

## 2. RENDEMENT UIT HERINVESTeringen: 19,4 PROCENT PER JAAR

ASMI keert lang niet alle winst uit aan aandeelhouders. Een deel wordt ingehouden en geherinvesteerd in de onderneming. Voor een belegger in een groeiend bedrijf met (veronderstelde) concurrentievoordelen is van belang te weten hoeveel extra toekomstige winsten die ingehouden euro's gaan opleveren.

Als de waardering van ASMI gelijk blijft, dan betekent iedere procent stijging van de winst ook een procent toename van de waarde die ASMI heeft voor beleggers.

De door ons aangepaste winst na belasting steeg van 115 miljoen euro in 2017 naar 442 miljoen euro in 2021. Dat kwam het concern niet zomaar aanwaaien. Voor de winstgroei van 327 miljoen euro over deze periode moest ASMI flink investeren.

Delen we de winstgroei (327 miljoen euro) op de extra groei-investeringen die daarvoor nodig waren (402 miljoen euro), dan kom je op een rendement van 81 procent. Dat is negen keer het rendement dat kapitaalverschaffers minimaal willen zien, van ongeveer 9 procent. Het is niet zeker dat toekomstige investeringen ook zoveel opleveren, maar het is wel een signaal dat de onderneming concurrentievoordelen bezit.

Maar wat betekent dit allemaal

**HERIN-  
VESTERINGEN  
LEVEREN BIJ  
ASMI EEN  
RENDEMENT  
OP VAN RIJ  
81 PROCENT**

voor het (verwachte) rendement op de aandelen? We gaan ervan uit dat ASMI net als vorig jaar circa 24 procent van de aangepaste winst herinvesteert in toekomstige winstgroei. Dat levert dus een extra rendement op van 19,4 procent (23,8 procent van de winst geherinvesteerd tegen 81,3 rendement). De winst groeit met 19,4 procent per jaar, waardoor de ondernemingswaarde in 2026 kan stijgen naar bijna 27 miljard euro. Hierbij is wel een aanname nodig van de waarderingsratio op dat moment.

## 3. AFSLAG VOOR LAGERE WAARDERING: CIRCA 2 PROCENT PER JAAR

Tellen we de eerste twee rendementsbronnen bij elkaar op, dan komen we op een percentage van meer dan 21 per jaar (1,9 + 19,4 procent). Een stevig rendement voor dit groeiend bedrijf. Moet een belegger de aandelen ASMI dus aanschaffen? Dat moet je alleen doen als je veronderstelt dat de waarderingsratio (*multiple*) de komende jaren blijft liggen op het huidige niveau van 25 keer het bedrijfsresultaat (ebit).

Wellicht is dat niet eens een zo agressieve aanname, in het licht van de koersdaling van meer dan 35 procent vanaf het hoogtepunt. Hierdoor is de waardering een stuk gunstiger geworden. Als we ervan uitgaan dat de multiple de komende vijf jaar daalt naar het vijfjarig

ASMI: BEREKENING GROEIVOET					
Post	2017	2018	2019	2020	2021
1.) Aangepaste winst na belasting	€ 115	€ 116	€ 204	€ 319	€ 442
2.) Investerings in groei	€ 54	€ 71	€ 57	€ 115	€ 105
3.) Investerings als % van de winst	47,0%	61,3%	27,8%	36,0%	23,8%
a.) Toename geïnvesteerd kapitaal					€ 402
b.) Toename in aangepaste winst na belasting					€ 327
<b>Marginale ROIC (b/a)</b>					<b>81,3%</b>
<b>Groei winst (ROIC x 23,8%)</b>					<b>19,4%</b>

Bedragen in miljoenen. **Bron:** jaarverslagen ASMI, eigen berekening VEB. Berekening investeringen in groei, gemeten over een periode van vijf jaar: kapitaaluitgaven minus afschrijvingen + R&D-uitgaven minus afschrijvingen.

gemiddelde van 23 keer het bedrijfsresultaat, dan kost dit jaarlijks slechts grofweg 2 procent rendement (zie kader 'Waardering onbekend').

Mocht de ALD- en epitaxy-markt minder hard groeien, dan zal de waardering van ASMI wellicht meer in lijn komen te liggen met bedrijven als Applied Materials en Lam Research. De aandelen van deze chipmachinefabrikanten worden verhandeld op een waardering van rond de 12 keer het operationele resultaat. Wanneer die multiple als uitgangspunt wordt genomen, dan krijgt het verwachte rendement een flinke knauw.