

ASMI: negatieve waarde front-end

Vraag een willekeurige analist welke Nederlandse onderneming het meest in aanmerking komt om te splitsen en de kans is groot dat hij ASMI noemt. Het is een publiek geheim dat er verborgen waarde schuilgaat in de front-endactiviteiten (apparaten voor chipproductie) en back-endactiviteiten (apparaten voor verpakken van chips). Al jaren is de beurswaarde van de in Hongkonggenoteerde back-endactiviteiten, ASM Pacific Technology, meer dan die van heel ASMI op het Damrak. Bij de huidige koersniveaus en wisselkoersverhouding waarderen beleggers de Nederlandse front-endactiviteiten op een royale minus 400 miljoen euro.

Activistische aandeelhouders wijzen het ASMI-bestuur al jaren op de verborgen waarde. Maar met de hulp van beschermingsconstructies en grootaandeelhouder Arthur Del Prado (22%) zit diens zoon topman Chuck Del Prado stevig in het zadel.

De familie wil koste wat het kost beide activiteiten bij elkaar houden. Doordat ASMI de enige grote speler is die betrokken is bij beide specialismen, hoopt het in de toekomst aan klanten geïntegreerde oplossingen te kunnen aanbieden, tegen hogere marges. Dat zou alleen kunnen door samenwerking tussen beide activiteiten.

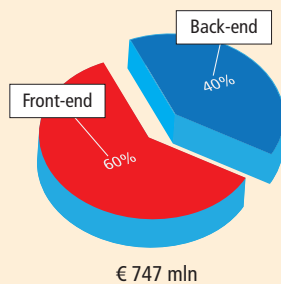
Nu lijkt ASMI na acht jaar rode cijfers van het probleemkindje eindelijk op de goede weg. Door het ingezette kostenreductieprogramma zullen de kosten van de front-enddivisie medio 2010 met 40 procent zijn teruggebracht. Combineer dit met het feit dat onderzoeksbureau Gartner Dataquest voorspelt dat de totale afzetmarkt voor front-endapparaten in de komende drie jaar zal verdubbelen van 12,2 miljard dollar tot 24 miljard dollar en ASMI zal nog dit

jaar zwarte cijfers schrijven. De analisten van SNS zijn positief, maar pas op, het zal zeker niet de eerste keer zijn dat beloftes van het ASMI-bestuur worden ingetrokken. Beleggers zijn sceptisch: zoals te zien in bijgaande grafiek lijkt de negatieve waarde van de front-endactiviteiten haast met de dag groter te worden.

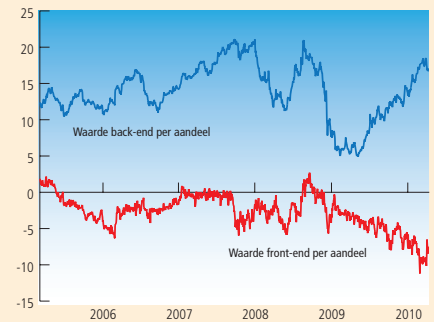
Om beleggers gerust te stellen heeft het bestuur van ASMI toegezegd het

dividend van ASM Pacific Technology niet te gebruiken om de front-endactiviteiten draaiende te houden, maar rechtstreeks aan aandeelhouders te geven. Zolang ASMI voldoende geld in kas houdt, kan het zich aan deze belofte houden. Het is echter de vraag of het bestuur bij zijn belofte blijft als de bodem in zicht komt. ■

Omzet 2008 per divisie

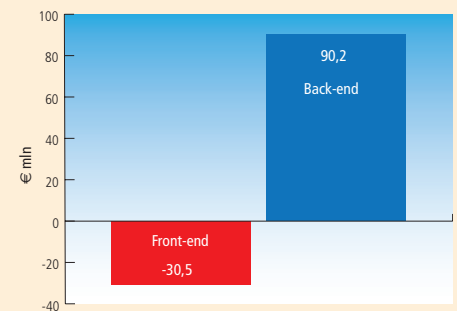


Waardeverschil wordt steeds groter

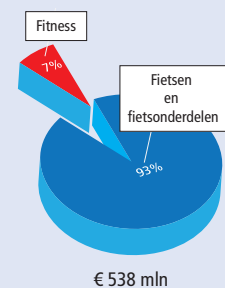


De waarde van de 53%-deelneming in ASM Pacific Technology en de daaruit voortvloeiende waarde van de front-endactiviteiten, uitgedrukt per aandeel. Met een eventuele verwatering door uitoefening van convertieerbare obligaties is geen rekening gehouden.

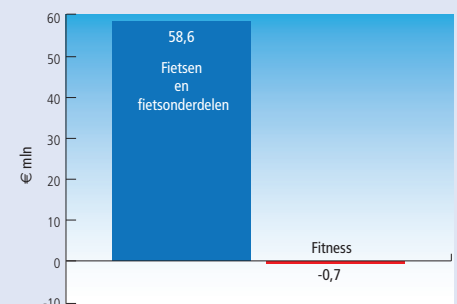
Operationeel resultaat 2008 per divisie



Omzet 2008 per divisie



Operationeel resultaat 2008 per divisie



Accell: fietsen of fitness?

Valt er niets aan te merken op de strategie van Accell-topman René Takens, winnaar van het Blauwe Bord voor zijn bijdrage aan de belangen van Nederlandse aandeelhouders? Jawel. De resultaten van de fitnessstak stellen teleur, in tegenstelling tot die van het veel grotere fietsenonderdeel (Batavus en Sparta). Het Friese bedrijf deed het laatste decennium verscheidene overnames van bedrijven die fitnessapparatuur voor thuisgebruik produceren (merken: Tunturi, Bremshey en Pliant). In 2006 baarden deze nevenactiviteiten, verantwoorde-

lijk voor 7 procent van de omzet (40 miljoen euro), al zorgen.

Een belegger vroeg bestuursvoorzitter René Takens de synergievoordelen eens uit te leggen. Het betreffende vage antwoord: "We zijn binnen de groep in staat verschillende synergievoordelen op het gebied van marketing, productie en distributie te benutten." Als gevolg van de kredietcrisis schreef de fitnessstak over 2008 rode cijfers. Takens moest 2,3 miljoen euro afschrijven op de divisie en "sluit verkoop niet uit". ■