



herinvesteert in de onderneming. De andere 75 procent gaat naar investeringen om het huidige winstniveau te kunnen handhaven (denk aan onderhoudsinvesteringen in de bestaande fabrieken) of dividend en aandeleninkopen.

Het herinvesteringsrendement bedraagt dus circa 18 procent (26 procent geherinvesteerd tegen 68 procent rendement).

een enorme korting op de activawaarde.

2. ACTIVAWAARDE IS GELIJK AAN DE VERDIENKRACHTWAARDE

Dit is een onderneming zonder voordelen die opereert in een concurrerende markt met lage toetredingsdrempels – de ROIC is gelijk aan de WACC. In Nederland is KPN, dat in een zwaar gereguleerde sector opereert, een voorbeeld van een bedrijf dat er niet in slaagt structureel waarde te creëren.

Veruit de meeste ondernemingen vallen in deze categorie omdat het lastig is om duurzame concurrentievoordelen te creëren.

Belangrijk: de verdienkrachtwaarde houdt geen rekening met winstgroei. Want als de ROIC gelijk is aan de WACC levert groei aandeelhouders onderaan de streep niets op, omdat de investeringen die hier tegenover staan, hoog zijn. Alleen tegen een korting op de verdienkrachtwaarde is het beursfonds koopwaardig.

3. VERDIENKRACHTWAARDE IS HOGER DAN DE ACTIVAWAARDE

Dit bedrijf is een bijzonder beestje. Door concurrentievoordelen kan het concern bovengemiddelde rendementen boeken op het geïnvesteerde vermogen – de ROIC is hoger dan de WACC.

Andere bedrijven durven de strijd niet aan, omdat ze niet beschikken over patenten, merken of technologische knowhow en de achterstand niet denken te kunnen inlopen.

ASML: WAT LEVERT EEN EURO INGEHOUDEN WINST OP?

Post	2017	2018	2019	2020	2021
Aangepaste winst	€ 2,67	€ 3,28	€ 3,45	€ 4,61	€ 6,89
Investeringen in groei	€ 0,43	€ 0,92	€ 1,44	€ 1,58	€ 1,82
Investeringen als % van de winst	16,1%	27,9%	41,7%	34,2%	26,4%

a.) Toename geïnvesteerd kapitaal	som van investeringen in groei 2017-2021	€ 6,18
b.) Toename in aangepaste winst	verschil aangepaste winst 2017-2021	€ 4,22

ROIC (b/a)	68,2%
herinvesteringsrendement (= ROIC x 26,5%)	18,0%

Bedragen in miljarden. **Investeringen in groei** = kapitaaluitgaven minus afschrijvingen, R&D-uitgaven minus R&D-amortisatie, SG&A-uitgaven minus SG&A-amortisatie.

Bron: jaarverslagen ASML, eigen berekening VEB.

3. AFSLAG VOOR LAGERE WAARDERING: 5 PROCENT PER JAAR

Tellen we de eerste twee rendementsbronnen bij elkaar op, dan komen we op een percentage van 19,4 per jaar. Maar het zou onverstandig zijn meteen bij je broker in te loggen om een kooporder ASML in te leggen.

Dat moet je alleen doen als je veronderstelt dat ASML's waarderingsratio de komende jaren blijft liggen op het hoge niveau van ongeveer 34 keer het bedrijfsresultaat (EV/ebit). Het is verstandig om er rekening mee te houden dat de waardering van ASML de komende jaren langzaam zal dalen als de groei gaat afvlakken.

We gaan er in onze sommetjes van uit dat de waarderingsratio terugvalt naar 27. Dit is het niveau waar ASML in de afgelopen tien jaar het vaakst op werd verhan-

deld. Zou de ebit-multiple van ASML over de komende vijf jaar zakken naar dit niveau, dan kost dit jaarlijks circa 5 procent rendement.

DE OPTESOM: HET TOTAALRENDEMENT

Het verwachte totaalrendement is niets anders dan een optesom van de drie componenten. Een belegger krijgt 1,4 procent per jaar direct in het handje uit dividend en aandeleninkopen en 18 procent aan koersstijging omdat ASML op basis van het verleden in staat is ingehouden winsten attractief te herinvesteren.

Maar door de terugval in waardering wordt een hap uit dit rendement genomen van bijna 5 procent. De optesom levert een totaalrendement op van ongeveer 14 procent per jaar.

**HET
VERWACHTE
TOTAAL-
RENDEMENT
IS NIETS
ANDERS DAN
EEN OPTESOM
VAN DE DRIE
COMPONENTEN**

