

ASML'S RENDEMENT ONTLEED

Het aandeel ASML verviervoudigde bijna over de periode 2017-2022 (inclusief dividend). Een rendement van meer dan 29 procent per jaar. Na enig rekenwerk kan een belegger vaststellen wat de drijvende kracht was achter dit uitzonderlijk hoge rendement.

FACTOR 1

Uitkeringen aan aandeelhouders: +3 procent

De meest directe vorm van rendement is de winstuitkering; dividend krijgt de belegger cash in het handje. Bij elkaar keerde ASML circa 6,9 miljard euro aan dividend uit over de periode 2017-2022. Afgezet tegen de beurswaarde van ongeveer 62 miljard euro eind 2017 leverde beleggers dat een totaalrendement van ongeveer 11 procent op, oftewel iets meer dan 2 procent per jaar. Ondertussen werden eigen aandelen ingekocht, waardoor aandeelhouders een steeds groter stukje van ASML in handen kregen. Het aantal uitstaande aandelen daalde van 431,5 miljoen tot 403,1 miljoen, een daling van ongeveer 6 procent. Dat beleggers een steeds groter stukje van de koek kregen, vertaalt zich in een extra rendement van iets meer dan 1 procent per jaar. Het rendement uit dividend en inkopen bedraagt dus bij elkaar ruim 3 procent per jaar.

FACTOR 2

Winstgroei: +22 procent

Hoewel best aantrekkelijk, zijn het niet de winstuitkeringen die ASML's rendement van ruim 29 procent per jaar kunnen verklaren. De motor was juist het deel van de winst dat niet werd uitgekeerd aan aandeelhouders, maar werd teruggestopt in het bedrijf. Denk aan investeringen in R&D om de meest geavanceerde chipmachine ter wereld te ontwikkelen. Of om de fabrieken te bouwen om op grote schaal deze machines te kunnen produceren. De winst nam hierdoor toe van 2,1 miljard euro in 2017 tot 5,6 miljard euro vorig jaar. Dat is een winstgroei van gemiddeld liefst 22 procent per jaar. De

hogere winsten maken het bedrijf fundamenteel meer waard, en dat resulteert in een koersstijging van 22 procent per jaar.

FACTOR 3

Waardering op afrekenmoment: +4 procent

De laatste rendementsbron is niet aan ASML, maar aan de markt; alle beleggers bij elkaar. Kernvraag: welke prijs zijn andere beleggers bereid te betalen voor de aandelen die u wilt verkopen? Als zij bereid zijn een hogere waardering te betalen – naar verhouding leggen zij meer geld op tafel voor dezelfde euro winst – krijgt de belegger bij verkoop nog een rendementsbonus. Omgekeerd krijgt het rendement juist een duwtje naar beneden als de k/w bij verkoop lager ligt dan de instapwaardering.

Het laatste komt vaker voor. Naar mate de tijd verstrijkt, dalen waarderingen. De meeste bedrijven beginnen met weinig meer dan een belofte op papier – nog nauwelijks winst, maar hoge waardering – en groeien – bij succes – tot volwassenheid is bereikt, en de rek wel uit de winst is. Daar past een steeds lagere koers-winstverhouding (k/w) bij. Maar in Veldhoven trekken ze zich weinig aan van natuurwetten. De k/w steeg van 30 in 2017 naar 36 keer eind vorig jaar. Door de opgelopen waardering kan een belegger nog eens 4 procent aan extra rendement per jaar bijschrijven (procentuele verandering k/w per jaar).

Op- of afslagen in waarderingen staan over de langere termijn bekeken niet los van fundamentele factoren. Zo valt ASML's opwaardering te verklaren doordat de 'gok' vol in te zetten op *extreme-ultraviolet* (EUV) technologie goed heeft uitgepakt. In 2017 was er nog onzekerheid over de technologische en economische haalbaarheid, maar inmiddels kunnen klanten als Intel, Samsung en TSMC niet meer om het Brabantse bedrijf heen. Die zekerheid – lees: om hoge winstgroei lang(er) vast te houden – maakt dat beleggers bereid zijn

een hogere waarderingsratio te betalen.

3% WINSTUITKERINGEN
+ 22% WINSTGROEI
+ 4% OPWAARDERING
TOTAALRENDEMENT ASML 29%

De toekomst

Terugkijken is vermakelijk, maar levert weinig op. De vraag waar het bij beleggen om draait: hoe groot is de kans dat ASML over vijf jaar nog steeds helemaal boven staat op lijstjes met best-presterende aandelen? Beleggers doen er verstandig aan rekening te houden met lagere toekomstige rendementen. En dat heeft er alles mee te maken dat een van de drie motoren dreigt uit te vallen.

De groei blijft imposant, analisten zien de winst oplopen van 5,6 miljard euro vorig jaar naar 13,2 miljard euro in 2027. Dat is ieder jaar bijna 19 procent meer winst, ruwweg in lijn met de laatste vijf jaar (22 procent). Ook verwachten analisten forse dividenden en inkopen van eigen aandelen, wat omgerekend circa 3 procent per jaar aan extra rendement moet opleveren (dat was ook zo'n 3 procent in laatste vijf jaar).

De grootste onzekerheid is motor 3, oftewel tegen welke k/w de belegger afscheid kan nemen van zijn aandelen in 2027. Afgaand op de waarderingsmodellen van analisten zal de waardering terugvallen van 47 halverwege juni (de koers is flink opgelopen in de laatste 6 maanden). Zo gaat Wells Fargo in een recent rapport uit van een zogeheten exit-k/w van 32 keer. Die afslag in waardering zou een hap uit het rendement nemen van circa 8 procent per jaar. Dit duwt het verwachte toekomstige totaalrendement naar beneden tot circa 14 procent per jaar.

3% WINSTUITKERINGEN
+ 19% WINSTGROEI
- 8% AFWAARDERING
TOTAALRENDEMENT ASML ~14%
