



## Maandbericht: maart 2016

### Profiel

DD Property Fund N.V. (DDPF) is een duurzaam vastgoedaandelenfonds met een focus op Europa. Het fonds heeft een netto 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 maart 2016 een positief rendement behaald van 6,08% (klasse B). De intrinsieke waarde per aandeel komt hiermee uit op EUR 33,66. Het rendement voor 2016 bedraagt 0,78%.

### Uitgelicht: Unibail-Rodamco

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan Unibail-Rodamco, één van de grootste vastgoedbeleggers in Europa en de grootste positie in onze portefeuille. Het aandeel voldoet aan al onze kwaliteitscriteria (de DoubleDividend Schijf van Vijf): een hoge score op duurzaamheid, een sterk bedrijfsmodel met goede vooruitzichten, een goed track record en sterke balans en een aantrekkelijke waardering.

### Fondsinformatie

#### Portefeuille

Omvang	€ 22,8 mln
Waarvan belegd	€ 21,3 mln
Liquide middelen	€ 1,5 mln
Aantal posities	21

#### Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 33,45
Aantal participaties	485.829
Intrinsieke waarde (B)	€ 33,66
Aantal participaties	195.299

#### Kosten

Management fee	1,2% (klasse A)
	0,7% (klasse B)
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
<b>2009</b>	-0,93	-4,09	-1,62	6,58	4,56	-4,94	1,52	9,69	1,91	-1,53	-1,03	0,32	<b>9,87</b>
<b>2010</b>	1,46	-0,29	4,57	-1,62	-6,72	1,07	5,14	1,00	5,21	2,46	-3,26	4,08	<b>12,75</b>
<b>2011</b>	2,08	2,75	-0,17	1,75	3,52	-2,20	-2,90	-8,16	-4,90	3,69	-5,90	1,26	<b>-9,62</b>
<b>2012</b>	1,53	2,02	4,59	-3,24	-2,34	1,51	3,09	-0,18	1,49	2,56	0,48	-0,02	<b>11,81</b>
<b>2013</b>	0,83	0,72	-1,41	4,38	1,39	-7,59	2,56	-1,31	3,14	2,61	-0,81	-0,67	<b>3,35</b>
<b>2014</b>	-0,47	5,76	-1,86	2,69	4,37	0,54	1,24	1,66	-2,20	2,36	4,13	1,48	<b>21,18</b>
<b>2015</b>	10,58	3,96	1,72	-1,51	0,52	-4,86	6,54	-3,70	0,32	7,37	-0,40	-2,56	<b>18,13</b>
<b>2016</b>	-3,67	-1,28	6,08										<b>0,78</b>

\* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

## Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Total Return Index liet in maart een rendement optekenen van 6,1%, maar staat voor het jaar nog steeds op een verlies van 2,6%. Het DDPF staat voor het jaar op een plus van 0,8% met name vanwege onze posities in Duitsland en het feit dat we onze positie in het Verenigd Koninkrijk fors hebben afgebouwd.

De Europese vastgoedaandelenmarkten kregen deze maand vleugels na de aankondiging van de Europese Centrale Bank (ECB) om de rente verder te verlagen en haar opkoopprogramma uit te breiden. Zo werd de basisrente, de rente die banken betalen om bij de ECB te lenen, met 0,05% verlaagd naar 0%. Ook de depositorente, de rente die banken ontvangen als ze geld bij de ECB stallen, werd verder verlaagd van -0,3% naar -0,4%. Bovendien zal de ECB meer geld in de economie (proberen te) pompen door maandelijks geen EUR 60 miljard maar EUR 80 miljard aan obligaties op te kopen. Hierbij zal de ECB zich niet meer beperken tot alleen staatsobligaties maar ook bedrijfsobligaties opkopen. De vraag is echter of dit ook tot hogere investeringen door bedrijven zal leiden.

De lage rente lijkt een zegen voor vastgoed, maar enige terughoudendheid is op zijn plaats. Hoewel de vastgoedbedrijven goedkoper kunnen lenen en de waardes van vastgoed naar recordhoogte stijgen, is het steeds lastiger om nog kwaliteitsvastgoed te vinden tegen een aantrekkelijk rendement. Alleen vastgoedfondsen met een sterke ontwikkelingspijnpijn zoals Gecina, Unibail-Rodamco en een behoorlijk aantal Engelse vastgoedfondsen kunnen de portefeuilles nog uitbreiden zonder afhankelijk te zijn van acquisities.

De grootste positieve bijdrage kwam deze maand door de positie in de Duitse woningbelegger Vonovia dat iets meer dan 10% in waarde steeg. Ook Unibail-Rodamco en (wederom) ADO Properties lieten een mooie stijging zien. Geen enkele belegging liet een negatief rendement optekenen.

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

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Vonovia (Dui)	10,1%	0,8%	Swiss Prime Site (Zwi)	0,9%	0,0%
Unibail-Rodamco (Fra)	7,4%	0,7%	Intu Properties (VK)	2,6%	0,1%
ADO Properties (Dui)	9,4%	0,6%	Simon Property Group (VS)	4,4%	0,1%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Portefeuille wijzigingen

In de afgelopen maand hebben we een zestal verkopen gedaan. De posities in Befimmo, Eurocommercial Properties, Hufvudstaden, Swiss Prime Site, Ventas en Vonovia werden afgebouwd na flinke koersstijgingen. De kaspositie is hierdoor opgelopen tot 6,5% waardoor we weer voldoende ruimte hebben om in te spelen op kansen.

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

Onderneming en weging			
Unibail-Rodamco (Fra)	9,0%	HCP (VS)	5,3%
Entra (Noo)	7,4%	Klepierre (Fra)	5,0%
Vonovia (Dui)	6,9%	Befimmo (Bel)	4,9%
ADO Properties (Dui)	6,7%	Swiss Prime Site (Zwi)	4,8%
Hufvudstaden (Zwe)	6,1%	Gecina (Fra)	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	5,0%	Schuldratio	36%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	93%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	24,3%
Dividendrendement, verwacht	3,5%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,71
		Standaarddeviatie	15,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

### Spreiding over landen en sectoren

De spreiding over landen en sectoren veranderde als gevolg van de verkopen en koersbewegingen. De wegingen van alle sectoren en de meeste landen daalden iets ten gunste van liquiditeiten.

**Tabel: Spreiding per vastgoedsector per einde maand**

Sector en weging	
Winkels	31,8%
Kantoren	30,8%
Woningen	21,2%
Overig	9,6%
Liquiditeiten	6,5%

Bron: DoubleDividend

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

Sector en gewing	
Benelux	5,7%
Duitsland	13,9%
Frankrijk	13,9%
Verenigd Koninkrijk	17,8%
Scandinavië	16,2%
Zwitserland	4,8%
Overig Europa	5,5%
Buiten Europa	15,7%
Liquiditeiten	6,5%

Bron: DoubleDividend

## Uitgelicht: Unibail-Rodamco

### Profiel

Unibail-Rodamco is het grootste beursgenoteerde vastgoedbedrijf van Europa met een portefeuille van bijna EUR 38 miljard. Unibail-Rodamco is in 2007 ontstaan door een fusie tussen het Franse Unibail en het Nederlandse Rodamco Europe. De onderneming is *de* dominante speler op het gebied van winkelcentra in Europa. De portefeuille van Unibail Rodamco bestaat uit 72 zeer grote winkelcentra verspreid over continentaal Europa. De winkelcentra maken zo'n 80% uit van de totale portefeuille. Daarnaast beschikt de onderneming over een portefeuille van kantoren en conventiecentra in Parijs. Naast een investeringsportefeuille heeft Unibail-Rodamco een ontwikkelingsportefeuille van ruim EUR 7 miljard.

### Investment Case

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



### 1. Duurzaamheid

Unibail-Rodamco is op het gebied van duurzaamheid een voorloper binnen de vastgoedsector. De onderneming was zich relatief vroeg bewust van de impact van haar bedrijfsvoering op de omgeving en de risico's die dit met zich meebrengt. Unibail-Rodamco rapporteert uitgebreid ESG data en zet duidelijke targets. Belangrijkste doelstelling is de reductie van CO<sub>2</sub> uitstoot in de winkelcentra. Echter

ook op het gebied van onder andere het gebruik van materialen, afval en diversiteit heeft de onderneming doelstellingen. Bijna de gehele portefeuille (96%) is Breeam gecertificeerd (een internationale standaard om de duurzaamheid van gebouwen te meten). De sterke prestaties op het gebied van duurzaamheid blijken ook uit de opname van Unibail-Rodamco in diverse duurzame indices zoals de Dow Jones Sustainability Index, de FTSE 4 Good en ESG leaders.

## **2. Bedrijfsmodel en vooruitzichten**

Unibail-Rodamco heeft zich in een vroeg stadium toegelegd op de grootste meest dominante winkelcentra binnen Europa. Het management heeft dit gedaan met de overtuiging dat de focus op de grootste winkelcentra zal leiden tot een sterkere huurgroei. De gemiddelde omvang van een winkelcentrum in de portefeuille bedraagt bijna 70,000 m<sup>2</sup> met een gemiddelde waarde van EUR 450 miljoen en bijna 12 miljoen bezoekers per jaar. Hiermee weet Unibail-Rodamco zich te onderscheiden en heeft het bovendien laten zien dat er wel degelijk een relatie bestaat tussen omvang, dominantie en huurgroei. Dit maakt ook dat, ondanks de uitdagingen waar de winkelsector voor staat, de vooruitzichten voor de vastgoedonderneming goed blijven. Als gevolg van de verschuiving van offline naar online verkopen zijn winkeliers selectiever bij de keus van locaties. Ze zullen hierbij in toenemende mate kiezen voor binnenstedelijke locaties en de grootste dominante winkelcentra met hoge bezoekersaantallen. Het management verwacht een winstgroei van 6-8% per jaar op de middellange termijn.

## **3. Track record**

Unibail-Rodamco heeft een zeer sterk track record. Huur-, NAV- en winstgroei zijn al jaren boven het marktgemiddelde. Met als gevolg een zeer hoog rendement voor aandeelhouders. Belangrijk is dat de huurgroei wordt ondersteund door bovengemiddelde omzetgroei in de winkelcentra. Over de afgelopen 10 jaar zijn de intrinsieke waarde per aandeel en winst per aandeel met respectievelijk 90% en 56% gegroeid, ofwel gemiddeld 8% en 5% per jaar.

## **4. Balansstructuur**

Unibail-Rodamco heeft een gedisciplineerd beleid ten aanzien van de balans. De schulden maken per eind 2015 35% uit van de waarde van de portefeuille. Als gevolg van de relatief bescheiden schuldpositie en de hoge kwaliteit van de portefeuille weet de onderneming de kosten van vreemd vermogen zeer laag te houden. Unibail-Rodamco heeft een A credit-rating van S&P. De gemiddelde kosten van vreemd vermogen bedragen 2,2% maar deze zullen waarschijnlijk verder dalen aangezien Unibail-Rodamco recentelijk een 10 jarige lening heeft uitgegeven met een coupon van slechts 1%.

## **5. Waardering**

Als gevolg van de kwaliteit van de portefeuille en het sterke track record van Unibail Rodamco handelt de onderneming op een premie ten opzichte van de intrinsieke waarde en de vastgoedsector. Gemiddeld bedraagt de premie ten opzichte van intrinsieke waarde zo'n 15%. Zolang de onderneming bovengemiddelde groei weet te realiseren blijft de "premium waardering" in takt en zal het rendement naar verwachting het gemiddelde van de markt overstijgen. Weet de onderneming de bovengemiddelde groei echter niet vast te houden dan zal dat ten kosten gaan van de waardering van het aandeel.

## **Het DoubleDividend Team**