



## ANALYSE IN HET KORT

- De analyse laat zien dat beleggers rekening moeten houden met een rendement van circa 14 procent per jaar in ASML over de komende vijf jaar.
- Dit rendement is opgebouwd uit een uitkeringsrendement (dividend plus inkoop van eigen aandelen) van 1,4 procent, een rendement uit winstgroei van 18 procent en negatief rendement van ongeveer 5 procent per jaar omdat ASML's waardering naar verwachting zal dalen.
- Voor het daadwerkelijke rendement op de aandelen is vooral van belang hoeveel rendement ASML gaat boeken op ingehouden winsten. De impliciete veronderstelling in onze analyse is dat ASML de hoge ROIC uit het verleden voor lange tijd kan vasthouden. Dat zou weleens een te rooskleurige aanneme kunnen zijn. Maar weinig technologiebedrijven slagen erin de voorsprong op de concurrentie vast te houden.
- Ook kan de aanname voor de waarderingsratio in de toekomst nog een stuk pessimistischer. Daalt de multiple van ASML naar het niveau van sectorgenoten als Applied Materials, Lam Research en KLA Corporation, dan resteert slechts een rendementje van 3 procent per jaar (16 keer in plaats van 27 keer de ebit die we veronderstellen). Een hoge waardering maakt een bedrijf kwetsbaar en dat geldt ook voor ASML.

In de jaren 30 was hiervoor louter een blik op de balans nodig. Lag de beurswaarde van het concern significant onder het saldo van bezittingen (fabrieken, machines of voorraden) en schulden, dan was sprake van een interessante belegging. Let wel: de winstgevendheid van het bedrijf was hierbij niet van belang, laat staan dat werd nagedacht over het toekomstpotentieel.

In de decennia die volgden evolueerde de waardebelegger en kwam er meer aandacht voor de winst-en-verliesrekening. Maar er werd altijd trouw gebleven aan het uitgangspunt voorzichtig te blijven. Bij de berekening van de zogenoemde

intrinsieke waarde – alle toekomstige winsten teruggerekend naar vandaag – werd verondersteld dat het bedrijf stationair zou blijven draaien. Anders gezegd, de winst van het bedrijf zou nooit meer groeien.

Lag de aandelenkoers ver onder deze zogeheten verdienkrachtwaarde, dan diende zich een koopkans aan.

### NIEUW GEREEDSCHAP

Een belegger die vasthoudt aan de twee traditionele waardeeringsprincipes zal op zoek moeten naar een nieuwe hobby. Anno 2022 zijn er nauwelijks aandelen te vinden die onder de verdienkrachtwaarde, laat staan balanswaarde, verhandeld worden op de beurs.

Het raamwerk is achterhaald en ongeschikt geworden om een groot deel van de bedrijven die nu genoteerd zijn op waarde te schatten. Veel waardebeleggers waagden zich bijvoorbeeld niet aan – achteraf zeer succesvol gebleken – groeibeleggingen als Amazon, Microsoft en Alphabet (voorheen Google). Dit soort (platform)bedrijven kan hard groeien zonder dat hier veel investeringskapitaal voor nodig is.

In de laatste jaren is aan de Columbia Business School in New York, waar het traditionele waardebeleggen is uitgevonden, gepoogd die lacune te herstellen. Er is een extra dimensie toegevoegd aan het traditionele waarderingsraamwerk. Waar het adagium was, geen cent te betalen voor toekomstige (winst)groei, wordt in de nieuwe methode – mits aan strenge eisen wordt voldaan – de toekomst wel meegewogen.

We nemen de proef op de som door het stappenplan los te laten op ASML. Het bedrijf uit Veldhoven is een voorbeeld van een snelgroeiend technologiebedrijf. Als enige aanbieder van de meest geavanceerde chipmachine ter wereld heeft het een

**TRADITIONELE  
WAARDE-  
BELEGERS  
WAAGDEN ZICH  
NIET AAN GROEI-  
BELEGGINGEN  
ALS AMAZON,  
MICROSOFT EN  
ALPHABET**

