



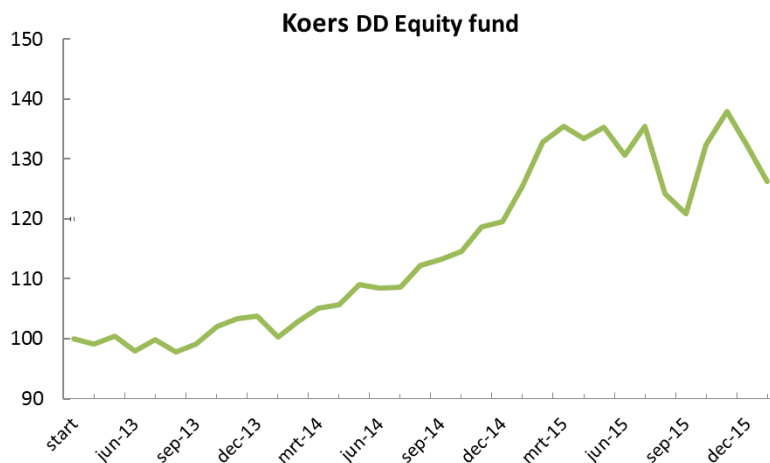
## Maandbericht: januari 2016

### Profiel

Het DD Equity Fund (DDEF) belegt in een wereldwijd gespreide portefeuille van ondernemingen van hoge kwaliteit die voorop lopen op het gebied van duurzaamheid. Bij DDEF is de analyse op duurzaamheids- en financiële aspecten volledig geïntegreerd. Het fonds streeft naar een netto rendement van 8% per jaar op lange termijn en heeft geen benchmark. DDEF wordt beheerd door een onafhankelijk partnership met de overtuiging dat duurzaamheid een positieve bijdrage levert aan het rendement en risicoprofiel van een aandelenportefeuille. De partners van DoubleDividend beleggen zelf ook in het fonds. Het fonds is genoteerd op Euronext Amsterdam en is dagelijks verhandelbaar.

### Rendement

DDEF heeft over de maand januari 2016 een negatief rendement behaald van 4,55% waardoor de intrinsieke waarde per aandeel daalde naar EUR 126,29.



### Uitgelicht: ASML

Deze maand besteden we aandacht aan ASML, leverancier van machines voor de halfgeleiderindustrie die worden gebruikt voor de productie van chips. We spraken het management en bezochten de *clean rooms* waar de nieuwste EUV machines worden gemaakt.

### Fondsinformatie

#### Portefeuille

Omvang	€ 24,0 mln
NAV per aandeel	€ 126,29
Aantal participaties	189.847
Aantal posities	39
Bèta	0,95

#### Categorie

Aandelen	99%
Liquiditeiten	1%

#### Kosten

Management fee	0,8%
TER	1,2%
Performance fee	geen

#### Overig

Liquiditeit	Dagelijks
Benchmark	geen
Start	April 2013
Isin	NL0010511002
Bloomberg	DDEFARA NA
Lipper	68214389
Morningstar	F00000Q2B4

## Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De wereldwijde beurzen zijn het jaar onrustig begonnen. Vanaf de eerste dag doken de beursgraadmeters in de min en op 20 januari bereikten de beurzen een (voorlopig) dieptepunt. De onrust werd vooral gedreven door zorgen over de economische groei in China en de daling van grondstoffenprijzen in het algemeen en die van olie in het bijzonder. De wereldwijde MSCI World Net Total Return Index was op het dieptepunt 15% gedaald ten opzichte van begin december en bijna 11% ten opzichte van de start van het jaar. Na drie weken herstelde de olieprijs en daarmee ook de beurskoersen. Na een eindspurt eindigde de MSCI World Index met een verlies van 5,6% voor de maand. De verliezen werden regionaal breed gedragen. De Europese Eurostoxx 600 index en de Amerikaanse S&P 500 index lieten beiden een flinke daling zien van respectievelijk 7,2% en 5%. Ook de opkomende markten moesten gemiddeld 6,5% prijs geven. Het DDEF deed het wat beter met een rendement van -4,5%.

**Tabel: Performance DDEF**

	Januari 2016	2016	Vanaf start (april 2013)
<b>Koersresultaat</b>	-4,60%	-4,60%	11,98%
<b>Valutare resultaat</b>	0,01%	0,01%	12,41%
<b>Dividend</b>	0,13%	0,13%	5,83%
<b>Overig</b>	-0,09%	-0,09%	-3,93%
<b>Totaal resultaat</b>	<b>-4,55%</b>	<b>-4,55%</b>	<b>26,29%</b>

Bron: DoubleDividend

Naast de onrust op de beurzen stond de maand januari in het teken van de start van het cijferseizoen. De resultaten en de vooruitzichten voor het komende jaar zijn wisselend ontvangen met flinke koersbewegingen tot gevolg. Over het algemeen waren de resultaten over 2015 sterk, maar met name een aantal Amerikaanse ondernemingen kwamen met voorzichtige vooruitzichten voor 2016. Deze worden deels gevoed door de stijgende waarde van de dollar ten opzichte van de meeste andere valuta. Hierdoor verdienen Amerikaanse ondernemingen die internationaal actief zijn minder in het buitenland (in dollars gemeten). Ook de afkoeling van economische groei in met name de opkomende markten heeft zijn weerslag op de verdien capaciteit van veel ondernemingen.

Binnen de portefeuille van DDEF werden de resultaten van ASML, Johnson & Johnson, PayPal, en Procter & Gamble positief ontvangen, terwijl de resultaten van onder andere Grand Vision, IBM, eBay en Novartis negatieve koersreacties tot gevolg hadden.

## Grootste positieve en negatieve bijdrage

De lijst van ondernemingen met een positieve en negatieve bijdrage wordt vooral gevormd door ondernemingen met sterke of tegenvallende cijfers. Op de lijst van positieve bijdrage staan daarbij twee nieuwe aandelen in portefeuille VF Corp met een plus van bijna 11% en L'Oréal met een plus van bijna 7%. Negatieve uitschieters zijn vooral aandelen die indirect gerelateerd zijn aan de grondstoffensector zoals de Australische ANZ Bank en Spoorwegvervoerder CSX.

**Tabel: top 5 rendement en bijdrage aan maandresultaat (in EUR)**

Top 5 hoogste bijdrage			Top 5 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
VF Corp (VS)	10,8%	0,2%	ANZ Bank (Aus)	-15,6%	-0,5%
Procter & Gamble (VS)	4,4%	0,2%	Novartis (Zwi)	-11,3%	-0,4%
ASML (NL)	2,0%	0,1%	eBay (VS)	-14,3%	-0,4%
Johnson & Johnson (VS)	2,1%	0,1%	CSX Corp (VS)	-10,9%	-0,4%
L'Oréal (Fra)	6,6%	0,1%	IBM (VS)	-8,9%	-0,3%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Portefeuille wijzigingen

Als gevolg van de volatiliteit zijn er flink wat veranderingen in de portefeuille doorgevoerd. De aandelen L'Oréal en VF Corp zijn nieuw aan de portefeuille toegevoegd. L'Oréal is het grootste cosmeticabedrijf ter wereld en scoort hoog op onze schijf van vijf vanwege een sterke commitment naar duurzaamheid, sterke marktpositie, hoge winstgevendheid, forse groei en een schuldenvrije balans. We hadden L'Oréal al langer in het vizier, maar vonden de koers steeds te hoog. Dankzij de recente correctie hebben we de onderneming nu wel tegen een aantrekkelijke prijs kunnen kopen. Ook de koers van VF Corp stond onder druk waardoor er een aantrekkelijk instapmoment ontstond. VF Corp is eigenaar van een aantal bekende merken zoals The North Face, Timberland, Lee, Wrangler en Eastpak. Het aandeel Waters Corp is opnieuw aan de portefeuille toegevoegd. De producent van onder andere laboratorium instrumenten zat al eerder in de portefeuille van DDEF, maar was in juni 2015 verkocht vanwege de opgelopen koers. Op dit moment is de waardering van Waters Corp naar onze mening weer aantrekkelijk.

De weging in bestaande posities Starbucks, Henkel, Praxair, ASML, eBay, Linde, Johnson Controls en Mastercard is opgehoogd. De posities in BG Group en het Australische Tox Free Solutions zijn geheel verkocht vanwege de relatief goede performance van deze aandelen over de afgelopen periode.

**Tabel: top 10 Holdings (naar weging) in portefeuille per einde maand**

Onderneming en weging			
Alphabet (VS)	5,4%	Becton Dickinson (VS)	3,5%
Procter & Gamble (VS)	4,6%	Novartis (Zwi)	3,3%
Medtronic (VS)	4,1%	IBM (VS)	3,2%
Johnson & Johnson (VS)	4,0%	CVS Health (VS)	3,2%
Henkel (Dui)	3,8%	ASML (NL)	3,2%

Bron: DoubleDividend

## Onderneming uitgelicht: ASML

### Profiel

ASML is de belangrijkste leveranciers van machines voor de halfgeleiderindustrie die worden gebruikt voor de productie van chips. De grootste klanten zijn Samsung, Taiwan Semiconductor en Intel. Belangrijkste toeleverancier is lenzenproducent Carl Zeiss die de lenzen en spiegels levert.

Het Veldhovense ASML is in 1984 ontstaan uit een joint venture tussen de beursgenoteerde bedrijven Philips en Advanced Semiconductor Materials International (ASMI). In 1988 kwam ASML volledig in handen van Philips dat het bedrijf in 1995 naar de beurs bracht. Het bedrijf groeide sindsdien hard maar werd pas een wereldspeler na de overname van MaskTools in 1999 en de fusie met Silicon Valley Group Lithography.

De kracht van ASML is tevens het grootste risico. De machines zijn technologisch zeer complex en de industrie is onderhevig aan veel veranderingen en moet constant innoveren om aan de wet van Moore te voldoen (iedere twee jaar een verdubbeling van de capaciteit van chips). Waarschijnlijk is ASML het enige bedrijf ter wereld dat kan zorgen dat de ontwikkeling van chips niet stopt. Het is dus in het belang van alle spelers in de chipindustrie, de wereldwijde omzet wordt geschat op zo'n EUR 350 miljard, dat ASML hierin slaagt. Om de kans op succes te vergroten heeft ASML lange termijn overeenkomsten gesloten met zowel klanten als toeleveranciers. Ook hebben Intel en Samsung een flink aandelenpakket genomen ter financiering van de ontwikkelingskosten van de nieuwste machines, de EUV (Extreme UltraViolet). Inmiddels is er al EUR 6 miljard geïnvesteerd en de verwachting is dat de machines de komende jaren verder ontwikkeld worden.

## Investment Case

Voordat een onderneming in aanmerking komt voor opname in portefeuille wordt deze beoordeeld op vijf hoofdpunten, onze schijf van vijf.



### 1. Duurzaamheid

Door steeds kleinere en snellere chips worden apparaten steeds beter, goedkoper en zuiniger in gebruik en daalt de uitstoot van CO<sub>2</sub>. ASML scoort hierdoor hoog op klimaatverandering maar indirect ook op welzijn: snellere, betere en zuiniger elektronische producten zoals computers, tablets, telefoons, maar ook de ontwikkelingen van nieuwe producten zorgen dat de kwaliteit van leven omhoog gaat. Denk aan zelfrijdende auto's en heel veel medische producten zoals scanners voor de detectie van tumoren. Daarnaast zorgt ASML voor veel hoogwaardige werkgelegenheid.

### 2. Bedrijfsmodel en vooruitzichten

ASML heeft een zeer sterke marktpositie dankzij een unieke technologische voorsprong en de verwachting is dat met de verdere ontwikkeling van de EUV machines de technologische voorsprong alleen maar groter wordt. Zelf verwacht het bedrijf dat de omzet de komende jaren zal stijgen naar EUR 20 mrd en dat de winst per aandeel zal zijn verdrievoudigd ten opzichte van 2014.

### 3. Track record

ASML heeft een zeer sterk track record. Gemiddelde winst per aandeel-groei bedroeg sinds 2004 17% per jaar, maar de omzet en winst van ASML lieten in het verleden flinke uitslagen zien aangezien de vraag naar halfgeleiders sterk afhankelijk is van de economische en technologische ontwikkelingen. Toch is de verwachting dat schommelingen in de omzet de komende jaren minder heftig worden omdat het onderdeel services steeds belangrijker is geworden. Zo is de omzet van dit onderdeel in enkele jaren gestegen van EUR 500 miljoen naar zo'n EUR 2 miljard. Van de machines die de afgelopen 25 jaar geleverd werden zijn 95% nog steeds operationeel en hebben dus service nodig. Met de komst van de nieuwe, zeer complexe, EUV machines worden standaard mensen van ASML meegeleverd waardoor dit onderdeel nog belangrijker wordt.

#### **4. Balansstructuur**

ASML heeft een zeer sterke balans en een netto kaspositie van ruim EUR 2 mrd.

#### **5. Waardering**

ASML is geen goedkoop aandeel. Het aandeel handelt op circa 25 keer de winst. Toch is gezien de sterke marktpositie en de verwachte forse toekomstige groei deze multiple naar onze mening gerechtvaardigd.

#### **Het DoubleDividend Team**

## Bijlage: Portefeuille karakteristieken

Tabel: Kenmerken portefeuille DDEF per einde maand

Waardering		Risico	
Koers/Winst huidig	18,0	Bèta (raw)	0,95
Koers/Winst verwacht	15,6	Schuld /EBITDA	2,5
EV/EBITDA verwacht	11,4	VAR (Monte Carlo, 95%, 1 jaar)	27,2%
Dividendrendement verwacht	2,7%	Standaarddeviatie	17,1%
Price/ cashflow verwacht	11,3	Tracking error (vs MSCI world)	3,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Tabel: Spreiding portefeuille DDEF per einde maand

Spreiding: GICS Sectors		Spreiding: Thisland	
Information Technology	25,9%	Australië	2,4%
Materials	8,5%	Brazilië	0,7%
Consumer Staples	13,5%	Duitsland	11,8%
Financials	9,7%	Frankrijk	5,1%
Consumer Discretionary	11,6%	Ierland	4,1%
Industrials	11,1%	Nederland	5,4%
Health care	18,5%	Verenigd Koninkrijk	2,6%
Liquiditeiten	1,2%	Verenigde Staten	58,2%
		Zweden	2,9%
		Zwitserland	5,6%
		Liquiditeiten	1,2%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Tabel: Spreiding portefeuille op basis van omzet van de ondernemingen

Regio	
Verenigde Staten	43%
Europa	25%
Opkomende markten	22%
Overig/onbekend	9%
Liquiditeiten	1%

Bron: DoubleDividend

Tabel: Spreiding portefeuille oplossingen op duurzaamheid

Trend		
Klimaat	Reductie CO <sub>2</sub> uitstoot	28%
	Duurzame energie	8%
Ecosysteem	Reductie milieuschadelijke stoffen	7%
	Natuurlijke balans	14%
Welzijn	Volksgezondheid	32%
	Armoedebestrijding	9%
Liquiditeiten		1%

Bron: DoubleDividend