



## Maandbericht: oktober 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

DDPF heeft over de maand oktober 2016 een rendement behaald van -4,02% (klasse B). Per ultimo oktober 2016 bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 33,93. Het rendement voor 2016 van klasse B, inclusief het uitgekeerde dividend, komt hiermee op 3,13%.

### Uitgelicht: Simon Property Group

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan het Amerikaanse Simon Property Group (SPG), het grootste beursgenoteerde vastgoedbedrijf ter wereld met een marktkapitalisatie van zo'n \$60 miljard en een vastgoedportefeuille met een marktwaarde van \$104 miljard. SPG belegt hoofdzakelijk in dominante (Class A) winkelcentra en premium outlet centra in de Verenigde Staten en heeft daarnaast een belang van iets meer dan 20% in het Franse Klépierre. Het winkellandschap in de VS staat aan de vooravond van ingrijpende veranderingen waarbij een heel aantal winkelcentra van mindere kwaliteit zullen verdwijnen. Dit biedt SPG op de lange termijn juist kansen.

### Fondsinformatie

#### Portefeuille

Omvang	€ 23,0 mln
Waarvan belegd	€ 20,9 mln
Liquide middelen	€ 2,1 mln
Aantal posities	22

#### Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 33,62
Aantal participaties	461.942
Intrinsieke waarde (B)	€ 33,93
Aantal participaties	220.945

#### 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>	-3,76	-1,28	6,08	0,71	3,13	-1,62	5,37	1,01	-1,97	-4,02			<b>3,13</b>

\* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

## Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

Vastgoedaandelen beleefden de slechtste maand van het jaar. De EPRA Total Return Index daalde met 6,9% waardoor het verlies voor het jaar opliep tot -8,6%. Ook het DD Property Fund verloor in oktober iets meer dan 4% maar staat voor het jaar nog ruim 3% in de plus.

De vastgoedsector stond vooral onder druk vanwege de oplopende rente, wat nadelig is voor een kapitaalintensieve sector. De Nederlandse 10-jaarsrente steeg in oktober van 0% naar 0,27%, maar ook elders in de wereld liepen de rentes fors op. Nu uit de FED notulen blijkt dat de Amerikaanse rente in december zeer waarschijnlijk verhoogd gaat worden, maakt ook de ECB een pas op de plaats. Hoewel Draghi de markten verzekerde dat de ECB nog niet denkt aan tapering (het terugdraaien van het ruime monetaire beleid) is er op dit moment ook geen bereidheid om verdere maatregelen te nemen. Dat lijkt ook niet nodig nu de economie voorzichtig aantrekt en ook de inflatie (eindelijk) toeneemt.

Vanwege het slechte beursklimaat heeft OfficeFirst, een belegger in Duitse kantoren, haar beursgang (voorlopig) uitgesteld. Wij hebben het management gesproken maar waren niet erg onder de indruk van de strategie van het bedrijf. Bovendien vonden we de bonus die de CEO bij een succesvolle beursintroductie zou krijgen niet passen. Waarom moet een nieuwe CEO bij een beursnotering op voorhand een miljoenenbonus krijgen? En waarom moet deze worden betaald door de nieuwe aandeelhouders?

Ondanks de zwakke markt was er ook goed nieuws te melden. Het recent aangekochte Mitsui Fudosan zorgde voor de grootste positieve bijdrage met een rendement van 10,6%. Ook het Noorse Entra zat - net als vorige maand - bij de grootste stijgers. De kantorenspecialist is één van de grootste posities van DDPF en profiteert van de goede marktomstandigheden in met name Oslo.

Unibail-Rodamco zorgde voor de grootste negatieve bijdrage. Unibail-Rodamco is de grootste positie en het meest liquide Europese vastgoedaandeel. Het aandeel wordt in een nerveuze markt door beleggers gebruikt om snel positie af te bouwen. Overigens kwam Unibail-Rodamco net als branchegenoot Klépierre met prima kwartaalcijfers.

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

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Mitsui Fudosan (Jpn)	10,6%	0,2%	Unibail-Rodamco (Fra)	-9,6%	-0,8%
Entra (Noo)	1,4%	0,2%	Klépierre (Fra)	-8,7%	-0,6%
Hysan Development (HK)	1,0%	0,0%	Unite (VK)	-11,9%	-0,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we gebruik gemaakt van de zwakke markt door een flink aantal aankopen te doen. Hierdoor is de kaspositie gedaald van bijna 18% naar iets meer dan 9%. We hebben de posities in Eurocommercial Properties, Equity Residential, Klépierre, Simon Property Group, SL Green, Unibail-Rodamco en Vonovia verder uitgebreid. Door de aankopen is de top 10 behoorlijk veranderd. Unibail-Rodamco is met een gewicht van 9,9% weer de grootste positie. Verder hebben Hufvudstaden en Intu Properties plaatsgemaakt voor Simon Property Group en Equity Residential.

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

Onderneming en gewing			
Unibail-Rodamco (Fra)	9,9%	Hysan Development (HK)	5,7%
Entra (Noo)	8,7%	Equity Residential (VS)	5,4%
Klépierre (Fra)	6,3%	Simon Property Group (VS)	4,8%
Eurocommercial Properties (Ned)	6,2%	Befimmo (Bel)	4,5%
Vonovia (Dui)	5,9%	Gecina (Fra)	4,0%

Bron: DoubleDividend

## Onderneming uitgelicht: Simon Property Group

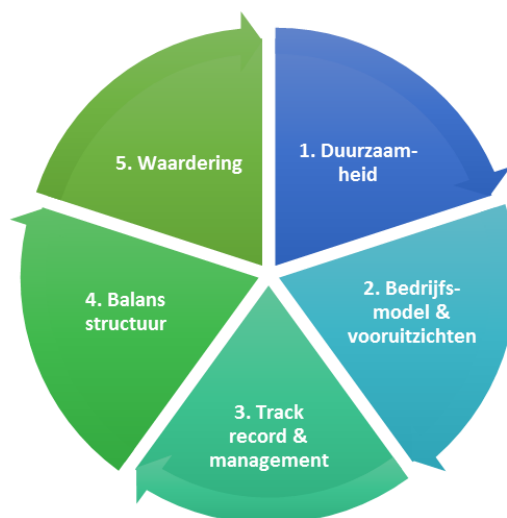
### Profiel

De voorloper van Simon Property Group (SPG) werd in 1960 opgericht door twee broers, Melvin en Herbert Simon. Sinds 1993 is SPG beursgenoteerd waarna het via heel veel acquisities en overnames is uitgegroeid tot het grootste beursgenoteerde vastgoedbedrijf ter wereld met een marktkapitalisatie van \$60 miljard en een portefeuillewaarde van \$104 miljard. Huidige CEO is David Simon, zoon van oprichter Melvin Simon. De onderneming uit Indianapolis bezit meer dan 100 dominante winkelcentra in de VS, 70 outlet centers en daarnaast belangen in 23 outlet centers in Azië, Europa, Canada en Mexico. Ook heeft SPG een belang van 20,3% in het Franse Klépierre.

### 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 bij SPG een integraal onderdeel van de strategie. Zowel bij bestaande als nieuwe winkelcentra wordt getracht de toekomstige onderhoudskosten en de ecologische voetafdruk te

minimaliseren. Het energieverbruik in de winkelcentra is hierdoor sinds 2003 met 32% gedaald. Als één van de weinige Amerikaanse spelers heeft SPG een heel aantal concrete doelstellingen om de CO<sub>2</sub> uitstoot, het waterverbruik en het afval te verminderen. SPG investeert veel in haar centra om zo het aanbod voor retailers en de beleving voor klanten te verbeteren. Dit zorgt ervoor dat een winkelcentra succesvol blijft en als trekpleister dient voor heel veel andere bedrijven waardoor de werkgelegenheid en leefbaarheid toeneemt.

## **2. Bedrijfsmodel, portefeuille en vooruitzichten**

De markt voor winkelvastgoed in de VS is geen gemakkelijke markt. Er zijn per saldo teveel winkelcentra en internetverkopen hebben de druk op bestaande retailers de afgelopen jaren extra verhoogd, met reorganisaties en faillissementen tot gevolg. Met name traditionele warenhuizen als Macy's, Sears, JCPenney en Nordstrom, vaak de grootste huurders in winkelcentra, hebben het lastig. Zo maakte Macy's bekend 15% van haar vestigingen te zullen sluiten. De analisten van GreenStreet, een vooraanstaand researchbureau, hebben becijferd dat 400 tot 500 van de in totaal 1.100 grote winkelcentra uiteindelijk zullen verdwijnen, inkrimpen of herontwikkeld moeten worden. Toch zijn juist de vooruitzichten voor de 250-300 winkelcentra in het absolute topsegment op lange termijn goed. Retailers gebruiken juist deze grote dominante winkelcentra om te laten zien wat ze in huis hebben. Ook grote Europese spelers als H&M en Zara kiezen steeds meer voor grotere winkels in deze centra in combinatie met een onlinestrategie. Alleen de dominante centra weten nieuwe spelers zoals Acne, DSQUARED2 en Forever 21 aan zich te binden. SPG bezit net iets meer dan 100 winkelcentra in dit topsegment en is hiermee de absolute nummer 1 in Amerika. De onderneming is een niet te omzeilen partner voor retailers en biedt retailers een uniek platform met de hoogste omzet per m<sup>2</sup>.

## **3. Track record**

Sinds de beursgang in 1993 heeft SPG een totaalrendement van meer dan 16% per jaar behaald en is hiermee één van de best presterende Amerikaanse vastgoedbedrijven. De gemiddelde jaarlijkse winstgroei bedroeg de afgelopen 10 jaar 8 tot 9%. Alleen in de crisisjaren 2009 en 2010 daalde de winst licht. Voor de komende jaren verwachten we dat de winst met 7-8% per jaar zal groeien.

## **4. Balansstructuur**

De schuld bedraagt nog geen 40% van de waarde van de portefeuille wat voor Amerikaanse begrippen relatief laag is. SPG heeft dan ook een A rating van S&P. De kosten van het vreemd vermogen zijn met 3,8% echter nog aan de hoge kant aangezien SPG nog een heel aantal oude leningen tegen hoge rentes in de boeken heeft staan. Op nieuwe 10-jarige leningen betaalt SPG op dit moment 2,7%, hetgeen laat zien dat de kosten de komende jaren nog omlaag kunnen. Wel kan een forse stijging van de Amerikaanse rente roet in het eten gooien.

## **5. Waardering**

Bij de waardering van Amerikaanse vastgoedaandelen wordt meer naar de cash flow (FFO) gekeken dan naar de intrinsieke waarde. In tegenstelling tot de Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen publiceren Amerikaanse REITs geen intrinsieke waarde. Rekening houdend met de groeivoorzichten en de historische waardering waarderen we SPG op een FFO multiple van 18, hetgeen tegen de huidige koers een jaarlijks verwacht rendement van zo'n 10% betekent.

## **Risicoanalyse**

Gezien de sterke balans in combinatie met de hoge kwaliteitsportefeuille vinden wij het risico van SPG relatief laag. Het grootste risico is een flinke recessie waardoor een groot aantal huurders in de problemen komt en huren dalen. Ook een sterke stijging van de rente of een daling van de dollar vormen risico's. 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	5,3%	Schuldratio	30%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	93%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	20,9%
Dividendrendement, huidig	3,6%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,72
		Standaarddeviatie	13,9%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Spreiding over landen en sectoren

De spreiding over de verschillende vastgoedsectoren liet door de koersbewegingen en de aankopen flink wat veranderingen zien. Zo steeg het aandeel winkels als gevolg van de aankopen in Eurocommercial Properties, Unibail-Rodamco, Klépierre en Simon Property Group van 33% naar 38%. De weging van woningen nam met 2% toe door de aankoop van Vonovia. Ook kantoren en overig vastgoed stegen licht. De kaspositie nam met de helft af en bedroeg per maandultimo 9%.

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

Sector en weging	
Winkels	38%
Kantoren	27%
Woningen	19%
Overig	7%
Liquiditeiten	9%

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 23% naar 28%.

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

Sector en weging	
Benelux	5%
Duitsland	8%
Frankrijk	14%
Verenigd Koninkrijk	9%
Scandinavië	16%
Zwitserland	2%
Overig Europa	8%
Buiten Europa	28%
Liquiditeiten	9%

Bron: DoubleDividend