

KWARTAALUPDATE CREDITS

Q3 2020 | OKTOBER 2020

Achmea Investment Management

Thema: Logistiek vastgoed: een veilige, cyclische subsector

De logistiek vastgoed sector is een sector waar Achmea Investment Management afgelopen twee jaar overwogen in is geweest. Dit is een bewuste keuze geweest op basis van de fundamentele verschillen tussen logistiek vastgoed en de overige vastgoedsectoren. De logistieke sector is van oudsher zeer cyclisch omdat het afhankelijk is van het vervoer van goederen. In economisch mindere tijden zou deze sector het relatief slecht doen. Om deze reden is de sector conservatiever gefinancierd dan andere sectoren, want ook in een crisis moet de onderneming aan de convenanten blijven voldoen. < lees verder op pagina 4 >

Marktbeeld:

- Risico-opslagen van bedrijfsobligaties daalden 30 basispunten
- Energie blijft achter, chemie- en autosector deden het goed

Vooruitzichten:

- Het coronavirus is voorlopig nog niet verslagen, maar markten kijken vooruit naar vaccins
- Langere coronacrisis betekent dat de tweespalt tussen sectoren voortduurt
- Presidentsverkiezingen: only in America



Colofon

Deze Kwartaalupdate Credits is een uitgave van Achmea Investment Management.

www.achmeainvestmentmanagement.nl

Auteurs



Martijn Hesterman, Lead Portfolio
Manager Credits



Gwennaële Bruning,
Head of Credits

Contact



Jeroen van Rumund, Business
Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl
06 224 559 26

Marktbeeld

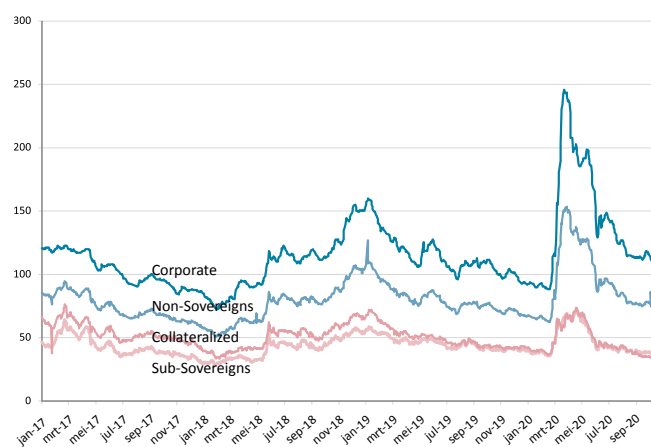
Risico-opslagen van bedrijfsobligaties daalden 30 basispunten

De scherpe daling vond vooral plaats in het eerste deel van de zomer. Na halverwege augustus bewogen spreads nauwelijks meer. Eén van de factoren die bijdroeg aan de flinke daling was het akkoord dat werd gesloten over het Europese herstellfonds. Maar wat zeker ook bijdroeg aan de spreaddaling is dat zowel economische cijfers als bedrijfsresultaten veel beter waren dan werd gevreesd. Daarnaast kwam in de zomer eindelijk de stortvloed aan nieuwe obligaties tot stilstand, waardoor beleggingsfondsen en de ECB in de secundaire markt moesten bijkopen.

Korte obligaties deden het veel beter dan langere obligaties. Achtergestelde obligaties deden het slechter, mede omdat er veel meer hybride obligaties werden uitgegeven door bedrijven die hun senior credit ratings wilde beschermen.

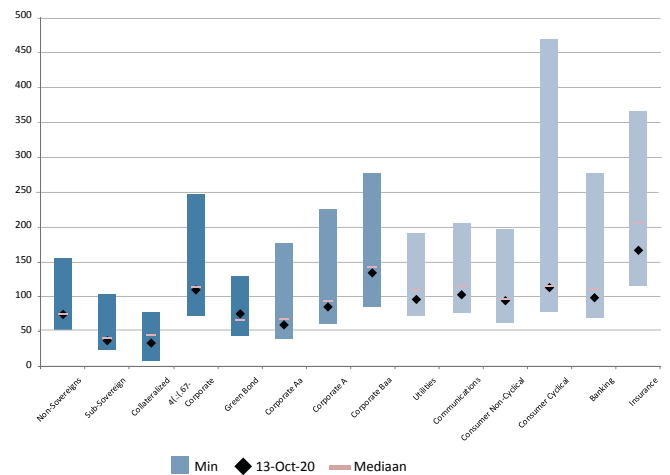
Qua sectoren viel met name de energiesector op. Energie bleef flink achter bij andere sectoren omdat het herstel van de olievraag nog ver weg lag. Bovendien leed de sector onder de focus op duurzame investeringen in het Europese herstellfonds. De chemiesector, die veel minder hard geraakt werd door corona dan gedacht, deed het erg goed. De autosector liet ook een sterke performance zien. Dit was deels een herstel van de flinke underperformance eerder dit jaar. Ook lijkt de autosector te kunnen profiteren van het coronavirus: meer vraag naar eigen vervoer. Risico-opslagen van gedekte obligaties daalden ook flink, semistaat bleef echter achter omdat de Europese Unie een ongekend groot bedrag moest ophalen voor het nieuwe Europese herstellfonds.

Grafiek 1: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten credit markt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Grafiek 2: Waardering Credit Markten (risico-opslagen)



Bron: Bloomberg, Achmea IM



De autosector liet een sterke performance zien in Q3

Vooruitzichten

Het coronavirus is voorlopig nog niet verslagen, maar markten kijken vooruit naar vaccins

Op dit moment loopt het aantal besmettingen in Europa weer flink op: met name in Spanje, Frankrijk en ons eigen land. Maar ook elders in Europa neemt de druk op de gezondheidszorg toe. Er is voornamelijk geen terugkeer naar de situatie van maart dit jaar, maar als de gezondheidszorg onder te veel druk komt te staan, is een tweede lockdown (licht) waarschijnlijk. In de Verenigde Staten lijkt de situatie stabiel. In zowel de VS als Europa is een interessant beeld te zien: bij de terugkeer van het virus worden vooral landen of staten geraakt die in maart veel minder geraakt werden. Dit zou kunnen duiden op enige immuniteit, maar wellicht speelt ook mee dat mensen beter weten hoe verspreiding kan worden voorkomen. Ondertussen vinden in China gewoon weer grootschalige feesten plaats, dus er is zeker nog hoop. Hoop, dat hebben de financiële markten ook op een vaccin. Met bijna tien vaccins in de race in het laatste stadium van de testfase lijkt het waarschijnlijk dat er volgend jaar meerdere vaccins op de markt zullen komen.

Langere coronacrisis betekent dat de tweespalt tussen sectoren voortduurt

Doordat besmettingen in Europa weer flink oplopen, stellen veel landen weer extra eisen aan toeristen: een verplichte quarantaine of een negatieve coronatest. Dit maakt het niet makkelijker voor de reisindustrie, die al veel geleden heeft. Voor sommige luchtvaartmaatschappijen mag de crisis niet te lang meer duren. Maar ook voor bierbrouwers is er slecht nieuws: door vroegtijdige

sluiting van de horeca boeken zij minder omzet. De energiesector lijdt onder het vele thuiswerken en andere maatregelen die de bewegingsvrijheid beperken. Ook boven de vastgoedsector hangt een donkere wolk: met name winkel- en kantorenvastgoed heeft het lastig. Er zijn ook enkele sectoren die weinig last hebben van het coronavirus, of er zelfs van profiteren. Denk hierbij aan telecombedrijven, technologie en nutsbedrijven.

Presidentsverkiezingen: only in America

Eén oktober was direct de eerste October surprise: Trump bleek zelf besmet met corona. Ondertussen leidt Biden duidelijk in de peilingen. Markten zijn daar ook inmiddels minder bezorgd over. Hij zal de overheidsuitgaven, naar verwachting, verhogen, maar dat komt de economie op het moment helemaal niet slecht uit. Wel zullen de rijkste Amerikanen meer belasting moeten betalen, net zoals grote bedrijven. Maar grote bedrijven zullen onder Biden ook profiteren van betere relaties met het buitenland en verhoogde uitgaven aan infrastructuur. De mate waarin Biden zijn plannen kan doorvoeren, zal wel afhangen van de vraag of de Democraten de Senaat kunnen pakken. Een overwinning door Trump waarbij hij de Senaat ook weet te behouden zal, zo verwachten wij, door financiële markten het beste ontvangen worden. Het scenario waarin geen duidelijk overwinnaar kan worden aangewezen, is in onze optiek het meest risicovol voor financiële markten. Dit zal wel van korte duur zijn vanwege het zogeheten "Safe Harbor", waardoor er slechts vijf weken herteld kan worden.



Thema: Logistiek vastgoed: een veilige, cyclische subsector

De logistiek vastgoed sector is een sector waarin Achmea Investment Management afgelopen twee jaar overwogen in is geweest. Dit is een bewuste keuze geweest op basis van de fundamentele verschillen tussen logistiek vastgoed en de overige vastgoedsectoren. De logistieke sector is van oudsher zeer cyclisch omdat het afhankelijk is van het vervoer van goederen. In economisch mindere tijden zou deze sector het relatief slecht doen. Om deze reden is de sector conservatiever gefinancierd dan andere sectoren, want ook in een crisis moet de onderneming aan de convenanten blijven voldoen.

In de afgelopen jaren is er echter een trendbreuk geweest. De groei van e-commerce en de differentiatie op snelheid bij afnemers, hebben er voor gezorgd dat de vraag naar logistiek vastgoed enorm is toegenomen. Het is voor de afnemers van belang dat de logistieke centra dicht in de buurt van de winkels zitten zodat klanten niet lang hoeven te wachten op goederen. Ook in tijden van crisis speelt snelheid een rol als differentiërende factor waardoor vastgoed op goede locaties essentieel blijft. Door de

stijgende waarde van het vastgoed is de schuldpositie relatief laag. Tabel 1 brengt in kaart hoe de verschillen er tussen de subsectoren van de vastgoedsector uitzien. In de praktijk nemen wij in onze kredietanalyse meer veel maatstaven mee dan tabel 1. Echter, deze factoren laten duidelijke verschillen duidelijk zien tussen de subsectoren: de rentedekking van bijvoorbeeld Prologis is veel hoger, terwijl de leverage juist veel lager is.

Tabel 1: Kenmerken van grote bedrijven per subsector

	Prologis	Unibail	Aroundtown	Vonovia
Subsector	Logistiek	Retail	Kantoren	Woningen
Rating	A-	A-	BBB+	BBB+
Loan to value	34%	42%	37%	43%
Leverage	4x	13x	10x	12x
Rentedekking	9.7x	1.5x	4.7x	2.8x
Bezettingsgraad	96%	98%	92%	98%

Logistiek vastgoed vrijwel immuun voor het coronavirus

Door de coronacrisis zijn de fundamentele cijfers van vastgoedondernemingen weer volop onder de aandacht gekomen. Bij relatief 'veilig' geachte ondernemingen (zoals bijvoorbeeld Unibail) werd meer gekeken naar de grote hoeveelheid schuld en de lage rentedekking. Immers, bij retailvastgoed werden huren uitgesteld en in minder mate ook bij kantoren. Bovendien hadden winkels al voor de coronacrisis last van teruglopende bezoekers aantallen door de verschuiving naar online verkopen. Retailvastgoedondernemingen proberen schulden te drukken door vastgoed af te stoten, echter dit zet vervolgens de waardering van het vastgoed onder druk. Kantoren lijden onder de aanzienlijke toename van thuiswerkers. Wij verwachten dat ook na corona thuiswerken meer geaccepteerd zal blijven, waardoor er minder vraag zal zijn naar kantoren. De woningmarkt lijkt tot op heden nog geen last te hebben omdat de vraag voorafgaand aan corona vele malen hoger was dan het aanbod. Door corona komt de woningmarkt eigenlijk meer in balans, wij verwachten echter wel een verzwakking als de werkloosheid verder oploopt.

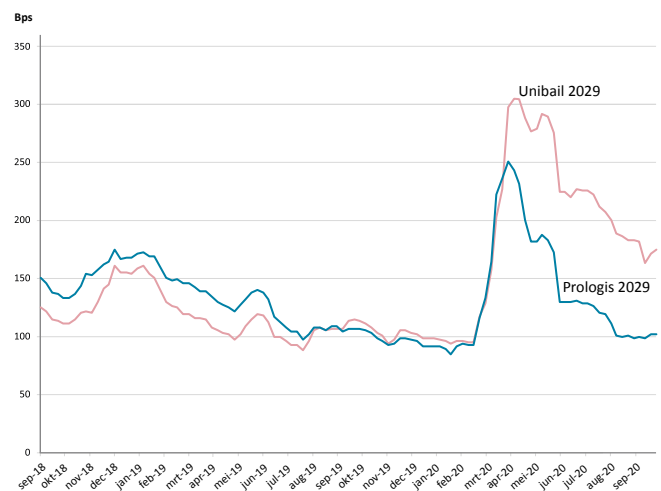
De logistieke sector ontkomt ook niet volledig aan corona. Hoewel de ondernemingen er zelf geen last van hebben en de vraag naar het vastgoed hoog blijft zijn er wel klanten die er last van hebben. Ongeveer 2% van de huren worden uitgesteld, maar dit heeft geen significante impact op het totaalresultaat en er is in onze optiek geen gevaar voor de rentebetaling op de obligaties. Dit vanwege de hoge rentedekking.



Logistiek vastgoed bleek vrijwel immuun voor corona

De overwogen positie in de logistieke vastgoedsector is er een die Achmea Investment Management al enkele jaren aanhoudt. Pre-corona had dit al positief resultaat opgeleverd omdat logistiek vastgoed al langzaam richting de spreadniveaus van retailvastgoed bewoog. Echter, corona heeft deze trend duidelijk versneld zoals te zien in grafiek 3. Aangezien de huidige waardering van logistiek vastgoed nu veel minder aantrekkelijk is, hebben wij de overweging logistiek vastgoed teruggebracht. Daartegenover hebben we de onderweging in retailvastgoed beperkt, want tegenover de toegenomen risico's staat een flinke vergoeding.

Grafiek 3: Government spread beweging van Prologis ten opzichte van Unibail



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.

Belangrijke informatie

Op 29 oktober hield Achmea IM namens Achmea IM beleggingsinstellingen en/of klanten wel posities in Unibail, Prologis, Aroundtown en/of Vonovia. Als vermogensbeheerder kan Achmea IM, doorgaans in het belang van derden, beleggen in financiële instrumenten die in dit document worden genoemd. Achmea IM kan op ieder moment besluiten koop- of verkooptransacties af te sluiten in deze financiële instrumenten.