

Wie een kijkje neemt op het sobere hoofdkantoor in Almere, ziet weinig terug van het succesverhaal van ASM International (ASMI). Toch heeft ASMI, dat veelal het kleine broertje van ASML wordt genoemd, de afgelopen jaren zijn leidende marktpositie in een specifiek deel van de halfgeleiderindustrie aanzienlijk verbeterd.

ASMI is marktleider in *atomic layer deposition* (ALD), een technologie waarmee een chemische laag atoom voor atoom wordt opgebouwd op een siliciumschijf (de *wafel*). Dankzij dat laagje kunnen fabrikanten als TSMC, Intel en Samsung nog compactere chips maken. De meest geavanceerde chips vormen het hart van apparaten met veel rekenkracht, zoals servers of de nieuwste mobiele telefoons.

Naast ALD-systemen levert het bedrijf ook epitaxy-systemen die mede worden gebruikt om chips kleiner te maken. Door de wereldwijde hongering naar chips zal de vraag naar apparatuur en machines blijven toenemen. En ASMI denkt dat de vraag naar hun apparaten nog harder zal stijgen dan de gehele markt. Het bedrijf verwacht dat de omzet groeit van 1,7 miljard euro in 2021 naar minimaal 2,8 miljard euro – of in het gunstigste geval 3,4 miljard euro – in 2025.

Wat is het aandeel ASMI waard als het concern erin slaagt hard te

blijven groeien? In dit artikel wordt het in Bruce Greenwalds boek *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond* beschreven stappenplan om bedrijven te waarderen, toegepast op ASMI.

Waarde ASMI

STAP 1

ACTIVAWAARDE (AV): *wat kost het om ASMI van nul af aan op te bouwen?*

DOEL:

Koop een bedrijf voor minder dan het kost om het zelf op te bouwen.

Hoeveel geld is nodig om de technologie van ASMI na te bouwen? Dat is de eerste vraag in het stappenplan. Het idee is dat je probeert in te schatten hoeveel een concurrent zou moeten investeren in zachte activa (technologie) en harde activa (gebouwen en machines) om de chipmachinefabrikant helemaal vanaf de grond af op te bouwen.

Het sommetje begint met het eigen vermogen volgens de balans, het saldo tussen bezittingen en schulden (2021: 2,2 miljard euro). Maar door allerlei boekhoudregels kan de balanswaarde mijlenver afwijken van het (eigen) vermogen dat nodig is om al deze activa zelf op te bouwen.

Zo verbieden boekhoudregels dat immateriële activa, zoals

innovaties, op de balans komen. ASMI stak echter honderden miljoenen in de ontwikkeling van onder andere de ALD-technologie. Die technologie staat volgens topman Benjamin Loh aan de basis van het succes van ASMI. Om de waarde van de technologie in te schatten, moeten grofweg alle R&D-uitgaven (*research and development*) uit het verleden bij elkaar worden opgeteld, waarbij investeringen uit het wat verdere verleden nauwelijks een rol spelen.

In het laatste jaarverslag schrijft ASMI over de R&D-activa die het wel op de balans mocht zetten, dat deze een levensduur van vijf jaar hebben. Gaan we uit van die vijf jaar, dan praten we al snel over een waarde van 380 miljoen euro.

Na nog wat andere aanpassingen, bijvoorbeeld dat de bouw van assemblagefabrieken duurder zal zijn dan de historische kostprijs die in de balans wordt gegeven, komen we op een (theoretische) activawaarde van 2,9 miljard euro. Dat vertaalt zich in een waarde van 58 euro per aandeel. Dat is een stuk minder dan de beurskoerskoers van circa 280 euro. Conclusie: ASMI is niet tegen een korting te koop. Waarom dat zo is, wordt later duidelijk.

ASMI STAK HONDERDEN MILJOENEN IN DE ONTWIKKELING VAN ONDER ANDERE DE ALD-TECHNOLOGIE

STAP 2:

VERDIENKRACHT-WAARDE:

Wat is ASMI waard als het nooit meer groeit?

DOEL:

Waardeer een bedrijf alsof het geen (waardecreërende) toekomst heeft en koop de aandelen als de beurskoers lager is.

In stap twee wordt niet naar de balans (bezittingen) gekeken, maar naar de winst-en-verliesrekening. Hoofdvraag: wat zou ASMI waard zijn als het voor eeuwig stationair zou draaien?

Voor het berekenen van deze zogeheten verdienkrachtwaarde

VAN BOEKWAARDE NAAR NIEUWWAARDE

Post	Waarde	Opmerking
eigen vermogen	€ 2.242	
Bij: aanpassing voor fabrieken	€ 249	historische kostprijs
Af: goodwill voor overnames	€ -	
Bij: R&D-activa	€ 383	op de balans zetten van R&D-uitgaven
Activawaarde (AV)	€ 2.873	
Waarde per aandeel	€ 58	

Bedragen in miljoenen euro's, behalve waarde per aandeel. **Bron:** jaarverslagen ASMI, Bloomberg, eigen berekening VEB.