



zo'n vijf euro hoger liggen dan het huidige Premium-abonnement (10,99 euro per maand). Of zo'n Superpremium-abonnement aanslaat bij Spotify-gebruikers, zal moeten blijken.

Getuige de beurskoers, die nauwelijks opveerde, waren beleggers allermindst onder de indruk van het relaas van de bestuurstop. Daarvoor was het te veel een aaneenschakeling van platitudes en herhalingen, terwijl beleggers hoopten op een meer inhoudelijke onderbouwing die duidelijk zou maken dat het verdienmodel nog volledig intact is.

Ackman blijft niettemin optimistisch over het potentieel van UMG. Enigszins teleurstellend is dat hij in het halfjaarbericht van zijn eigen beursgenoteerde vehikel niet uiteenzet waarom de terugval in streaming tijdelijk zou zijn. Hij laat het bij "bepaalde factoren die uniek zijn voor UMG". Iedere verdieping ontbreekt.

UMG-SCENARIO'S DOORGEREKEND

	Bear	Basis	Bull
Ebitda '23	€ 2,4	€ 2,4	€ 2,4
Ebitda-groei '23-'28	7%	10%	13%
Ebitda '28	€ 3,3	€ 3,8	€ 4,4
EV/ebitda '28	15x	18x	20x
Ondernemingswaarde '28	€ 50	€ 67	€ 87
WACC	8,5%	8,5%	8,5%
Ondernemingswaarde '24	€ 38	€ 51	€ 67
Nettoschuld*	€ -1,2	€ -1,2	€ -1,2
Intrinsieke waarde	€ 37	€ 50	€ 66
Aantal uitstaande aandelen	1,8	1,8	1,8
Waarde per aandeel	€ 20	€ 27	€ 36

Bron: verslaggeving UMG, berekening VEB. EV/ebitda-multiples volgens analisten van Wells Fargo. EV = *enterprise value* (ondernemingswaarde), de beurswaarde plus nettoschuld. Gewogen gemiddelde kapitaalkosten (WACC) van 8,5 procent (op basis van marktconsensus). Bedragen in miljarden euro's, behalve per aandeel. Aantal aandelen in miljarden. *gecorrigeerd voor deelnemingen in Spotify, Tencent Music, Vevo en Chord.

DRIE SCENARIO'S

En dan is de kernvraag: welke kant gaat het op met UMG? In een waarderingsexercitie becijferen we wat het aandeel vandaag waard is als Ackmans optimisme gerechtvaardigd blijkt. Aangezien de Amerikaan niet objectief is en hij er zelf regelmatig naast zat, rekenen we ook twee minder rooskleurige scenario's door (zie tabel).

Het startpunt van de berekening is het brutobedrijfsresultaat (ebitda). De aangepaste ebitda zal in de periode tot en met 2028 volgens UMG met zeker 10 procent per jaar stijgen. In ons *basis*-scenario loopt de ebitda-winst dan ook op naar meer dan 3,8 miljard euro (2023: 2,4 miljard euro). Bij de historische gemiddelde verhouding tussen de ondernemingswaarde en de ebitda (EV/ebitda) van 18, komt de intrinsieke waarde – na aftrek van de nettoschuld en rekening houdend met het aantal uitstaande aandelen – uit op zo'n 27 euro per aandeel, tegenover een beurskoers van circa 23 euro op het moment van schrijven.

Een ander scenario neemt de optimistische kijk van Ackman als uitgangspunt, het *bull*-scenario. Als UMG herstelt naar het oude groeipad, dan zou de ebitda met zo'n 13 procent per jaar kunnen stijgen. In dat geval zou ook de waarderingratio EV/ebitda kunnen oplopen naar 20. Dat levert vervolgens een waarde op van 36 euro per aandeel.

Maar pas op, hiervoor moet wel alles meezitten. Deze berekening gaat ervan uit dat de problemen van UMG slechts van tijdelijke aard zijn. Zo niet, dan kan de ebitda-groei de komende jaren ook behoorlijk tegenvallen en verdwijnt een pilaar onder de waardering. We zijn dan beland in het *bear*-scenario, waarbij ook een lagere multiple – zeg 15 keer – zal passen. In dat geval kan de koersval (meer dan) terecht zijn.