



## DE CHECKLIST

Het berekenen van de activa- en verdienkrachtwaarde is tijdrovend. Maar door de twee uitkomsten te vergelijken, wordt snel duidelijk of bedrijf over voordelen beschikt die concurrentie buiten de deur houdt. Alleen bij deze bedrijven die waarde creëren, levert groei aandeelhouders onderaan de streep iets op.

**Een blik op de drie uitkomsten:**

### 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. Waarschijnlijk wordt het bedrijf slecht geleid of heeft het een wankel verdienmodel. Een waardebelegger zou de aandelen nog steeds kunnen kopen, maar alleen tegen een enorme korting op de activawaarde.

### 2 ACTIVAWAARDE IS (ONGEVEER) GELIJK AAN DE VERDIENKRACHTWAARDE

Dit is een onderneming met niet of nauwelijks voordelen die opereert in een concurrerende markt. Alleen tegen een flinke korting op de verdienkrachtwaarde is het bedrijf koopwaardig.

**Belangrijk:** de verdienkrachtwaarde houdt geen rekening met winstgroei. Als de ROIC gelijk is aan de WACC levert groei aandeelhouders onderaan de streep niets op, omdat de investeringen die hiertegenover staan, hoog zijn.

### 3 VERDIENKRACHTWAARDE IS HOGER DAN DE ACTIVAWAARDE

Dit bedrijf heeft waarschijnlijk een bedrijfsmodel dat andere spelers niet kunnen imiteren. Door concurrentievoordelen kan het concern bovengemiddelde rendementen boeken op het geïnvesteerde vermogen (ROIC is hoger dan de WACC). Concurrenten kunnen niet aanvallen omdat ze niet beschikken over patenten, begeerlijke merken of knowhow.

ASMI nog jarenlang forse winstgroei laten zien. De afgelopen jaren heeft de onderneming hierin mooie resultaten getoond, maar welke impact heeft dit gehad op de koers? Hoe een waardebelegger ervoor kan waken om te veel te betalen, behandelen we in stap 3.

## STAP 3 GROEI

*Voor bedrijven met een structureel concurrentievoordeel levert groei extra rendement op*

### DOEL:

*Probeer vast te stellen hoeveel rendement wordt gemaakt op een euro ingehouden winst.*

**I**n plaats van het berekenen van de waarde van een bedrijf, wordt in stap 3 een inschatting gemaakt van het rendement dat een belegger naar verwachting zal realiseren als hij tegen de huidige beurskoers het aandeel koopt.

De formule bestaat uit drie bronnen van rendement. Eerst wordt gekeken naar het rendement dat een belegger krijgt uit (1) dividenden en aandeleninkopen en (2) uit ingehouden winsten die worden geherinvesteerd. Tot slot wordt (3) een opslag op of afslag van dit rendement berekend, omdat waardingsratio's in de toekomst kunnen dalen of stijgen.

### 1. RENDEMENT UIT DIVIDEND EN AANDELENINKOOP: 1,9 PROCENT PER JAAR

Het deel van de winst dat ASMI ieder jaar uitkeert, vormt de eerste component. Over 2021 is voor 97 miljoen euro dividend uitbetaald. Daarnaast kocht het bedrijf voor 140 miljoen euro aan eigen aandelen in. Zetten we dit totaalbedrag dat is uitgekeerd aan beleggers van 237 miljoen euro af tegen de ondernemingswaarde van ASMI (12,4 miljard euro), dan resulteert een jaarlijks zogeheten uitkeringsrendement van 1,9 procent.

euro ligt boven de door ons becijferde eigen investering die het zou vergen om ASMI zelf uit de grond te stampen (2,9 miljard euro). Conclusie: ASMI haalt meer winst uit z'n bezittingen dan je zou verwachten in een markt waar normale concurrentie is (zie de checklist).

ASMI is dus in staat overwinsten te boeken dankzij de aanwezige concurrentievoordelen; denk aan technologische expertise en patenten. Er is echter wel een probleem voor beleggers: de beurswaarde van ASMI is nog altijd met bijna 14 miljard euro ruim twee keer zo hoog als de verdienkrachtwaarde (6,3 miljard euro).

Om die beurswaarde te kunnen verantwoorden, moet

**ASMI IS IN STAAT OVERWINSTEN TE BOEKEN DANKZIJ DE AANWEZIGE CONCURRENTIEVOORDELEN**

