



Maandbericht: september 2015

Profiel

DD Property Fund N.V. (DDPF) is een duurzaam vastgoedaandelenfonds met een focus op Europa. Het fonds heeft een rendementsdoelstelling van 5-7% gemiddeld per jaar en streeft naar een consistent, licht groeiend dividend. DDPF heeft een focus op de lange termijn en maakt geen gebruik van een benchmark. DDPF wil met haar beleggingsbeleid een brug slaan tussen financieel en maatschappelijk rendement en belegt met de overtuiging dat een integrale analyse van financiële- en duurzaamheidsaspecten een positieve bijdrage levert aan het risico-rendementsprofiel van het fonds. Dit vertaalt zich in een portefeuille van vastgoedondernemingen van hoge kwaliteit. Daarnaast ziet DDPF het als haar fiduciaire plicht de belangen van haar aandeelhouders actief te vertegenwoordigen bij haar beleggingen. Het fonds is genoteerd op Euronext te Amsterdam.

Rendement

DDPF heeft over de maand september 2015 een positief rendement behaald van 0,32% (klasse B). De intrinsieke waarde per aandeel komt hiermee op 32,52 en het rendement dit jaar op 13,36% (klasse B).

Uitgelicht: de impact van internetverkopen op winkelvastgoed

Normaliter behandelen we ieder maand de investment case van een aandeel in portefeuille. Waarom beleggen we in deze onderneming? Wat is het business model en hoe scoort de onderneming op financiële en duurzaamheidsaspecten? Deze maand besteden we echter aandacht aan de impact van internetverkopen op winkelvastgoed. Waar staat e-commerce 20 jaar na de oprichting van ondernemingen als Amazon en eBay? En een relevantere vraag voor DDPF, wat zijn de kansen en bedreigingen van internetverkopen voor de vastgoedmarkt?

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 21,4 mln
Waarvan belegd	€ 21,0 mln
Liquide middelen	€ 0,4 mln
Aantal posities	20

Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 32,40
Aantal participaties	492.398

Intrinsieke waarde (B)	€ 32,52
Aantal participaties	166.610

Kosten

Management fee	1,2% (klasse A) 0,7% (klasse B)
Performance fee	geen
Op- en afslag	0,25%

Structuur

Naamloze vennootschap (N.V.)
Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal
Open-end, dagelijks verhandelbaar
Fiscale beleggingsmaatschappij

Overig

Beheerder	DoubleDividend Management B.V.
Benchmark	Geen
Start	Mei 2005
ISIN (A)	NL0009445915
ISIN (B)	NL0010949350

Tabel: maandelijks totaal rendementen in % (de cijfers zijn na kosten, inclusief jaarlijks uitgekeerd dividend)*

	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Totaal
2009	-0,93	-4,09	-1,62	6,58	4,56	-4,94	1,52	9,69	1,91	-1,53	-1,03	0,32	9,87
2010	1,46	-0,29	4,57	-1,62	-6,72	1,07	5,14	1,00	5,21	2,46	-3,26	4,08	12,75
2011	2,08	2,75	-0,17	1,75	3,52	-2,20	-2,90	-8,16	-4,90	3,69	-5,90	1,26	-9,62
2012	1,53	2,02	4,59	-3,24	-2,34	1,51	3,09	-0,18	1,49	2,56	0,48	-0,02	11,81
2013	0,83	0,72	-1,41	4,38	1,39	-7,59	2,56	-1,31	3,14	2,61	-0,81	-0,67	3,35
2014	-0,47	5,76	-1,86	2,69	4,37	0,54	1,24	1,66	-2,20	2,36	4,13	1,48	21,18
2015	10,58	3,96	1,72	-1,51	0,52	-4,86	6,54	-3,70	0,32				13,36

* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Europe Total Return Index wist de maand september met een rendement van 0,2% nipt positief af te sluiten. Met een rendement dit jaar van zo'n 15% doen Europese vastgoedaandelen het dit jaar (wederom) een stuk beter dan Europese aandelen die op een winst staan van iets meer dan 4%. Aandelenmarkten hebben dit jaar last van de aanhoudende zorgen over de economische groei in China, een mogelijke renteverhoging in de VS en de aanhoudende daling van de grondstoffenprijzen. En daar kwam afgelopen maand het dieselschandaal van Volkswagen bij. Vastgoedaandelen profiteren juist van een aantrekkelijke Europese economie en de zeer lage renteniveaus.

De verwachting is dat door de zeer lage inflatie (in september was de inflatie in de eurozone zelfs 0,1% negatief) de ECB met nieuwe monetaire maatregelen komt om de economie en de inflatie aan te jagen. Dit heeft tot gevolg dat de rente naar alle waarschijnlijkheid voor een langere periode laag blijft. De Noorse centrale bank nam alvast een schot voor de boeg en verlaagde haar belangrijkste rentevoet met 0,25% naar 0,75% aangezien de lage olieprijs een negatieve impact heeft op de economische groei van het land. Verdere rentedalingen worden niet uitgesloten.

Ook zorgen overnames voor extra rugwind in de vastgoedsector. Afgelopen maand bracht Deutsche Wohnen een bod van EUR 4,6 miljard uit op sectorgenoet LEG. Op die manier wil Deutsche Wohnen de achterstand op de grootste Duitse woningbelegger Vonovia verkleinen en mogelijk zichzelf beschermen tegen een overname door Vonovia. De Duitse woningsector consolideert dit jaar in rap tempo, gedreven door schaalvoordelen, zeer lage financieringskosten en de enorme vraag van beleggers naar Duitse woningen waardoor aandelenemissies gladjes verlopen. De prijzen die betaald worden zijn echter opvallend hoog en niet zelden zorgt de aandelenemissie voor verwatering van de intrinsieke waarde. De redenatie is doorgaans dat de schaalvoordelen op termijn zorgen voor een hogere winstgevendheid. De bedrijven vergeten echter te vermelden dat hiervoor ook de rente erg laag moet blijven anders strooien de financieringslasten alsnog roet in het eten.

Great Portland maakte bekend dat alle kantooruimte van haar grootste ontwikkelingsproject genaamd Rathbone Square volledig is verhuurd aan Facebook voor 15 jaar. In totaal gaat het om meer dan 21.000 m² tegen een jaarhuur van 23 miljoen euro. Ook heeft Facebook een optie genomen op de winkelruimte in het complex op voorwaarde dat deze wordt verbouwd tot kantooruimte. Verder heeft Facebook ook nog additionele opties genomen op kantooruimte van Great Portland Estates in Oxford Street. Zoals eerder beschreven in ons maandbericht van april is Great Portland een van de meest succesvolle vastgoedbedrijven in portefeuille.

De grootste positieve bijdrage kwam deze maand van het onlangs aangeschafte ADO Properties. Deze Duitse woningbelegger liet een rendement aantekenen van iets meer dan 11%, maar volgens onze analyse zit er nog veel meer in het vat. Deze Berlijnse onderneming heeft een zeer solide balans en zal in de komende maanden een aantal acquisities aankondigen zo is de verwachting. De enige

echte negatieve uitschieter was het Zwitserse Swiss Prime Site. Met een verlies van 6,7% zorgde SPS voor een negatieve bijdrage van 0,4% aan het totaalrendement voor de maand.

Tabel: top 3 rendement en bijdrage aan resultaat (in EUR)

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
ADO Properties (Dui)	11,2%	0,6%	Swiss Prime Site (Zwi)	-6,7%	-0,4%
Hufvudstaden (Zwe)	2,1%	0,2%	Entra (Noo)	-2,6%	-0,1%
Great Portland Estates (VK)	2,0%	0,1%	Capital & Counties (VK)	-3,1%	-0,1%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Gedurende de maand is de positie in Vonovia (het voormalige Deutsche Annington) deels verkocht en de positie in ADO Properties verder opgehoogd. Hierdoor is ADO Properties opgeklommen naar een top 10 positie. Swiss Prime Site is door de koersdaling teruggezakt naar een elfde plek.

Tabel: top 10 posities (naar geweging) in portefeuille per einde maand

Onderneming en geweging			
Unibail-Rodamco (Fra)	10,8%	Healthcare Properties (VS)	6,6%
Hufvudstaden (Zwe)	7,2%	Great Portland Estates (VK)	6,2%
Land Securities (VK)	7,2%	Eurocommercial Properties (NL)	5,5%
British Land (VK)	7,0%	Vonovia (Dui)	5,0%
ADO Properties (Dui)	6,6%	Shaftesbury (VK)	4,9%

Bron: DoubleDividend

Portefeuille karakteristieken

De tabel hieronder geeft de belangrijkste kenmerken van de portefeuille van het fonds weer. De cashflow yield geeft het directe rendement (de huurinkomsten minus kosten) weer ten opzichte van de huidige koers. Herwaarderingen van het vastgoed worden dus niet meegenomen. De prijs ten opzichte van de intrinsieke waarde geeft aan of de portefeuille tegen een premie dan wel een korting ten opzichte van de waarde van het onderliggende vastgoed wordt verhandeld. Is deze waarde lager dan 100% dan is er sprake van een korting ten opzichte van de intrinsieke waarde. Het dividendrendement is het dividendrendement op basis van de huidige koersen.

De schuldratio is de netto schuld ten opzichte van de marktwaarde van het vastgoed. De VAR (Value At Risk) geeft het maximale verlies van de portefeuille weer op jaarbasis met 95% zekerheid op basis van Monte Carlo simulatie. De Bèta geeft de beweeglijkheid van de rendementen ten opzichte van de markt (in dit geval ten opzichte van de MSCI Index) aan. De standaarddeviatie is een statistische maat voor de spreiding van de getallen rondom het gemiddelde.

Tabel: Kenmerken portefeuille per einde maand

Waardering		Risico	
Cashflow yield, huidig	4,3%	Schuldratio	35%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	98%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	25,3%
Dividendrendement, huidig	3,4%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,84
		Standaarddeviatie	17,3%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Spreiding over landen en sectoren

De spreiding naar sectoren en landen is vrijwel gelijk gebleven aangezien twee Duitse woningspelers stuivertje hebben gewisseld; ADO Properties werd bijgekocht en de positie Vonovia werd afgebouwd.

Tabel: Spreiding per vastgoedsector per einde maand

Sector en weging	
Winkels	38,4%
Kantoren	30,2%
Woningen	19,3%
Overig	10,3%
Liquiditeiten	1,9%

Bron: DoubleDividend

Tabel: Spreiding naar land per einde maand op basis van onderliggende portefeuilles

Sector en weging	
Benelux	4,9%
Duitsland	11,7%
Frankrijk	12,0%
Verenigd Koninkrijk	34,5%
Scandinavië	14,5%
Zwitserland	4,9%
Overig Europa	5,7%
Buiten Europa	9,9%
Liquiditeiten	1,9%

Bron: DoubleDividend

Uitgelicht: Sterke groei E-commerce uitdaging voor winkelvastgoed

In de jaren negentig werden de voorspelde groeicijfers van e-commerce ondernemingen met argusogen bekeken. Vooral de penetratiegraad van internet werd veel lager ingeschat dan veel startende e-commerce ondernemingen beleggers wilden doen geloven. Maar zelfs internetondernemingen waren achteraf gezien veel te conservatief. Anno 2015 hebben wereldwijd ruim drie miljard mensen de beschikking over internet. De groeipotentie is dus nog groot: 4,3 miljard mensen (waarvan 90% in ontwikkelingslanden) hebben nog geen toegang tot internet. Maar hierin komt snel verandering met de komst van 'm-commerce', via de mobiele smartphone ligt de wereld aan ieders voeten. En deze groei zal voornamelijk uit China en ontwikkelingslanden komen waar internetaankopen voornamelijk via de smartphone plaatsvinden.

Het is dan ook niet verwonderlijk dat in landen met een al reeds hoge internet penetratiegraad, zoals bijvoorbeeld Engeland, een substantieel deel van de winkelomzet al via e-commerce loopt. Maar na 20 jaar wordt duidelijk welke gevolgen dit heeft voor de vastgoedmarkt. Een onderscheid tussen food en non-food lijkt op z'n plaats. In de non-food wordt alleen nog maar gesproken over 'beleving' om de concurrentie met de bol.com's aan te gaan. Maar de consument stelt hoge eisen om verleid te worden. Winkelcentra worden groter en dominanter en naast het winkelen wordt alles uit de kast gehaald om consumenten in het winkelcentrum te houden: eten, bioscoop, bowlen, modeshows, noem maar op. Elektronicazaken, CD- en boekwinkels zijn zo goed als verdwenen. Economisch sterke steden 'bouwen' winkelcentra in de openlucht na. Naast winkelen wordt steeds meer ruimte gegeven aan eten, drinken en vermaak. Bestaande winkels hebben massaal een zogeheten omnichannel strategie ingevoerd: alle verkoopkanalen (fysiek, internet, mobiel) worden door elkaar gebruikt. Nu de techniek omnichannel mogelijk maakt openen uitsluitend e-commerce ondernemingen ook steeds vaker een fysieke winkel, zoals Zalando in de Kalverstraat. Echter er is alleen interesse voor winkels op A-locaties en in dominante winkelcentra waar veel bezoekers komen. Beleggers hebben dan ook niet veel te zoeken in tweederangs winkelvastgoed.

E-commerce verkopen zijn de laatste jaren aanzienlijk gestegen met een gemiddeld groei van circa 22% per jaar. De verwachting is dat deze groei de aankomende vijf jaar gemiddeld circa 15% per jaar

zal bedragen. Als er gekeken wordt naar sub-sectoren is de verwachting dat food de sterkste stijger zal zijn met circa 18% per jaar. Een gedeelte van deze omzet zal voor rekening van (bestaande) supermarkten komen. Echter snelgroeiende initiatieven als Hello Fresh brengen een hele andere dimensie in de markt. Alles wat je nodig hebt voor een verse maaltijd wordt bij je thuis afgeleverd inclusief recept en bereidingswijze. Hoezo nog een dagelijks bezoek brengen aan de supermarkt? Maar ook een nieuw initiatief als Picnic, een online supermarkt die uitsluitend met een App werkt, is een concurrent van de fysieke gevestigde orde. En alleen een App applicatie lijkt gezien de sterke groei van 'm-commerce' met gemiddeld 25% per jaar de afgelopen vijf jaar een goede zet. In de hele keten van producent tot fysieke winkel lijkt dan ook het grootste risico in de staart van de keten te zitten. Voor vastgoedbeleggers iets om terdege rekening mee te houden.

Mede gezien bovenstaande ontwikkelingen heeft DDPF haar aandelenportefeuille rondom een aantal thema's ingericht: binnenstedelijk vastgoed, dominante winkelcentra en residentieel. Hierin heeft DDPF op lange termijn vertrouwen.

Het DoubleDividend Team