



## Maandbericht: mei 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 mei 2016 een positief rendement behaald van 3,13% (klasse B). De intrinsieke waarde per aandeel komt hiermee uit op EUR 34,96. Het rendement voor 2016 bedraagt 4,68%.

### Uitgelicht: Engelse vastgoedmarkt

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan de Engelse vastgoedmarkt in het algemeen en de Londense markt in het bijzonder. De Engelse vastgoedaandelenmarkt heeft binnen Europa de grootste weging en is daarmee belangrijk voor het DDPF. Na een aantal jaren van onstuimige groei staat de Londense markt mogelijk aan de vooravond van een periode van afkoeling. De afgelopen maanden hebben we daarom onze strategie aangepast en de weging verlaagd.

### Fondsinformatie

#### Portefeuille

|                  |            |
|------------------|------------|
| Omvang           | € 23,1 mln |
| Waarvan belegd   | € 19,8 mln |
| Liquide middelen | € 3,3 mln  |
| Aantal posities  | 20         |

#### Gegevens per aandeel

|                        |         |
|------------------------|---------|
| Intrinsieke waarde (A) | € 34,71 |
| Aantal participaties   | 477.671 |
| Intrinsieke waarde (B) | € 34,96 |
| Aantal participaties   | 187.518 |

#### 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  | 0,71  | 3,13  |       |       |       |       |       |       |       | <b>4,68</b>  |

\* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

## Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Total Return Index sloot de maand mei af met een positief rendement van 3,3% waardoor het verlies voor het jaar werd weggepoetst. Europese aandelen deden het met een winst van 2,7% iets minder goed (STOXX Europe 600 Index). Aandelen staan echter nog steeds op een verlies van een paar procent dit jaar.

Afgelopen maand bezochten we een groot vastgoedcongres waar maar liefst 14 van de 20 bedrijven in portefeuille aanwezig waren. De gesprekken die we hadden met de CEO's en CFO's bevestigden onze visie op de marktontwikkelingen en de vooruitzichten voor de komende twee jaar. Continentaal Europese vastgoedbedrijven verwachten dat de huurstijging beperkt zal zijn maar dat aanvangsrendementen nog licht zullen dalen als gevolg van de lage rente en de grote vraag naar vastgoed. De Engelse spelers zijn iets negatiever over de vooruitzichten. In London wordt weliswaar voor dit en volgend jaar een huurgroei van gemiddeld 4% verwacht maar de aanvangsrendementen zullen naar verwachting vanaf volgend jaar iets oplopen. Daar komt bij dat het investeringsklimaat iets verslechterd is als gevolg van een mogelijk vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU.

Omdat de meeste vastgoedbedrijven moeite hebben om aantrekkelijk geprijsde objecten te vinden wordt de focus verlegd naar het optimaliseren van de operationele activiteiten (Vonovia, Shaftesbury, Hufvudstaden) of de ontwikkelingspijplijn (Unibail-Rodamco, Intu). Gecina en ADO Properties vormen een uitzondering. Gecina heeft zojuist een bod uitgebracht op het eveneens genoteerde Foncière de Paris en ADO Properties verwacht de komende 12 maanden een aantal transacties te kunnen doen in de Berlijnse woningmarkt.

ADO Properties steeg afgelopen maand met maar liefst 14,3% en zorgde daarmee voor de grootste positieve bijdrage. Ook sectorgenoot Vonovia liet met een plus van 8,1% een mooi rendement optekenen. SL Green, in april nog de grootste stijger, noteerde een klein verlies van 0,8% en was daarmee de enige daler afgelopen 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)   | 14,3%     | 0,8%     | SL Green (VS)          | -0,8%     | -0,0%    |
| Vonovia (Dui)          | 8,1%      | 0,3%     | Klepierre (Fra)        | 0,1%      | 0,0%     |
| Entra (Noo)            | 4,1%      | 0,3%     | Gecina (Fra)           | 0,5%      | 0,0%     |

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we acht transacties uitgevoerd. De posities in Hysan Development, Intu en Unite hebben we iets uitgebreid. De posities in ADO Properties, Great Portland, Land Securities en Simon Property Group werden afgebouwd. Het Amerikaanse Ventas, investeerder zorgvastgoed,

werd volledig verkocht na het bereiken van onze fair value. De kaspositie bedroeg per ultimo mei iets meer dan 14%. De kaspositie is een resultante van de uitvoering van ons beleggingsproces en niet om de markt te timen. De koersen van een aantal vastgoedbedrijven zijn flink opgelopen zonder noemenswaardige verandering in de verwachtingen. Het is vooral zaak rustig op kansen te wachten.

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

| Onderneming en weging |      |                        |      |
|-----------------------|------|------------------------|------|
| Unibail-Rodamco (Fra) | 8,9% | INTU Properties (VK)   | 5,1% |
| Entra (Noo)           | 7,6% | Hysan Development (HK) | 4,9% |
| Hufvudstaden (Zwe)    | 6,0% | Befimmo (Bel)          | 4,4% |
| ADO Properties (Dui)  | 5,4% | Klepierre (Fra)        | 4,3% |
| HCP (VS)              | 5,4% | Shaftesbury (VK)       | 4,3% |

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           | 5,2% | Schuldratio                     | 30%   |
| Prijs/intrinsieke waarde, huidig | 96%  | VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars) | 21,0% |
| Dividendrendement, huidig        | 3,5% | Bèta (t.o.v. MSCI Index)        | 0,63  |
|                                  |      | Standaarddeviatie               | 13,4% |

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

### Spreiding over landen en sectoren

De spreiding over landen en sectoren veranderde ondanks de koersbewegingen en aan- en verkopen nauwelijks. De wegingen van alle sectoren, behalve van woningen, daalden iets ten gunste van liquiditeiten.

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

| Sector en weging |       |
|------------------|-------|
| Winkels          | 31,2% |
| Kantoren         | 28,0% |
| Woningen         | 17,9% |
| Overig           | 8,7%  |
| Liquiditeiten    | 14,3% |

Bron: DoubleDividend

De weging van Duitsland is iets gedaald als gevolg van de gedeeltelijke verkoop van ADO Properties. Ook de weging van de posities buiten Europa daalde licht als gevolg van de verkoop van Ventas.

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

| Sector en weging    |       |
|---------------------|-------|
| Benelux             | 5,9%  |
| Duitsland           | 9,6%  |
| Frankrijk           | 12,6% |
| Verenigd Koninkrijk | 18,3% |
| Scandinavië         | 16,0% |
| Zwitserland         | 3,7%  |
| Overig Europa       | 5,1%  |
| Buiten Europa       | 14,7% |
| Liquiditeiten       | 14,3% |

*Bron: DoubleDividend*

### **Uitgelicht: Londense vastgoedmarkt**

Deze maand besteden we aandacht aan de onroerend goed markt van Londen. De Londense vastgoedmarkt is een belangrijk onderdeel van de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt en daarmee een belangrijke markt voor het DD Property Fund. We hebben de weging naar het Verenigd Koninkrijk in het algemeen en Londen in het bijzonder de afgelopen maanden fors afgebouwd van bijna 40% naar 18% op dit moment als gevolg van aanpassing van de fair values als gevolg van de verwachte afkoeling van de vastgoedmarkt in Londen.

Sinds 2011 maakt de Londense vastgoedmarkt een ongekende groei door. Kantoorhuren groeien al vijf jaar op rij met 5-10% per jaar. Aanvangsrendementen laten zelfs al een daling zien sinds 2009. De portefeuille van Land Securities bijvoorbeeld stond in 2009 gewaardeerd op een aanvangsrendement van 7,7%, welke inmiddels is gedaald tot 4,5%. Een daling van ruim 3%. Voor de beste locaties in de West End zijn aanvangsrendementen gedaald tot rond de 3%. De huurgroei voor winkels in het centrum van Londen is nog spectaculairder geweest, maar buiten Londen is de huur in winkelcentra nauwelijks gegroeid. In absolute zin zijn de aanvangsrendementen voor winkels vaak nog lager dan bij kantoren, maar ze zijn eigenlijk altijd laag geweest en dus minder hard gedaald dan bij kantoren.

De recente jaarcijfers van vastgoedfondsen Great Portland Estates tonen echter aan dat de groei van de Londense markt inmiddels al afzwakt. De huurgroei in de portefeuille van Great Portland over het gehele jaar was 9,9%, maar in de tweede helft van het jaar 'slechts' 2,6%. De huren groeien nog wel, maar de groei zwakt duidelijk af. Dit is doorgaans een signaal dat de markt de piek nadert. De economische groei in het Verenigd Koninkrijk is omgeven met meer onzekerheid iets waarbij het Brexit referendum van 23 juni een belangrijke rol speelt. In de City laat de vraag naar kantoren al een duidelijke afkoeling zien. Ook de prijzen van dure woningen staan onder druk.

De verwachting is dat er het komend jaar nog wel sprake zal zijn van huurgroei maar dat de groei fors lager zal zijn dan de afgelopen jaren. Dit zal zich mogelijk vertalen in stijgende aanvangsrendementen. De vraag is of de huurgroei voldoende zal zijn om het negatieve waarde effect van de stijgende aanvangsrendementen te compenseren. Voor 2016 waarschijnlijk wel maar de periode daarna is met meer onzekerheid omgeven. Veel zal afhangen van de uitkomst van het referendum op 23 juni. De risico's op de kantorenmarkt zijn traditioneel groter. Zowel huren als aanvangsrendementen hebben in het verleden forse bewegingen laten zien. En de combinatie van dalende huren en stijgende aanvangsrendementen levert forse waardedalingen op. Die beweeglijkheid is minder voor winkels in centraal Londen. Bovendien is in deze markt de kans op een huurddaling klein.

Vanwege de toegenomen risico's in Londen hebben we in het DD Property Fund de weging naar het Verenigd Koninkrijk flink teruggebracht. De posities die we wel nog hebben zijn in het minder cyclische deel van de markt. De belangrijkste posities in het fonds zijn in Unite, Shaftesbury en Intu. Unite is een belangrijke eigenaar en ontwikkelaar van studentenhuisvesting, een markt waar de groeivoorzichten onverminderd goed zijn. Shaftesbury is eigenaar van een portefeuille van kleinschalige winkels en restaurants in centraal Londen. Dit deel van de Londense markt is minder cyclisch en zal naar verwachting de komende jaren nog steeds groeien. Intu tenslotte is actief op het gebied van grootschalige winkelcentra. Deze markt heeft het de afgelopen jaren lastig gehad in het Verenigd Koninkrijk en klimt juist weer een beetje uit het dal.

### **Het DoubleDividend Team**