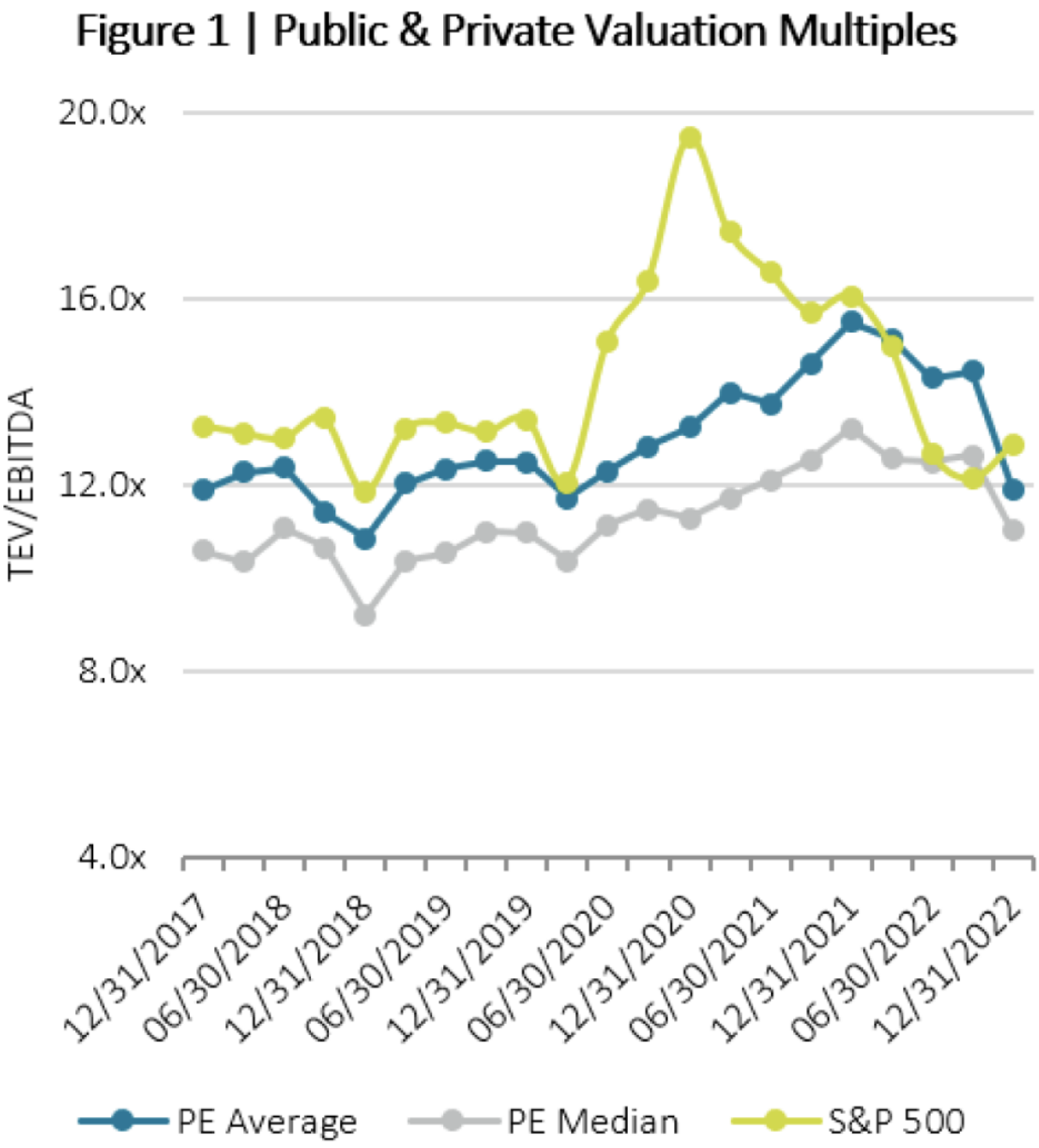
De waardering van private equity

Beschrijving

Door dalende aandelenkoersen en stijgende rentes maken meer beleggers zich zorgen over de waardering van private equity. De bedrijven die private equity gemiddeld genomen bezit zijn immers kleiner en vaak ook zwaarder gefinancierd. Toch lijkt er in de afgelopen jaren eerder sprake van een waarderingsanomalie op de beurs en niet bij private equity, op basis van gegevens van Standard & Poorâ??s en Omni. Wel zijn de waarderingen bij private equity veel minder volatiel dan op de beurs, maar dat spreekt voor zich. Beursgenoteerde aandelen hebben nu eenmaal last van veel ruis. Beurskoersen lijken soms wel op elk bericht te reageren, terwijl er aan het eind van de dag vrijwel niets fundamenteel is gewijzigd. Een groot verschil tussen beurskoersen en de waardering van private equity is dat beurskoersen veel gevoeliger zijn voor hypes, terwijl private equity juist van dergelijke hypes probeert te profiteren. Zo betekent de grote belangstelling voor kunstmatige intelligentie automatisch ook hoge waarderingen voor dergelijke bedrijven op de beurs, een ideaal moment voor private equity fondsen met dergelijke bedrijven in portefeuille om een beursgang te overwegen. Er is immers volop vraag en dit is het moment om te zorgen voor meer aanbod. De keerzijde van een hype is dat aandelen in de onvermijdelijke â??bustâ?? sterk onder druk kunnen komen. Daarmee wordt juist een aantrekkelijk instapmoment gecreÃ«erd voor private equity. Dat is ook de reden dat recessiejaren zulke goede vintage-jaren zijn in private equity. Waardering speelt immers een belangrijke rol bij het rendement op lange termijn.



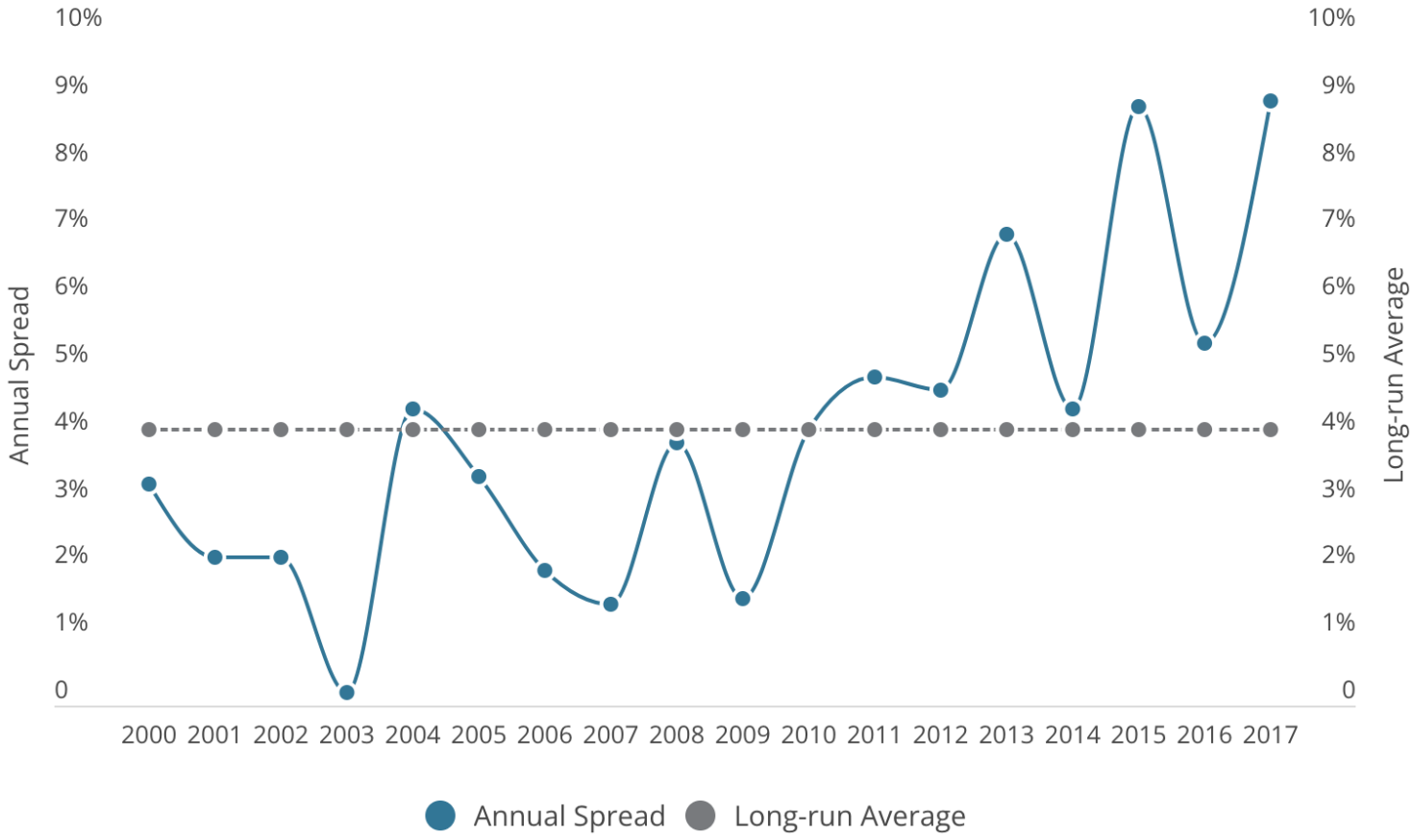
Natuurlijk heeft de rente wel een grote invloed op waarderingen, maar beleggers moeten wel naar de juiste rente kijken. De markt geeft al enige tijd het signaal dat de centrale banken voldoende hebben gedaan om de inflatie te bestrijden. De rentecurve is namelijk al enige tijd invers. Dat betekent dat de lange rente inmiddels ver beneden de korte rente staat. Ook is de inflatie al langere tijd aan het dalen. Centrale banken sputteren nog wat tegen, vooral omdat ze het daarvoor fout hebben gezien door inflatie als tijdelijk te bestempelen en niet op de oplopende inflatie te reageren. Daarom zoeken ze nu zekerheid dat inflatie onder controle komt, met zo vaak als risico dat ze dan te veel doen. Voor de

waardering van bedrijven speelt de korte rente niet zoâ??n grote rol. Het gaat vooral om de lange rente. Zorgelijker is dat de kredietverlening vanuit de banken aan het opdrogen is, hoewel dit ook een kantelmoment lijkt te zijn waarin private markten de rol van de commerciÃ«le banken kunnen overnemen. Ook moeten we de huidige rente wel in een historisch perspectief zien. De hypotheekrente (looptijd 30 jaar) in de Verenigde Staten staat op een vergelijkbaar niveau als ten tijde van de vastgoedzeepbel die voorafging aan de Grote FinanciÃ«le Crisis. Kennelijk is de rente op dit niveau voldoende laag om zeepbellen te creÃ«ren en zeepbellen zijn per definitie periodes van overwaardering. Gedurende de gouden jaren van private equity varieerde de 30-jaars rente op Amerikaanse staatsobligaties tussen de 4,5 procent en de 6 procent. In de huidige cyclus lag de bodem op 1,5 procent, inmiddels 3,75 procent. Bovendien wordt bij de waardering van private equity ook gekeken de waarde zonder leverage en mogelijkheden voor winstgroei en k/w-expansie. Lagere rente zorgt ook voor k/w expansie, maar in tegenstelling tot wat iedereen denkt, is de bijdrage van k/w expansie aan het private equity rendement in de afgelopen jaren niet zo groot. Het gaat vooral om omzetgroei en hogere winstmarges die zorgen voor het rendement. En zoals hiervoor aangegeven, is private equity veel beter in staat om in te spelen op variaties in waardering.

Tcurve.png

Als de omzetgroei van private equity bedrijven wordt vergeleken met de omzetgroei van beursgenoteerde bedrijven dan groeit de omzet van bedrijven in handen van private equity deze eeuw gemiddeld 4,1 procent sterker dan beursgenoteerde bedrijven. Bovendien lijkt dit percentage toe te nemen.

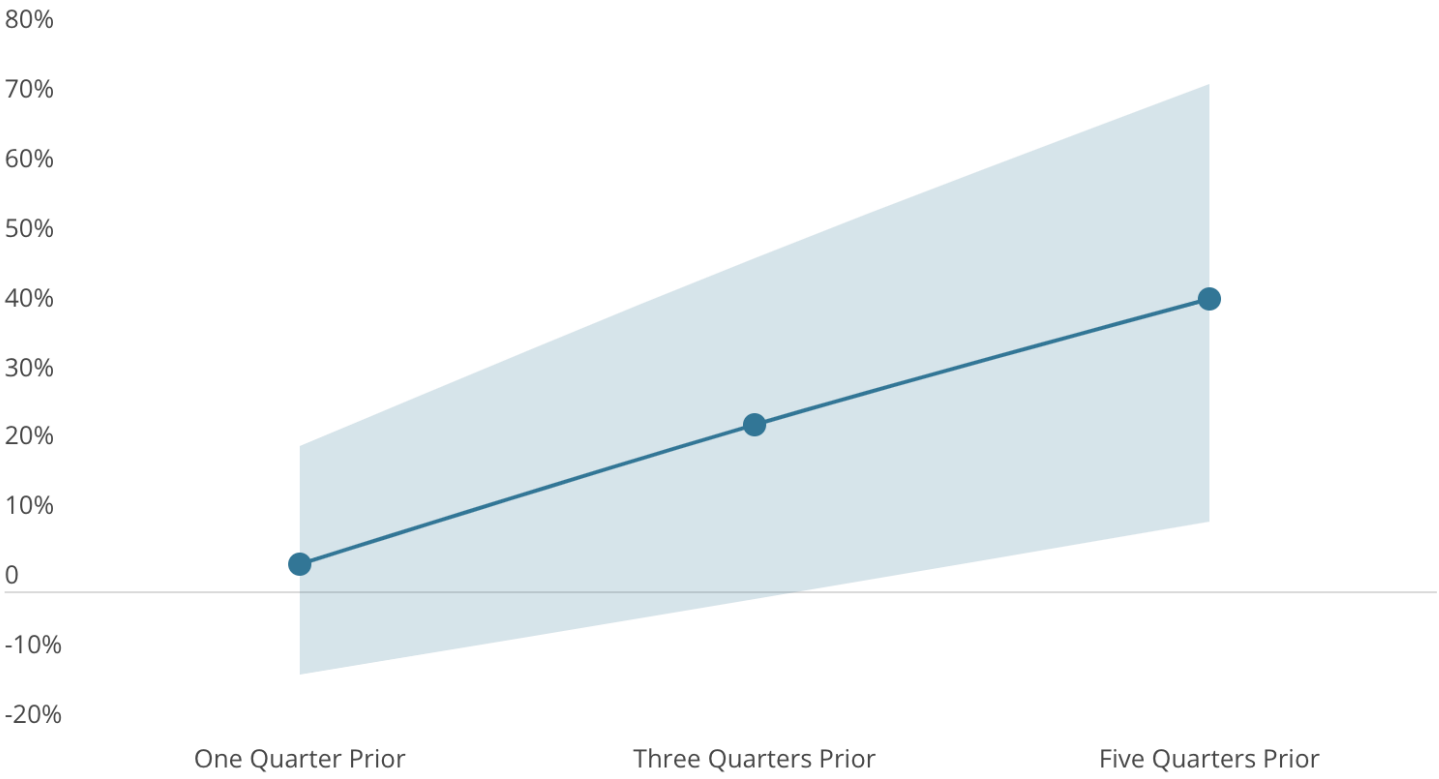
Figure 3 | Spread Between Private & Public Revenue Growth Rates



Source: SPI and Bloomberg as of 31 December 2022.

Onderliggend aan de zorgen van beleggers is het vermoeden dat private equity fondsen de bedrijven in portefeuille te hoog waarderen. Als dat zo zou zijn dan zouden private equity investeringen naarmate het einde van de looptijd nadert nog maar weinig in waarde stijgen. Het omgekeerde is juist het geval. Bij private equity gaat de kost voor de baat uit en al die kosten drukken in eerste instantie de waardering met als gevolg de typische J-curve. Bovendien is het enige echte waarderingsmoment het moment dat een bedrijf daadwerkelijk wordt verkocht. Meestal is dat een moment dat waarderingen relatief hoog zijn. Mochten waarderingen onder druk staan, dan wachten de meeste private equity fondsen tot een beter moment. Dit is een essentieel verschil tussen beursgenoteerde aandelen en private equity. Veel beleggers op de beurs hebben namelijk de neiging om te verkopen als waarderingen onder druk staan en te kopen als koersen stijgen. Dit is ook Ã©Ã©n van de factoren waarom het rendement op private equity hoger ligt dan op beursgenoteerde aandelen. Op basis van onderzoek blijkt dat de waardering in de laatste drie kwartalen voorafgaand aan een exit met gemiddeld 24 procent stijgt en in de laatste vijf kwartalen met 42 procent. Hieruit blijkt vooral dat private equity de bedrijven in portefeuille eerder te laag dan te hoog waardeert. Ook 2023 heeft alles in zich om weer een goed jaar te worden voor private equity.

Figure 6 | Mean Buyout Realization Value Uplift



Source: Omni as of 31 December 2022.

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en

worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.