24,0
Omzetgroei	17%	14%	11%
Brutowinst, 2025 (mrd)	€ 17,0	€ 14,9	€ 13,0
Brutomarge, 2025	56%	55%	54%
ROIC aangepast voor R&D, 2025	42%	37%	33%
WACC	8%	8%	8%
Omzet, 2030 (mrd)	€ 51,0	€ 40,7	€ 32,7
Intrinsieke waarde (mrd)	€ 312,2	€ 216,9	€ 166,5
Uitstaande aandelen (mln)	413,3	413,3	413,3
Waarde per aandeel	€ 755	€ 525	€ 403
Koers	€ 747	€ 747	€ 747
Potentieel	1,1%	-29,8%	-46,1%

Bron: jaarverslagen ASML, investeerdersdag 2021, eigen projecties VEB