



Maandbericht: juli 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 risicorendementsprofiel 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 juli 2015 een rendement behaald van 6,54% (klasse B). De intrinsieke waarde per aandeel komt hiermee op 33,66 en het rendement dit jaar op 17,34% (klasse B).

Uitgelicht: ADO Properties

Om in aanmerking te komen voor een belegging in DDPF moet een vastgoedonderneming voldoen aan een aantal kwaliteitseisen: een kwalitatief hoogwaardige vastgoedportefeuille met goede vooruitzichten; een management team met een sterk track record; een sterke balans en een hoge score op duurzaamheid. Duurzaamheid bij vastgoed betekent dat de onderneming vooral hoog moet scoren op het gebied van klimaatverandering & energie. In dit maandbericht besteden wij aandacht aan het Duitse ADO Properties dat nieuw in de portefeuille is opgenomen. Deze belegger in Berlijnse woningen voldoet aan de kwaliteitseisen van DDPF en de waardering is aantrekkelijk gezien de groeiverwachtingen en het risicoprofiel.

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 22,3 mln
Waarvan belegd	€ 21,5 mln
Liquide middelen	€ 0,8 mln
Aantal posities	20

Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 33,56
Aantal participaties	498.848
Intrinsieke waarde (B)	€ 33,66
Aantal participaties	164.520

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						17,34

* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

Het akkoord tussen Griekenland en haar schuldeisers van begin juli werd door de financiële markten positief ontvangen. Ook de daling van de rente hielp mee aan het euforische sentiment. De EPRA Europe Total Return Index steeg afgelopen maand met bijna 7% waardoor de verliezen van de maand juni weer werden goed gemaakt. Ook aandelen profiteerden van de positieve stemming. De STOXX Europe 600 Index steeg met 4%, terwijl wereldwijde aandelen genoeg moesten nemen met 2,7% (MSCI Daily Net Total Return World Euro).

Op de directe vastgoedmarkt laat vooral de Engelse markt een sterke verbetering zien. De huurmarkt trekt verder aan, de leegstand daalt nog steeds en het aantal vastgoedtransacties is extra sterk gestegen door het gebrek aan alternatieven vanwege de lage rente. Volgens data van IPD stegen de vastgoedprijzen in Londen met 6,8% over de eerste zes maanden waarbij kantoren met een stijging van 9,4% voor de sterkste bijdrage zorgden. De vastgoedmarkt in continentaal Europa laat een wat meer wisselend beeld zien. Vooral de kantorenmarkt blijft last houden van overaanbod waardoor huren in landen als Frankrijk, Nederland en België onder druk staan. Grote dominante winkelcentra en individuele winkels in hoofdwinkelstraten van grote steden doen het daarentegen goed met huurstijgingen van enkele procenten.

Unibail-Rodamco, de grootste positie in de portefeuille, rapporteerde sterke halfjaarcijfers. De winst per aandeel liet een stijging zien van 8,4% ten opzichte van de eerste zes maanden vorig jaar. De stijging was voornamelijk het gevolg van hogere huren en lagere financieringslasten. De winstverwachting zonder (rekening te houden met herwaarderingen) werd door het management iets naar boven bijgesteld naar EUR 10,35 per aandeel voor 2015. De huurgroei van de gehele portefeuille bedroeg 5,3% en voor de winkelcentra 4%. De verschillen tussen de landen waren echter groot. Zo stegen de huren van Spaanse winkelcentra met meer dan 12% maar daalden de huren in Nederland met iets meer dan 2%. Voor ons maken de halfjaarcijfers van Unibail-Rodamco eens te meer duidelijk dat focus op kwaliteit loont en dat Unibail-Rodamco op dit moment terecht de grootste weging in de portefeuille heeft.

De hoogste bijdrage aan het resultaat kwam afgelopen maand van Deutsche Annington dat iets meer dan 12% in waarde steeg en zorgde voor een bijdrage van 0,9%. Land Securities en Hufvudstaden hadden ook een flinke bijdrage aan het resultaat. Het Noorse Entra en Hysan Development uit Hong Kong lieten een klein verlies zien als gevolg van de stijging van de euro.

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

Top 3 hoogste bijdrage	Top 3 laagste bijdrage				
	Rendement	Bijdrage	Rendement	Bijdrage	
Deutsche Annington (Dui)	12,3%	0,9%	Entra (Noo)	-0,6%	-0,1%
Land Securities (VK)	7,9%	0,6%	Hysan Development (HK)	-0,4%	-0,0%
Hufvudstaden (Zwe)	7,9%	0,6%	ADO Properties (Dui)	0,3%	0,0%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Nieuw in portefeuille is de Berlijnse woningbelegger ADO Properties. Het bedrijf krijgt daarom extra aandacht verderop in dit maandbericht. Daarnaast hebben we de posities in British Land, Entra, Health Care Properties, Hysan Development en Unibail-Rodamco iets uitgebreid. De posities in Altea en Vastned Retail zijn volledig verkocht. Het verwachte rendement was te beperkt en de ondernemingen voldoen volledig aan onze strenge kwaliteitseisen. De posities in Gecina, Shaftesbury en Unite Group zijn gedeeltelijk afgebouwd na zeer sterke koersstijgingen. De kaspositie bedroeg aan het einde van de maand 3,5%.

Als gevolg van de aan- en verkopen en koersstijgingen is de top 10 iets gewijzigd. British Land is opgeklommen naar een vierde plek terwijl Unite Group uit de top 10 verdween. Unibail-Rodamco blijft de grootste positie met een gewicht van bijna 10%.

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

Onderneming en geweging			
Unibail-Rodamco (Fra)	9,8%	Healthcare Properties (VS)	6,6%
Land Securities (VK)	7,4%	Great Portland Estates (VK)	6,1%
Deutsche Annington (Dui)	7,0%	Eurocommercial Properties (NL)	5,3%
British Land (VK)	7,0%	Shaftesbury (VK)	5,0%
Hufvudstaden (Zwe)	7,0%	Swiss Prime Site (Zwi)	4,7%

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	3,9%	Schuldratio	34%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	99%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	19,2%
Dividendrendement, huidig	3,2%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,74
		Standaarddeviatie	13,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Spreiding over landen en sectoren

De spreiding naar sectoren is iets veranderd ten opzichte van vorige maand. De geweging van winkels en winkelcentra is gedaald van 40,7% naar 37,3% terwijl de geweging van kantoren en woningen iets toenam.

Tabel: Spreiding per vastgoedsector per einde maand

Sector en weging	
Winkels	37,3%
Kantoren	28,8%
Woningen	20,1%
Overig	10,3%
Liquiditeiten	3,5%

Bron: DoubleDividend

De spreiding naar landen is ook iets veranderd als gevolg van de recente aan- en verkopen en koersveranderingen. Zo is de weging van Duitsland in de portefeuille verder opgelopen als gevolg van de aankoop van ADO Properties. De weging van Frankrijk nam daarentegen af, voornamelijk als gevolg van de verkoop van Altarea. De weging buiten Europa is door de uitbreiding van de posities in zowel Health Care Properties als Hysan Development opgelopen naar zo'n 10%.

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

Sector en weging	
Benelux	3,9%
Duitsland	10,7%
Frankrijk	11,3%
Verenigd Koninkrijk	36,6%
Scandinavië	14,0%
Zwitserland	4,7%
Overig Europa	5,4%
Buiten Europa	9,9%
Liquiditeiten	3,5%

Bron: DoubleDividend

Investment Case

Elke maand behandelen we 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 behandelen we de Duitse woningbelegger ADO Properties dat deze maand nieuw aan de portefeuille is toegevoegd.

Uitgelicht: ADO Properties

In juli heeft de Duitse woningspeler ADO Properties een notering op de beurs van Frankfurt gekregen. De initieel 100% aandeelhouder ADO Group Ltd, een beursgenoteerde Israëliëse onderneming, behoudt na de beursnotering vooralsnog een (effectief) controlerend belang met 40% van de aandelen. Met de beursgang werd tevens vers kapitaal opgehaald om de toekomstige groei te financieren.

ADO Properties heeft een onderscheidend profiel ten opzichte van de andere Duitse woningspelers. Zo belegt de onderneming alleen in Berlijn, is het management zeer ondernemend en bestaat de portefeuille voor meer dan 50% uit klassieke gebouwen van voor de oorlog, de zogenaamde Altbau. Dit in tegenstelling tot veel portefeuilles die bestaan uit de zogenoemde 'plattenbau', typisch jaren '50/60 flats vooral gebouwd in Oost-Duitsland. Berlijn is een interessante woningmarkt gezien de (sterke) groei van de stad, zowel qua inwonersaantal als economie.

Op dit moment bestaat de portefeuille uit 14.000 woningen met een waarde van ongeveer 1,2 miljard euro. De gemiddelde waarde per vierkante meter is nog relatief laag met EUR 1.250, evenals de gemiddelde waarde per woning van circa EUR 85.000. Door haar sterke focus op

kwaliteitspanden in een groeiende stad heeft ADO Properties de laatste jaren een gemiddelde huurgroei van 6,2% laten zien, terwijl het marktgemiddelde op nog geen 3% lag. Voor de komende jaren is de verwachting dat de huurgroei van de portefeuille uit zal komen op 4 tot 5%, aanzienlijk hoger dan het marktgemiddelde. Daarnaast heeft de onderneming de ambitie om de portefeuille verder te laten groeien. Mede met de opbrengst van de beursgang en het aantrekken van additionele financiering wil de onderneming naar 30.000 woningen in Berlijn groeien. De huidige financieringsgraad bedraagt 41% wat voor een woningspeler als behoudend bestempeld kan worden, maar deze zal door de voorgenomen acquisities oplopen tot 45-50%.

Vanuit corporate governance perspectief is het feit dat een grootaandeelhouder een controlerend belang heeft geen pre gezien mogelijke belangenverstrengelingen. Echter aan het belangrijkste principe van één aandeel, één stem wordt voldaan. ADO Properties is een welkome aanvulling in de portefeuille van DDPF. De onderneming is actief op de woningmarkt, één van de kern categorieën van het DDPF, de portefeuille is van hoge kwaliteit, het management ondernemend en de balans en (huur)groeiervwachtingen goed.

Het DoubleDividend Team