



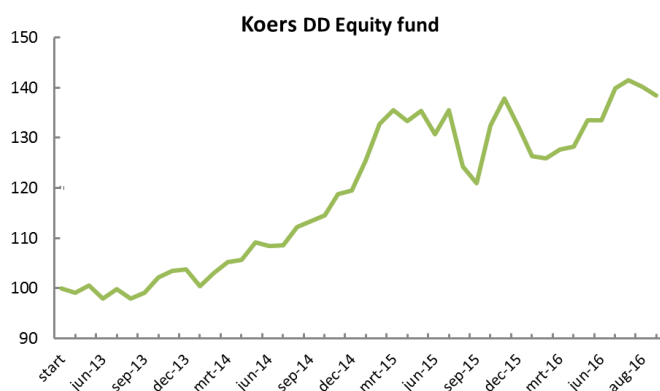
Maandbericht: oktober 2016

Profiel

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 onafhankelijke 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 oktober 2016 een rendement behaald van -1,25% waardoor de intrinsieke waarde per aandeel daalde naar € 138,40. Het rendement over 2016 komt hiermee op 4,63%. Sinds de start in april 2013 bedraagt het rendement 38,40% netto.



Uitgelicht: The Walt Disney Company

In dit maandbericht besteden we aandacht aan The Walt Disney Company, één van de grootste mediabedrijven ter wereld met TV zenders als ESPN, ABC, en Disney Channel en pretparken, (kinder)films en consumentenproducten. Disney verduurzaamt op grote schaal met als doel dat de uitstoot van broeikasgassen tot nul wordt gereduceerd.

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 30,8 mln
NAV per aandeel	€ 138,40
Aantal participaties	222.830
Aantal posities	37
Bèta	0,94

Categorie

Aandelen	94%
Liquiditeiten	6%

Kosten

Management fee	0,8%
TER	1,1%
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 financiële markten stonden de afgelopen maand in het teken van een stijgende rente, een groot aantal overnames, kwartaalcijfers en de aanloop naar de Amerikaanse presidentsverkiezing. Ondanks alle nieuws en onrust kwam de aandelenmarkt echter nauwelijks van haar plaats. De wereldwijde aandelenmarkt (MSCI Total Net Return Index) noteerde per saldo een plus van 0,5% waardoor het rendement voor het jaar opliep naar 2,6%. De Europese aandelenmarkt (STOXX Europe 600 Index) deed het wederom minder met een verlies van 1% en staat hierdoor in 2016 op een verlies van 4,2%. Ook DDEF behaalde in oktober een negatief rendement van bijna 1,3% maar staat voor het jaar nog op een plus van 4,6%.

Bijna overal in de wereld liep de rente op. Centrale banken hebben aangegeven dat de rente binnenkort zeer waarschijnlijk wordt verhoogd (FED) of geen verdere monetaire stimuleringsmaatregelen nodig zijn (ECB) nu de economie aantrekt en de inflatie weer wat oploopt. Zolang de rente oploopt als gevolg van een aantrekkende economie zal het effect op de aandelenmarkten beperkt blijven.

Fusie- en overnamespecialisten van banken hadden de drukste maand sinds jaren. Zo maakte de Amerikaanse telecomreus AT&T bekend om voor iets meer dan \$85 miljard het eveneens Amerikaanse Time Warner over te willen nemen. Time Warner is een mediabedrijf bekend van CNN, HBO en filmstudio Warner Bros. Het DDEF heeft geen positie in deze bedrijven maar wel in The Walt Disney Company, een concurrent van Time Warner. Ook Disney ziet de markt veranderen met de opkomst van sociale media en spelers als Netflix. Vandaar dat Disney in dit maandbericht speciale aandacht krijgt.

Ander overnamenieuws had wel een directe invloed op één van onze posities. De Amerikaanse chipproducent Qualcomm, al sinds 2014 in portefeuille, maakte bekend om voor \$47 miljard het Nederlandse NXP Semiconductors over te willen nemen. De overname hing al een tijdje in de lucht, maar partijen konden het in eerste instantie niet eens worden over de prijs. Indien de aandeelhouders en de toezichthouders akkoord gaan wordt het de grootste deal ooit in de Europese technologiesector. Qualcomm is de grootste producent van chips/processors voor mobiele telefoons en tablets ter wereld. NXP is de afgelopen jaren uitgegroeid tot marktleider in de productie van chips voor de autoindustrie. Met de overname van NXP diversifieert Qualcomm en boort het bovendien een nieuwe groeiemarkt aan.

De volatiliteit op de beurs is de afgelopen tijd weer flink toegenomen, gevoed door het cijferseizoen en de aanstaande verkiezingen in de VS. De beurs reageert fors op (kleine) teleurstellingen. Binnen de portefeuille leidde de cijfers van onder andere GrandVision, eBay en NovoNordisk tot forse negatieve koersreacties. Op 8 november wordt de 45^{ste} president van de Verenigde Staten van Amerika gekozen. De komende tijd zullen de beurzen daarom nog wel wat onrustig blijven.

Tabel: Performance DDEF

	Okt 2016	2016	Vanaf start (april 2013)
Koersresultaat	-2,62%	5,19%	24,90%
Valutaresultaat	1,43%	-0,99%	11,08%
Dividend	0,04%	1,34%	7,43%
Overig	-0,09%	-0,91%	-5,02%
Totaal resultaat	-1,25%	4,63%	38,40%

Bron: DoubleDividend

Grootste positieve en negatieve bijdrage

Mastercard zorgde in oktober voor de grootste positieve bijdrage na bekendmaking van sterke kwartaalcijfers. In euro's gemeten behaalde het aandeel van de creditcardmaatschappij een totaalrendement van 8% wat voor een bijdrage van 0,3% zorgde. Ook de technologiegiganten Alphabet en Microsoft wisten de maand positief af te sluiten na sterke kwartaalcijfers.

De grootste negatieve bijdrage kwam op naam van het Nederlandse GrandVision. Het moederbedrijf van onder andere Pearl opticiens, met meer dan 6.000 optiekwinkels in 44 landen, maakte bekend dat de omzet veel minder hard groeit dan verwacht. Vooral de winkels in Italië en Finland presteerden zwak. Toch blijven de lange termijn vooruitzichten voor GrandVision goed met een verwachte omzetgroei van 5% per jaar. Ook het recent aangekochte NovoNordisk kwam met zwakke cijfers. De grootste producent van insuline ter wereld stelde niet alleen de winstverwachting voor 2016 bij maar ook voor de middellange termijn als gevolg van prijsdruk in de VS en toenemende concurrentie. Ook nu de winstgroei de komende jaren wat lager zal zijn blijft het aandeel zeer kansrijk voor de lange termijn aangezien het aantal diabetespatiënten de komende decennia nog flink groeit.

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

Top 5 hoogste bijdrage			Top 5 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Mastercard (VS)	8,0%	0,3%	GrandVision (Ned)	-15,7%	-0,3%
Alphabet (VS)	3,5%	0,2%	Novo Nordisk (Den)	-11,9%	-0,3%
Microsoft (VS)	6,7%	0,1%	eBay (VS)	-11,1%	-0,3%
PayPal (VS)	4,3%	0,1%	Novartis (Zwi)	-7,4%	-0,2%
H&M (Zwe)	2,3%	0,1%	Unibail-Rodamco (Fra)	-9,6%	-0,2%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we alleen maar aankopen gedaan. Zo hebben we de posities in Alphabet, Cerner, CVS Health, Disney, Ecolab, Johnson & Johnson, GrandVision, Nike, NovoNordisk en Starbucks uitgebreid. Daarnaast hebben we weer posities ingenomen in oude bekenden: Danone en Essilor. De top 10 is mede hierdoor weer wat gewijzigd. Nike en CSX zijn nieuw ten koste van Johnson Controls en IBM. Door de aankopen is de kaspositie gedaald van 11% naar 6%.

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

Onderneming en weging			
Alphabet (VS)	4,9%	Cerner (VS)	3,5%
CVS Health (VS)	4,2%	Nike (VS)	3,4%
Starbucks (VS)	4,1%	Medtronic (VS)	3,4%
H&M (Zwe)	3,8%	SAP (Dui)	3,1%
Mastercard (VS)	3,8%	CSX (VS)	3,1%

Bron: DoubleDividend

Onderneming uitgelicht: The Walt Disney Company

Profiel

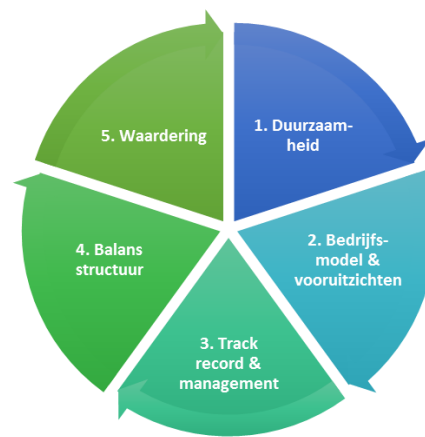
The Walt Disney Company (Disney) is in 1923 opgericht door de broers Walt en Oliver Disney. In 1962 kreeg het bedrijf een beursnotering aan de New York Stock Exchange. Disney, natuurlijk vooral bekend van de stripfiguren, is een mediaconglomeraat met bekende TV zenders als ESPN, ABC, en Disney Channel. Daarnaast exploiteert de onderneming onder de merknaam Disney entertainmentparken en is het een belangrijke producent van films.

ESPN is de dominante sportzender in de VS met 24u uitzendingen en de exclusieve rechten voor NBA, NFL en college basketball en football. De zenders zijn samen goed voor 44% van de omzet maar een nog groter gedeelte van de winst. De Disney entertainmentparken in onder andere Florida, California, Tokio, Parijs en Shanghai zorgen voor 31% van de omzet. De afdeling studio entertainment, waar naast de Disney Studios onder andere ook Pixar Animation, Touchstone Pictures en Marvel onder valt zijn goed voor zo'n 15% van de omzet. Tenslotte maken consumentenproducten 10% van de omzet uit.

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

Disney scoort vooral op duurzaamheid vanwege de verduurzaming van haar eigen huishouding. Voor Disney heeft het verlagen van de uitstoot van broeikasgassen prioriteit, gevolgd door afvalscheiding en waterreductie. Disney is grootverbruiker van energie en haar hotels, parken en restaurants kennen een hoog waterverbruik en produceren veel afval. Juist om die reden heeft de onderneming ingezet op zero emissions en zero waste en het op peil houden van water(standen). Doel is om in 2020 de netto uitstoot van broeikasgassen met 50% te hebben verlaagd ten opzichte van 2012. Om die reden verduurzaamt Disney op grote schaal gebouwen en attracties met als uiteindelijke doel dat de uitstoot tot nul wordt gereduceerd.

2. Bedrijfsmodel en vooruitzichten

Disney is volledig verweven in medialand met dominante TV zenders als ESPN, Disney Channel en ABC. De entertainment industrie heeft zeer hoge toetredingsdrempels vanwege de enorme investeringen die gedaan moeten worden voor de TV rechten. Disney heeft daarnaast de merkrechten van zeer veel (strip)figuren en kan hiermee nog jaren of zelfs decennia vooruit.

Het medialandschap is, zoals altijd, sterk aan veranderingen onderhevig. Dit zorgt voor zowel risico's als kansen voor Disney. Risico's zitten vooral in de afnemende dominantie van TV ten gunste van de sociale media. Daar staat tegenover dat "content" steeds belangrijker wordt en dat Disney deze kan leveren. De overname van concurrent Time Warner door AT&T is daar het bewijs van. Ook heeft Disney een aantal overnames gedaan om haar leidende positie te behouden of te vergroten. Zo kocht het dit jaar een belang in ML Baseball Advanced Media, een bedrijf dat zich richt op de distributie van content van alle vormen van interactieve media. Abonnementshouders kunnen zo

baseball wedstrijden live volgen op hun mobiele apparaten en op de hoogte worden gehouden van alle statistieken van hun favoriete speler of club.

Disney is een wereldwijd bedrijf maar het merendeel van de omzet, zo'n 77% komt uit Noord-Amerika. Het laat zien dat de omzet in de rest van de wereld nog flink kan groeien. Zo opende Disney begin dit jaar haar eerste entertainmentpark in Shanghai.

3. Track record & management

Disney heeft het afgelopen decennium onder leiding van CEO Rob Iger een erg goed track record opgebouwd met een gemiddelde jaarlijkse winstgroei van meer dan 14%. Alleen tijdens de crisis in 2009 daalde de winst met 20% maar dit werd in de jaren daarna snel rechtgezet. Het bedrijf behaalt een hoge operationele winstmarge en ook het rendement op het eigen vermogen laat een gestage groei zien en bedraagt op dit moment 18%. Disney genereert een forse positieve kasstroom waardoor er naast dividendbetalingen ruimte is voor aandelen-inkoopprogramma's.

4. Balansstructuur

Disney heeft een sterke balans met een netto schuld ten opzichte van de bruto winst (EBITDA) van 0,8. In het verleden is de schuld hoger geweest, maar de afgelopen jaren is de schuld flink afgebouwd. Van S&P heeft Disney een A rating met stabiele outlook.

5. Waardering

We waarderen Disney op een koerswinstverhouding van 17 wat lager is dan de afgelopen 10-15 jaar. De reden is dat de winstgroei met 9% ook wat lager is dan het afgelopen decennium. Inclusief dividend verwachten we een gemiddeld rendement van zo'n 10-12% per jaar.

Risico-analyse

De mediawereld verandert, zeker de afgelopen jaren, in rap tempo. De opkomst van goedkope abonnementen via bijvoorbeeld Netflix zijn een gevaar omdat huidige klanten hierdoor gaan bezuinigen op de betaaldiensten van Disney. Toch is Disney redelijk beschermd. Ten eerste omdat het zelf content levert aan Netflix, maar ook omdat de TV zenders als ESPN en Disney Channel unieke content leveren en daardoor minder concurrentie hebben. Verder zijn de resultaten deels afhankelijk van de economie in met name de VS, zowel wat betreft de reclame-inkomsten als de omzet in de entertainmentparken. Ook is Disney afhankelijk van het lanceren van nieuwe karakters, hoewel het bedrijf nog jaren kan teren op de oude (strip)figuren.

Het DoubleDividend Team

Bijlage: Portefeuille karakteristieken

Tabel: Kenmerken portefeuille DDEF per einde maand

Waardering		Risico	
Koers/Winst huidig	20,7	Bèta (raw)	0,94
Koers/Winst verwacht	17,1	Schuld /EBITDA	1,8
EV/EBITDA verwacht	11,1	VAR (Monte Carlo, 95%, 1 jaar)	22,7%
Dividendrendement verwacht	2,4%	Standaarddeviatie	14,6%
Price/ cashflow verwacht	13,9	Tracking error (vs MSCI world)	3,9%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Tabel: Spreiding portefeuille DDEF per einde maand

Spreiding: GICS Sectors		Spreiding: Thuisland	
Information Technology	28%	Australië	3%
Materials	6%	Duitsland	10%
Consumer Staples	7%	Denemarken	2%
Financials	3%	Frankrijk	5%
Consumer Discretionary	21%	Ierland	4%
Industrials	8%	India	2%
Health care	20%	Nederland	4%
Real Estate	1%	Verenigde Staten	55%
Liquiditeiten	6%	Zweden	4%
		Zwitserland	5%
		Liquiditeiten	6%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Tabel: Spreiding portefeuille op basis van omzet van de ondernemingen

Regio	
Verenigde Staten	43%
Europa	24%
Opkomende markten	17%
Overig/onbekend	10%
Liquiditeiten	6%

Bron: DoubleDividend