

**EERSTE
KWARTAALVERSLAG
2023**

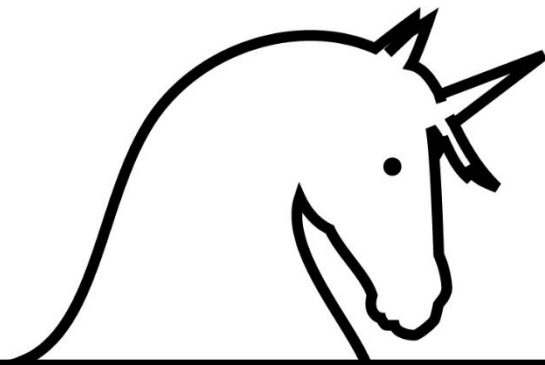
**IBS PRIVATE MARKETS
INVESTMENTS**

*Niet-beursgenoteerde investeringen in
private equity, private debt en infrastructure*

april 2023



IBS
capital
allies



Koen Ronda - Head of Private Markets Investments

Marc Oerlemans - Associate

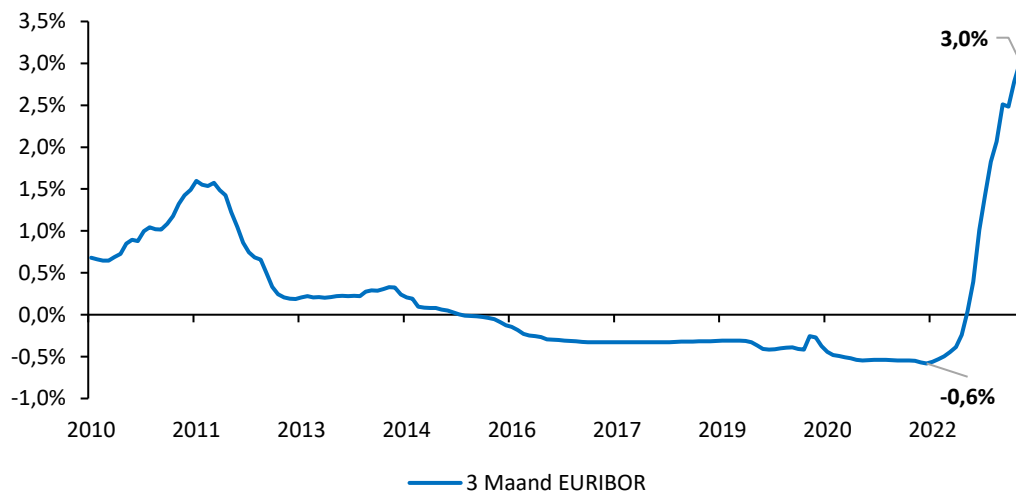
Felix de Groene - Analyst

Wat speelt er in de private markets?

We nemen je graag mee in een aantal opmerkelijke onderwerpen die wij in het afgelopen kwartaal in de private markets zijn tegengekomen.

Wat doet de rente?

In het eerste kwartaal van dit jaar is de rente (EURIBOR) verder doorgestegen. Vandaag is de stand van EURIBOR zo rond de drie procent. Zie onderstaande grafiek.



Vanwege de aanhoudende inflatie moesten de centrale bankiers de rente weer verhogen. Ondanks de turbulentie in de bankensector, wil de ECB president (Christine Lagarde) zo de hoge inflatie omlaag krijgen.

De afgelopen tien jaar was lenen goedkoop en daar profiteerde private equity partijen van.

De huidige hogere rente maakt het leven van sommige investeerders nu lastiger.

Hoe denken wij dat de hogere rente de verschillende asset classes raakt?

Wat is het effect op private equity?

Wanneer een private equity manager een bedrijf aankoopt en hiervoor een deel schuld gebruikt, moet dit bedrijf rente betalen.

Als de rente vervolgens stijgt, worden de rentelasten voor dit bedrijf hoger. Daardoor blijft er minder winst over voor de private equity investeerder.

De ene private equity categorie heeft hier meer last van dan de ander. Laten we daarom eerst kijken naar de drie verschillende soorten private equity: Venture Capital, Middle Market Growth en Large Buyout.

Private Equity, waar hebben we het over?

Venture Capital bedrijven zijn meestal jonge bedrijven, die een nieuw product hebben. Ze moeten vaak nog fors doorgroeien voordat ze winstgevend worden.

Middle Market Growth bedrijven zijn de Venture Capital fase ontgroeid en maken al winst. Deze bedrijven willen verder groeien door nieuwe landen te veroveren of andere bedrijven over te nemen. Hierna kunnen zij misschien naar de beurs (IPO).

Large Buyout bedrijven kunnen ook op de beurs genoteerd zijn, maar de eigenaar wil dat liever niet. Het gaat hier om volwassen bedrijven die al geruime tijd bestaan.

Wij investeren voornamelijk in het Middle Market Growth segment. Zie hieronder een samenvatting van de drie segmenten.

Venture Capital	Middle Market	Large Buyout
<u>Kenmerken:</u>	<u>Kenmerken:</u>	<u>Kenmerken:</u>
Kleine bedrijven	Middelgrote bedrijven	Grotere bedrijven
Nog geen winst	Pre-IPO fase	Hadden beursgenoteerd kunnen zijn
Waardering o.b.v. verkopen	Winstgevend of net winstgevend	Winstgevend
Winnaars hoge returns	Waardering o.b.v. winst	Waardering o.b.v. winst
Verliezers naar nul	Minder spreiding rendementen	Minder spreiding rendementen
Veel spreiding rendementen		

Focus IBS Private Markets Investments

Hoe creëer je waarde?

De verschillende vormen van private equity creëren alle drie op hun eigen manier waarde voor de investeerder. We nemen je er hieronder één voor één mee doorheen.

Venture Capital bedrijven moeten hard groeien om winstgevend te kunnen worden. Ze moeten marktaandeel winnen en meer gebruikers overtuigen van de voordelen van hun product. Ze hebben veel financieringsrondes nodig om de groei en klantenacquisitie te kunnen betalen.

Middle Market Growth bedrijven willen ook groeien, maar tegelijk ook hun winstmarges verbeteren. Dat kunnen ze doen door uit te breiden naar andere landen (schaalbaarheid) of door kleinere concurrenten over te nemen. De winstgroei maakt het bedrijf robuust en dit resulteert vaak in een hogere waardering.

Large Buyout managers kopen bedrijven vaak aan met een grote hoeveelheid schuld. Wanneer ze de schuld afbetalen, zorgen ze ervoor dat het aandelenkapitaal meer waard wordt. Daarnaast proberen ze vaak in de kosten te snijden om de marges te verhogen.

In de onderstaande tabel vatten wij de verschillende vormen van waardecreatie nog even voor je samen.

Venture Capital	Middle Market	Large Buyout
<u>Waardecreatie:</u>	<u>Waardecreatie:</u>	<u>Waardecreatie:</u>
Groei	Groei	Kosten verlagen
Toekomstige winstgevendheid	Overnames kleine concurrenten	Afbetalen schuld
Nog te winnen marktaandeel	Schaalbaarheid	Strategische koerswijzigingen
	Waardering verhoging	

Waar doet de stijgende rente pijn?

Venture Capital heeft het momenteel niet makkelijk. De waarderingen zijn in deze categorie sterk gedaald.

Venture Capital bedrijven halen altijd net genoeg financiering op om weer één of twee jaar door te kunnen groeien. Ze hebben daarom veel financieringsrondes nodig, om uiteindelijk aan voldoende kapitaal te komen. En voor succesvolle financieringsrondes is het fijn als de rente laag is en deze bedrijven makkelijk geld kunnen krijgen voor nieuwe kapitaalrondes.

Als centrale banken de geldkraan dichtdraaien en de rentes verhogen, is het voor deze bedrijven moeilijker om financiering te krijgen voor hun groei.

Large Buyout bedrijven lopen tegen vergelijkbare problemen aan. Als de rente en inflatie stijgen, is het duurder om veel schuld te gebruiken en minder makkelijk om kosten te verlagen.

Aan het andere einde van het spectrum zit Middle Market Growth. Hier creëren groei, schaalbaarheid en overnames waarde.

Daar komt bij dat er in de Middle Market veel minder schuldfinanciering wordt gebruikt dan in Large Buyout.

Daarnaast komt in tegenstelling tot Venture Capital het gros van de groei- en overnamefinanciering vanuit de cash flow van het bedrijf of is al binnengehaald bij investeerders bij de aankoop van het bedrijf.

Mochten waarderingen in dit segment toch dalen, dan is het doen van overnames ook weer een dempende factor. Want de overnames van concurrenten kunnen dan weer tegen lagere waarderingen plaatsvinden.

Vandaar dat wij ook in tijden van hogere rentes binnen private equity een voorkeur hebben voor de Middle Market Growth categorie. Zie hieronder samengevat.

Venture Capital	Middle Market	Large Buyout
<u>Huidige situatie:</u> Moeilijkere financiering voor groei Veel onzekerheid over toekomstige winsten Hogere rente heeft ook veel negatieve impact op verdiscontering toekomstige winsten	<u>Huidige situatie:</u> Organische groei is voornaamste bron van waardecreatie Betere marges door schaalbaarheid Lagere schuldniveau's Overnames doen tegen betere voorwaarden	<u>Huidige situatie:</u> Schuldniveau's liggen over het algemeen hoger Overnames met schuld moeilijker te realiseren door hogere rentes Hogere marges door efficiency voordeel (lagere kosten) moeilijker door hoge inflatie

Wat is het effect op private debt?

Binnen de private debt markt hebben de meeste leningen een 'floating rate', oftewel een variabele rente. Bedrijven betalen voor deze leningen een opslag bovenop EURIBOR. Dit houdt in dat wanneer EURIBOR stijgt, de bedrijven een hogere rente gaan betalen.

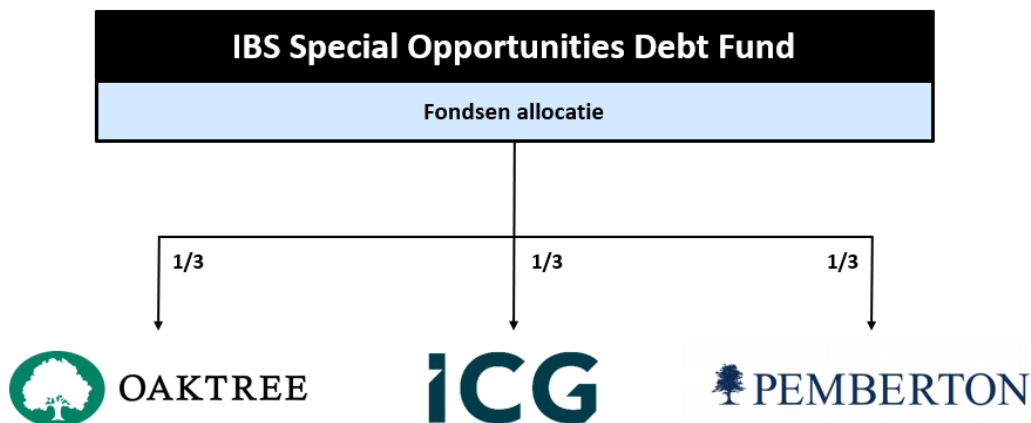
Als investeerder in private debt profiteer je hiervan, doordat je meer rente ontvangt wanneer EURIBOR stijgt. Als investeerder ben je daarom beschermd tegen negatieve effecten van een stijgende rente.

Vandaar dat private debt strategieën momenteel profiteren van de hogere stand van de rente.

Nieuw: Het IBS Special Opportunities Debt Fund

Recent lanceerden wij een nieuw fonds op ons private markets platform: het IBS Special Opportunities Debt Fund. Voor dit fonds kun je tot 15 mei van dit jaar inschrijven.

Het IBS Fund biedt toegang tot drie vooraanstaande private debt managers: Pemberton, ICG en Oaktree. Het IBS Special Opportunities Debt Fund heeft als doel om in alle drie de fondsen voor één derde deel te beleggen.



De managers voeren alle drie een andere private debt strategie. Daardoor krijg je met één investering een goed gespreide private debt allocatie.

We geven je drie redenen waarom investeren in private debt momenteel interessant is.

Ten eerste zijn de meeste leningen in private debt 'floating rate notes'. Dit betekent dat als de rente stijgt, deze leningen je ook meer gaan betalen.

Ten tweede lenen banken steeds minder uit aan groeibedrijven. Private debt managers profiteren hiervan, aangezien zij wél geld beschikbaar hebben om uit te lenen. Ze krijgen daardoor betere voorwaarden op de nieuwe leningen.

Ten derde bevinden wij ons nu in onzekere economische tijden. Juist in deze periodes doet private debt het vaak goed. Dit komt omdat meer bedrijven zich in een uitdagende positie bevinden en deze managers meer keuze hebben aan welke bedrijven zij wel of niet uitlenen.

Je kunt voor het IBS Special Opportunities Debt Fund inschrijven tot 15 mei 2023. De minimale inleg is EUR 250.000 (of een meervoud hiervan). Wij verwachten dat het fonds in juli 2023 zal starten.

Het IBS Value-add Infrastructure Fund

Het IBS Value-add Infrastructure Fund geeft onze relaties toegang tot value-add infrastructuur investeringen. Voor dit fonds werken wij samen met fondsmanagers EQT, ANTIN en Goldman Sachs West Street.

De value-add strategie richt zich op infrastructuurbedrijven die snel kunnen groeien. Door overnames en nieuwe groei-investeringen te doen, creëren de infrastructuur managers waarde.

De onderliggende fondsen focussen zich op vier sectoren: telecom & digital, sociale voorzieningen, energie & milieu en transport. In deze sectoren creëren digitalisering, verduurzaming en innovatie een sterke behoefte aan nieuwe infrastructuur. Voorbeelden zijn investeringen in 5G zendmasten, datacenters, glasvezel kabels, ziekenhuizen, zonneparken en treintransport.

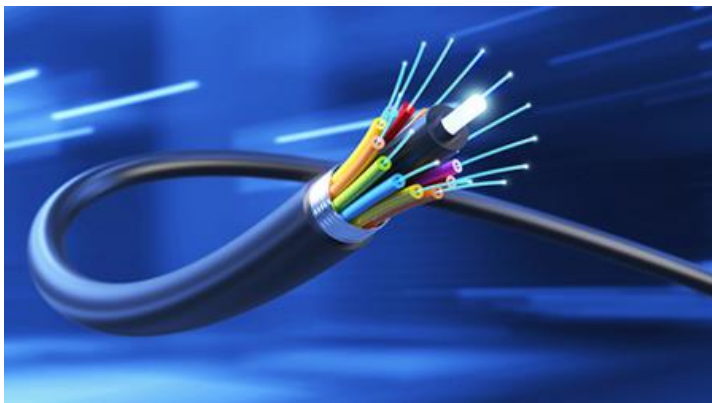
Infrastructuur investeringen beschermen je tegen inflatie. Dit komt omdat de huurcontracten gekoppeld zijn aan inflatie. Als de inflatie hoog is, gaan de huren omhoog.

Het IBS Value-add Infrastructure Fund is van start gegaan op 1 juli 2022 en zit momenteel in de zesjarige investeringsperiode. De komende jaren zullen de managers steeds meer investeringen doen, waardoor ze een gediversifieerde portefeuille aan infrastructuur investeringen opbouwen.

Het fonds investeert momenteel in tien projecten. ANTIN heeft recent hun eerste investering gedaan, EQT heeft drie investeringen en Goldman Sachs heeft zes infrastructuur bedrijven in hun portefeuille.

Eén van de investeringen uit de portefeuille van Goldman Sachs is het bedrijf ImOn Communications. ImOn is opgericht in 2007 en heeft haar hoofdkantoor in Cedar Rapids in de staat Iowa in de VS.

ImOn is een glasvezelkabel (fiber-to-the-home) aanbieder. Het bedrijf levert snelle internet-, video- en spraakdiensten aan particuliere- en zakelijke klanten. ImOn is de eigenaar van de glasvezelkabels in de grond en ze bezitten inmiddels duizenden kilometers glasvezelnetwerk.



Op dit moment hebben 62.000 huishoudens in de VS toegang tot het glasvezel netwerk van ImOn. Van de huizen die toegang krijgen tot het netwerk wordt iets meer dan één op drie ook daadwerkelijk klant van ImOn. Ze hebben nu 23.000 abonnees.

Het plan van Goldman Sachs is om de komende jaren waarde te creëren, door het netwerk uit te breiden naar 262.000 huishoudens.



Update IBS Co-investments

IBS Private Markets Investments heeft twee actieve co-investment portefeuilles.

De eerste is onderdeel van het IBS Private Equity Growth Fund. Hier reserveren wij 25 procent voor co-investments in samenwerking met Permira, Keensight en Quadriga.

De tweede is onderdeel van het IBS Five Arrows Private Equity Fund. Hier reserveren wij 35 procent voor co-investments in samenwerking met Rothschild.

Bij co-investments investeren wij als minderheidsaandeelhouder, buiten het private equity fonds om, samen met de private equity manager in een bedrijf.

Co-investments hebben geen of veel lagere management- en performance kosten dan het bijbehorende private equity fonds. Door op deze kosten te besparen, kunnen wij over een looptijd van tien jaar gemiddeld zo'n 30 tot 40 procent extra rendement behalen.

Daarnaast stellen co-investments ons in staat om in de beste deals van de private equity managers rechtstreeks extra kapitaal te investeren.

Co-investment in A2Mac1

Samen met private equity manager Rothschild investeren wij sinds januari van dit jaar in het bedrijf A2Mac1.

Dit is het eerste bedrijf in de co-investment portefeuille van het IBS Five Arrows Private Equity Fund.



A2Mac1 is een Frans bedrijf dat is opgericht in 1998. Het hoofdkantoor ligt in Parijs, maar A2Mac1 is inmiddels ook elders in Europa, de VS en Azië aanwezig.

Het bedrijf is leverancier van performance-, kosten- en technische data aan producenten van auto's en auto-onderdelen. Simpel gezegd draait A2Mac1 alle nieuwe auto's in de wereld uit elkaar en brengt deze informatie onder in haar database. Ze doen dit voor zowel de hardware als de software in auto's.

Voorheen deden veel autoproducenten het werk van A2Mac1 zelf. Vandaag de dag zien wij dat deze teams worden afgebouwd en dat autoproducenten steeds meer gebruik gaan maken van A2Mac1 als data aanbieder. Alle grote autoproducenten in de wereld zijn inmiddels klant bij A2Mac1.

A2Mac1 is dan ook de onbetwiste marktleider met een marktaandeel van 93 procent. A2Mac1 heeft een paar kleine concurrenten, echter de auto database van A2Mac1 is 25 keer zo groot als die van haar grootste concurrent.

Daarnaast brengt A2Mac1 vier keer zo snel een auto volledig in kaart dan haar concurrenten. Zij kunnen hun database dus veel sneller bijwerken dan anderen.

A2Mac1 heeft daarom een database met 1.500 voertuigen, terwijl haar grootste concurrent er maar 60 in heeft staan.

Wat is het competitieve voordeel van A2Mac1?

Wanneer een autoproducent meer gebruik gaat maken van de database van A2Mac1, wordt zij afhankelijk van het bedrijf.

De autoproducenten integreren daarmee de A2Mac1 database in hun productieketen.

De medewerkers leren met het product te werken en stemmen vervolgens hun analyses en modellen af op deze data.



Mocht de klant willen wisselen van aanbieder, dan moeten de medewerkers leren werken met een nieuwe database en deze opnieuw integreren in haar eigen modellen. Dit kost tijd, en tijd is geld, en daarom brengt dit overstapkosten (switching costs) met zich mee.

Bovendien is er momenteel geen concurrent die de hoeveelheid en kwaliteit van data kan leveren zoals A2Mac1. Daarom is er geen goed alternatief.

A2Mac1 heeft een 'first mover advantage' dat moeilijk na te bootsen is voor concurrenten. Het bedrijf heeft een gigantische data voorsprong en is vier keer zo snel in het aanvullen van haar database. Dit stelt het bedrijf in staat om het competitieve voordeel goed te verdedigen.

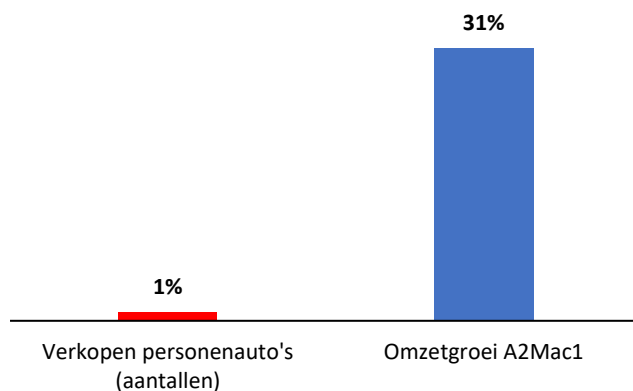
Wat zijn de groeiplannen van A2Mac1?

De auto sector is over het algemeen behoorlijk cyclisch. Mensen kopen meer auto's als het goed gaat met de economie en besparen hier al vrij snel op als het minder gaat.

De afgelopen jaren schommelde de verkoop van auto's behoorlijk. Echter de omzet van A2Mac1 is in een rechte lijn omhoog doorgegroeid. Hieraan herken je de kwaliteit van A2Mac1.

In de grafiek hiernaast zie je de jaarlijkse groei in het wereldwijde aantal verkochte personenauto's versus de omzetgroei van A2Mac1.

Groei per jaar 2012-2022



De afgelopen jaren is de omzet van A2Mac1 met 31 procent per jaar gegroeid en deze trend zet zich door. Aangezien A2Mac1 nog maar zo'n 15 procent van het de totale markt bedient, verwachten wij dat A2Mac1 haar omzet met ten minste 15 tot 20 procent per jaar moet kunnen laten doorgroeien.

Het voornaamste gedeelte van de groei zal komen van bestaande klanten, die steeds meer producten van A2Mac1 gaan gebruiken.

Want ook het aantal producten van A2Mac1 is de laatste jaren toegenomen. Zij biedt niet alleen meer informatie aan over de onderdelen van de auto, maar ook over de kwaliteit van de onderdelen, wie de leverancier is en hoe hoog de productiekosten zijn.

Naast de groei, verwacht A2Mac1 ook haar winstmarges te verhogen. Dit gebeurt vanzelf omdat zij de vaste kosten over een grotere hoeveelheid klanten kan spreiden (schaalbaarheid).

Wij hebben vertrouwen in de toekomst van A2Mac1

We zien bij A2Mac1 een sterke competitieve positie, snelle organische groei en mogelijkheden tot margeverbetering.

Bovendien heeft het management team meer dan vier procent van de aandelen van A2Mac1 in hun bezit. Zij hebben dus een prikkel om de groeiplannen te realiseren.

Daarom zijn wij co-investeerder in A2Mac1.

Mocht je vragen hebben over je private markets investeringen, dan beantwoorden wij die graag. Mail ons op info@ibsfm.nl of neem contact op met je relationship manager bij IBS.

Deze uitgave en de daarin vermelde informatie is eigendom van IBS Fund Management BV, tenzij anders aangegeven. Alle informatie die door IBS Fund Management BV in deze uitgave wordt verstrekt, is voor algemene en niet gepersonaliseerde informatiedoeleinden, en kan niet worden gezien als een aanbod of een uitnodiging tot het afnemen van producten en/ of diensten en kan ook niet worden beschouwd als enige vorm van financiële dienstverlening.

De informatie is uitsluitend bedoeld voor Nederlands ingezetenen. Nederlands recht is van toepassing op deze uitgave. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS Fund Management BV openbaar worden gemaakt, gekopieerd of gepubliceerd. Verwijzingen naar deze uitgave dienen voorzien te zijn van een duidelijke bronvermelding.

© IBS Fund Management BV, 2023