

5 mei 2023



**Aberfeld**  
international

UW VERMOGENSBEHEERDER MET GEVOEL VOOR WAARDE

---

# INHOUD



## Graaiflatie ..... 1

Politici en centrale bankiers maken zich steeds meer zorgen over de winst-prijsspiraal en schrijven de verantwoordelijkheid voor de hoogste inflatie van de afgelopen decennia toe aan prijsopdrijving. Grote bedrijven zouden hun marktmacht gebruiken om winstmarges na te jagen en dit doorrekenen als inflatie in hun eindproduct: 'Graaiflatie'!



## Het wordt een uitdagend jaar voor Sherwin-Williams Company ..... 3

Sherwin-Williams kon de markt met zijn resultaten over het boekjaar 2022 niet echt overtuigen, met name omdat de verwachtingen zeer behoudend waren. Topman John Morikis legde in de toelichting op de cijfers uit dat het bedrijf...



## CVS Health Corporation is een duidelijke achterblijver op Wall Street ..... 6

Met een omzet van meer dan \$300 miljard is CVS Health Corporation (CVS) een zwaargewicht binnen de Amerikaanse gezondheidssector. Op de beurs heeft het aandeel CVS in de afgelopen vijf jaar echter ondermaats gepresteerd...



## Specialist aan het woord ..... 9

Afgelopen donderdag kwam Shell met zijn kwartaalcijfers en daarmee hebben we de meeste bedrijfscijfers op Beursplein 5 wel gezien. Buiten de kwartaalcijfers zagen we de afgelopen week ook de renteverhogingen doorkomen...



## Universal Music Group voelt de dreiging van AI in de nek ..... 11

Het in Hilversum gevestigde en aan de Amsterdamse beurs genoteerde Universal Music Group (UMG) stond recent volop in de schijnwerpers vanwege een zaak die niet zozeer met het bedrijf zelf maar met de sector heeft te maken...

---

**Beleggen kent risico's. Uw inleg kan minder waard worden.**

*Indien u gebruik maakt van artikelen en opinies gepubliceerd door (medewerkers van) Aberfeld Vermogensbeheer in deze publicatie of elders dan gaat u akkoord met het feit dat u gebonden bent door de in onze disclaimer ([aberfeld.nl/disclaimer](http://aberfeld.nl/disclaimer)) omschreven voorwaarden.*

# Graaiflatie

**Politici en centrale bankiers maken zich steeds meer zorgen over de winst-prijsspiraal en schrijven de verantwoordelijkheid voor de hoogste inflatie van de afgelopen decennia toe aan prijsopdrijving. Grote bedrijven zouden hun marktmacht gebruiken om winstmarges na te jagen en dit doorrekenen als inflatie in hun eindproduct: *graaiflatie*. De prijzen zijn als gevolg daarvan behoorlijk opgelopen. Ironisch genoeg zijn ook politici en centrale bankiers een onwetende bron van deze ontwikkeling. Zware regelgeving verhoogt de kosten van zakendoen. Zo ontdekte een onderzoeksteam van Harvard-Chicago-Leibniz dat ook de vaste operationele kosten een belangrijke aanjager zijn; kosten voor het voldoen aan complexe regelgeving op het gebied van werkgelegenheid, wetgeving en milieu. Deze beperkende maatregelen zorgen ervoor dat er minder concurrerende bedrijven toe treden tot de markt en het zou bestaande bedrijven ervan weerhouden om uit te breiden. Dit draagt ondubbelzinnig bij aan de hogere prijzen en dat is ook een deel van de inflatie, naast de graaiflatie. Meer vrijheid en minder regelgeving zou meer concurrentie en dynamiek betekenen aan de aanbodzijde en lagere prijzen helpen ontketenen. Bovendien haalt dit muren weg die de monopoliekracht beschermen.**

De inflatie in de eurozone is in april fractioneel gestegen. De prijzen stegen afgelopen maand met 7,0 procent op jaarbasis, hetgeen conform verwachting was. In maart was de stijging 6,9 procent. De kerninflatie, die voor de ECB een duidelijke graadmeter is, kwam in april uit op 5,6 procent. In maart lag de kerninflatie op 5,7 procent. De stijgende inflatie was in de periode van Corona een probleem die voortkwam uit een gebrek aan aanbod. Maar inmiddels is de wind

gedraaid en ligt het probleem nu aan de vraagkant, want de consument - met name bij de dienstensector - is blijven besteden. Dit is voor de centrale banken een signaal om harder op de rem te trappen. Maar als we kijken naar de producentprijzen dan zien we al een afkoeling en is het zaak dat de renteverhogingen niet overloos doorgaan, met als risico dat de weegschaal doorslaat naar een harde tegenwind. Want het effect die de renteverhogingen uitein-

delijk hebben zullen we pas waarnemen over een aantal maanden.

De Fed heeft woensdag 3 mei de rente verhoogt met 25 basispunten. Zoals het nu lijkt zou dat voorlopig de laatste keer kunnen zijn. De problematiek bij de lokale banken en wat tegenvallende cijfers spelen daarbij een rol. De ECB is daarentegen later begonnen dan de Fed waardoor de kans bestaat dat ze langer doorgaan. Zij hebben ook de rente verhoogt





met 25 basispunten naar 3,25%. Wel hoop ik dat ze zich eerst even achter de oren krabben alvorens ze nog verder gaan verhogen. De markt heeft namelijk tijd nodig om zich aan te passen aan de snelle rentestijgingen. De voorbode dat ook hier het groeitempo afneemt zien we: de kredietverlening stukt en de producentenprijzen, waaronder de olieprijs, zijn aan het dalen. Dan kan men er vanuit gaan dat dit de rem op de inflatie zet.

Voor blijvende groei in de economie zijn investeringen nodig, maar het effect van de sterk gestegen rente als gevolg van de monetaire verkrapping hangt nog boven de markt. Het lijkt er in elk geval op dat de finish van de renteverhogingen in zicht is. De inflatie kon zo hoog oplopen doordat de werkgelegenheid en de koopkracht op peil bleven. Het is nu van belang dat er weer een goed gebalanceerd evenwicht komt tussen vraag en aanbod, nu de productie weer is aangetrokken, de internationale toeleveringsketens weer zonder verstoringen functioneren en de energiekosten zijn gedaald. De economie heeft wel een duwtje in de rug gekregen door het ondersteu-



nende overheidsbeleid met de energieplafonds en een zachte winter.

De economie van de eurozone is in het eerste kwartaal met 0,1% gegroeid ten opzichte van het laatste kwartaal van 2022. De verschillen binnen de landen in de eurozone zijn relatief groot. De Duitse economie stagneerde in het eerste kwartaal, Frankrijk groeide met 0,2% en Italië en Spanje beiden met 0,5%. Op 16 mei worden de groeicijfers voor Nederland bekend gemaakt. In het vierde kwartaal van vorig jaar kromp het Bbp van Eurozone licht met een daling van 0,1%. Eén zwaluw maakt nog geen zomer en hoewel we vooralsnog aan de goede kant zitten, blijven we waakzaam.

De maatregelen die nodig zullen zijn om de hardnekkige inflatiedynamiek te breken brengen voor de beleggers onzekerheid met zich mee en zorgen in dit beursklimaat voor een pas op de plaats. Aandelenkoersen komen nauwelijks van hun plaats, staatsobligaties verschijnen weer meer in het vizier. Beleggers zijn op zoek naar veilige havens, omdat ze bang zijn dat de groei tegenvalt of zelfs omslaat in een krimp.

Maar als we een ding in het verleden van het bedrijfsleven geleerd hebben is het dat ze zich goed aanpassen aan de omstandigheden. Goede bedrijven zijn in staat om veranderingen door te voeren en eventuele tegenslagen te verwerken en positief om te buigen.

In het selecteren van onze investeringen is de fundamentele analyse onze leidraad, waarbij dit soort afwegingen ook een rol meespelen. Dit is de stevige basis van het gedegen beleggingsbeleid van Aberfeld International. We zorgen voor rust en rendement en laten ons niet leiden door emotie of door krantenkoppen.

Uw maatwerkportefeuille heeft een samenstelling die aansluit bij uw persoonlijk profiel. Een goede spreiding zorgt ervoor dat we goed gepositioneerd zijn. We zijn voorbereid om in te spelen op kansen, of het nu gaat om kansrijke aandelen of goed renderende optiestrategieën. Wilt u meer weten, belt of mailt u ons gerust voor een afspraak.

Hartelijke groet,  
**Janette Buitenkamp**



# Het wordt een uitdagend jaar voor Sherwin-Williams Company

Beurskoers kan een likje verf goed gebruiken

**Sherwin-Williams kon de markt met zijn resultaten over het boekjaar 2022 niet echt overtuigen, met name omdat de verwachtingen zeer behoudend waren. Topman John Morikis legde in de toelichting op de cijfers uit dat het bedrijf vorig jaar te maken had met moeilijke marktomstandigheden, waaronder kosteninflatie, de beperkte beschikbaarheid van grondstoffen, vertragende economische groei, de oorlog in Oekraïne en de lockdowns in China. In 2023 zijn die uitdagingen nog niet verdwenen. Morikis maakt zich op de eerste plaats zorgen over de Amerikaanse huizenmarkt, die onder grote druk is komen te staan, maar ook de situatie op de Europese markt werd door Morikis zorgwekkend genoemd.**

Tegen die achtergrond is het niet vreemd dat het aandeel Sherwin-Williams op de beurs van Wall Street niet echt van de grond komt. Aberfeld is van mening dat de huidige onzekerheid nog een tijdje op de koers kan blijven drukken. Tegen deze achtergrond is het interessant dat CEO John G. Morikis op vrijdag 27 januari 2.207 aandelen aanschafte. De aandelen werden verworven tegen een gemiddelde prijs van \$226,70 per aandeel. Na de aankoop is Morikis nu rechtstreeks in het bezit van 231.344 aandelen in Sherwin-Williams die tezamen een waarde vertegenwoordigen van \$52.445.684,80. Aberfeld leidt hieruit af dat Morikis het volste vertrouwen heeft in de toekomst van zijn bedrijf.

## Profiel

De in 1866 opgerichte Sherwin-Williams Company is wereldleider op het gebied van productie, ontwikkeling, distributie en verkoop van verf, coatings en aanverwante producten. Het bedrijf heeft een aantal

(vooral in de VS) bekende merknamen in huis, waaronder Sherwin-Williams, Valspar, HGTV HOME by Sherwin-Williams, Dutch Boy, Krylon, Minwax, Thompson's WaterSeal, Cabot etc. Met het hoofdkantoor in Cleveland, Ohio, worden de producten van het merk Sherwin-Williams gecommmercialiseerd via een keten van meer dan 5.000 eigen winkels in de Verenigde Staten, Canada, het Caribisch gebied en Latijns-Amerika. De overige merken worden verkocht via de gewone distributiekanaalen zoals onafhankelijke verfdealers, toeleveranciers aan de bouwsector, autoretailers en industriële distributeurs. De producten vinden hun weg in Noord-Amerika en naar delen van Europa, China, Australië en Nieuw-Zeeland. Met meer dan 61.000 medewerkers staat Sherwin-Williams garant voor toonaangevende innovatie, optimale service en expertise met toegevoegde waarde aan de groeiende basis van professionele, industriële, commerciële en consumentenklanten. Sherwin-Williams is een zware concurrent van Akzo.



Vijfjarig koersverloop Sherwin-Williams.



Sherwin-Williams pakt elke kans die zich voordoet om veelbelovende bedrijven over te nemen. Op 8 november 2022 werd de overname aangekondigd van de in Duitsland gevestigde Specialized Industrial Coatings Holding (SIC Holding), met als dochterbedrijven onder andere Oskar Nolte GmbH en Klumpp Coatings GmbH. De portefeuille van SIC Holding omvat zowel foliecoatings als door straling uitgeharde coatings voor de plaat-, meubel- en vloerindustrie. Met een aanwezigheid in Europa, Azië en Zuid-Amerika, ongeveer 220 werknemers en een jaarlijkse omzet van meer dan € 91,5 miljoen zal het overgenomen bedrijf toegevoegd worden aan Sherwin-Williams Performance Coatings Group. De transactie zal naar verwachting in het eerste kwartaal van dit jaar worden afgerond. Volgens CEO Morikis biedt deze acquisitie de kans om de groei te versnellen. “De aankondiging van de overname van SIC Holding bevestigt eens te meer onze voortdurende toewijding aan het creëren van aandeelhouderswaarde door middel van een consistente en evenwichtige strategie voor kapitaalallocatie”, aldus Morikis.

### Cijfers

Op de cijfers over het vierde kwartaal van 2022 en het volledige voorbije boekjaar viel niet zo veel aan te merken. De geconsolideerde netto-omzet steeg vorig jaar met 11,1% tot een record van \$22,15 miljard, waarbij de vergelijkbare omzet (in winkels die langer dan een jaar open zijn) in de Verenigde Staten en Canada met 11,7% toenam. Onderaan de streep was er voor het volledige boekjaar sprake van een winst per aandeel van \$7,72 (2021: \$6,98). De omzet over het vierde kwartaal steeg met 9,8% en de winst per

aandeel bedroeg over deze periode \$1,48. Morikis gaf het volgende commentaar op de cijfers: “In vergelijking met dezelfde periode vorig jaar leverde Sherwin-Williams over het vierde kwartaal goede resultaten. Er was sprake van omzetgroei, een aanzienlijke verbetering van de brutomarge op jaarbasis en een sterke ebitda-groei. Onze meer dan 61.000 medewerkers hebben deze resultaten behaald in een jaar dat opnieuw moeilijke bedrijfsomstandigheden kende”. De geconsolideerde netto-omzet steeg voornamelijk als gevolg van hogere verkoopprijzen in alle markten. Sherwin-Williams slaagde er dus in om de gestegen grondstofprijzen door te berekenen aan de klanten. De vraag is of dat ook in 2023 nog zal lukken.

### Pro's:

- Cijfers over 2022 vielen niet tegen.
- Stabilisatie van de rentevoeten in de Verenigde Staten speelt in het voordeel van dit bedrijf.
- Zwakkere resultaten voor 2023 zitten al verrekend in de koers.

### Contra's:

- Aanhoudende inflatie en dure grondstoffen blijven een bedreiging.
- Guidance voor 2023 klinkt zwak.
- Bouwsector en aanverwante sectoren zijn erg gevoelig voor economische vertragingen.

### Conclusie

Sherwin-Williams verwacht voor het huidige boekjaar een winst per aandeel van \$7,95 tot \$8,65 en een omzetgroei van minder dan 10%. Deze guidance ligt

duidelijk onder de schattingen van de analisten. Op 26 januari, de dag waarop de cijfers werden gepubliceerd, daalde de aandelenkoers van Sherwin-Williams met 9% en een dag later kocht Morikis dus aandelen bij. In de eerste helft van 2023 zal het bedrijf naar verwachting profiteren van prijsstijgingen, en de verkoop van verf voor nieuwe woningen zal in de eerste helft van dit jaar standhouden. Er wordt wel rekening gehouden met een sterke vertraging van de vraag in de tweede helft van 2023, maar het management heeft al maatregelen getroffen om de ergste schokken op te vangen. In het vierde kwartaal van het afgelopen jaar werd gestart met een herstructurering die de kosten moet verlagen en de winstmarges vergroten. Sherwin-Williams is blijven investeren en heeft 72 nieuwe verfwinkels geopend en zijn personeelsbestand uitgebreid met 1.400 getalenteerde werknemers. Daarnaast wordt de productiecapaciteit uitgebreid en worden de inkoop- en logistieke processen verbeterd. Het bedrijf hoopt met deze maatregelen de kloof met zijn concurrenten verder te vergroten. Morikis ontkent echter niet dat 2023 een lastig jaar wordt.

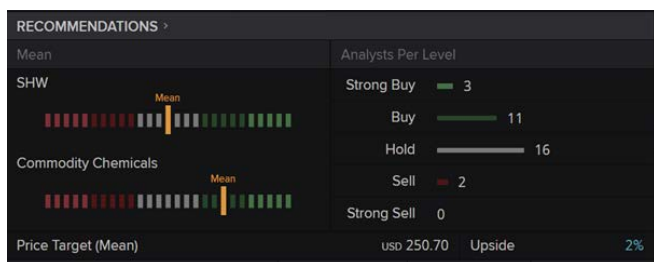
Het probleem is dat het momenteel nog volstrekt onduidelijk is of de Verenigde Staten en de rest van de wereld te maken gaan krijgen met een harde of milde recessie en hoe groot de economische vertraging zal gaan zijn. Halverwege het jaar zou duidelijk moeten zijn welke richting de wereldeconomie inslaat. Niet voor niets heeft de Amerikaanse centrale bank al een pauze in het optrekken van de rentevoeten in het vooruitzicht gesteld. De rente op de Fed Funds wordt waarschijnlijk nog twee keer met een kwart procent verhoogd, waarna zal worden gekeken wat de gevolgen zijn van de renteverhogingen op de economie. Tegen die achtergrond kan het aandeel Sherwin-Williams op de beurs een afwachtende houding aannemen. Aberfeld volgt liever het voorbeeld van CEO Marikis, want wij denken dat dit aandeel op termijn een winnaar is. Omdat de komende maanden meer duidelijkheid zullen verschaffen over de richting die

de economie in gaat slaan, raden wij aan op halve kracht te kopen. Als de ontwikkelingen tegenvallen kan er worden gekozen voor verkoop van de aandelen of er kan worden bijgekocht. Beleggers kunnen ook een call schrijven op hun aandelen, zoals bijvoorbeeld de call juni 2023 met uitoefenprijs \$250 tegen een premie van \$15. Met de aanschaf van een call wordt de aankoopprijs gedrukt en kan er extra rendement worden gecreëerd. Rond de expiratiedatum van de call zal er ook meer duidelijkheid zijn over de stand van de economie.

Ten slotte noemen we u nog enkele koersdoelen van analisten voor het aandeel Sherwin-Williams. JP Morgan Chase & Co. verlaagde het koersdoel van \$260,00 naar \$235,00 en stelde op vrijdag 27 januari in een onderzoeksanalyse vast dat het aandeel mag worden overwogen. Royal Bank of Canada verlaagde zijn koersdoel van \$285,00 naar \$267,00 en stelde in een onderzoeksanalyse een outperform-rating voor het aandeel vast. Ten slotte verlaagde Barclays het koersdoel van \$245,00 naar \$220,00. Eén onderzoeksanalist gaf Sherwin-Williams een verkoopadvies, negen analisten hebben het een houdadvies gegeven en elf analisten een koopadvies. Volgens gegevens van MarketBeat heeft Sherwin-Williams een consensusrating van 'hold' en een consensuskoersdoel van \$254,53.

## Fundamentele kenmerken The Sherwin-Williams Company

Winst per aandeel 2022:	\$7,72
Tax. winst per aandeel 2023:	\$8
Tax. winst per aandeel 2024:	\$8,15
Koers-winstverhouding 2022:	31
Koers op moment van schrijven:	\$245
ISIN code:	US8243481061
Tickersymbool:	SHW
Koers hoog afgelopen 12 maanden:	\$294,08
Koers laag afgelopen 12 maanden:	\$195,24
Dividend:	\$2,40
Dividendrendement:	1%
Aantal aandelen:	259 miljoen stuks
Marktkapitalisatie:	\$63 miljard
Sector:	verf
Return on assets:	8,67%
Return on equity:	72,49%



Adviezen van derden voor Sherwin-Williams.

# CVS Health Corporation is een duidelijke achterblijver op Wall Street

Stabiel dividend zou een stevige bodem onder de koers moeten leggen

Met een omzet van meer dan \$300 miljard is CVS Health Corporation (CVS) een zwaargewicht binnen de Amerikaanse gezondheidssector. Op de beurs heeft het aandeel CVS in de afgelopen vijf jaar echter ondermaats gepresteerd en dat heeft alles te maken met de actieve overnamepolitiek die werd gevoerd. Beleggers waren met name ontevreden over de overname van Aetna in 2018, want de prijs die voor deze verzekeraar is betaald zou veel te hoog zijn geweest. Inmiddels zou die hoge overnameprijs echter 'verteerd' moeten zijn en dan zien we een relatief stabiel en zeer winstgevend bedrijf met een sterke vrije kasstroom. CVS heeft zich de afgelopen jaren vooral gericht op de reductie van zijn schulden. Sinds de overname van Aetna is de schuld al sterk afgenomen en het is zeer waarschijnlijk dat het grootste deel van de beschikbare cashflow nu naar de aandeelhouders gaat via het verhogen van het dividend en/of de terugkoop van eigen aandelen. Het is ook mogelijk dat de beschikbare middelen worden gebruikt voor (kleinere) lucratieve overnames die het bedrijf verder moeten laten groeien. Aberfeld is van mening dat de aandelen van dit weinig cyclische bedrijf een koopadvies verdienen. Vroeg of laat zullen de beleggers op de beurs van Wall Street dit aandeel herontdekken, want met een koers-winstverwachting voor 2023 van 9x noteert CVS met een stevige korting. Het stabiele dividend legt een stevige bodem onder de koers.

## Profiel

CVS Health is een van de grootste drogisterijketens in de Verenigde Staten met een brede waaier aan aanverwante activiteiten. Het bedrijf opereert via drie divisies: Health Care Benefits, Pharmacy Services en Retail/LTC. Via de laatstgenoemde divisie worden meer dan 7.000 drogisterijen en een online-apotheekwebsite geëxploiteerd. In de winkels van CVS kunnen klanten terecht voor geneesmiddelen op voorschrift en een breed aanbod aan andere producten, die binnen de sector worden omschreven als frontend-producten. Het bedrijf biedt zijn klanten

ook een volledig scala aan PBM diensten (Pharmacy Benefit Management) en is daarmee een soort tussenpersoon tussen verzekeringsmaatschappijen en apotheken. Via Aetna worden verzekeringsplannen aangeboden, die een totale en betaalbare benadering van de gezondheidszorg bieden en die de gezondheidszorg toegankelijker maken voor zijn leden. Tevens ondersteunt Aetna de werkgevers met data gestuurde oplossingen die kunnen helpen bij het stroomlijnen van oplossingen in de gezondheidszorg en dit tegen lagere kosten.



Vijfjarig koersverloop CVS Health Corporation.



## Cijfers

Op de cijfers over het boekjaar 2023 viel weinig aan te merken. De totale omzet over het vierde kwartaal steeg tot \$83,8 miljard, wat een stijging was van 9,5% in vergelijking met dezelfde periode in 2021. De kwartaalwinst bedroeg \$1,75 per aandeel. Op jaarbasis kwam de omzet uit op \$322,5 miljard, een stijging van 10,4% in vergelijking met het boekjaar 2021. De winst per aandeel bedroeg onderaan de streep \$3,14. CVS genereerde een cashflow uit operaties van \$16,2 miljard en loste vorig jaar \$4,1 miljard aan langlopende schulden af. Voor het lopende boekjaar wordt gerekend op een winst per aandeel in een vork van \$7,73 tot \$7,93. De verwachte cashflow uit operaties zou moeten uitkomen tussen \$12,5 tot \$13,5 miljard. Karen S. Lynch, president en ceo van CVS Health, had het volgende commentaar op de jaarresultaten: "Vorig boekjaar werd bepaald door een outperformance in al onze fundamentele activiteiten door een robuuste cashflow uit operaties en door een verdere uitbouw van onze op waarde gebaseerde zorgverleningsstrategie. 2022 was een jaar van vooruitgang en we blijven op dat momentum voortbouwen met zorgvuldig uitgekende stappen die de zorgervaring bij onze klanten zullen verbeteren. We blijven positief voor het lopende boekjaar."

Vorig jaar werd ook de definitieve overeenkomst

gesloten voor de overname van Signify Health, een leider op het gebied van eerstelijnsgezondheidszorg. Die overname maakte het mogelijk om een netwerk van meer dan 10.000 gespecialiseerde personeelsleden verspreid over alle 50 Amerikaanse staten toe te voegen aan het netwerk van CVS zelf. Het gecombineerde bedrijf zal werken aan het verbeteren van de mogelijkheden voor zorgverlening, het verlagen van de kosten, het verbeteren van de betrokkenheid en het creëren van een brede toegang tot hoogwaardige zorg, vooral voor Medicare Advantage klanten. De medewerkers van Signify kunnen nu nog beter zorg verlenen omdat ze gebruik kunnen maken van de unieke middelen van CVS Health en ze de klanten op elk gewenst moment en elke gewenste plek kunnen bedienen.

In 2022 werd tevens aangekondigd dat het kwartaaldividend vanaf 1 februari 2023 met 10% zou worden verhoogd. Vorig jaar heeft CVS \$ 2,9 miljard uitgekeerd aan de aandeelhouders door middel van het dividend, terwijl 34,1 miljoen gewone aandelen zijn teruggekocht en een nieuw aandeleninkoopprogramma van \$10,0 miljard werd goedgekeurd. Ook op het vlak van het verlenen van gezondheidszorg op afstand werd vooruitgang geboekt. Het aantal digitale klanten is met 7 miljoen toegenomen tot meer dan 47 miljoen.





## Conclusie

Met een koers-winstverwachting van 9x voor 2023 is CVS een goedkoop aandeel. Dat het aandeel tegen die grote korting wordt verhandeld heeft te maken met de agressieve manier waarop Aetna indertijd werd overgenomen. Met de overname van Oak Street Health begeeft CVS zich verder op de Amerikaanse markt voor eerstelijnszorg voor ouderen. Volgens de analisten is er voor deze acquisitie een redelijke prijs geboden. De overnameprijs mag geen probleem zijn voor CVS dat de afgelopen vier jaar \$53 miljard aan vrije kasstroom rapporteerde, terwijl het dividend slechts ongeveer \$3 miljard op jaarbasis bedraagt. CVS genereert een indrukwekkende cashflow, die het bedrijf kan helpen om periodes van tegenspoed, zoals inflatie of een recessie, te overleven en die het mogelijk maakt om ook in lastiger tijden het dividend uit te blijven keren.

Aberfeld is positief over de langetermijnstrategie van CVS om zijn Amerikaanse klanten een zo volledig mogelijk aanbod in de gezondheidssector te bieden. De overnamepolitiek uit het verleden werpt uiteindelijk dus toch nog vruchten af. Het one-stop-shop aanbod moet CVS in staat stellen zijn marktaandeel uit te breiden en de winstgevendheid te verbeteren. Onder andere dankzij de sterke positie in het verleden van gezondheidszorg op afstand moet CVS de kosten kunnen verlagen, zodat niet alleen het dividend wordt veiliggesteld maar er ook meer ruimte is om eigen aandelen in te kopen. Het aandeel is naar onze mening ondergewaardeerd en op de huidige koersniveaus daarom koopwaardig.

## Pro's:

- sterke cashflow;
- profijt van exponentieel groeiende vraag naar medische diensten en patiëntenzorg op afstand;
- aantrekkelijk dividendrendement.

## Contra's:

- gezondheidszorg profiteert niet langer van de covidpandemie;
- aanhoudende inflatiedruk en een tekort aan arbeidskrachten;
- de prijzen voor geneesmiddelen in de VS staan onder druk.

## Fundamentele kenmerken CVS Health Corporation

Winst per aandeel 2022	\$ 3,14
Tax. winst per aandeel 2023	\$ 3,56
Tax. winst per aandeel 2024	\$ 4,60
Koers-winstverhouding 2022	23,35
Koers CVS Health Corporation	\$ 73
ISIN code	US1266501006
Tickersymbool	CVS
Koers hoog afgelopen 12 maanden	\$ 107,26
Koers laag afgelopen 12 maanden	\$ 71,94
Dividend	\$ 2,42
Dividendrendement	3,30%
Aantal aandelen	1,28 miljard stuks
Marktkapitalisatie	\$ 93,36 miljard
Sector	gezondheid
Return on assets	4,18%
Return on equity	5,68%

# Specialist aan het woord

**Afgelopen donderdag kwam Shell met zijn kwartaalcijfers en daarmee hebben we de meeste bedrijfs-cijfers op Beursplein 5 wel gezien. Buiten de kwartaalcijfers zagen we de afgelopen week ook de renteverhogingen doorkomen. De Fed verhoogde de rente met 0,25%, net als de ECB. Met deze gegevens gaan we de zomer in, het zal tot juli/augustus duren voordat de markt weer nieuwe stimulansen gaat krijgen.**

Kijkend naar wat er het afgelopen kwartaal is gebeurd verwachten wij de komende maanden geen grote uitschieters. De bedrijfs-cijfers waren over het algemeen zoals de analisten die hadden verwacht. Ook de rentebesluiten waren volgens verwachting en de economische cijfers lieten geen grote verrassingen zien. Wat we kunnen constateren is dat de economische groei en de inflatie-stijging afkoelt en dat er iets meer ruimte komt in de arbeidsmarkt.

Bedrijven staan de komende maanden voor uitdagingen. Ze worden geconfronteerd met

hogere rentelasten en arbeidskosten. Daarnaast verwachten wij dat consumenten minder gaan uitgeven. Naast hogere prijzen in de winkel worden consumenten ook geconfronteerd met hogere belastingen en dit zal naar onze mening de bestedingen doen afnemen. Wij gaan er dan ook van uit dat bedrijven de komende maanden te maken krijgen met een afnemende omzet. Deze lagere omzetten hoeven echter niet direct te leiden tot lagere winsten, want veel bedrijven zijn in staat om hun marges te verhogen, zoals we gezien hebben. Afnemende economische activiteit en lagere

of gelijkblijvende omzetten zullen wel een drukkend effect geven op de beurs de komende maanden.

Wanneer we naar de koersbewegingen op de beurzen kijken van dit jaar, dan zien we dat er eigenlijk niet zo heel veel gebeurd is. De AEX-index heeft na de stijging in het begin van het jaar niet veel meer gebracht en op moment van schrijven zakken we zelfs terug richting het niveau van begin 2023. Beleggingen in de VS laten een vergelijkbaar beeld zien waarbij de verzwakking van de dollar het resultaat op Amerikaanse aandelen negatief beïnvloedt.





Een jaar waarin de koersen niet veel bewegen leent zich uitstekend voor het schrijven van opties om daarmee premies te genereren. Dit is dan ook een belangrijk onderdeel van onze beleggingsstrategie. Geschreven opties dragen bij aan een extra rendement en verlagen de aankoopprijs van de aandelen.

Onze visie is dat de komende maanden de aandelenmarkt geen grote uitschieters laat zien. De economie zal verder afkoelen en daardoor komen bedrijven voor nieuwe uitdagingen te staan. Deze ontwikkeling is echter goed voorspelbaar en de markt zal hier de komende tijd op anticiperen. Beleggers gaan voorzichtiger worden en zullen een afwachtende houding aannemen. Met het schrijven van opties, waar mogelijk, zullen wij de komende periode doorgaan.

De stijgende rente draagt er ook toe bij dat het weer interessant wordt om in obligaties te beleggen. We zien dan ook dat grote beleggers de samenstelling van hun portefeuille opnieuw evalueren en een gedeelte van de aandelenportefeuille omzetten in obligaties. Het beleggingsteam van Aberfeld sluit het beleggen in obligaties dan ook zeker niet uit. Aberfeld heeft de expertise in huis om een goed gespreide obligatieportefeuille samen te stellen. Beleggers die overwegen om een gedeelte van hun vermogen in obligaties te beleggen zijn bij Aberfeld aan het juiste adres.

Voor de komende maanden zijn we bij Aberfeld dus wat terughoudender over aandelen en willen we het rendement vooral halen uit het dividend en de premies door onze expertise in te zetten bij het schrijven van opties. Wij hanteren niet het oude gezegde "Sell in May and go away". Beleggen in aandelen en zeker met het gebruik van opties om extra inkomen te genereren is een strategie die niks te maken heeft met dat soort open deuren. Een afkoelingsperiode biedt ons juist mooie kansen om laag gewaardeerde aandelen te kopen. We zullen de komende maanden aandelen kopen die naar onze mening nu te hoog staan, maar dan aantrekkelijk gewaardeerd zijn en de portefeuilles daarmee inrichten om optimaal te kunnen profiteren van toekomstige groei.

Wel hebben wij er veel vertrouwen in dat de aandelenmarkten verder zullen stijgen wanneer de rentedruk zal stilvallen. Hiernaast, als we naar de grote toekomstige ontwikkelingen kijken, kunnen we niet anders dan concluderen dat aandelen bijzonder aan-

trekkelijk blijven de komende jaren. Vergrijzing is één van die ontwikkelingen. Het ouder worden van de bevolking zorgt enerzijds voor een zorgprobleem, maar anderzijds zullen er de komende jaren enorme kapitalen vrijkomen door vererving.

Klimaatverandering is ook een ontwikkeling die enerzijds zorgwekkend is, maar anderzijds de basis vormt voor enorme investeringen en innovaties. Dit zijn slechts twee ontwikkelingen die we noemen, maar zo zijn er nog veel meer ongekend grote veranderingen die eraan komen. Al die veranderingen creëren nieuwe kansen en zeker voor beleggers. Het team van Aberfeld International ziet de toekomst met vertrouwen tegemoet.

**Hartelijke groet,  
André van Eerden**





# Universal Music Group voelt de dreiging van AI in de nek

Koers kan verder stijgen als de onzekerheid wordt weggenomen

**Het in Hilversum gevestigde en aan de Amsterdamse beurs genoteerde Universal Music Group (UMG) stond recent volop in de schijnwerpers vanwege een zaak die niet zozeer met het bedrijf zelf maar met de sector heeft te maken. Het lukt grote muzieklabellen zoals Universal Music Group blijkbaar niet om kunstmatige intelligentie (AI) buiten de deur te houden. Dat bleek onlangs uit de onrust die ontstond rond het nummer Heart on My Sleeve, een door AI gegenereerde track met 'gekloonde' stemmen van Drake en The Weeknd. Voor alle duidelijkheid: het duo werkte zelf niet mee aan het nummer. De onzekerheid rond AI weegt op de koers van het aandeel UMG en er zou dus snel een oplossing moeten komen voor de inbreuk die AI op de muziekwereld maakt. Toch moet de problematiek rond AI ook niet worden overschat. We zijn van mening dat deze grote speler in de muzieksector op basis van de fundamentals een interessante belegging is. De cijfers voor het eerste kwartaal van 2023 vielen zeker niet tegen en ook de vooruitzichten zijn goed. We geven het aandeel dan ook een koopadvies.**

## Profiel

Vanuit zijn hoofdkantoor in Hilversum opereert Universal Music Group N.V. wereldwijd via de divisies Recorded Music, Music Publishing en Merchandising & Other. Recorded Music ontdekt en ontwikkelt artiesten, brengt hun muziek op de markt en promoot ze via verschillende formats en platforms. Tevens houdt die divisie zich bezig met live-evenementen, sponsoring, film en televisie. De divisie Music Publishing ontdekt en ontwikkelt songwriters, en bezit en beheert het auteursrecht voor muzikale composities die worden gebruikt in opnames, openbare optredens en aanverwant gebruik, zoals films en advertenties. Merchandising & Other verkoopt via verschillende verkoopkanalen een breed selectie van merchandisingproducten van artiesten, waaronder mode, concerttours en de opnieuw erg populaire vinylplaten. Het bedrijf heeft ongeveer 3 miljoen opnames en 4 miljoen titels in eigendom en beheer, en het heeft 220 artiesten/merken onder contract. UMG werkt via ongeveer 50 labels voor verschillende muziekgenres.

UMG heeft onder leiding van ceo Lucian Grainge het afgelopen decennium goed gepresteerd en beleefde een periode van groei in de streaminginkomsten die het label verkrijgt uit partnerschappen met onder meer Spotify en Apple Music. De grote muzieklabellen staan nu voor nieuwe uitdagingen. Met name in gevestigde markten zoals de Verenigde Staten is er sprake van een vertraging in de wereldwijde omzet-

groei van opgenomen muziek, en dat terwijl de door AI gegenereerde muziek nu pas opkomt. In veel landen wordt de replicatie van artiestenstemmen (nog) niet als illegaal beschouwd. In april lukte het UMG weliswaar zijn streamingpartners ervan te overtuigen het nummer Heart On My Sleeve van hun platforms te verwijderen, maar de opkomst van AI lijkt niet te stuiten. Drake en The Weeknd waren niet de eerste artiesten die te maken kregen met AI. Andere artiesten, zoals Ariana Grande, Eminem en Rihanna, waren ook al gekloond met behulp van de generatieve AI-technologie. Hoewel UMG zich heeft uitgesproken tegen het gebruik van die generatieve AI, zijn er ook artiesten die enthousiast zijn over de mogelijkheden van AI. Zo denken David Guetta en Peter Gabriel dat AI een positieve invloed op de muziekindustrie kan hebben. Afhankelijk van juridische interpretaties en hoe AI-technologie groeit, kunnen deze artiesten uiteindelijk gelijk krijgen. UMG zal de komende tijd dus in onzekerheid verkeren over de invloed die AI uiteindelijk op zijn bedrijfsvoering zal hebben. Voorlopig weegt die onzekerheid echter niet op de resultaten.

## Cijfers

De meest recente kwartaalcijfers van UMG vielen zeker niet tegen. De omzet voor het eerste kwartaal van 2023 bedroeg € 2,45 miljard, wat een stijging was van 11,5% op jaarbasis. De omzetgroei werd gedreven door een sterke groei in Recorded Music en Music Publishing. De ebitda daalde met 42,5% jaarop-jaar, of met 43,4% in constante valuta, tot € 261

miljoen en de ebitda-marge bedroeg 10,6%, vergeleken met 20,6% in het eerste kwartaal van 2022. Deze dalingen werden veroorzaakt door eenmalige kosten voor een bedrag van € 261 miljoen.

"Onze sterke start van het jaar toont onze consistentie in het ontwikkelen van geweldige artiesten en het introduceren van hun muziek aan fans over de hele wereld", zo merkte Sir Lucian Grainge, voorzitter en ceo van UMG, op. "We kijken ernaar uit om op dit momentum voort te bouwen en ons trackrecord van het transformeren van ontwrichtende technologieën in kansen om ons bedrijf te versnellen voor onze artiesten, fans en aandeelhouders verder te ontwikkelen. Onze resultaten weerspiegelen de voortdurende evolutie van ons bedrijf naar consistente en voorspelbare inkomsten uit een groeiend aantal bronnen. Met een omzetstijging van 9% en een stijging van de aangepaste ebitda met 13% zijn we op de juiste weg om onze guidance voor het volledige boekjaar te realiseren."

## Conclusie

Ondanks de inspanningen lukt het grote labels zoals UMG dus niet om AI buiten de deur te houden. Het heeft echter geen zin om deze evolutie te negeren en we gaan ervan uit dat er een juridische basis voor de AI-kwestie zal worden gevonden. Tot die tijd kan beschermd intellectueel eigendom in de meeste landen alleen door mensen worden gecreëerd, maar dat zal waarschijnlijk op veel fronten worden aangevochten. Daar komt nog bij dat er ook artiesten zijn die in de toekomst gretig gebruik zullen maken van de mogelijkheden die AI hun biedt. Hoewel er dus nog heel wat onzekerheid is over de opkomst van AI, vinden wij dat beleggers daar doorheen moeten kunnen kijken. Wij denken dat UMG heel goed in staat is om te profiteren van de kansen die AI de muzieksector biedt.

Wij kijken voor dit aandeel daarom op de eerste plaats naar het fundamentele plaatje en dat ziet er zonder meer goed uit. We zijn van mening dat de meevallende resultaten over het eerste kwartaal van 2023 en de bevestiging van de guidance voor het volledige boekjaar enige geruststelling bieden over zowel de groei als de evolutie van de marges. Als wereldleider in opgenomen muziek en nummer twee in het publiceren van muziek beschikt UMG over een sterke marktpositie. Geen ander bedrijf heeft zoveel wereldwijde topartiesten onder contract, wat het mo-

gelijk maakt om interessante marges te realiseren. Bovendien is extra groei mogelijk via het promoten van livemuziek, een segment van de markt waar dit bedrijf nog relatief zwak in staat.

Het aandeel beschikt over een stevig groeipotentieel en voorspelbare inkomsten. Met een EV/ebitda die voor 2024 14,4x bedraagt, vinden wij de waardering bovendien aantrekkelijk en wij geven het aandeel daarom een koopadvies.

## Pro's:

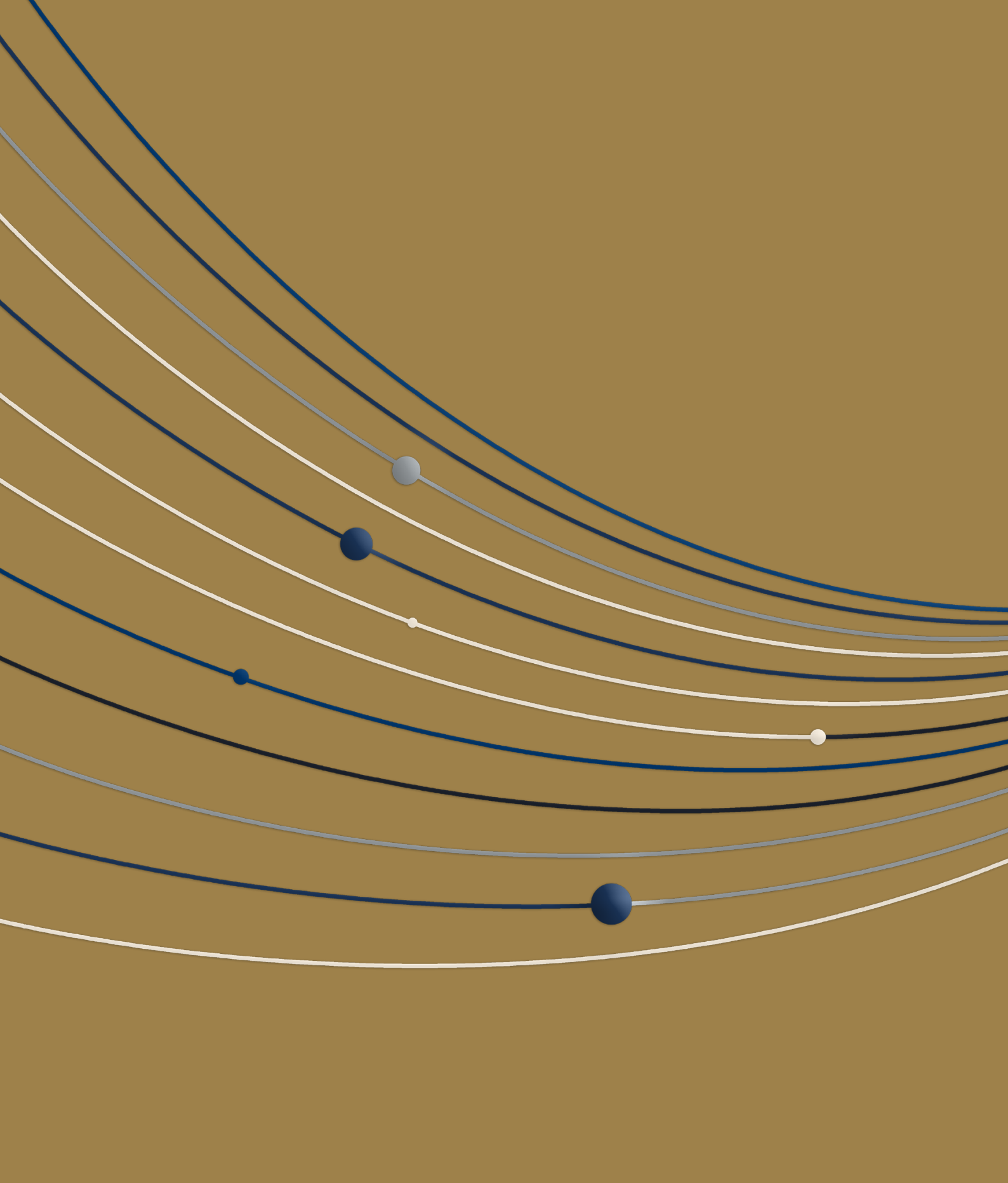
- wereldleider in opgenomen muziek (Recorded Music) en nummer twee in het publiceren van muziek (Music Publishing);
- wereldwijd het grootste aanbod aan topartiesten;
- hoogste marges in de sector.

## Contra's:

- weinig blootstelling aan inkomsten uit livemuziek, wat tegenwoordig de grootste bron van inkomsten is voor artiesten;
- AI vormt mogelijk een bedreiging;
- vertraging van de advertentiemarkt kan resultaten drukken.

## Fundamentele kenmerken Universal Music Group

Winst per aandeel 2022	€ 0,43
Tax. winst per aandeel 2023	€ 0,49
Tax. winst per aandeel 2024	€ 0,77
Koers-winstverhouding 2022	46,5
Koers op moment van schrijven	€ 20
ISIN code	NL00150001Y2
Tickersymbool	UMG.AS
Koers hoog afgelopen 12 maanden	€ 24,12
Koers laag afgelopen 12 maanden	€ 16,64
Dividend	€ 0,48
Dividendrendement	2,28%
Aantal aandelen	1,81 miljard stuks
Marktkapitalisatie	€ 38,1 miljard
Sector	entertainment
Return on assets	7,56%
Return on equity	15,92%



Aberfeld Asset Management B.V.  
Wilhelminapark 17-G  
2012 KB Haarlem

T: +31 203 050 540  
E: [info@aberfeld.nl](mailto:info@aberfeld.nl)  
W: [www.aberfeld.nl](http://www.aberfeld.nl)