



#### IN DEZE NIEUWSBRIEF

Syb van Slingerlandt geeft in zijn column een cijfermatige analyse van ASML. ASML is een prachtige waardetoevoegende onderneming met een Rentabiliteit op het Eigen Vermogen over de laatste 15 jaar van 17,5% en een beleggingsresultaat (koerswinst +dividend) van 17,4%. Gezien de grillige en moeilijk voorspelbare resultaten is ASML alleen geschikt voor beleggers met een zeer sterke maag.

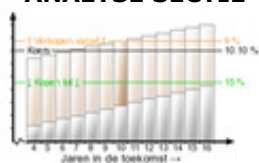
#### BINNENKORT...

In een volgend artikel gaan we nader in op de kwalificatie en waardering van Heineken.

#### BEZOEK DFT VOOR MEER



#### ANALYSE SECTIE



Verkoopsverval € 13,75  
Kopen tijl € 8,05  
Koers (5-4-2012) € 12,45  
Beursslagstatistiek € 254,14 mln  
Free float 51 %

Autonome groei  
Dividend  
Laatste update 21/05/2012  
© 2012 Jaarrekening 2010

## ASML, prachtig, maar niet voor iedere belegger

Gepubliceerd op vr 18 mei 2012, 17:01;  
*De Financiële Telegraaf*



**AMSTERDAM - ASML is een prachtige waardetoevoegende onderneming. Het beleggingsresultaat (koersresultaat + dividend) over de laatste 15 jaar bedroeg 17,4% per jaar. Op iedere ingehouden euro winst werd in die periode gemiddeld 17,5% per jaar verdiend. Toch is een belegging in het prachtige ASML alleen aan te raden aan beleggers die over een sterke maag beschikken.**

Vorige week gaven wij een cijfermatige analyse van Fugro. Daar zagen we dat ondanks jarenlange consistente bedrijfsresultaten beurskoersen op jaarbasis halveren en verdubbelen. Bij een onderneming als ASML zijn de bedrijfsresultaten absoluut prachtig maar verre van consistent. De laatste 15 jaar werd vier jaar met verlies afgesloten. Daarentegen bedroeg de Rentabiliteit op het Eigen Vermogen in die periode gedurende drie jaar meer dan 40%. Prognoses van de winst per aandeel 2012 vertalen zich in een REV van 30%. De omzetten zijn ook grillig. In 1997 bedroeg de omzet € 818 mln., in 2000 € 2673 mln., in 2003 € 1543 mln., in 2007 € 3809 mln., in 2009 1596 mln, en in 2011 € 5651 mln. Ondanks de grillige omzetten en resultaten nam het Eigen Vermogen per aandeel toe van €1,05 eind 1997 tot € 9,00 eind 2011.

Bij van nature al bewegelijke beurskoersen worden koersbewegingen extra versterkt door inconsistente en moeilijk voorspelbare bedrijfsresultaten. Beleggers die over een goede timing en kennis van de business beschikken kunnen daarentegen juist hun voordeel doen met sterk wisselende beurskoersen. In 1997 was de hoogste koers € 15,94, in 1998 de laagste koers € 3,63, in 2000 de hoogste koers weer € 51,83 om in 2002 te zakken tot € 5,13. Het is een weerkerend patroon, maar uiteindelijk volgen de koersen de toename van

patroon, maar uiteindelijk volgen de koersen de toename van het eigen vermogen door winstinhouding en toenemende winstgevendheid van ASML.

ASML is uiteraard bekend met de inconsistentie van de bedrijfsresultaten en de moeilijke voorspelbaarheid ervan. In de risicoparagraaf in het jaarverslag geven zij een hele opsomming van risicofactoren. Een fundamentele belegger zal deze paragraaf uiteraard bij zijn risicoanalyse betrekken.

## Vooruitzichten

De lange termijn groei van de halfgeleiderindustrie hangt samen met het principe dat op energie, kosten en de tijd nodig voor een berekening met een digitaal elektronisch apparaat bespaard kan worden door de grootte van de transistor op chips te verkleinen. Op dit moment maken chip producenten elektronische schakelingen met een afmeting van 32 nanometer tegenover 10.000 nanometer in 1970 ( Moore's Law).

In 2011 waren alle top tien chipmakers ter wereld klant van ASML. Daarnaast heeft ASML ook een groot aantal klanten buiten deze top tien. Verwacht wordt dat consolidatie binnen de halfgeleider industrie zal leiden tot verdere concentratie van afnemers.

ASML spreekt slechts in algemene termen over toekomstige groei en winstgevendheid.

Groot belang wordt gehecht aan lange termijn investeringen in onderzoek en ontwikkeling. In 2011 werd € 590.3 mln. hieraan gependend. Ingezet wordt op een bedrijfsresultaat van 13-18% van de omzet in de slechte jaren van de cyclus van de halfgeleiderindustrie en 25-30% in de goede jaren. Er wordt voldoende cash aangehouden om rekening te houden met alle fasen van de bedrijfscyclus, inclusief investeringen. Het is de bedoeling op regelmatige basis dividend uit te keren, en voor zover mogelijk middelen aan de aandeelhouders terug te geven in de vorm van inkoop van aandelen of terugbetaling van kapitaal.

### ASML

Advies is:  
Houden



Marktkapitalisatie:	€ 15.466,23 mln.
Koers 17-05-2012:	€ 35,86
Koers 1Y hooglaag:	€ 39,26 / € 21,22
Waarde 17-05-2012:	€ 48,78
Cash dividend 2011:	€ 0,46
Div. pay-out 2011:	13%
Credit-ratio 2011*:	79%
Genoteerd aan:	AEX (Hoofdfonds)
Aantal aandelen:	431.294.790
Free float:	77%
Grootaandeelhouders:	Capital R&M company 10,8%, Capital World Investors 6,1%, FMR LLC 5,6%
Sector:	IT-hardware.
Activiteiten:	Een van de belangrijkste leveranciers van machines voor de halfgeleider industrie, in het bijzonder steppers en scanners.

\* EV/EV+rentedragende schulden

Per 17-05-2012 verwachte Winsten per aandeel (WPA)	WPA Mediaan	WPA Hoog	WPA Laag	Aantal Prognoses
2011	3,45	-	-	-
2012	2,71	3,10	1,77	30
2013	3,24	4,85	2,00	30

## Beschrijving

In 1984 werd ASML operationeel en in 1994 werd ASM Lithography Holding NV opgericht. De holding heeft dochtermaatschappijen in Nederland, de USA, Italië, Frankrijk, Duitsland, de UK, Ierland, België, Korea, Taiwan, Singapore, China, Japan, Maleisië, en Israël. In 2001 werd de naam gewijzigd in ASML. In 2001 werd gefuseerd met de Silicon Valley Group.

ASML is een van de belangrijkste leveranciers van machines voor de halfgeleiderindustrie, in het bijzonder steppers en scanners, die gebruikt worden bij het maken van chips. Wafersteppers en step-and-scan machines gebruiken een fotografisch proces om patronen op siliciumwafers aan te brengen. Een lichtbron als een laser projecteert een afbeelding van dit patroon via een verkleinde lens op de wafer. Deze is bedekt met een lichtgevoelig materiaal. De wafer wordt daarna ontwikkeld en verder behandeld, waarna de eerste laag van het transistorpatroon verschijnt. Deze procedure wordt 30 tot 40 keer herhaald en laagje voor laagje wordt een wafer vol met geïntegreerde schakelingen (IC's of chips) gebouwd.

---

*Kijk ook voor nadere gegevens van de in dit artikel genoemde onderneming op [vanSlingerlandt](#) en vraag vrijblijvend een proefabonnement aan. Een werkgrafiek biedt de mogelijkheid zelf variabelen zoals WPA's, dividend pay out en REV in te brengen. Een rekenmechanisme berekent vervolgens de bij de gekozen variabelen horende koop-en verkoopkoersen. Het bovenstaande is geschreven door Syb van Slingerlandt op persoonlijke titel. De informatie in deze analyse is niet bedoeld als individueel beleggingsadvies of als aanbeveling tot het doen van bepaalde beleggingen.*

-----

### **Toelichting bij de kwalificatie van de onderneming**

*Wij zoeken waardecreërende ondernemingen. Dit zijn ondernemingen waar het Eigen Vermogen door ingehouden winsten meer dan gemiddeld toeneemt. Dit is het geval bij een hoge winstgevendheid van een onderneming gekoppeld aan een beperkte of geen uitkering van dividend. Het Eigen Vermogen van een onderneming met een Rentabiliteit op het Eigen Vermogen (REV) van 20% neemt met 20% toe bij volledige winstinhouding. Wordt 50% respectievelijk alle winst uitgekeerd dan neemt het Eigen Vermogen met slechts met 10% toe en wanneer alles wordt uitgekeerd dan blijft het Eigen Vermogen constant. De beurswaarde van iedere ingehouden euro winst die meer dan gemiddeld rendeert zal navenant meer dan EUR 1 bedragen. Bij een gemiddelde opbrengst van ingehouden winsten van 9% bedraagt de beurswaarde van iedere ingehouden euro winst bij een REV van 18% al gauw EUR 2. Waardecreërende ondernemingen worden vanzelf meer waard en zijn daarmee uitstekende kandidaten voor lange termijn belegging. Waardevernietigende ondernemingen kunnen interessant zijn als tijdelijk belegging om gebruik te maken van koersfluctuaties. Blijf niet wachten op betere tijden. 'Turn arounds seldom turn'. Ook voor optiestrategieën is het onderscheid tussen waardecreërende en waardevernietigende*

*onderneming van groot belang. Het beleggingsresultaat op gemiddelde ondernemingen zal uiteraard gemiddeld zijn, waarbij het prikken van een koopkoers van veel groter belang is dan bij waardecreërende ondernemingen.*

### **Waardering van de onderneming**

*Bij de waardering van een onderneming wordt de waarde berekend van de toekomstige opbrengsten van de middelen die hetzij door kapitaalbreng hetzij door winsthouding aan de onderneming zijn toevertrouwd. Daarbij opgeteld wordt de waarde van de toekomstige dividenden.*

*In de grafiek op de site [vanSlingerlandt](http://www.vanSlingerlandt.com) zijn waardecreërende ondernemingen direct te herkennen aan van links naar rechts oplopende kolommen in de grafiek. Aan de koerslijn is direct af te lezen of de onderneming overgewaardeerd (verkopen vanaf-lijn) of ondergewaardeerd (kopen tot-lijn) is, of in portefeuille gehouden kan worden.*

*Bij de waardering van een onderneming wordt de waarde berekend van de toekomstige opbrengsten van de middelen die hetzij door kapitaalbreng hetzij door winsthouding aan de onderneming zijn toevertrouwd. Daarbij opgeteld wordt de waarde van de toekomstige dividenden.*

*In de grafiek op de site [vanSlingerlandt](http://www.vanSlingerlandt.com) zijn waardecreërende ondernemingen direct te herkennen aan van links naar rechts oplopende kolommen in de grafiek. Aan de koerslijn is direct af te lezen of de onderneming overgewaardeerd (verkopen vanaf-lijn) of ondergewaardeerd (kopen tot-lijn) is, of in portefeuille gehouden kan worden.*

---

[www.vanSlingerlandt.com](http://www.vanSlingerlandt.com)