



Maandbericht: augustus 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 en is dagelijks verhandelbaar.

Rendement

Het DDPF heeft over de maand augustus 2016 een positief rendement behaald van 1,01% (klasse B). Per ultimo augustus 2016 bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 36,06. Het rendement voor 2016 van klasse B, inclusief het uitgekeerde dividend, komt hiermee op 9,60%.

Uitgelicht: Mitsui Fudosan

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan Mitsui Fudosan, één van de grootste vastgoedondernemingen van Japan en nieuw in de portefeuille. De onderneming is vooral gericht op de vastgoedmarkt van Tokio, de grootste metropool ter wereld. Mitsui Fudosan heeft drie hoofdactiviteiten: beleggen in en ontwikkelen van vastgoed voor de verhuur, ontwikkelen van woningen voor de verkoop en het beheren van vastgoedfondsen. Met haar focus op dominant en binnenstedelijk vastgoed van hoge kwaliteit sluit Mitsui Fudosan goed aan bij de filosofie van DDPF. Sinds de piek in 2015 is het aandeel met 45% gedaald waardoor het (eindelijk) aantrekkelijk gewaardeerd is, zowel in absolute zin als in historisch perspectief.

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 23,9 mln
Waarvan belegd	€ 19,1 mln
Liquide middelen	€ 4,8 mln
Aantal posities	22

Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 35,76
Aantal participaties	462.683
Intrinsieke waarde (B)	€ 36,06
Aantal participaties	202.785

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
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	7,37	-0,40	-2,56	18,13
2016	-3,76	-1,28	6,08	0,71	3,13	-1,62	5,37	1,01					9,60

* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Total Return Index wist de maand augustus met een rendement van 0,2% nipt positief af te sluiten. Er was weinig richtinggevend nieuws en de hele maand kabbelden de koersen wat op en neer. De Europese aandelenmarkt (STOXX Europe 600 Index) deed het met een rendement van 0,8% iets beter maar staat voor het jaar nog op een verlies van 3,3%.

Begin augustus werd door CBRE bekend gemaakt dat de waarde van kantoren in Londen in juli met iets meer dan 6% is gedaald als gevolg van de Brexit. Hoewel het de grootste daling in zeven jaar tijd betrof, had dit slechte nieuws maar weinig impact op de koersen van de Engelse vastgoedaandelen. Sinds de uitslag van het referendum zien we overigens maar weinig vastgoedtransacties in het Verenigd Koninkrijk. Volgens makelaar Jones Lang LaSalle is de Engelse vastgoedmarkt na de Brexit zelfs vrijwel geheel tot stilstand gekomen. Er zijn weliswaar potentiële kopers, met name Europese en Aziatische partijen, maar deals worden nauwelijks gedaan. Kopers willen profiteren van de lagere prijzen, de flink gedaalde Engelse pond en de nog verder gedaalde rente maar verkopers wachten vooralsnog af.

De grootste positieve bijdrage kwam afgelopen maand van Hysan Development. De koers van deze belegger uit Hong Kong zit net als veel andere Aziatische vastgoedaandelen al een aantal maanden in de lift. Veel Aziatische vastgoedbedrijven zijn aantrekkelijker gewaardeerd dan de Europese of Amerikaanse sectorgenoten. De opgelopen waardering van de Europese vastgoedaandelen in combinatie met de toegenomen onzekerheid na de Brexit en een mogelijke renteverhoging in Amerika zorgen ervoor dat beleggers op zoek gaan naar andere beleggingsmogelijkheden.

Ook wij zien in toenemende mate kansen buiten Europa. De continentaal Europese vastgoedaandelen zijn veelal volgeprijsd en handelen in een heel aantal gevallen op een premie. De Engelse markt lijkt na de recente koersdalingen misschien goedkoop maar zoals we in eerdere maandberichten beschreven zien we het risico op een correctie van de vastgoedmarkt toenemen na de enorme huur- en waardestijgingen van de afgelopen jaren. En daar is de Brexit nog eens bijgekomen. Kansen zien we in Azië (waaronder Japan en Hong Kong) en in de Verenigde Staten (ondanks een mogelijke renteverhoging). Hoewel DDPF een Europese focus houdt verwachten we de komende tijd meer buiten Europa te beleggen. We zijn ons net als bijvoorbeeld de investeringen in het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Noorwegen bewust van het valutarisico, maar zijn van mening dat de bredere spreiding binnen de portefeuille en verwachte hogere rendementen daar tegenop wegen.

Grootste negatieve bijdrage kwam op naam van Klépierre dat iets minder dan 2% in waarde verloor. Ook het Zwitserse Swiss Prime Site en de Duitse woningbelegger Vonovia leverden iets in.

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

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Hysan Development (HK)	6,1%	0,3%	Klépierre (Fra)	-1,9%	-0,1%
ADO Properties (Dui)	8,0%	0,3%	Swiss Prime Site (Zwi)	-4,0%	-0,1%
Hufvudstaden (Zwe)	4,1%	0,3%	Vonovia (Dui)	-1,6%	-0,1%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we de positie in Eurocommercial Properties iets verder uitgebreid. De specialist in Franse, Italiaanse en Zweedse winkelcentra publiceerde goede resultaten over het gebroken boekjaar 2015/2016 waarin de intrinsieke waarde met 9,6% steeg en ook het dividend met 3,5% opliep naar € 2,05 per aandeel. Verder werden maar liefst drie nieuwe posities aan de portefeuille toegevoegd. Zo hebben we een belang genomen in het Amerikaanse Equity Residential, Link REIT in Hongkong en het Japanse Mitsui Fudosan.

Equity Residential is de grootste beursgenoteerde woningbelegger van de Verenigde Staten met een portefeuille van in totaal circa 85.000 appartementen en een waarde van meer dan \$ 35 miljard. De focus ligt op de steden Boston, New York, Washington, Seattle, San Francisco en LA waar de werkgelegenheid de komende jaren flink groeit.

Link REIT is één van de grootste vastgoedondernemingen van Azië met een focus op winkelcentra en versmarkten in Hongkong. Daarnaast heeft de onderneming posities in de Chinese steden Shanghai en Beijing.

Mitsui Fudosan wordt verderop in het maandbericht uitgebreid toegelicht. De analyses van de andere twee nieuwkomers zullen we de komende maanden publiceren.

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

Onderneming en gewing			
Unibail-Rodamco (Fra)	8,8%	Befimmo (Bel)	5,0%
Entra (Noo)	8,3%	Intu Properties (VK)	4,8%
Klépierre (Fra)	6,3%	Hufvudstaden (Zwe)	4,6%
Hysan Development (HK)	5,6%	HCP (VS)	4,4%
Eurocommercial Properties (Ned)	5,3%	Vonovia (Dui)	4,4%

Bron: DoubleDividend

De top 10 kende nauwelijks wijzigingen, alleen schoven Hysan Development en Eurocommercial iets op naar voren ten koste van Hufvudstaden en HCP.

Onderneming uitgelicht: Mitsui Fudosan

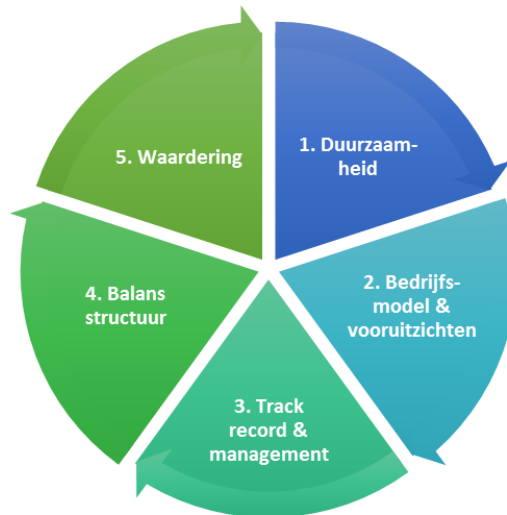
Profiel

Grondlegger van Mitsui Fudosan (MF) is Takatoshi Mitsui die in 1673 zijn eerste kimono shop opende in Nihonbashi, het zakendistrict van Tokio. Wat begon als een klein winkeltje groeide al snel uit tot een serieuze vastgoedprojectontwikkelaar. De echte groei kwam echter pas na de beursnotering in 1949 waarna de vastgoedonderneming uitgroeide tot één van de grootste spelers op de vastgoedmarkt van Japan. Mitsui Fudosan heeft activiteiten op het gebied van verhuur van kantoren en winkelcentra, ontwikkeling en verkoop van woningen en asset management van vastgoedfondsen.

Investment Case

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

De DoubleDividend Schijf van Vijf©



1. Duurzaamheid

Duurzaamheid is een belangrijk onderdeel van de missie van MF. Het doel van de vastgoedonderneming is enerzijds de negatieve impact op het milieu substantieel te reduceren en anderzijds een positieve impact te realiseren door kwaliteitsverbeteringen, het toepassen van nieuwe technologieën en het bouwen van gemeenschappen.

De onderneming heeft een uitgebreid beleid om CO₂ uitstoot te reduceren, met name door toepassing van nieuwe technologieën om gebouwen efficiënter te verwarmen, te koelen en te verlichten. Ook wekt de onderneming een substantieel van de energie op door gebruik te maken van wind- en zonne-energie en maakt het gebruik van accu's en batterijen voor de opslag.

Het beleid is verder gericht op reductie en scheiding van afval, reductie van het waterverbruik en het bevorderen van de biodiversiteit. Zo heeft de onderneming zelfs eigen bossen voor de productie van duurzaam hout.

2. Bedrijfsmodel, portefeuille en vooruitzichten

Mitsui Fudosan heeft een breed pallet van activiteiten waaronder verhuur, ontwikkeling, verkoop en asset management van onroerend goed. De verhuurportefeuille bestaat voornamelijk uit kantoren in Tokio en winkelcentra in Japan. Daarnaast ontwikkelt en verkoopt de vastgoedonderneming circa 5.000 woningen per jaar en is het de asset manager van een aantal beursgenoteerde fondsen (J-REITs). Deze in 2001 opgerichte J-REITs zijn belasting efficiënte vastgoedbeleggingsvehikels die extern gemanaged worden. Alle grote Japanse vastgoedondernemingen beheren wel één of meerdere J-REITs. Het levert niet alleen stabiele inkomsten op, maar is tevens een belangrijk afzetkanaal voor de ontwikkelingsafdeling. Daarnaast heeft MF activiteiten buiten Japan in onder ander de Verenigde Staten, Europa en de Pacific. Ook hier richt MF zich vooral op de grotere steden zoals New York, Londen en Parijs. De buitenlandse activiteiten maken nog maar circa 6% uit van het totaal maar dit percentage zal naar verwachting groeien. Gezien de lage kosten van kapitaal zijn buitenlandse investeringen relatief interessant voor Japanse bedrijven.

De Japanse kantorenportefeuille heeft een sterke focus op Tokio (92% waarvan 78% in het zakencentrum) en ook de winkelcentra bevinden zich hoofdzakelijk in de hoofdstad. De ontwikkelingsportefeuille bevindt zich merendeels in Tokio maar ook in New York, San Francisco en Londen is de onderneming actief als belegger en ontwikkelaar. De totale beleggingsportefeuille heeft een marktwaarde van meer dan € 40 miljard en is belegd in kantoren (57%) en winkelcentra (40%). Het overige gedeelte is belegd in hotels, logistieke centra en parkeergarages.

Mitsui Fodusan is asset manager van een aantal genoteerde en niet genoteerde beleggingsfondsen waarvan het beursgenoteerde Nippon Building Fund de grootste is. Na de introductie van de J-REIT in 2001 heeft deze markt in Japan een flinke groei doorgemaakt. Ook MF heeft hiervan geprofiteerd. In totaal heeft MF circa € 32 miljard aan vastgoed onder beheer. Tenslotte is MF de grootste makelaar in Tokio.

De vooruitzichten voor de kantorenmarkt in Tokio zijn redelijk tot goed. Hoewel de markt nog niet hersteld is van de crisis in 2009 stijgen de huren de laatste jaren licht en is de leegstand gedaald van 9% naar 4%. De aanvangsrendementen voor de beste kwaliteit kantoren is, mede door de lage rente, de afgelopen verder gedaald van 3,5% naar 2,8%. De winkelomzet groeit als gevolg van de deflatie in Japan al jaren niet en is daarmee nooit echt volledig hersteld van de crisis. De prijs van woningen zit echter in de lift en is de afgelopen vier jaar met circa 20% gestegen.

3. Track record

Het management van Mitsui Fudosan heeft een goed track record. De afgelopen vijf jaar verdubbelde de winst per aandeel. Ook het dividend laat al jaren een flinke stijging zien hoewel het dividendrendement met 1,5% relatief laag is vanwege de lage pay-out ratio van 25%.

4. Balansstructuur

Mitsui Fudosan heeft een A rating van S&P. De schuld bedraagt circa 31% van de totale waarde van de portefeuille en de kosten van vreemd vermogen bedragen nog geen 1%. Naar verwachting zal de schuldpositie de komende jaren wat toenemen vanwege acquisities en de financiering van de ontwikkelingspijplijn.

5. Waardering

Het aandeel is na een correctie van 45% ten opzichte van de piek in 2015 goedkoop. Ten opzichte van de intrinsieke waarde staat Mitsui Fudosan op een korting van circa 30% wat zowel in absolute zin als in historisch perspectief goedkoop is. Ook de huidige koerswinstverhouding van 17 is laag in vergelijking met de afgelopen 10 jaar. We verwachten de komende jaren een rendement van 10-15% per jaar te kunnen maken.

Risicoanalyse

Het opwaartse potentieel van Mitsui Fudosan is weliswaar groot maar er zijn ook een aantal belangrijke risico's zoals een forse daling van de Japanse Yen, een sterke stijging van de rente of een recessie in Japan.

Het DoubleDividend Team

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	4,9%	Schuldratio	29%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	101%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	20,3%
Dividendrendement, huidig	3,0%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,60
		Standaarddeviatie	12,9%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Spreiding over landen en sectoren

De spreiding over sectoren liet door de koersbewegingen en de aan- en verkopen wat kleine veranderingen zien. De weging van winkels en kantoren bleef nagenoeg gelijk terwijl de weging van woningen iets afnam. De kaspositie nam iets toe.

Tabel: Spreiding per vastgoedsector per einde maand

Sector en weging	
Winkels	32%
Kantoren	26%
Woningen	15%
Overig	7%
Liquiditeiten	20%

Bron: DoubleDividend

Ook de weging naar de verschillende landen wijzigde licht. Zo daalde de weging van Duitsland iets als gevolg van de verkoop van ADO Properties en nam het gedeelte dat buiten Europa belegt is met 2% toe naar 18% als gevolg van de drie nieuwe aankopen.

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

Sector en weging	
Benelux	6%
Duitsland	7%
Frankrijk	13%
Verenigd Koninkrijk	12%
Scandinavië	16%
Zwitserland	2%
Overig Europa	7%
Buiten Europa	18%
Liquiditeiten	20%

Bron: DoubleDividend