



VAN LANSCHOT
KEMPEN

INVESTMENT MANAGEMENT

Kwartaalupdate Alternatieve Beleggingen

Editie 1^e kwartaal 2024

Ons kwartaalinzicht in Alternatieve Beleggingen

Contents

Terugblik & Visie

Alternative Credit

- I. Corporate Direct Lending
- II. Structured Credit
- III. Corporate Distressed Debt

Real Assets

- I. Niet-beursgenoteerd vastgoed (aandelen)
- II. Niet-beursgenoteerde infrastructuur (aandelen)
- III. Landbouwgrond (aandelen)

Private Equity

Bijlage

Terugblik & Visie

Terugblik markten Q3 2023*

Tijdens het derde kwartaal van 2023 leverden traditionele beleggingscategorieën zwakke prestaties, waarbij de mondiale aandelen met 3,4% daalden en de mondiale staatsobligaties met 2,9%** daalden. Hiermee verloor de '60/40' gebalanceerde portefeuille 3,2% tijdens het derde kwartaal. De yield op 10-jaars Duitse staatsobligaties steeg in het derde kwartaal van 2,4% naar 2,8%.

Alternatieve beleggingen presteerden in deze context relatief goed. Alternative credit boekte sterke rendementen in het derde kwartaal, omdat de hogere rentetarieven de couponinkomsten deden stijgen, terwijl kredietverliezen relatief laag bleven. Corporate direct lending steeg met 3,3%, gevolgd door Structured credit (+2,8%) en Corporate distressed debt (+1,1%). Bij Real assets worden de waarderingen van activa gestaag herzien als gevolg van hogere rentetarieven, hetgeen leidt tot licht negatieve rendementen in het derde kwartaal, waarbij Niet-beursgenoteerd 'core' vastgoed (-0,8%), Niet-beursgenoteerde infrastructuur (-1,2%) en Landbouwgrond (-0,8%) lichte verliezen lieten zien. Private equity boekte een licht positief resultaat (+ 0,6%).

Macro-economische visie voor 2024

Voor de eerste helft van 2024 verwachten wij dat de macro-onzekerheid en de relatief hoge rentevolatiliteit zullen overheersen. Wij verwachten dat de groei verder zal vertragen, en verwachten een milde recessie in de VS en Europa, met een herstel in de tweede helft van 2024. Terwijl de inflatie nog steeds te maken krijgt met opwaartse druk van langere Op de langere termijn verwachten we dat deze trends, zoals demografische ontwikkelingen en duurzame transitie, gezien de cyclus verder zullen matigen in de komende kwartalen. Centrale banken zijn waarschijnlijk klaar met het verhogen van de rente, maar het pad voor verlagingen van de basisrente blijft onzeker. Ondertussen nemen de geopolitieke staartrisico's toe, van Oekraïne tot het Midden-Oosten. Zodra de macro-onzekerheid later in 2024 afneemt, zou een grotere zekerheid over de financieringskosten een stabilisatie van de waarderingen kunnen bewerkstelligen, en transactieactiviteit doen verhogen.

Visie op alternatieve beleggingen (6-12 maands' horizon)

Binnen Alternative credit hebben we een constructieve visie op Structured credit en Corporate distressed debt, terwijl we een neutrale visie hebben op Corporate direct lending. Binnen Real assets hebben we een constructieve visie op Niet-beursgenoteerde infrastructuur en Landbouwgrond, terwijl we voorzichtig blijven met Niet-beursgenoteerd vastgoed. We handhaven onze voorzichtige visie op Private equity, wel kunnen private equity-fondsen wellicht profiteren van aantrekkelijker instapwaarderingen.

* Indices voor Alternatieve beleggingen worden doorgaans met een kwartaal vertraging gepubliceerd vanwege hun minder liquide karakter.

** Mondiale aandelen: MSCI ACWI Net Total return USD index; mondiale staatsobligaties: ICE BofA Global government bond index (WOG1).

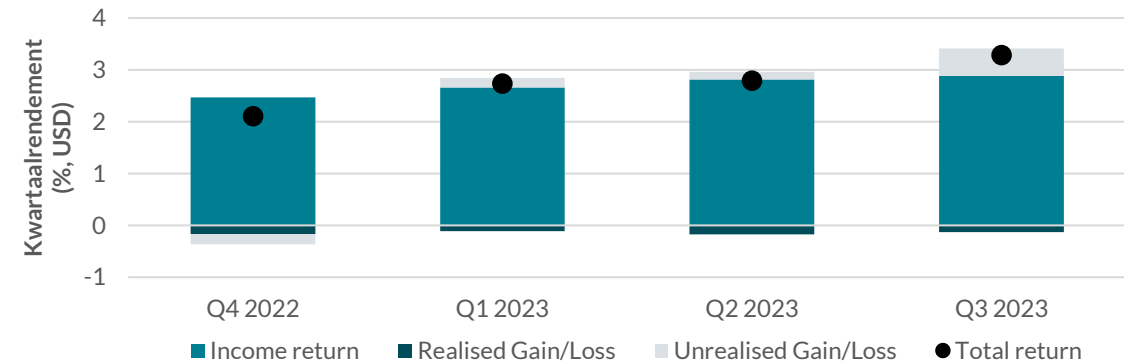
Corporate Direct Lending

Rendement Q3-'23: Sterk, dankzij hoge inkomsten en lage wanbetalingen

Amerikaanse (senior, mid-cap) Corporate direct lending boekte over het derde kwartaal van 2023 een rendement van +3,3%. Net als voorgaande kwartalen werd het totale rendement voornamelijk bepaald door de inkomsten (+2,9%). Verhoogde rentetarieven dragen via hoge couponinkomsten bij aan de sterke prestaties van deze activaklasse met variabele couponrente. De feitelijke afschrijvingen op de hoofdsom van leningen als gevolg van wanbetalingen van kredietnemers bleven zeer laag, rond de -0,1%.

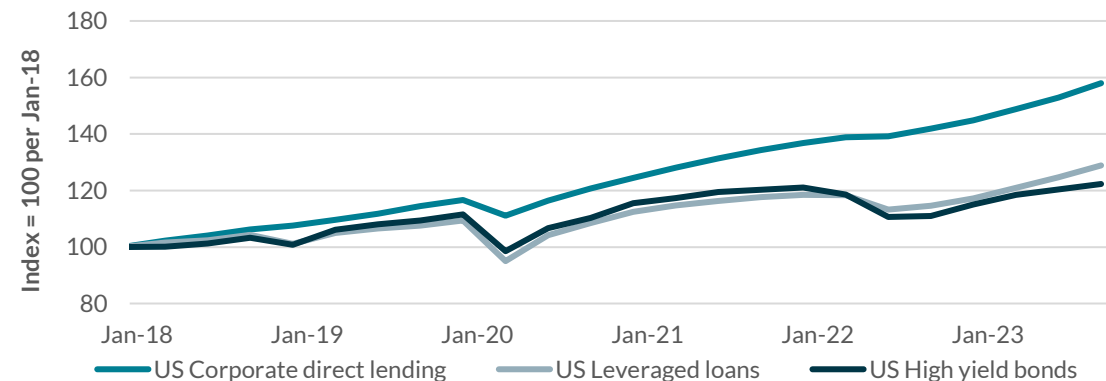
Relatief gezien heeft de categorie de afgelopen vijf jaar beter gepresteerd dan Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties en Amerikaanse hefboomleningen. In het derde kwartaal van 23 presteerden de categorie (+3,3%) beter dan de Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties (+1,6%) en in lijn met de Amerikaanse hefboomleningen (+3,3%)*. Wij adviseren voor deze activaklasse om de prestaties over een langere termijn te beoordelen, omdat de waarderingen achterblijven op de publieke markten en de instrumenten minder liquide zijn.

1. Rendement (senior, middle market) Corporate direct lending VS



Bron: Cliffwater, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

2. Relatief rendement ten opzichte van andere hoogrentende categorieën



Bron: Cliffwater, ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

* Corporate Direct Lending: Cliffwater CDLI-S Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index⁴ (HOAO), US Leveraged loans: JP Morgan Leveraged Loan index. Rendement in USD. Zie ook Appendix.

Corporate Direct Lending

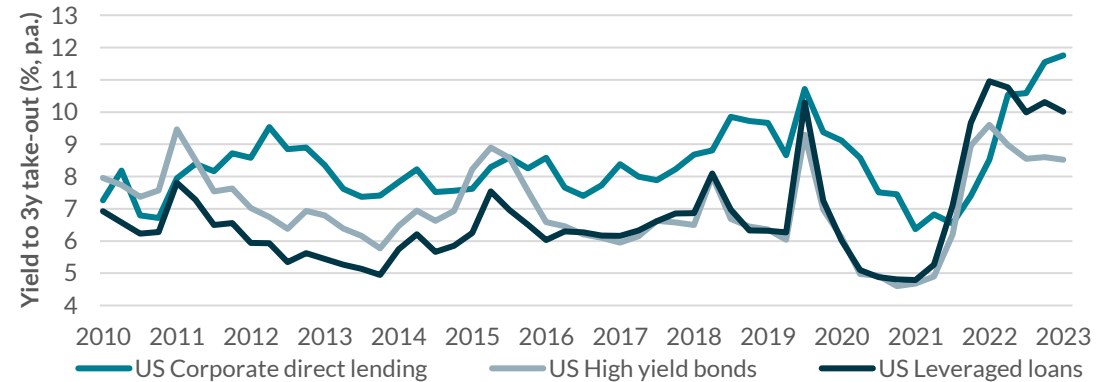
Huidige situatie: Yield aantrekkelijk, maar risico-opslag benedengemiddeld

De afgelopen kwartalen is de yield op Corporate direct lending, een belangrijke driver voor lange-termijnrendement, gestegen naar een historisch hoogtepunt (11,8%), geholpen door stijgende variabele rentes. Omdat we later in 2024 renteverlagingen door de centrale banken verwachten, liggen de rendementen op leningen met variabele rente waarschijnlijk in de buurt van het hoogste punt in de cyclus. De rendementen op Amerikaanse hefboomleningen en Amerikaanse hoogrentende obligaties daalden dit kwartaal naar resp. 10,0% en 8,5%.

De risico-opslag op Corporate direct lending (630 bps.) ligt echter op een historisch krap niveau, terwijl risico-opslagen op Amerikaanse hefboomleningen en Amerikaanse hoogrentende obligaties daalden naar 541 bps. en 406 bps. Dit resulteert in een relatief lage extra compensatie van de categorie ten opzichte van Amerikaanse hefboomleningen.

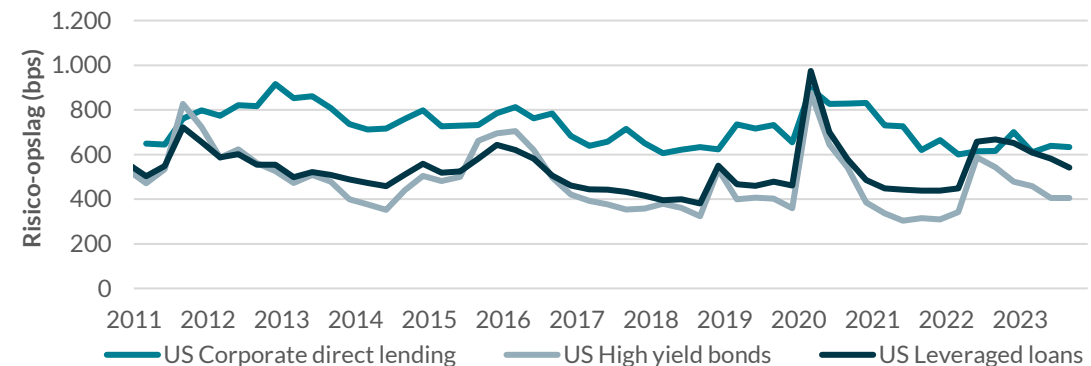
De fundamentele factoren blijven relatief sterk, met een gestage omzetgroei en een lagere hefboomwerking op nieuwe deals omdat de financieringskosten hoger zijn. Terwijl de gemiddelde rentedekking stabiel is rond de 2,0x, rapporteert 30% van de zakelijke kredietnemers een ratio van < 1,0x (bron: Lincoln).

3. Yield op Corporate direct lending VS ziet er aantrekkelijk uit..



Bron: Cliffwater, ICE BrfA, JP Morgan, Pitchbook, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

4. ... wel is de risico-opslag op Corporate direct lending VS benedengemiddeld



Bron: Cliffwater, ICE BofA, JP Morgan, Pitchbook, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

* Corporate Direct Lending: Cliffwater CDLI-S Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (H0AO), US Leveraged loans: JP Morgan Leveraged Loan index. Risico-opslag definities: DL & LL discount margin over 3m SOFR; HY option-adjusted spread over US Treasuries (all in USD). Zie ook Appendix.



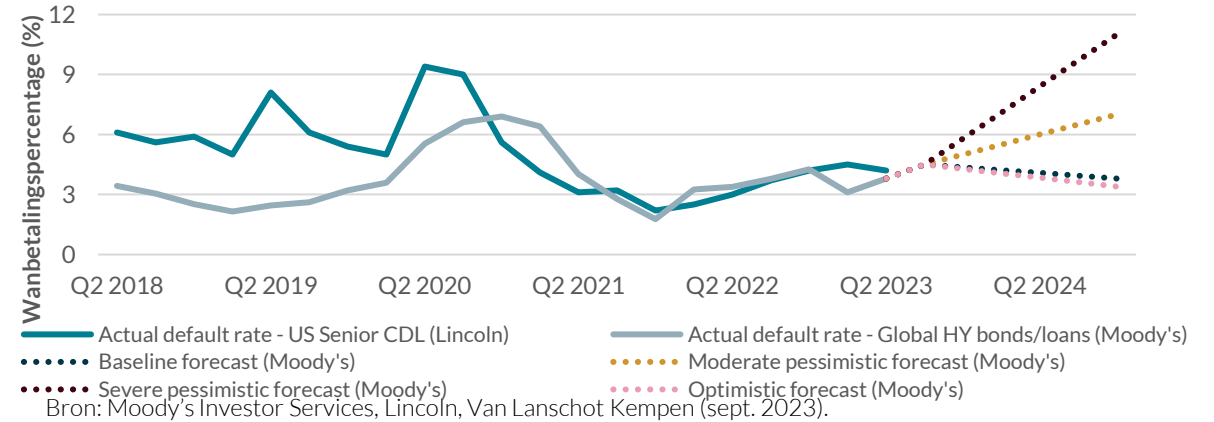
Corporate Direct Lending

Vooruitzicht (6-12 mnd.): Conservatieve kredietverlening is essentieel

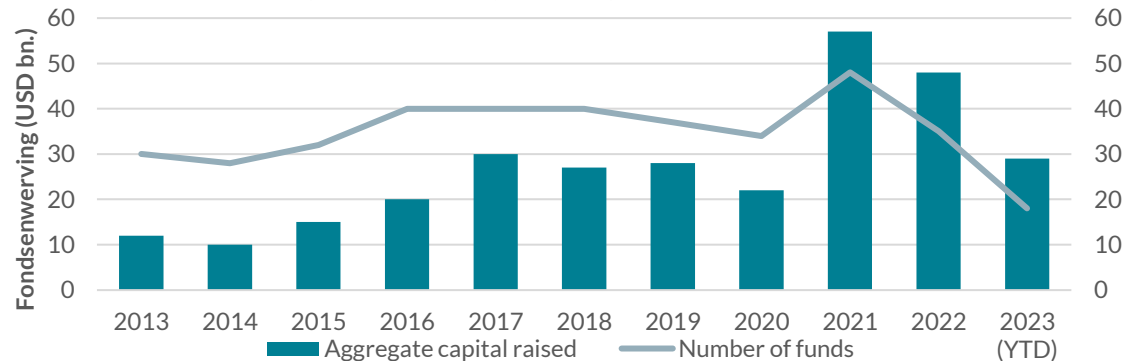
We houden de ontwikkeling van het wanbetalingspercentage in Alternative credit nauwlettend in de gaten. Ondanks gezonde fundamentele factoren en feitelijke wanbetalingspercentages die dicht bij het historische gemiddelde liggen, nemen de betalingsachterstanden toe en worden de kredietwatchlists groter. In ons scenario van een milde recessie in de VS en Europa in de eerste helft van 2024 zou het aantal faillissementen van bedrijven in de komende twaalf maanden met nog eens 2-3 procentpunten kunnen stijgen (en daarna weer terugvallen). Voor Corporate direct lending als relatief jonge activaklasse met een beperkte historie is enige voorzichtigheid geboden. Met rendementen rond de 12% is er echter een aanzienlijke buffer tegen een potentiële stijging van kredietverliezen. Als gevolg van deze afweging upgraden we de categorie dit kwartaal naar 'Neutraal'.

De fondsenwerving voor Corporate direct lending is sinds de records van 2021-2022 enigszins gematigd. Niettemin staat er naar schatting nog altijd zo'n \$107 miljard aan de zijlijn om belegd te worden in de categorie (bron: Preqin). Dit toont duidelijk aan dat beleggers geïnteresseerd zijn in deze beleggingscategorie.

5. Wanbetalingspercentages op hoogrentende categorieën incl. prognose*



6. Fondsenwerving is dit jaar gematigd na 2 recordjaren



* Corporate Direct Lending: Lincoln Senior Debt index, 12 month Global speculative-grade corporate default rate (including distressed exchanges) en voorspelling Moody's Investor Services.



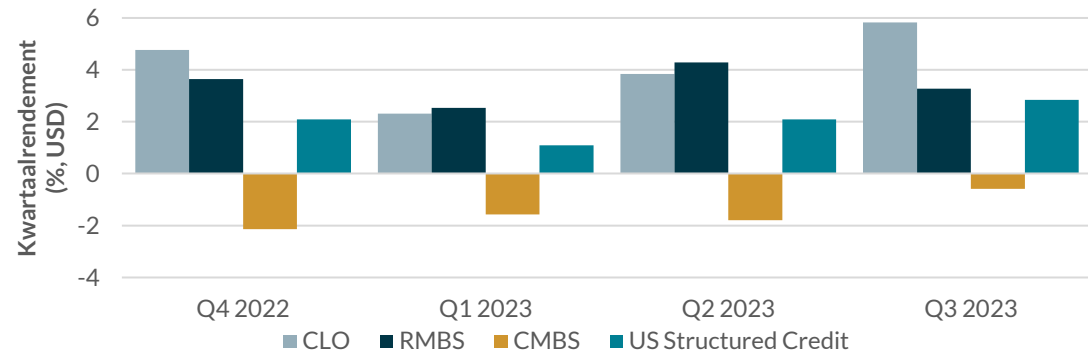
Structured Credit

Rendement Q3-'23: Positief rendement, dankzij sterke CLO markt

Structured Credit (privaat, mezzanine) boekte een rendement van +2,8% over het derde kwartaal. Hoge rentetarieven dragen via hoge couponinkomsten bij aan de sterke prestaties van deze activaklasse met variabele couponrente. Amerikaanse CLO's met een BBB-rating waren de best presterende sector (+5,8%) nu de amortisatie op CLO's versnelt, gevolgd door Amerikaanse RMBS met een BB-rating (+3,3%). Amerikaanse CMBS met een BB-rating boekte een negatief rendement (-0,6%), gedreven door de aanhoudende spanningen in de kantorensector vanwege cyclische en structurele trends. Het is belangrijk te noemen dat Structured credit doorgaans in lening-portefeuilles beleggen (dus geen aandelenkapitaal), waarbij de structuur van het instrument en de (meestentijds) sterk gediversifieerde lening-portefeuilles als buffer dienen tegen mogelijke kredietverliezen.

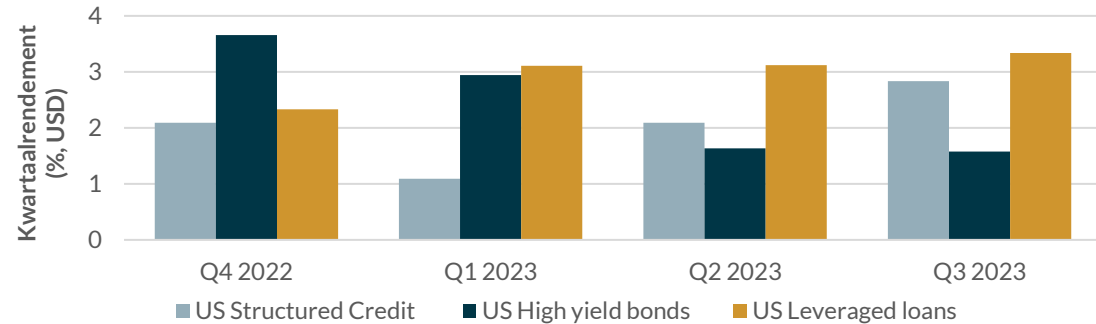
Op relatieve basis presteerde Structured credit in het derde kwartaal beter dan Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties (+1,6%), terwijl ze minder goed presteerden dan Amerikaanse hefboomleningen (+3,3%)*.

7. Rendement Structured Credit *



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

8. Relatief rendement ten opzichte van andere hoogrentende categorieën



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

* Structured Credit: focus op BBB rated, een gelijkgewogen proxy van de JP Morgan CLOIE BBB index (US BBB CLOs), ICE BofA US BBB CMBS index (CB40) en Citi US non-agency RMBS CRT M2 securities (US BB RMBS). US High Yield: ICE BofA US HY Constrained (0-5 Y)(BB-B) index (H4CD), US Leveraged loans: JP Morgan Leveraged Loan index. CLOs zijn Collateralized Loan Obligations, RMBS are zijn Residential Mortgage-backed Securities en CMBS zijn Commercial Mortgage-backed Securities. Zie ook Appendix.

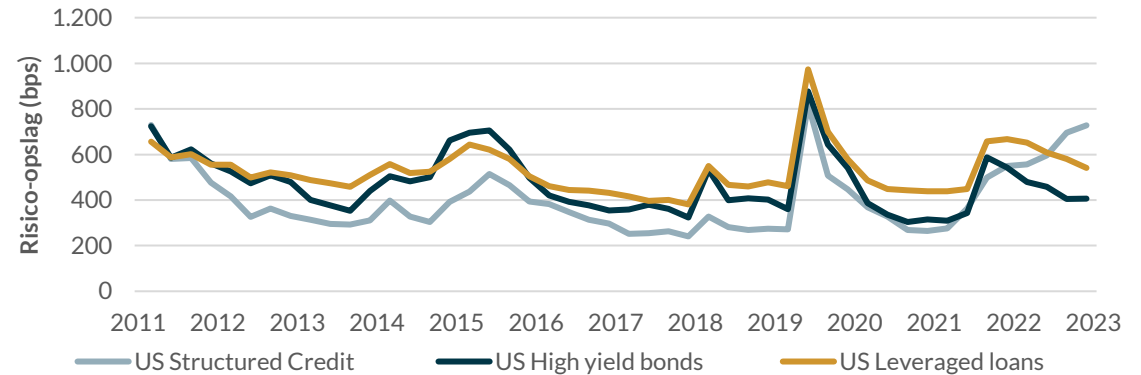
Structured Credit

Huidige situatie: Risico-opslag blijft uitlopen door zwakte in CMBS markt

Tijdens het derde kwartaal liep de risico-opslag op Structured credit verder op tot 728 bps., terwijl de risico-opslagen op Amerikaanse hoogrentende leningen en Amerikaanse hefboomleningen verkrapten (tot respectievelijk 406 bps. en 541 bps.). De wijdere risico-opslagen in Structured credit zijn het gevolg van de spanningen in de CMBS-sector.

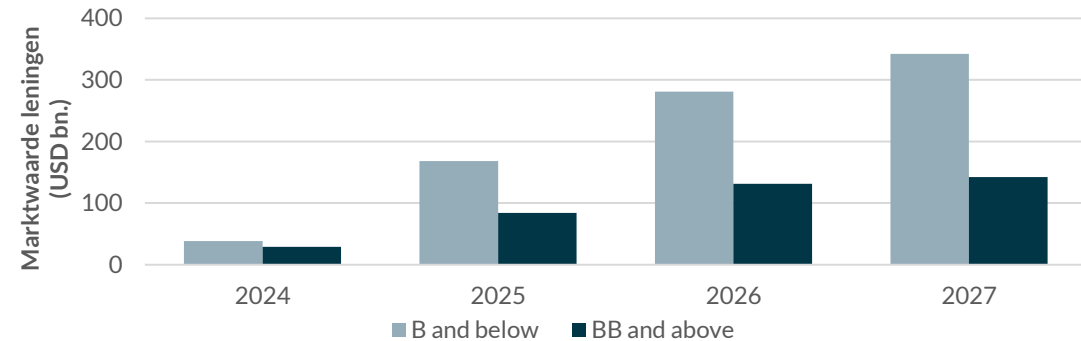
In het derde kwartaal zijn de risico-opslagen op Amerikaanse CLO's met een BBB rating met 74 bps. verkapt tot 458bps. onder andere dankzij de Fed die een lagere waarschijnlijkheid van toekomstige renteverhogingen signaleerde. De kracht van de markt voor hefboomleningen (het onderliggende onderpand van CLO's) en de relatief bescheiden wanbetalingspercentages werden gecompenseerd door een somberder macrobeeld. CLO-uitgiftes op de primaire markt zijn het hele jaar door sterk gebleven. Omdat CLO managers actief onderliggende leningen kunnen verhandelen en CLO's met een BBB rating een aanzienlijke structurele bescherming tegen kredietverliezen bieden, maken we ons geen zorgen over wanbetalingsrisico of herfinancierbaarheid van individuele leningen.

9. Risico-opslag Structured credit is verder opgelopen



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

10. Leningen zijn geherfinancierd, alleen bij B leningen ontstaat wellicht stress



Bron: JP Morgan, LCD, Van Lanschot Kempen (Nov. 2023).

* Structured Credit: focus op BBB rated, een gelijkgewogen proxy van de JP Morgan CLOIE BBB index (US BBB CLOs), ICE BofA US BBB CMBS index (CB40) en Citi US non-agency RMBS CRT M2 securities (US BB RMBS). US High Yield: ICE BofA US HY Constrained (0-5 Y)(BB-B) index (H4CD), US Leveraged loans: JP Morgan Leveraged Loan index. Zie ook Appendix.

Structured Credit

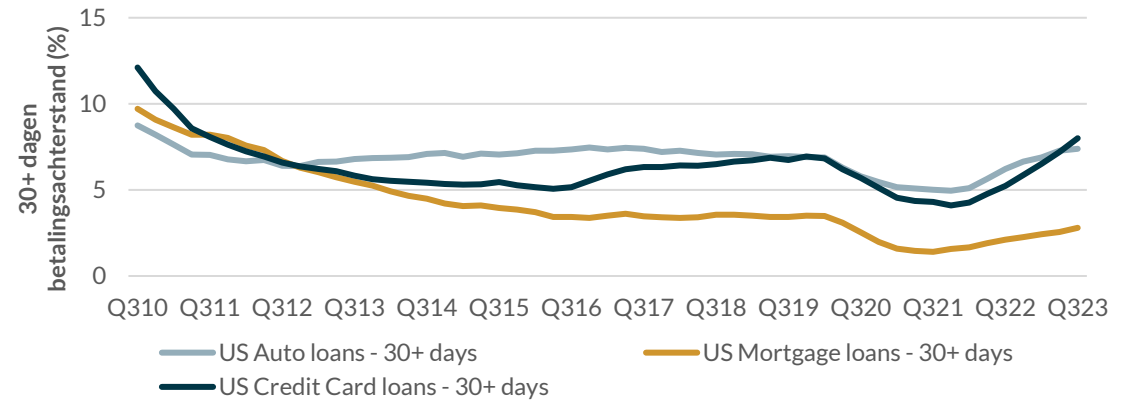
Vooruitzicht (6-12 mnd.): Betalingsachterstanden lopen gestaag op

De impact van de hogere rentetarieven begint door te werken op de financiële positie van de consument, nu het moratorium op studieleningen afloopt, de vooruitzichten op nieuwe banen zwakker worden en er minder wordt gespaard. RMBS is sterk gebleven, omdat veel consumenten de afgelopen jaren een lage hypotheekrente hebben vastgelegd. Het percentage vroegtijdige wanbetalingen voor ABS en RMBS is het afgelopen kwartaal langzaam gestegen tot het niveau van vóór de pandemie.

Binnen CMBS blijven we sterke sectorale verschillen zien in de percentages vroegtijdige wanbetalingen. Het percentage in de kantorensector blijft stijgen, terwijl het in de industriële sector en de *multifamily*-sector laag blijft. Conjuncturele en structurele trends zullen nog een tijdje tegenwind blijven voor kantoren.

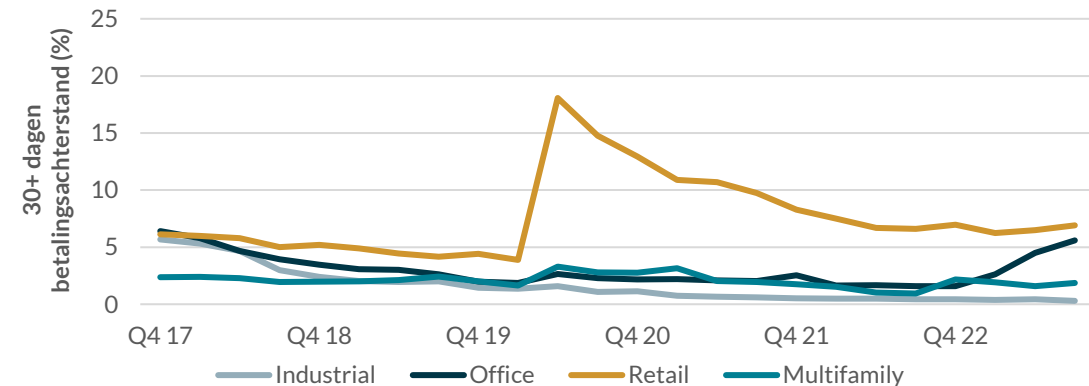
Buiten de kantorensector blijven de fundamentele factoren in deze beleggingscategorie relatief sterk en compenseren de risico-opslagen voor een geleidelijke verslechtering van kredietprestaties. Wij handhaven onze gematigd positieve visie.

11. ABS & RMBS – 30+ dagen betalingsachterstand neemt toe



Bron: US NY Fed, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

12. Conduit CMBS – 30+ dagen betalingsachterstand neemt toe, vooral kantoren



Bron: JP Morgan, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).



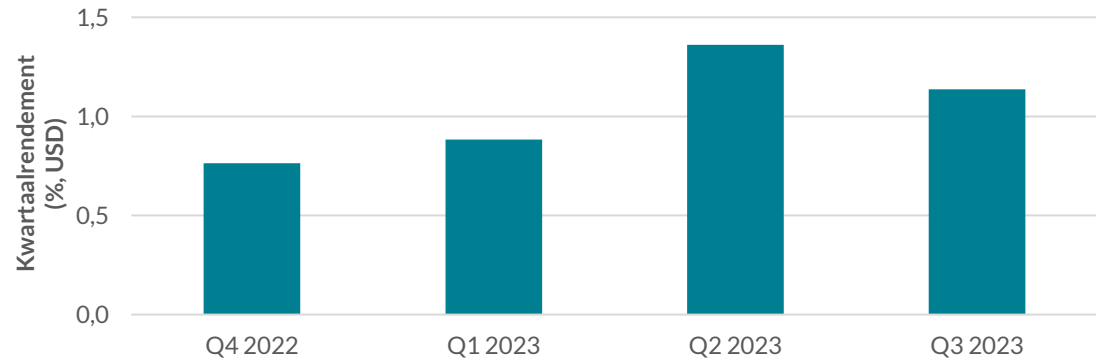
Corporate Distressed Debt

Rendement Q3-'23: Wederom een licht positief rendement

Distressed Debt had een bescheiden positief rendement over het derde kwartaal, met een rendement van +1,1%. Op relatieve basis presteerde Distressed Debt in het derde kwartaal slechter dan Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties (+1,7%) en Amerikaanse hefboomleningen (+3,3%)*.

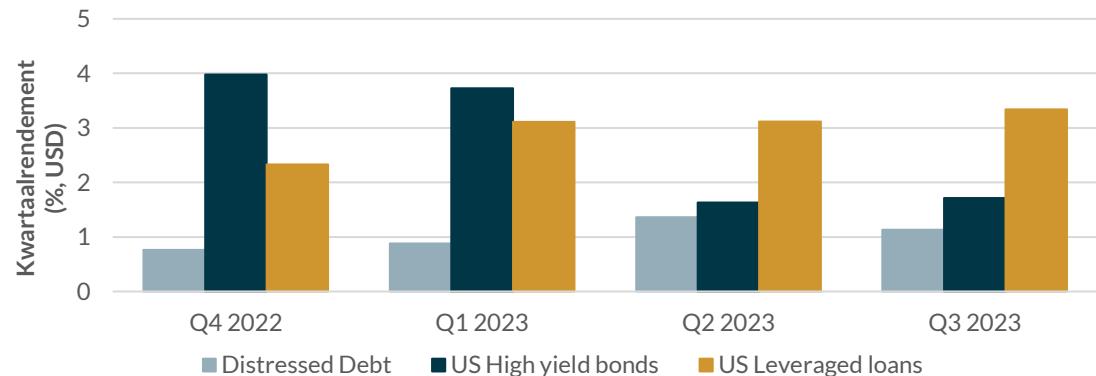
In de huidige macro-omgeving neemt de spanning in het bredere speculatieve bedrijfsuniversum toe dankzij een combinatie van zwakkere operationele prestaties, het onzekere macro-klimaat, hogere herfinancieringsrentes en strengere bancaire kredietvoorwaarden. Vooral bedrijven die een paar jaar geleden zijn gefinancierd met een hoge schuldenlast op basis van goedkope variabele rentetarieven, kunnen moeite hebben om te overleven nu de basisrente van 1% naar 5% is gegaan, hetgeen een flink negatieve impact heeft op hun rentedekking en vrije kasstroom. De markt voor hefboomleningen van lagere kwaliteit, bijvoorbeeld met een 'B- en lagere' rating, is bijzonder gevoelig voor deze dynamiek (mede omdat CLO's deze maar beperkt kunnen kopen).

13. Rendement Distressed Debt



Bron: HFR, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

14. Relatief rendement ten opzichte van andere hoogrentende categorieën



Bron: HFR, ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

* Corporate Distressed Debt: HFRI Event Driven: Distressed/Restructuring Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (H0A0), US Leveraged loans: JP Morgan Leveraged Loan index. Zie ook Appendix.



Corporate Distressed Debt

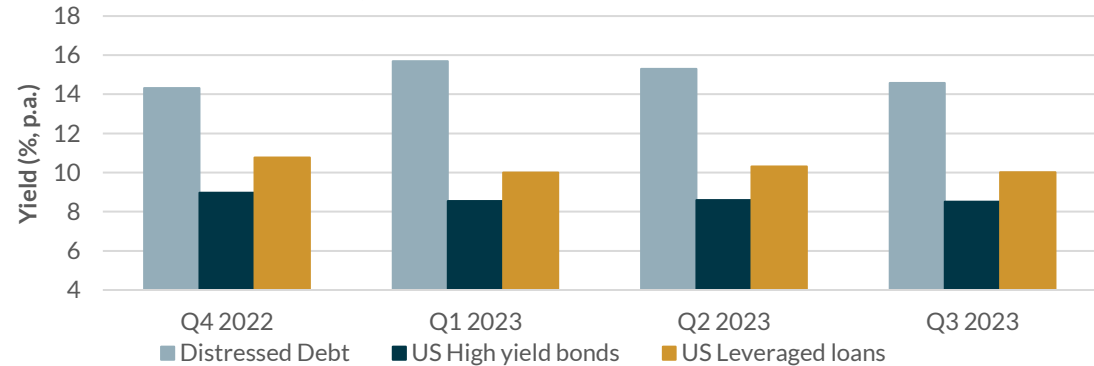
Huidige situatie: Yield blijft hoog, distress ratio blijft bovengemiddeld

Aan het einde van het derde kwartaal is de yield op het Distressed debt universum iets lager dan vorig kwartaal (14,6%), terwijl de yield op Amerikaanse hoogrentende obligaties en Amerikaanse hefboomleningen grotendeels onveranderd bleef op respectievelijk 8,5% en 10,0%*.

De yield op Distressed debt is hoger om voor het doorgaans hogere kredietrisico en illiquiditeitsrisico te compenseren. De omvang van de kansenset in Distressed debt is in het derde kwartaal licht afgenomen, maar blijft relatief groot in vergelijking met het verleden.

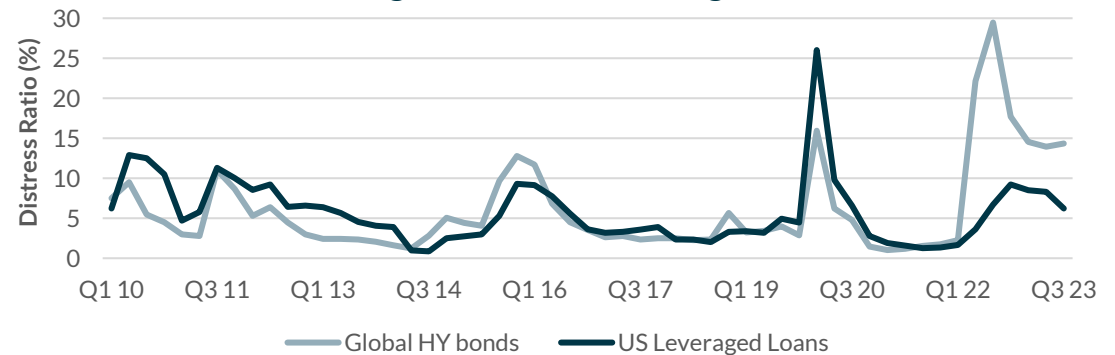
De Distress ratio, die wordt gezien als een voorlopende indicator voor toekomstige potentiële wanbetalingen, is de afgelopen kwartalen gedaald. Deze ratio voor mondiale hoogrentende obligaties (14,3%) en Amerikaanse hefboomleningen (6,2%) blijft hoog ten opzichte van het historische lange-termijngemiddelde.

15. Yield ontwikkeling van het Corporate distressed debt universum



Bron: ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

16. Distress ratio is de afgelopen kwartalen gedaald



Bron: ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

*Distress Ratio: marktgewogen proxy gebaseerd op het percentage HY obligaties in de ICE BofA Global High Yield index (HW00) dat handelt onder een cashprijs van 80, en US Leveraged loans in de JP Morgan Leveraged Loan dat handelt onder een cashprijs van 90, Beide inclusief distressed exchanges.



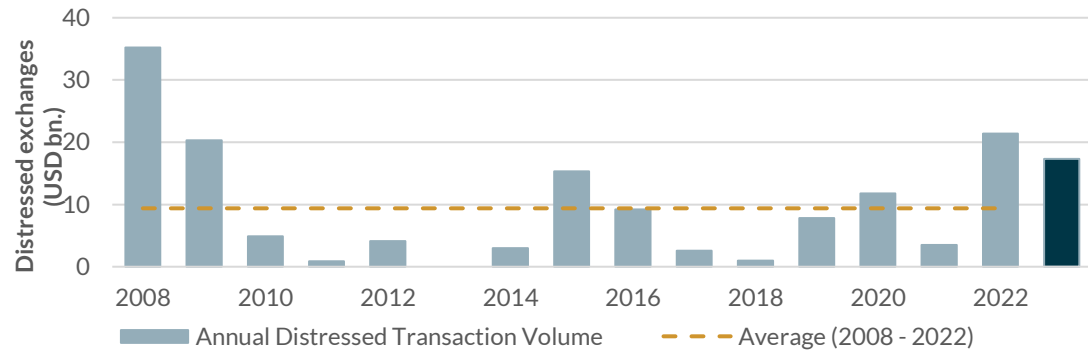
Corporate Distressed Debt

Vooruitzicht (6-12 mnd.): Milde recessie leidt tot een grotere kansenset

De herstructureringen van bedrijfsschulden blijven toenemen, omdat kredietnemers moeite hebben te herfinancieren tegen hogere tarieven. De *distressed exchange* volumes overtreffen de historische gemiddelden nu ruimschoots, omdat bedrijven dure faillissementszaken proberen te vermijden. Hoewel *distressed exchanges* dreigende faillissementen uitstellen, vertragen ze vaak alleen maar het onvermijdelijke.

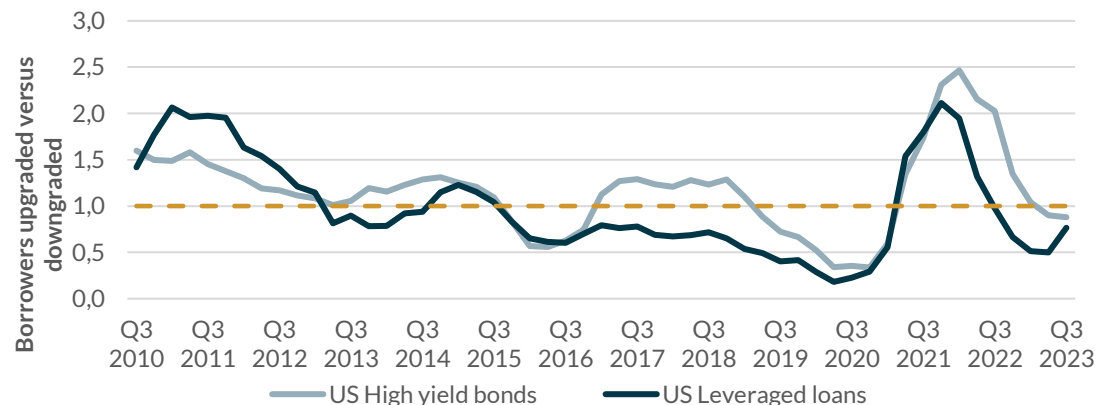
De voortschrijdende upgrade-to-downgrade-ratio van de afgelopen twaalf maanden, een andere belangrijke maatstaf voor toekomstige potentiële wanbetalingsactiviteiten, is onlangs gestabiliseerd. Hoewel het aantal downgrades nog steeds groter is dan het aantal upgrades, is de ratio voor Amerikaanse hefboempleningen het afgelopen kwartaal licht verbeterd. Gezien onze vooruitzichten voor een milde recessie in de eerste helft van 2024, de dreigende vervaldatum voor leningen met een B-rating en lager en de toegenomen *distressed exchanges*, zijn wij van mening dat de geboden kansen aantrekkelijk blijven. Als gevolg daarvan handhaven wij onze gematigd positieve kijk op deze beleggingscategorie.

17. Omvang van distressed exchanges is historisch hoog



Bron: JP Morgan, Silver Point Capital, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

18. Upgrade-to-downgrade ratio ligt onder de 1, maar stijgt licht



Bron: JP Morgan, Bloomberg Finance, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

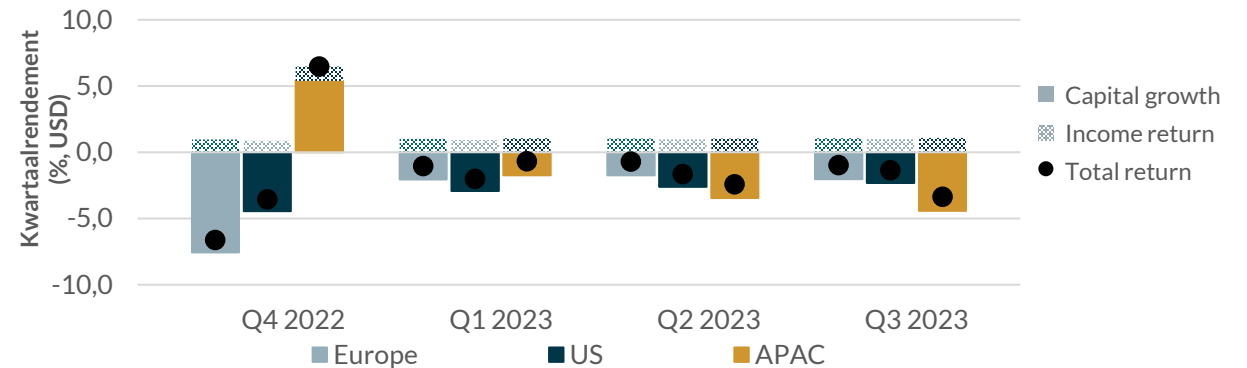
Rendement Q3-'23: Herwaarderingen leiden tot negatief rendement

In het derde kwartaal bleef wereldwijd Niet-beursgenoteerd 'core' vastgoed ('PRE') onder druk staan door macro-economische tegenwind zoals de hogere rente, strengere kredietvoorwaarden en een lagere bbp groei. Naarmate de rente steeg, werd het verschil tussen de vastgoedkapitalisatie-rente (een maatstaf voor het verwachte rendement op PRE) en de rente op staatsobligaties kleiner. Dit leidde tot een discrepantie in de prijsverwachtingen tussen potentiële kopers (op zoek naar korting) en potentiële verkopers (die liever wachten met realisatie van verliezen). Als gevolg hiervan zijn de transactievolumes flink gedaald.

Het totale rendement van Amerikaans niet-beursgenoteerd vastgoed bedroeg -1,3% over het derde kwartaal, terwijl Europees niet-beursgenoteerd vastgoed ook een licht negatief rendement behaalde (-1.0%). Niet-beursgenoteerd vastgoed in Azië-Pacific leverde een resultaat van -0,4% (in lokale valuta).

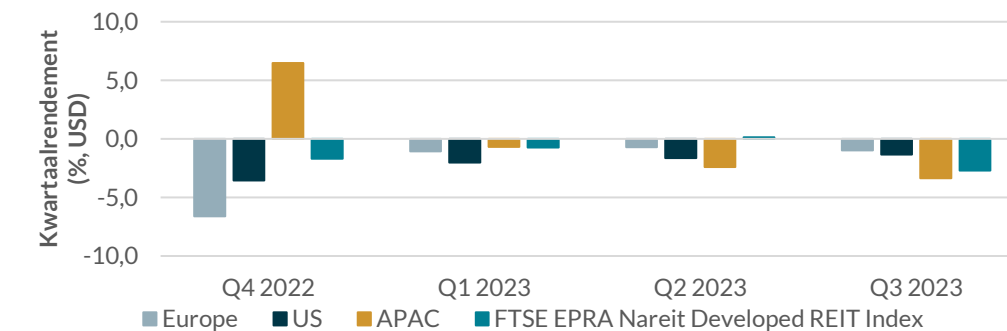
Op relatieve basis leverde zowel niet-beursgenoteerd als beursgenoteerd vastgoed een zwakke prestatie tijdens het derde kwartaal (respectievelijk -0,8% versus -2,7%). Daarmee presteerde niet-beursgenoteerd vastgoed wel beter dan brede aandelenmarkten (bijvoorbeeld MSCI World: -2,5%).

19. Rendement Niet-beursgenoteerd vastgoed (core)



Bron: MSCI IPD, Van Lanschot Kempen (Dec. 2023).

20. Relatief rendement ten opzichte van beursgenoteerd vastgoed



Bron: MSCI IPD, FTSE EPRA, Factset, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

* US PRE: MSCI U.S. Quarterly Property index (Unfrozen), European PRE: MSCI Europe Quarterly Property Index (Unfrozen), APAC PRE: MSCI Global Quarterly Property index (Unfrozen) Asia-Pacific. Global Listed Real Estate: FTSE EPRA NAREIT Developed index. Rendementen in USD. Zie ook Appendix.

** Cap rates worden berekend door de net operating income (NOI) te delen door de huidige assetwaarde.

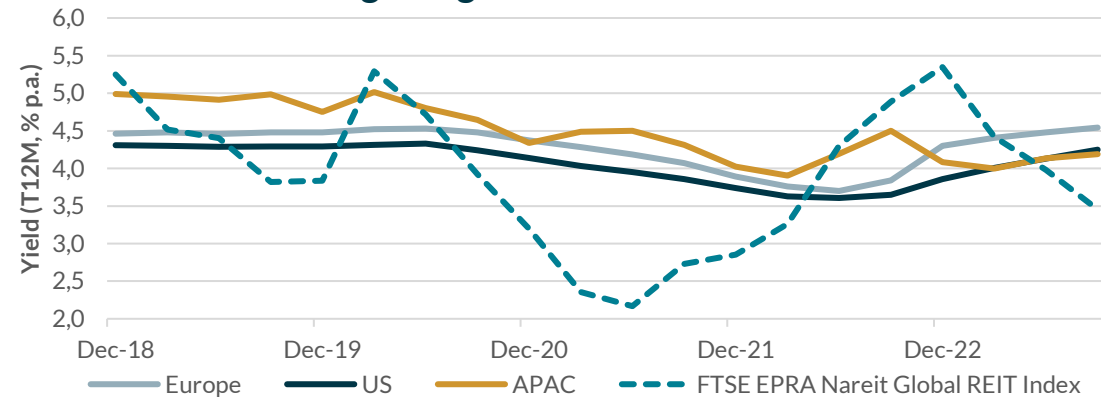
Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

Huidige situatie: Inkomensrendement stabiel, groot verschil tussen sectoren

Het verwachte inkomensrendement op niet-beursgenoteerd vastgoed bleef tijdens het derde kwartaal grotendeels onveranderd voor Europa (4,5%), de VS (4,3%) en Azië-Pacific (4,2%). Daarentegen bleef de yield op wereldwijd beursgenoteerd vastgoed (3,5%) dalen, ondanks herwaarderingen, hetgeen erop zou kunnen wijzen dat beursgenoteerde vastgoedbedrijven een voorzichtiger aanpak hanteren door dividenden uit te keren.

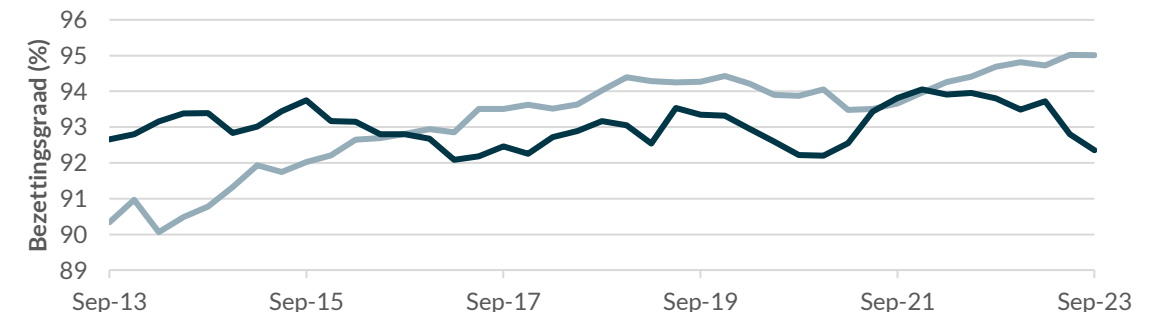
Fundamentele factoren laten een grote verscheidenheid zien tussen regio's, sectoren en kwaliteit. De meeste Amerikaanse kantoren kennen historisch hoge leegstandscijfers, waarbij de overheid prikkels biedt om kantoren om te bouwen tot betaalbare woningen, terwijl op veel Europese kantorenmarkten de leegstandscijfers juist benedengemiddeld zijn. In sectoren als de woningbouw, logistiek en seniorenhuisvesting ondersteunt een tekort aan aanbod en een sterke vraag de huurgroei op de markt.

21. Yield ontwikkeling vastgoed



Bron: MSCI, FTSE EPRA, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

22. Bezettingsgraad Europa versus VS



Bron: MSCI, FTSE EPRA, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

* NOI yield is berekend door het trailing 12 month net operating income te delen door de aankoopprijs. Deze maatstaf is meer gefocust op inkomensrendement, terwijl cap rates meer gefocust zijn op rendement vanuit kapitaalappreciatie..



Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

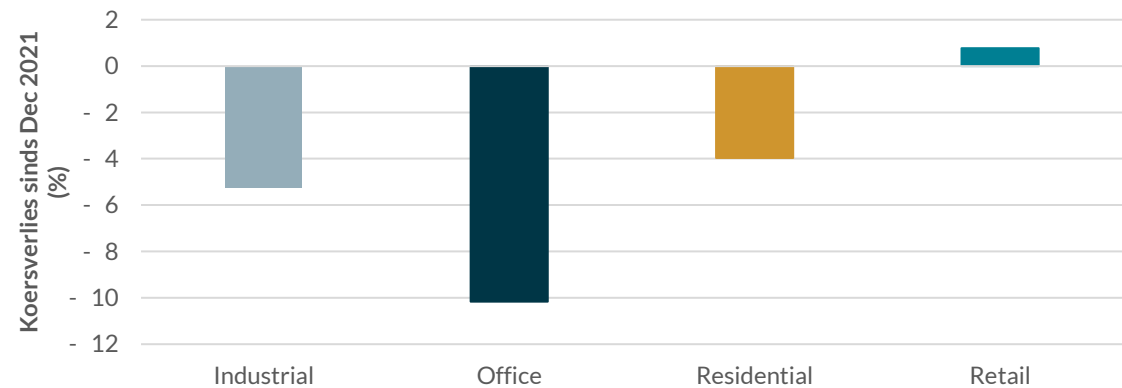
Vooruitzicht (6-12 mnd.): Marktomgeving blijft uitdagend

Beleggers in wereldwijd niet-beursgenoteerd vastgoed zullen in 2024 met een uitdagende markt te maken blijven krijgen. De krappe vastgoedkapitalisatierente zal waarschijnlijk tot verdere herwaarderingen leiden. Hoewel de verschillen tussen vastgoed-objecten groot zijn, zal enige stress waarschijnlijk beperkt blijven tot oudere en ondermaats presterende kantoren en winkelcentra, die mogelijk niet in staat zijn hun schulden te herfinancieren. In deze gevallen kunnen selectieve wanbetalingen voorkomen, evenals gedwongen activaverkoop.

Als de rente zich op een lager niveau zal stabiliseren, zouden de herwaarderingen in de loop van 2024 kunnen stoppen, en kunnen vervolgens transactieactiviteiten weer stabiliseren. Kansen kunnen zich voordoen in specifieke sectoren die al een relatief grotere daling hebben doorgemaakt en een sterke markthurgroei kennen, zoals de Europese industriële sector.

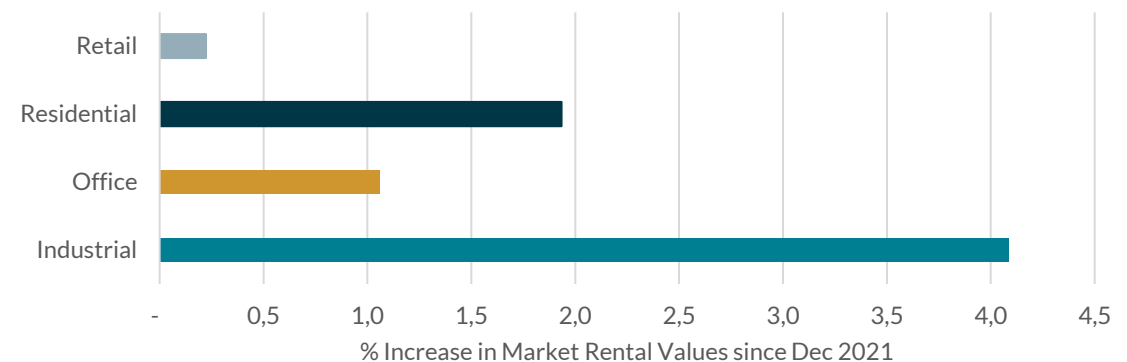
Een scenario met aanhoudende herwaarderingen van vastgoed, temidden van een milde recessie en strengere kredietvoorwaarden kunnen we op dit moment niet uitsluiten. Als gevolg daarvan handhaven wij onze voorzichtige kijk op wereldwijd niet-beursgenoteerd ('core') vastgoed.

23. Europese industriële sector heeft al een flink verlies ingeprijsd..



Bron: MSCI, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

24. ...en ziet tegelijkertijd de sterkste hurgroei



Bron: MSCI, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).



Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

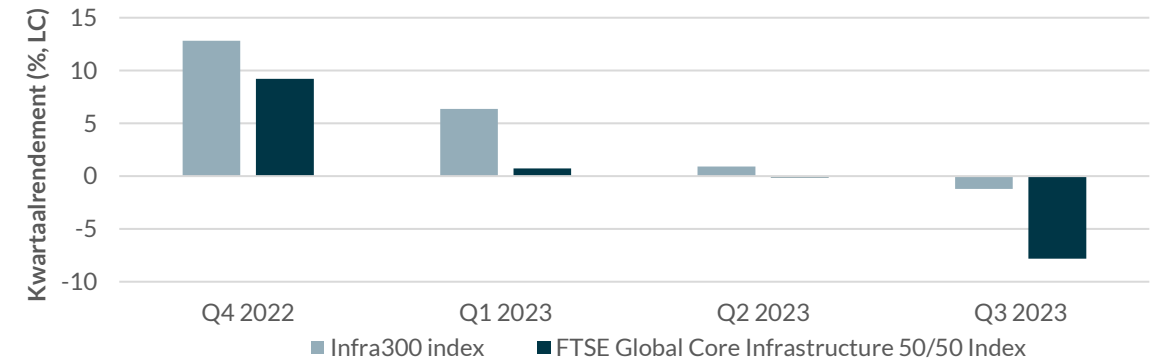
Rendement Q3-'23: Negatief totaalrendement voor infrastructuur

In het derde kwartaal voelde wereldwijde Niet-beursgenoteerde infrastructuur ('PIE') ook enige druk door de hogere rentetarieven. Maar relatief hoge en stabiele kasstromen, die relatief onafhankelijk zijn van de economische cyclus en de hoge inflatie, hebben vooralsnog een groot deel van de herwaardering van activa kunnen compenseren.

Het rendement op wereldwijd PIE bedroeg -1,2% (lokale valuta) over het derde kwartaal, vergeleken met -7,8% (lokale valuta) voor wereldwijd beursgenoteerde infrastructuuraandelen. De prijscorrectie in de laatste categorie was voornamelijk een bredere herprijzing van aandelenmarkten, waarbij het effect van hogere rentetarieven voor deze categorie met een relatief langere looptijd en hogere hefboomwerking werd ingeprijsd.

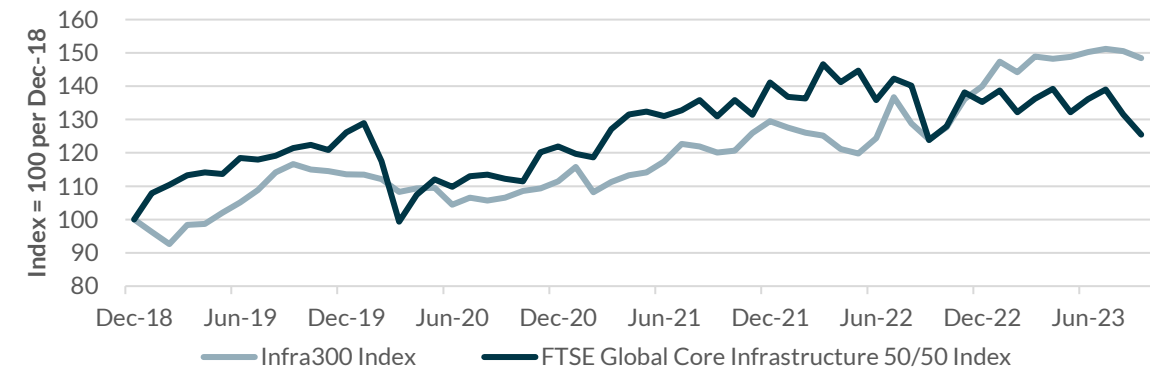
Op relatieve basis heeft wereldwijd PIE de afgelopen vijf jaar beter gepresteerd dan wereldwijd beursgenoteerde infrastructuuraandelen. Wij raden voor deze beleggingscategorie aan om de prestaties over een lange termijnhorizon te beoordelen, aangezien waarderingen vaak achterblijven bij de publieke markten en de instrumenten vaak minder liquide zijn.

25. Rendement Niet-beursgenoteerde infrastructuur



Bron: Scientific Infra and Private Assets Pte Ltd., FTSE, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

26. Relatief rendement ten opzichte van Beursgenoteerde infrastructuur



Bron: Scientific Infra and Private Assets Pte Ltd., FTSE, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

* Global Private Infrastructure (equity): EDHEC Infra300 index, Global Listed Infrastructure (equity): FTSE Global Core Infrastructure 50/50 index. Rendement in USD. Wereldwijd PIE heeft een ongeveer 75% allocatie naar Core/Core+, een veel hogere allocatie naar Europa en hogere leverage. Zie ook Appendix.

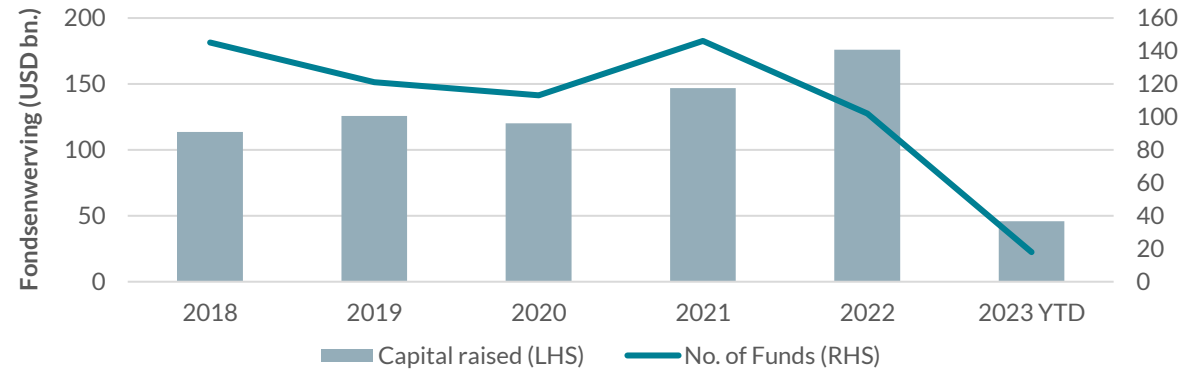
Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

Huidige situatie: Fondsenwerving blijft achter, waarderingen relatief laag

Fondsenwerving voor deze categorie is enigszins gestagneerd, omdat beleggers voorzichtig zijn met nieuwe investeringen en exits als gevolg van het ‘denominator effect’ en een waarderingsskloof tussen potentiële kopers en verkopers in dit volatiele macro-economische klimaat. Eén teken dat de waarderingsskloof begint te dichten komt van de secundaire markten, waar de dealactiviteit langzaam verbetert omdat verkopers kopers lokken met kortingen. En als publieke markten verder herstellen, zal het ‘denominator effect’ ook langzaam verdwijnen.

Interessant genoeg zijn de waarderingen voor Global PIE volgens Scientific Infra (in transacties) al geprijsd naar behoorlijk lage niveaus. Dit spreekt van het vermogen van de beleggingscategorie om zeer sterke inkomstenrendementen te genereren, die de negatieve koersrendementen als gevolg van herwaarderingen helpen compenseren. Als gevolg daarvan zijn de totale rendementen op wereldwijde Niet-beursgenoteerde infrastructuur de afgelopen jaren relatief stabiel gebleven.

27. Fondsenwerving blijft achter



Bron: Preqin, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

28. ... terwijl waarderingen (transacties-gebaseerd) ook laag liggen



Bron: Scientific Infra and Private Assets Pte Ltd., Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

* Het denominator-effect treedt op wanneer de waarde van een deel van een portefeuille dramatisch afneemt. Als gevolg hiervan omvatten alle segmenten van de portefeuille die niet in waarde zijn gedaald nu een groter percentage van het totaal. Dit dilemma treft vooral beleggers met minder liquide portefeuilles.

Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

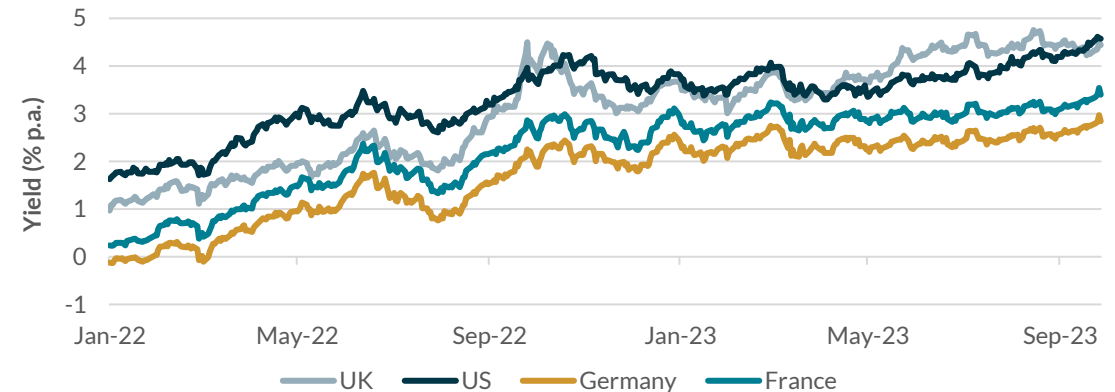
Vooruitzicht (6-12 mnd.): Infrastructuur veerkrachtig dankzij megatrends

In 2024 verwachten wij aanhoudende onzekerheid over de economische groei en relatief hoge rentetarieven. Hoewel deze factoren op de waarderingen blijven drukken, verwachten wij renteverlagingen door de centrale banken in de zomer, hetgeen de druk op de kapitaalwaarden voor deze categorie met langlopende activa enigszins zal verlichten. Wij verwachten dat de waarderingsskloof hierdoor ook verder zal verdwijnen, hetgeen later dit jaar tot een normalisering van de transactieactiviteit zal leiden.

Grondstofprijzen, een belangrijke kostenpost voor infrastructuurprojecten, zijn stabiel gebleven ondanks geopolitieke spanningen, en aangenomen dat dit zo blijft, zullen infrastructuurprojecten blijven profiteren van een lagere, meer voorspelbare kostenbasis.

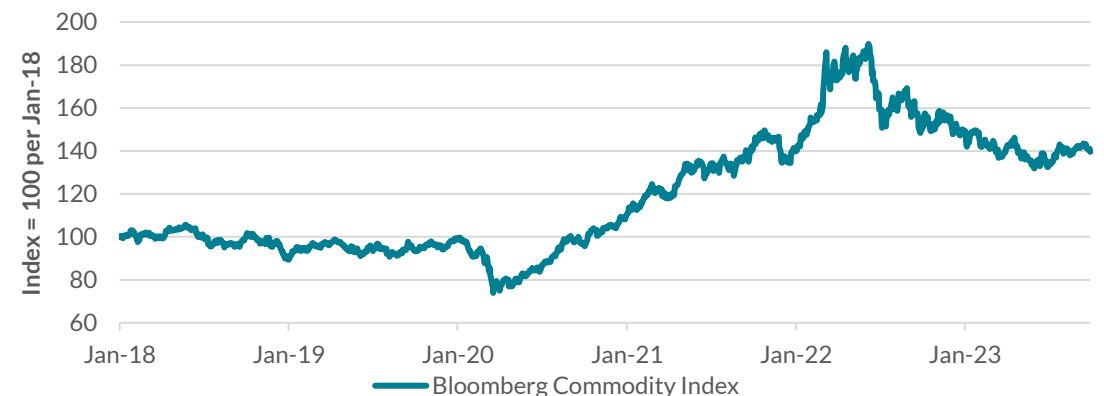
Een van de belangrijkste lessen uit de COP28 was de behoefte aan grotere investeringen in hernieuwbare energie om de energietransitie naar een koolstofarme economie te verwezenlijken. Wij zijn van mening dat dit een van de structurele lange-termijntrends is die als rugwind zal blijven fungeren voor de sectoren energie, nutsvoorzieningen en duurzame energie. Over het geheel genomen blijven we gematigd positief over deze beleggingscategorie.

29. Door hogere rentes blijft de waarde van activa onder druk staan



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

30. Grondstofprijzen blijven liggen, ondanks geopolitieke spanningen



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen (Sept 2023).



Landbouwgrond

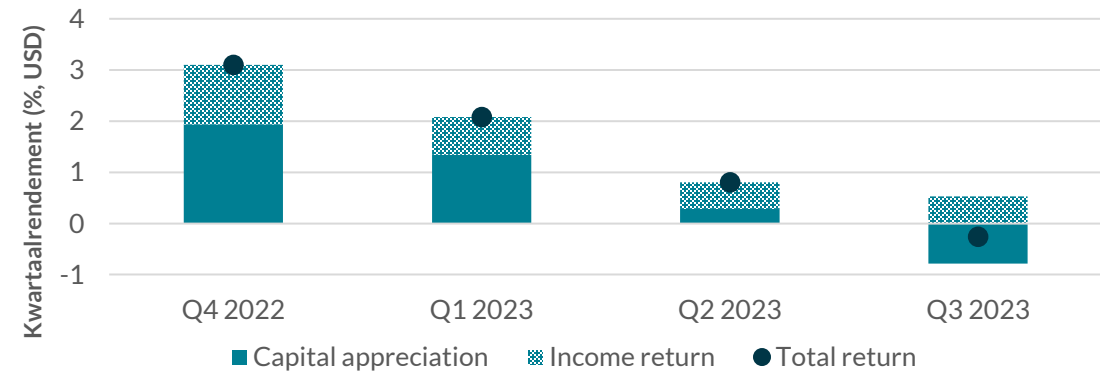
Rendement Q3-'23: Licht negatief rendement in het derde kwartaal

Landbouwgrond leverde een rendement van -0,3% op over het derde kwartaal van 2023, waarbij een inkomensrendement van 0,5% de daling van de kapitaalwaarde van -0,8% gedeeltelijk compenseerde. De negatieve rendementen waren grotendeels te wijten aan de slechte prestaties van activa voor blijvende teelt binnen de index.

Stijgende rentetarieven zijn voor deze activaklasse minder een probleem geweest, omdat boeren doorgaans met lage lening-waardeverhoudingen werken en de impact van sterk stijgende rentes op de schuldenlast dus relatief beperkt is.

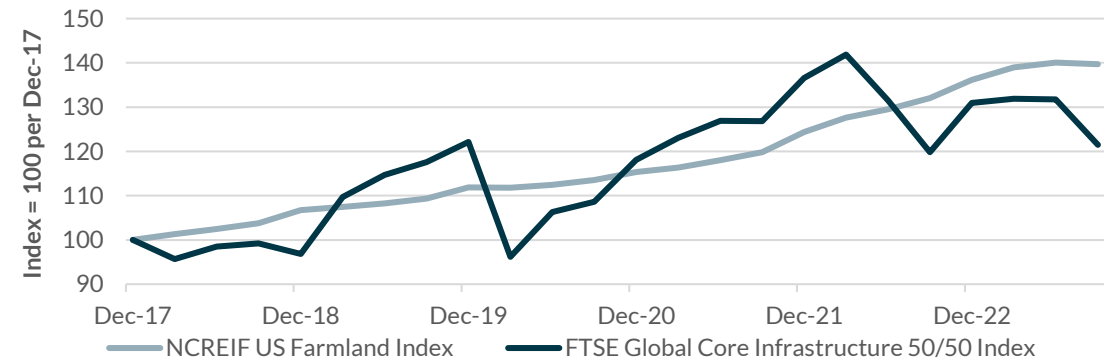
Op relatieve basis heeft Landbouwgrond de afgelopen vijf jaar beter gepresteerd dan een vergelijkbare beursgenoteerde aandelenindex (bijvoorbeeld Beursgenoteerd infrastructuur). Het is echter de moeite waard om in gedachten te houden dat infrastructuurinvesteringen doorgaans met een grotere hefboomwerking werken, wat een impact heeft op het algehele rendement. Wij raden voor deze beleggingscategorie aan om de prestaties over een langere termijn te beoordelen, aangezien de categorie minder liquide is.

31. Rendement Landbouwgrond



Bron: NCREIF, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

32. Rendement ten opzichte van een vergelijkbare aandelenindex



Bron: NCREIF, FTSE, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

* Landbouwgrond: NCREIF Farmland Property index. Hier is beursgenoteerd infra gebruikt als vergelijkbare aandelenindex, omdat er geen beursgenoteerde landbouwindex bestaat. Zie ook Appendix.



Landbouwgrond

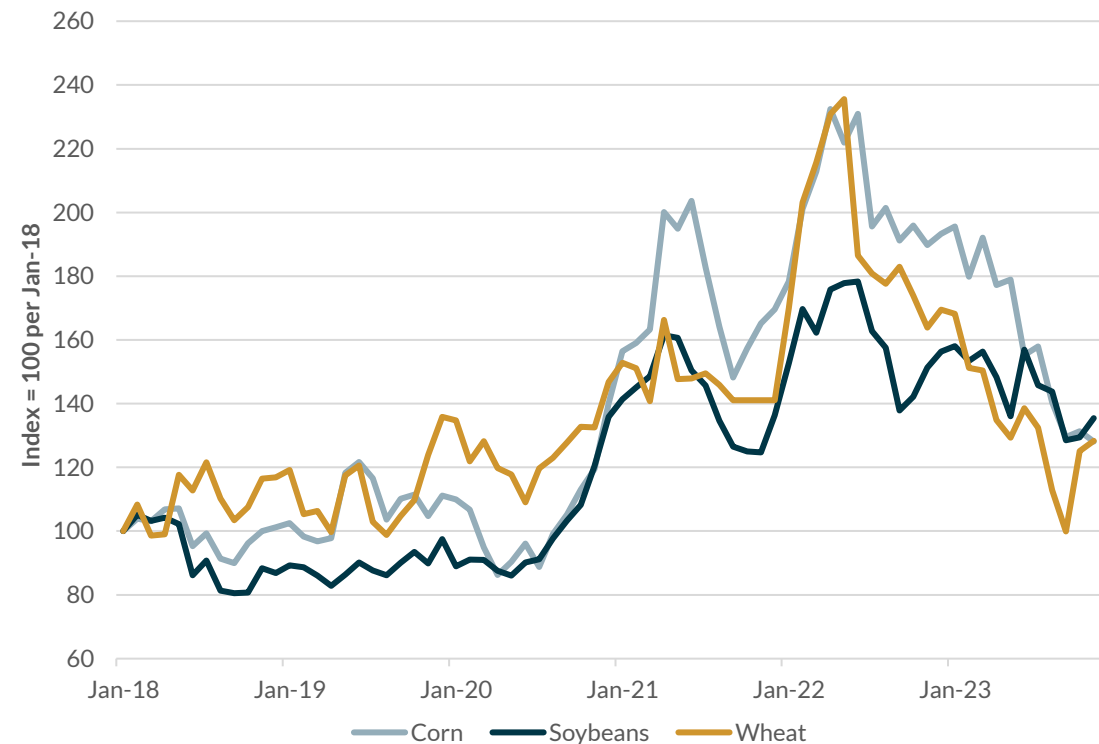
Huidige situatie: Hoe groot is de kans op een stijging van voedselprijzen?

Voedselprijzen zijn in de tweede helft van 2023 blijven dalen, terwijl energieprijzen bleven dalen. Sinds Rusland zich heeft teruggetrokken uit de door de VN bemiddelde graanovereenkomst voor de Zwarte Zee en de Oekraïense havens heeft aangevallen, zijn de onderhandelingen voortgezet om een veilige levering van goedkoop Oekraïens graan aan de wereld te garanderen. De voortzetting van deze export is belangrijk voor de mondiale graanprijzen, aangezien Oekraïne een grote exporteur is.

Klimaat effecten, met name het weerfenomeen El Niño, zullen de komende maanden een aanzienlijke impact hebben op de mondiale landbouwproductie. De Verenigde Naties voorspellen dat het fenomeen zich zal voortzetten tot ongeveer medio 2024, waarbij de stijging van de temperaturen aan de overkant van de Stille Oceaan naar verwachting zal resulteren in extreme droogte in regio's als West- en Zuid-Afrika en meer dan gebruikelijke regenval in Centraal-Azië en delen van Zuid-Afrika. Amerika.

Deze extreme weersomstandigheden kunnen leiden tot voedseltekorten en op hun beurt tot stijgende voedselprijzen, die doorgaans de ontwikkelingslanden onevenredig zwaar treffen.

33. Rendement op landbouwgewassen



Bron: Factset, Capital Economics, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).



Landbouwgrond

Vooruitzicht (6-12 mnd.): Behoud positieve visie, bewust van impact El Nino

Renteverlagingen door de centrale banken in de zomer van dit jaar zullen helpen om de financieringskosten voor investeringen in landbouwgrond te verlagen, hetgeen positief zal zijn voor deze beleggingscategorie.

De prijs van aardgas, een sleutelcomponent in de productie van kunstmest, is grotendeels stabiel gebleven na een piek vorig jaar als gevolg van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne. Over het geheel genomen heeft dit positieve gevolgen voor boeren.

Omdat deze beleggingscategorie profiteert van kenmerken van inflatieafdekking, minder is blootgesteld aan de economische cyclus en positieve lange-termijntrends kent (zoals de toenemende vraag naar voedsel bij een groeiende wereldbevolking), zijn wij gematigd positief. We zijn ons echter bewust van de kortere-termijn risico's die het El Niño-weerfenomeen met zich meebrengt. We blijven gematigd positief over deze beleggingscategorie.

34. Gasprijs VS



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).



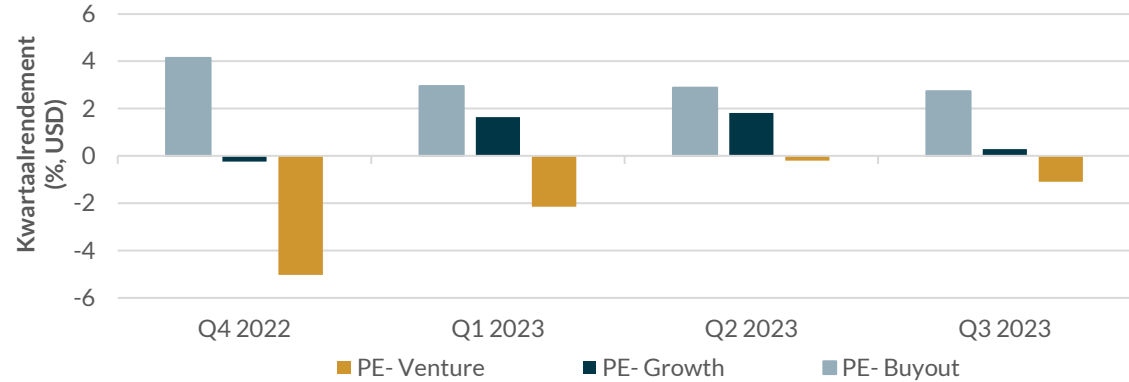
Private Equity

Rendement Q3-'23: Buyouts blijven beter presteren dan durfkapitaal

Private equity ('PE') leverde een licht positief rendement op in het derde kwartaal: buyouts (+2,7%) waren de sterkst presterende sector, gevolgd door groeiaandelen (+0,3%) en durfkapitaal (-1,1%). PE-bedrijven worden nog steeds geconfronteerd met aanzienlijke tegenwind als gevolg van het onzekere macro-economische klimaat en de hogere rentetarieven, waardoor de kosten van het lenen en aflossen van schulden met variabele rente duur worden voor portefeuillebedrijven met een aanzienlijke schuldenlast.

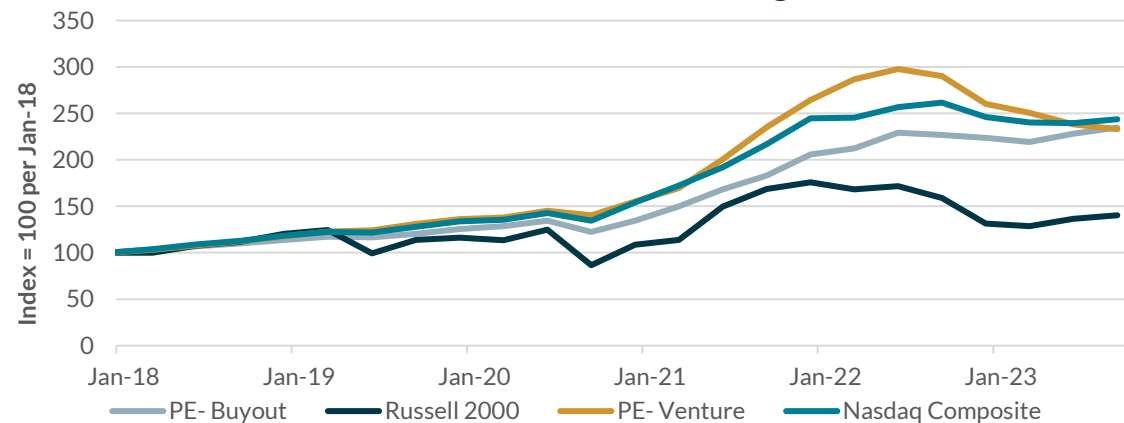
Op relatieve basis hebben buyouts de afgelopen vijf jaar sterk beter gepresteerd dan vergelijkbare beursgenoteerde aandelen (Amerikaanse smallcaps, Russell 2000-index). De prestaties voor durfkapitaal lagen dicht bij de Nasdaq Composite (Amerikaanse groeiaandelen). Wij raden voor deze beleggingscategorie aan om de prestaties over een langere termijn te beoordelen, omdat de waarderingen vaak achterblijven bij de publieke markten en de instrumenten minder liquide zijn.

36. Rendement Private Equity



Bron: Preqin, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023)..

37. Relatief rendement ten opzichte van beursgenoteerde aandelen



Bron: Preqin, Van Lanschot Kempen (sept 2023). Returns in USD unless stated otherwise.



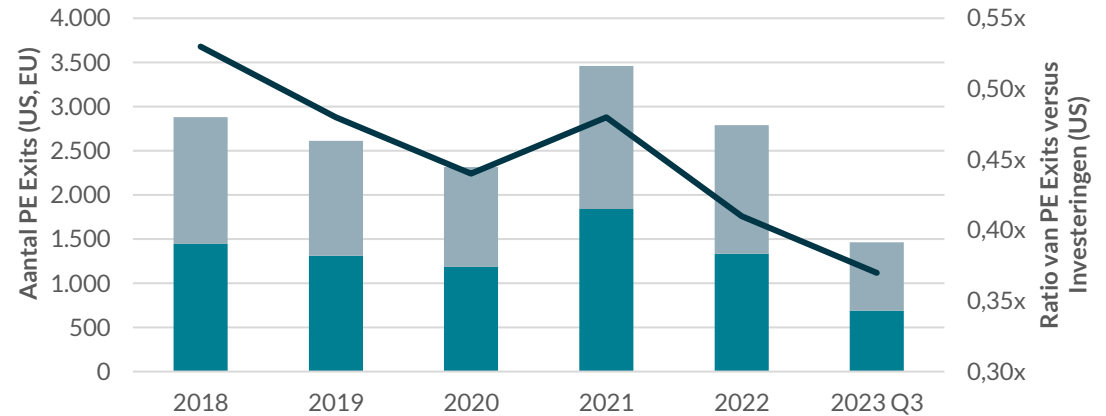
Private Equity

Huidige situatie: Exit activiteit is laag, de buyout holding period is langer

De exit-activiteit blijft naar historische maatstaven relatief laag. De verhouding tussen exits en investeringen van private equity is de afgelopen jaren blijven dalen (0,37x per Q3-23), ook in termen van waarde. PE-bedrijven hebben moeite gehad om tegen aantrekkelijke waarderingen uit investeringen te stappen als gevolg van macro-onzekerheid, hogere financieringskosten, lagere kredietbeschikbaarheid en een stagnerende beurs-introductie ('IPO') markt.

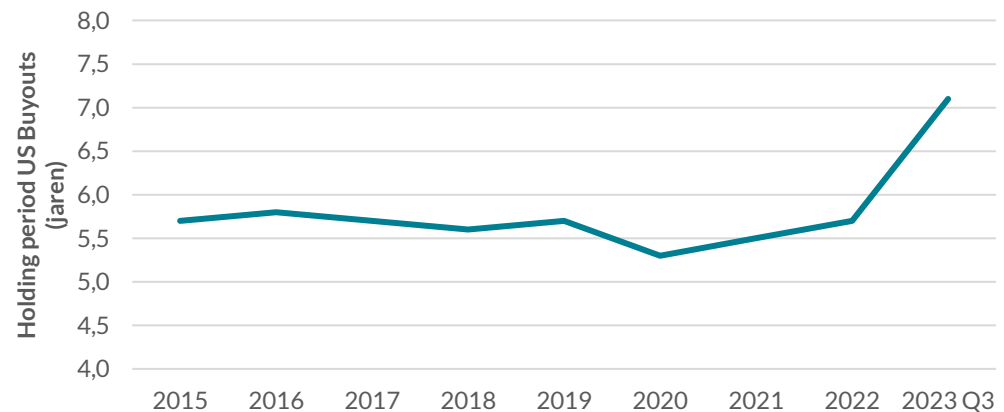
Als gevolg daarvan houden veel PE-bedrijven hun beleggingen langer vast, met als doel om later alsnog tegen hogere waarderingen uit te stappen door de winsten van de portefeuillebedrijven verder te laten groeien of in de hoop dat de rente zal matigen. Nu de rentetarieven recent zijn gematigd, zullen de waarderingsverwachtingen tussen kopers en verkopers dichterbij elkaar zijn gekomen, hetgeen tot meer exits zou kunnen leiden. Dit zou PE-managers, die de laatste tijd steeds meer druk hebben gevoeld om een exit te zoeken en opbrengsten aan klanten terug te geven, kunnen helpen.

38. Exit activiteit blijft relatief laag



Bron: Pitchbook, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).

39. US Buyout holding period is opgelopen naar 7 jaar



Bron: S&P Global, Preqin, Van Lanschot Kempen (Sept. 2023).



Private Equity

Vooruitzicht (6-12 mnd.): Voorzichtig, lagere instapwaarderingen een kans

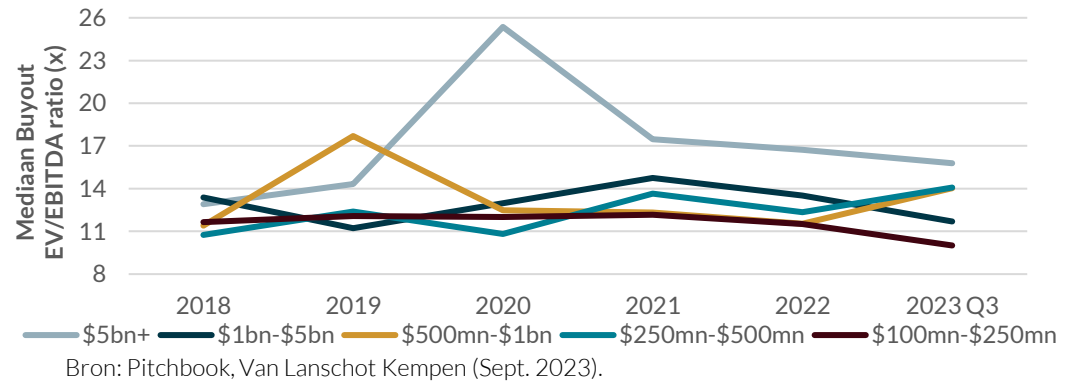
Private equity bevindt zich in een overgangperiode. Nu de dealactiviteit in alle sectoren en regio's is afgenomen, hebben PE-managers hun dealstrategieën aangepast om kapitaal te kunnen blijven inzetten.

Waarderingen zijn de afgelopen jaren relatief stabiel geweest, met een grote spreiding tussen mondiale megadeals (met een gemiddelde EV/EBITDA van 16x) en goedkopere kleinere deals (met een EV/EBITDA van 10x). Nu de druk van klanten toeneemt om activa te verkopen, verwachten wij dat de instapwaarderingen aantrekkelijker zullen worden.

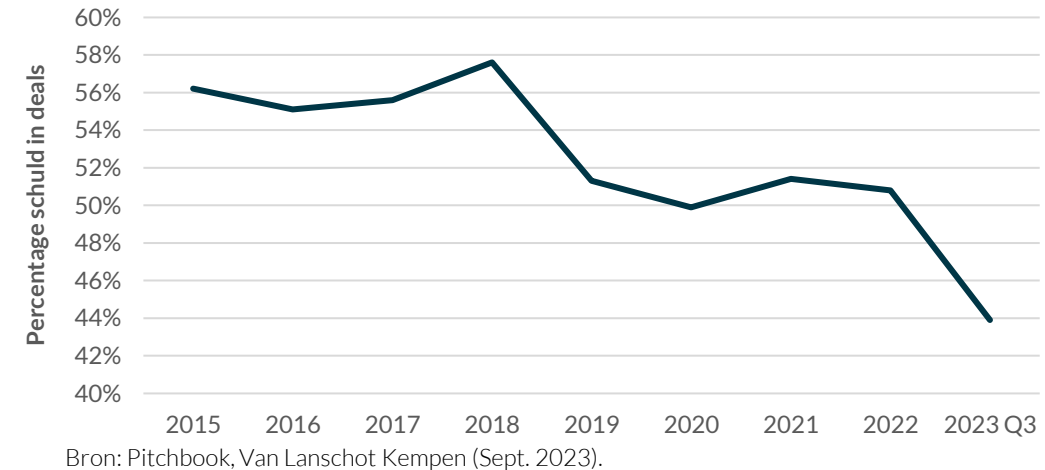
Minder beschikbaarheid en hogere kosten van schulden hebben private equity-kopers gedwongen hun aandelenbijdrage te verhogen, deze ligt nu ruim boven de 50%. Hoewel de schuld-bijdrage lager is, zijn de rentebetalingen gestegen, waardoor de rentedekkingsratio's bij portefeuillebedrijven onder druk staan.

Hoewel we in principe voorzichtig blijven ten aanzien van private equity, merken we op dat private equity-fondsen wellicht kunnen profiteren van aantrekkelijker instapwaarderingen.

40. Waarderingen stabiel, kleinere deals handelen goedkoopst



41. Equity financiering nam toe naarmate schuld duurder werd



Van Lanschot Kempen NV is een onafhankelijke vermogensbeheerder – gespecialiseerd in private banking, investment management en investment banking-diensten – die voortbouwt op een erfgoed dat bijna drie eeuwen teruggaat. Met onze lange-termijnfocus en persoonlijke benadering willen wij onze klanten helpen bij het navigeren door de cruciale transitie van onze tijd, en op een duurzame manier welvaart voor onze klanten en voor de samenleving als geheel behouden en creëren. Wij richten ons op zowel winstgevend als duurzame groei, met een kapitaalarme balans. Met ruim 1.750 medewerkers beheren wij circa € 118 miljard aan vermogen (per 30 september 2023). De aandelen Van Lanschot Kempen zijn genoteerd aan Euronext Amsterdam.

Voor meer informatie, neem graag contact op met:



Mark van Wijngaarden

Business Development Products and Strategies – Netherlands

T: [+31 6 1095 2567](tel:+31610952567)


E: m.vanwijngaarden@vanlanschotkempen.com



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam (NL)
T +31 20 348 80 00

W: [Investment Management \(vanlanschotkempen.com\)](https://www.vanlanschotkempen.com)

 Volg ons op [LinkedIn](#)



Volledig gefocust op uw toekomst

Onafhankelijk vermogensbeheer sinds 1737



Meld u [hier](#) aan om lid te worden van de e-maildistributielijst.



U kunt [hier](#) meer lezen over onze Alternatieve Beleggingsoplossingen.



Appendix

Beschrijving beleggingscategorie (benchmarks)

Corporate Direct Lending

De Cliffwater Direct Lending Index (CDLI) - Senior is een activa-gewogen index bestaande uit circa 3500 directe onderhandse 'senior secured' bedrijfsleningen aan het Amerikaanse MKB (totale marktwaarde \$103 miljard). Het rendement wordt gerapporteerd voor aftrek van vergoedingen en zonder hefboomwerking, en vertegenwoordigt onderliggende activa van Business Development Companies ('BDC's'). Wij beschouwen de VS als representatief voor wereldwijde blootstelling, aangezien deze index ca. 65% van de wereldwijde markt omvat.

Structured Credit

Voor (mezzanine) Structured Credit is een gelijk-gewogen mix van 3 sectorindices gebruikt. De JP Morgan CLO BBB-index is een waarde-gewogen index van BBB CLO's in USD. De ICE BofA US BBB CMBS-index is een waarde-gewogen index van in USD luidende BBB CMBS. Citi verstrekt gegevens voor US non-agency RMBS Credit Risk Transfer M2 (veelal BB-rating). Het rendement wordt gerapporteerd voor aftrek van vergoedingen. Wij beschouwen de VS als representatief voor de wereldwijde blootstelling; deze omvat ca. 70% van de wereldmarkt.

Distressed Debt

De HFRI Event-Driven Distressed Restructuring index is een AuM-gewogen index van fondsen die voornamelijk beleggen in (wereldwijd) door bedrijven uitgegeven schuldinstrumenten die met een aanzienlijke korting worden verhandeld als gevolg van (formele of marktperceptie van aankomende) faillissementsprocedures. Rendementen worden gerapporteerd na aftrek van vergoedingen.

Niet-beursgenoteerd Vastgoed

De MSCI Quarterly Property fondsindices zijn waarde-gewogen en geven de resultaten weer van open-end fondsen die in regionale niet-beursgenoteerd vastgoed beleggen, met een relatief defensieve beleggingsstijl. Rendementen worden gerapporteerd na aftrek van vergoedingen. Total marktwaarde van de geselecteerde indices: \$770 miljard.

Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

De EDHEC Infra300 Equity index is gelijk-gewogen en geeft de 'marked-to-market' rendementen (na aftrek van vergoedingen) weer van 300 wereldwijde niet-beursgenoteerde infrastructuur equity-beleggingen (totale marktwaarde circa \$304 miljard).

Landbouwgrond

De NCREIF Farmland index is een waarde-gewogen index die van een omvangrijke pool van inkomen-genererende agrarisch vastgoedprojecten in de VS (totale marktwaarde circa \$16 miljard), die uitsluitend voor beleggingsdoeleinden zijn verworven door Amerikaanse pensioenfondsen. Het rendement wordt gerapporteerd voor aftrek van vergoedingen en zonder hefboomwerking.

Private Equity

De Preqin Private Equity kwartaalindices zijn waarde-gewogen indices die gebruikmaken van kasstroomprojecties op fonds niveau en nettovermogenswaarden voor meer dan 4000 private equity-fondsen. Totale marktwaarde is circa \$7,7 triljoen.

Bronnen: Cliffwater, JP Morgan, Citi, ICE BofA, SIFMA, AFME, HFR, MSCI, EDHEC, NCREIF, Preqin.

N.B.: beschreven rendementen van een beursgenoteerde beleggingscategorie komen nauw overeen met de feitelijke rendementen, aangezien een belegger onmiddellijk en volledig kan beleggen in de gehele beleggingscategorie. Onzekerheid over fondsselectie en waarderingen, het tempo waarin verplichtingen worden aangegaan en gecommiteerd en (niet) opgevraagd kapitaal dragen in belangrijke mate bij aan de feitelijke rendementen van niet-beursgenoteerde beleggingen.

