

sterke positie ten opzichte van klanten als Intel en TSMC.

STAP 1

Activawaarde:

WAT KOST HET OM ASML VAN NUL AF AAN OP TE BOUWEN?

DOEL: *Koop een bedrijf dat op de beurs lager gewaardeerd is dan de investeringen die nodig zijn om het zelf te bouwen.*

Hoe groot is de zak geld die nodig is om de hegemonie van ASML te kunnen doorbreken? Dat is de eerste vraag in het stappenplan.

Het idee is dat je probeert in te schatten hoeveel je moet investeren in zachte activa als merken, intellectueel eigendom en klantrelaties en harde activa om de chipmachinefabrikant (opnieuw) van de grond af op te bouwen. In de laatste categorie vallen assemblagefabrieken, machines en voorraden.

Het sommetje begint met het eigen vermogen volgens de balans, het saldo van bezittingen en schulden (2021: 10,1 miljard euro). Maar door allerlei boekhoudregels kan de balanswaarde mijlenver afwijken van het (eigen) vermogen dat nodig is om de bezittingen bij elkaar te sprokkelen.

Zo verbieden boekhoudregels bedrijven om immateriële activa, zoals de innovaties, op de balans te zetten. ASML stak miljarden

DAT DE VERDIENKRACHT BIJ ASML ZOVEEL GROTER IS DAN DE ACTIVAWAARDE LEVERT EEN BELANGRIJK INZICHT OP

in de ontwikkeling van machines. Om de waarde van de technologie in te schatten, moeten alle uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling uit het verleden worden opgeteld, waarbij investeringen uit het wat verdere verleden nauwelijks een rol spelen. Dat gaat al snel om zes miljard euro.

Als meer van dit soort correcties worden gemaakt op bestaande posten, kom je op een – theoretisch – bedrag van 23 miljard euro dat nodig is om ASML op te bouwen. Dit is ongeveer 57 euro per aandeel, een fractie van de koers van 565 euro per aandeel. Conclusie: ASML is geen koopje, en waarom dat zo is wordt snel duidelijk.

STAP 2

Verdienkrachtwaarde:

WAT IS ASML WAARD ALS HET NOOIT MEER GROEIT?

DOEL: *Waardeer een bedrijf alsof het geen toekomst heeft en koop de aandelen als de beurskoers lager is.*

In stap twee wordt niet naar de balans (activa) gekeken, maar naar de winst- en verliesrekening. De centrale vraag is hier: wat zou ASML waard zijn als het voor eeuwig stationair zou draaien?

Voor deze zogeheten verdienkrachtwaarde van een bedrijf



wordt een inschatting gemaakt van wat een reëel winstniveau zou zijn als het nooit meer zou groeien. Het winstcijfer in ASML's boeken wordt hierbij geschoond voor eenmalige baten (bijvoorbeeld een boekwinst op een verkoop van een bedrijfsonderdeel) en lasten (reorganisatiekosten).

Maar belangrijker nog, ook kosten die gemaakt worden om in de toekomst te groeien – denk aan uitgaven aan R&D (onderzoek en ontwikkeling) of extra investeringen in capaciteit – blijven buiten beschouwing. Bij ASML komen we zo op een duurzame winst van circa 7 miljard euro.

We rekenen vervolgens die

VAN BOEKWAARDE NAAR NIEUWWAARDE

Post	Waarde	Opmerking
Eigen vermogen	€ 10,14	
Bij: aanpassing voor fabrieken	€ 2,63	historische kostprijs fabrieken
Bij: productportefeuille	€ 6,37	activeren van R&D-uitgaven
Bij: merk en klantrelaties	€ 3,83	activeren van verkoop- en algemene kosten (SG&A)
Activawaarde (AV)	€ 22,97	
Waarde per aandeel	€ 56,52	

Bedragen in miljarden, behalve waarde per aandeel. **Bron:** jaarverslagen ASML, Bloomberg, eigen berekening VEB.