

weinig is, komt aan de orde in stap 3. Die laatste exercitie moet beleggers helpen voorkomen dat ze te veel betalen voor groei.

STAP 3

Groei

VOOR BEDRIJVEN MET EEN STRUCTUREEL CONCURRENTIEVOORDEEL LEVERT GROEI EXTRA RENDEMENT

DOEL: *Probeer vast te stellen hoeveel rendement wordt gemaakt op iedere euro winst die wordt ingehouden.*

In plaats van een waarde op een bedrijf plakken, wordt hier een inschatting gemaakt van het rendement dat een belegger kan verwachten als hij tegen de huidige koers instapt.

Hierbij zijn drie bronnen van rendement te onderscheiden. Eerst wordt gekeken naar het rendement uit dividenden en aandeleninkopen. Vervolgens naar het rendement op ingehouden winsten die worden geherinvesteerd. Tot slot wordt een op- of afslag gerekend, omdat waarderingratio's in de toekomst kunnen dalen of stijgen.

1. RENDEMENT UIT DIVIDEND: 1,4 PROCENT PER JAAR

De hoeveelheid winst die ASML ieder jaar uitkeert, is het startpunt. Het afgelopen jaar betaalde het bedrijf 1,4 miljard euro aan dividend uit en kocht het voor 8,6

miljard euro aan eigen aandelen in. Maar deze aandeleninkoop was uitzonderlijk hoog.

Een conservatieve inschatting van het totaal aan dividend en inkopen ligt op circa 3 miljard euro. Zetten we dit bedrag af tegen ASML's ondernemingswaarde (224 miljard euro), dan resulteert een uitkeringsrendement van 1,4 procent per jaar. Dat percentage is in lijn met het gemiddelde van de laatste jaren.

2. RENDEMENT UIT HERINVESTINGEN: 18 PROCENT PER JAAR

Maar ASML keert niet alle winst uit aan aandeelhouders. Een deel blijft in het bedrijf en wordt geherinvesteerd. Voor een belegger in een groeiend bedrijf dat beschikt over een concurrentievoordeel is van het grootste belang te weten welk rendement wordt gemaakt op deze ingehouden winsten.

Bij deze inschatting moet een belegger beducht zijn voor te optimistische financiële doelen en vergezichten van topmannen. Beter kan worden teruggevallen op de financiële boekhouding en het verleden.

Zo klom de door ons becijferde winst van 2,7 miljard euro in 2017 naar circa 7 miljard euro vorig jaar. Maar voor die winstgroei van ruim 4 miljard euro moest ASML flink extra investeren in onder meer R&D, assemblagefabrieken en logistieke ruimtes. Wij becijferen de totale



EEN BELEGGER MOET BEDUCHT ZIJN VOOR TE OPTIMISTISCHE FINANCIËLE DOELEN EN VERGEZICHTEN VAN TOPMANNEN

toename in investeringen aan de hand van de cijfers die ASML prijsgeeft op 6,2 miljard euro.

Delen we de winsttoename door de extra groei-investeringen die daarvoor nodig waren, kom je op een rendement van ongeveer 68 procent. Toch is dit niet het rendement dat een belegger direct kan bijschrijven. We gaan ervan uit dat ASML circa een kwart van de aangepaste winst

DRIE UITKOMSTEN MET VERSCHILLENDE CONCLUSIES

Het berekenen van de activawaarde en verdienkrachtwaarde is een tijdrovende klus. Maar door de twee uitkomsten te vergelijken wordt snel duidelijk of een bedrijf over voordelen beschikt die concurrentie op

afstand houden. **Er zijn drie uitkomsten die allemaal een andere conclusie opleveren:**

1. ACTIVAWAARDE IS GROTER DAN VERDIENKRACHTWAARDE

De productiemiddelen van een bedrijf zijn meer waard dan de winsten die deze opleveren. Dit bedrijf vernietigt waarde – de ROIC ligt lager dan de WACC (gewogen gemiddelde kosten van kapitaal). Op de Nederlandse beurs vallen Air France-KLM,

TomTom en ArcelorMittal in deze categorie. Waarschijnlijk wordt het bedrijf slecht geleid, heeft het een wankel verdienmodel of opereert het in een sector waar het moeilijk is om aandeelhouderswaarde te creëren. Dit soort bedrijven moet alles in het werk stellen om het rendement op te krakken, bijvoorbeeld door in kosten te snijden of onderdelen te verkopen. Een waardebelegger zou de aandelen nog steeds kunnen kopen, maar alleen tegen