



Maandbericht: september 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 fiduciare 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 september 2016 een rendement behaald van -1,97% (klasse B). Per ultimo september 2016 bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 35,35. Het rendement voor 2016 van klasse B, inclusief het uitgekeerde dividend, komt hiermee op 7,44%.

Uitgelicht: Equity Residential

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan Equity Residential (EQR), de grootste beursgenoteerde woningbelegger van de Verenigde Staten met een portefeuille van in totaal 85 duizend appartementen met een waarde van meer dan \$ 35 miljard. De focus ligt op de steden Boston, New York, Washington, Seattle, San Francisco en Los Angeles waar de werkgelegenheid de komende jaren flink groeit. Met haar focus op hoogwaardige en binnenstedelijke appartementen sluit EQR perfect aan bij de filosofie van DDPF.

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 23,4 mln
Waarvan belegd	€ 19,3 mln
Liquide middelen	€ 4,1 mln
Aantal posities	22

Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 35,04
Aantal participaties	461.687

Intrinsieke waarde (B)	€ 35,35
Aantal participaties	204.130

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	-1,97				7,44

* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Total Return Index sloot de maand september af met een negatief rendement van 2,4% waardoor de index ook voor het jaar weer in het rood staat (-1,8%). Het verlies dit jaar is hoofdzakelijk een gevolg van de Brexit waardoor de koersen van de Engelse vastgoedfondsen daalden. Daarbovenop leverde het Engelse pond dit jaar al zo'n 15% in ten opzichte van de euro. De Europese aandelenmarkt (STOXX Europe 600 Index) sloot de maand nagenoeg onveranderd af, maar staat voor het jaar eveneens op een verlies (-3,3%).

De forse daling van de Engelse vastgoedfondsen lijkt terecht nu steeds duidelijker wordt dat de Engelse vastgoedmarkt flink afkoelt. Savills, één van de toonaangevende makelaars in Londen, verwacht de grootste prijsdaling van Londense luxe huizen sinds 2008. Ook de vooruitzichten van de kantorenmarkt zijn minder rooskleurig. Onderzoek van KPMG wees uit dat 76% van de CEO's van Engelse grote ondernemingen enige vorm van relocatie overwegen naar aanleiding van de Brexit. Het blijft gissen wat de precieze gevolgen van de Brexit zullen zijn, maar duidelijk is dat het sentiment flink verslechterd is waardoor vastgoedwaardes inmiddels dalen.

September was vooral een drukke maand voor bankiers. Afgelopen maand werd voor maar liefst € 1,8 miljard aan kapitaalsverhogingen en herplaatsingen aangekondigd. In onze portefeuille haalden ADO Properties en Befimmo respectievelijk € 199 en € 127 miljoen aan nieuw geld op en verkocht de Noorse staat een groot gedeelte van haar belang in Entra. We hebben op geen enkele kapitaalsverhoging of herplaatsing ingeschreven omdat de positie al voldoende groot was (Befimmo, Entra) of omdat we de waardering niet (meer) aantrekkelijk vonden (ADO Properties). Ook in oktober wordt er weer een zwaar beroep gedaan op de kapitaalmarkt. OfficeFirst, één van de grootste Duitse kantorenbeleggers, gaat dan naar de beurs. Het bedrijf wil zo'n € 450 miljoen aan nieuw kapitaal aantrekken om daarmee oude en dure leningen af te lossen. Binnenkort zien we het management en zullen we beoordelen of dit een goede toevoeging voor DDPF is.

Vonovia, de grootste belegger in Duitse woningen, deed zes maanden na de mislukte overname van Deutsche Wohnen een overnamebod op Conwert voor € 2,9 miljard. Dit Oostenrijkse vastgoedbedrijf bezit circa 27.000 woningen in met name Berlijn en Leipzig. Aangezien Adler Real Estate, met 26% de grootste aandeelhouder van Conwert, heeft aangegeven op het bod in te gaan verwachten we een succesvolle overname.

De Noorse kantorenbelegger Entra zorgde voor de grootste positieve bijdrage, ondanks het feit dat de Noorse staat maar liefst voor NOK 2,5 miljard aan aandelen verkocht. De stijging was echter volledig het gevolg van de stijging van de Noorse kroon ten opzichte van de euro. Ook Equity Residential wist de maand met winst af te sluiten. Beleggers beloonden het Amerikaanse vastgoedbedrijf voor de extra dividenduitkering van 3 dollar als gevolg van de succesvolle verkoop van een grote portefeuille eerder dit jaar.

Het Engelse Intu Properties zorgde met een verlies van bijna 8% voor de grootste negatieve bijdrage. Ook kantorenbeleggers SL Green en Befimmo deden een stap terug. Maar liefst 19 van de 22 vastgoedbedrijven in portefeuille lieten een negatief rendement optekenen.

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

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Entra (Noo)	2,3%	0,2%	Intu Properties (VK)	-7,8%	-0,4%
Equity Residential (VS)	3,6%	0,2%	SL Green (VS)	-8,4%	-0,3%
Link REIT (HK)	0,2%	0,0%	Befimmo (Bel)	-5,4%	-0,3%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we een flink aantal wijzigingen doorgevoerd in de portefeuille. In lijn met vorige maand hebben we vooral de posities buiten Europa uitgebreid met aankopen in Equity Residential, Link REIT, Mitsui Fudosan en Simon Property Group. Aan de andere kant hebben we de posities in ADO Properties, Health Care Properties, Hufvudstaden, Intu Properties, Shaftesbury en Unibail-Rodamco iets afgebouwd. Hierdoor is de top 10 eveneens iets veranderd. Entra is inmiddels de grootste positie van DDPF, gevolgd door Unibail- Rodamco. Health Care Properties heeft is buiten de top 10 gevallen en heeft plaatsgemaakt voor Gecina.

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

Onderneming en weging			
Entra (Noo)	8,7%	Befimmo (Bel)	4,5%
Unibail-Rodamco (Fra)	7,7%	Vonovia (Dui)	4,3%
Klépierre (Fra)	6,3%	Gecina (Fra)	4,2%
Hysan Development (HK)	5,5%	Intu Properties (VK)	4,1%
Eurocommercial Properties (Ned)	5,3%	Hufvudstaden (Zwe)	4,0%

Bron: DoubleDividend

Onderneming uitgelicht: Equity Residential

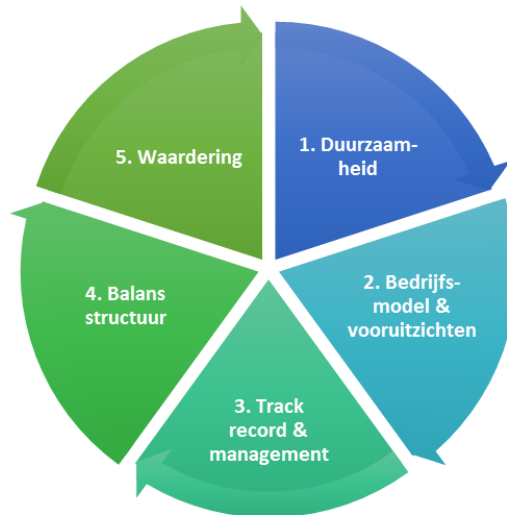
Profiel

Equity Residential (EQR) is begin jaren '60 opgericht door vastgoediconen Sam Zell en Bob Lurie. Het bedrijf is sindsdien uitgegroeid tot de grootste beursgenoteerde woningbelegger van de Verenigde Staten met een portefeuille van in totaal 85 duizend appartementen met een waarde van meer dan \$ 35 miljard. Equity Residential ging in 1993 naar de beurs en maakt sinds 2001 deel uit van de S&P500. De focus ligt op de steden Boston, New York, Washington, Seattle, San Francisco en Los Angeles waar de werkgelegenheid de komende jaren naar verwachting flink groeit.

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 strategie van EQR. De onderneming heeft een ambitieus beleid om CO₂-uitstoot te reduceren, met name door toepassing van nieuwe technologieën om gebouwen efficiënter te verwarmen, te koelen en te verlichten. Zo investeert EQR in duurzame energie (met name zonnepanelen), de installatie van LED verlichting en de plaatsing van waterbesparende kranen en toiletten. Ook probeert EQR huurders te stimuleren om afval te scheiden en te recycleren en auto's te laten delen via online platform Zipcar. Overigens hebben alle appartementencomplexen goede verbindingen met openbaarvervoerdiensten zoals bussen, metro's en/of treinen. EQR is Global Sector Leader bij GRESB, een onafhankelijke beoordelaar van de mate van duurzaamheid van vastgoedbedrijven.

2. Bedrijfsmodel, portefeuille en vooruitzichten

Begin dit jaar heeft EQR een flink deel van haar portefeuille afgestoten door voor meer dan \$ 5 miljard aan appartementen te verkopen aan Starwood Capital. Het betrof appartementencomplexen in de buitensteden die niet meer binnen de strategie pasten.

EQR heeft focus op de belangrijkste groeisteden aan de Oost en Westkust van de Verenigde Staten waar het aantal huishoudens de komende jaren naar verwachting flink zal groeien. Zo wordt tussen 2015-2019 een stijging van 8,3 miljoen huishoudens verwacht. Vooral de aanwas van millennials is in deze gebieden zeer sterk en juist deze groep geeft in toenemende mate de voorkeur aan het huren van een appartement. De focus is op de groep 20-34 jarigen zonder kinderen en een hoog inkomen.

3. Track record

Het huidige management zit al jaren bij de onderneming en heeft een zeer goede staat van dienst. David Neithercut is sinds 2006 de CEO en daarvoor was hij 10 jaar lang CFO. Mark Pharrell is de huidige CFO en zit er ook alweer bijna 10 jaar. Ook oprichter Sam Zell is als chairman nog steeds bij de onderneming betrokken. De intrinsieke waarde groeide met gemiddeld 8,5% en de winstgroei bedroeg 5% per jaar de afgelopen 10 jaar. Ook op de beurs deed het aandeel het goed met een totaal rendement van 9,4% per jaar over dezelfde periode.

4. Balansstructuur

EQR heeft een zeer sterke balans en een A- rating van S&P. De schuld bedraagt circa 38% van de totale waarde van de portefeuille en heeft een gemiddelde looptijd van 9 jaar waarvan bijna 90% een vaste rente kent.

5. Waardering

Bij de waardering van Amerikaanse vastgoedaandelen kijken we meer naar de cash flow (FFO) dan naar de intrinsieke waarde. In tegenstelling tot de Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen publiceren Amerikaanse REITs geen intrinsieke waarde. We denken dat een FFO multiple van 20 realistisch is wat een rendementsverwachting van zo'n 9% betekent, in lijn met het rendement de afgelopen 10 jaar.

Risicoanalyse

Gezien de sterke balans in combinatie met de hoge kwaliteitsportefeuille vinden wij het risico van EQR relatief laag. De grootste risico's voor EQR zijn een Amerikaanse recessie, een sterke stijging van de rente en een daling van de dollar. Het komt echter zelden voor dat deze risico's zich tegelijkertijd aandienen.

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	5,0%	Schuldratio	27%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	98%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	19,8%
Dividendrendement, huidig	3,1%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,64
		Standaarddeviatie	13,1%

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, woningen en overig vastgoed (zoals parkeergarages, hotels en zorgcentra) steeg iets, terwijl de weging van kantoren gelijk bleef. De kaspositie nam met 2% af en bedraagt nu 18%.

Tabel: Spreiding per vastgoedsector per einde maand

Sector en weging	
Winkels	33%
Kantoren	26%
Woningen	17%
Overig	6%
Liquiditeiten	18%

Bron: DoubleDividend

Ook de weging naar de verschillende landen wijzigde iets. Met name het gedeelte dat buiten Europa belegd is, steeg als gevolg van de aankopen van 18% naar 23%.

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

Sector en weging	
Benelux	5%
Duitsland	7%
Frankrijk	13%
Verenigd Koninkrijk	10%
Scandinavië	16%
Zwitserland	2%
Overig Europa	6%
Buiten Europa	23%
Liquiditeiten	18%

Bron: DoubleDividend