



## Maandbericht: maart 2017

### Profiel

DD Property Fund N.V. (DDPF of DD Property Fund) 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

DD Property Fund heeft over de maand maart 2017 een rendement behaald van -0,1% (klasse B). Per ultimo maart 2017 bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 34,30. Het rendement voor 2017 bedroeg per ultimo maart 0,7%.

### Uitgelicht: Klépierre

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan winkelbelegger Klépierre, na Unibail-Rodamco de grootse belegger van in winkelcentra van Europa. Klépierre heeft de afgelopen jaren de kwaliteit van de portefeuille flink weten te verbeteren met aantrekkelijke huurgroei tot gevolg. De koersen van vastgoedfondsen met een focus op winkelcentra staan (wereldwijd) onder druk als gevolg van het snel veranderende winkellandschap, vooral door verstedelijking en de aanhoudende groei van e-commerce. De markt maakt daarbij nauwelijks onderscheid tussen de kwaliteit van de onderliggende vastgoedportefeuilles. Dit zorgt voor een aantrekkelijk instapmoment in vastgoedfondsen met een portefeuille van hoge kwaliteit zoals Klépierre.

### Fondsinformatie

#### Portefeuille

Omvang	€ 24,5 mln
Waarvan belegd	€ 23,6 mln
Liquide middelen	€ 0,9 mln
Aantal posities	22

#### Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 33,92
Aantal participaties	461.741
Intrinsieke waarde (B)	€ 34,30
Aantal participaties	256.221

#### 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 totaalrendementen 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	-0,70	2,66	<b>5,13</b>
<b>2017</b>	-2,14	3,02	-0,13										<b>0,68</b>

\* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

## Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Total Return Index sloot de maand af met een winstje van 0,3% waardoor de jaarwinst opliep naar 1,4%. Ook het DD Property Fund kwam in maart nauwelijks van haar plaats en staat voor het jaar op een bescheiden winst van 0,7%. Ondanks de goede kwartaal- en jaarcijfers weten vastgoedaandelen het vertrouwen van beleggers maar moeilijk te winnen. Zo zijn er zorgen over de winkelsector, de aanstaande verkiezingen in Frankrijk en Duitsland, de impact van een mogelijke belastingherziening in Zweden en de angst voor een oplopende rente in de Verenigde Staten.

Ondanks alle zorgen zijn vastgoedaandelen volgens ons aantrekkelijk gewaardeerd. De gemiddelde korting ten opzichte van de intrinsieke waarde bedraagt voor DDPF inmiddels zo'n 12% en het dividendrendement is oplopen tot rond de 4%. Voor de komende jaren verwachten we dat de vastgoedbedrijven een verdere winstgroei, stijgende dividenden en licht oplopende waardes weten te realiseren. We zijn dan ook optimistisch over de haalbaarheid van de afgegeven netto rendementsdoelstelling van 5-7% gemiddeld per jaar.

Het hing al een tijdje in de lucht maar op 30 maart maakte de Zweedse regering het voornemen bekend dat vastgoedfondsen verplicht zijn om bij verkoop van een pand de vermogenswinstbelasting meteen te voldoen. Momenteel weten vastgoedbeleggers de vermogenswinstbelasting veelal te vermijden door de verkoop van een entiteit met daarin het onroerend goed, in plaats van het pand zelf. Vanaf (waarschijnlijk) januari 2018 moeten de winstbelasting geheel worden afgerekend bij verkoop van een pand. Positief is dat onder de nieuwe regels de overdrachtsbelasting in Zweden wordt verlaagd van 4,25% naar 2%.

Het DDPF heeft een belegging in het Zweedse Hufvudstaden. Hufvudstaden heeft de meeste panden al zeer lang in bezit met flinke latente belastingverplichtingen tot gevolg. De nieuwe belastingwet pakt voor Hufvudstaden in theorie dus ook negatief uit, maar gezien de zeer lange beleggingshorizon van Hufvudstaden worden maar weinig panden verkocht en is het maar zeer de vraag of de onderneming deze belastingen ooit hoeft te betalen. Bovendien blijven de vooruitzichten voor de Zweedse markt en Hufvudstaden in het bijzonder erg goed. Van de daling van de aandelenkoers hebben we dan ook gebruik gemaakt door wat aandelen bij te kopen.

De posities in Frankrijk zorgden voor de grootste positieve bijdrage aan het resultaat. De afgelopen maanden stond de Franse beursgenoteerde vastgoedmarkt onder druk vanwege onzekerheid over de uitslag van de aanstaande presidentsverkiezingen. Echter, nu uit de laatste peilingen blijkt dat Le Pen zeer waarschijnlijk in de tweede ronde zal verliezen, durven beleggers weer voorzichtig in te stappen. Vooral Gecina leverde met een koerssprong van meer dan 8% een flinke bijdrage aan het resultaat. De aandelenkoers van de Parijse kantorenspecialist wist extra te profiteren vanwege een aandeleninkoop programma van € 500 miljoen. Aan de andere kant zorgde het Amerikaanse Simon Property Group met een verlies van 7,3% voor de grootste negatieve bijdrage. Zoals al in eerdere

maandberichten gemeld, hebben een aantal grote warenhuizen in de Verenigde Staten, zoals Sears en Macy's, last van dalende verkopen als gevolg van toenemende concurrentie van online verkopen. Hoewel de directe impact op Simon minimaal is, bepaalt dit wel het sentiment. Ook de verwachting dat de FED de rente dit jaar een aantal keren zal verhogen werkt niet mee.

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

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Gecina (Fra)	8,2%	0,6%	Simon Property Group (VS)	-7,3%	-0,3%
Unibail-Rodamco (Fra)	4,1%	0,4%	Entra (Noo)	-3,6%	-0,2%
Klépierre (Fra)	4,0%	0,3%	Mitsui Fodusan (Jpn)	-6,3%	-0,2%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we de posities in zowel Eurocommercial Properties en Hufvudstaden uitgebreid waardoor de kaspositie daalde tot onder rond de 4%. Vooral Eurocommercial Properties heeft flink opwaarts potentieel. De koers van het aandeel staat al sinds september vorig jaar onder druk en is inmiddels gedaald tot hetzelfde niveau als in mei 2014. Op de huidige beurskoers betekent dit een korting van 23% ten opzichte van de intrinsieke waarde van € 43 per december 2016. Ook het dividendrendement van meer dan 6% is zeer aantrekkelijk.

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

Onderneming en weging			
Unibail-Rodamco (Fra)	10,1%	Eurocommercial Properties (Ned)	5,9%
Gecina (Fra)	7,8%	ADO Properties (Dui)	5,5%
Vonovia (Dui)	7,3%	Hysan Development (HK)	5,4%
Klépierre (Fra)	6,6%	Hufvudstaden (Zwe)	4,8%
Entra (Noo)	6,2%	Befimmo (Bel)	4,3%

Bron: DoubleDividend

## Onderneming uitgelicht: Klépierre

### Profiel

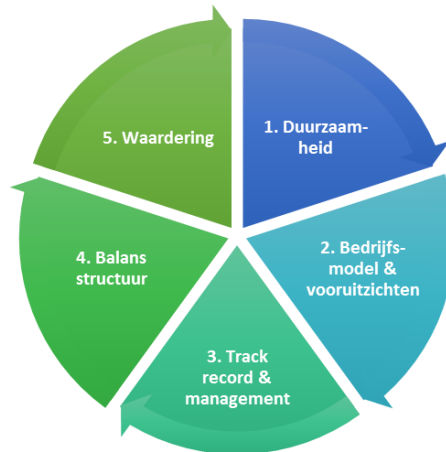
Klépierre is na Unibail-Rodamco de grootste belegger in Europese winkelcentra. Klépierre bezit een Europese portefeuille met een waarde van € 23 miljard verdeeld over 57 steden in 16 landen. Naast Frankrijk is de onderneming actief in onder andere Scandinavië, Italië, Spanje, Nederland en Centraal-Europa. In Nederland is Klépierre vooral bekend van de overname van Corio in 2015. Belangrijkste aandeelhouder is het Amerikaanse Simon Property Group met een belang van 29%.

De afgelopen maanden stonden de koersen van vastgoedfondsen die in winkelcentra beleggen wereldwijd onder druk. De markt is de veranderende omstandigheden in de retailsector aan het inprijzen, maar maakt daarbij weinig onderscheid tussen winkelcentra beleggers met een portefeuille van hoge of lage kwaliteit. Dit biedt naar onze mening aantrekkelijke kansen. Vooral vastgoedbedrijven met een portefeuille van hoogwaardige dominante winkelcentra zoals Unibail-Rodamco, Klépierre en Simon Property Group zijn daarom op dit moment aantrekkelijk.

## 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©



De strategie van Klépierre is vergelijkbaar met die van de grote broer Unibail-Rodamco. Beide ondernemingen focussen zich op dominante winkelcentra in Europa. Belangrijk verschil tussen beide ondernemingen (naast de omvang) is de geografische spreiding. Klépierre is wat breder gespreid, hetgeen vooral betekent dat het aandeel Frankrijk minder groot is. Klépierre heeft naast Frankrijk een stevige positie in Scandinavië (17%), Italië (18%), het Iberische schiereiland (9%) en Centraal en Oost-Europa (10%). De kwaliteit van de portefeuille van Klépierre werd altijd als uitstekend beoordeeld, maar minder dan die van Unibail-Rodamco. Op dit vlak heeft Klépierre de afgelopen jaren een sprong vooruit gemaakt. Door actief management en verkoop van winkelcentra van mindere kwaliteit ontlopen beide spelers elkaar niet meer zoveel. Deze ontwikkeling is ook zichtbaar in de huurgroei van de portefeuille. De afgelopen jaren bevindt de huurgroei van de portefeuille van Klépierre zich op een stabiel hoog niveau van boven de 3%.

Natuurlijk heeft Klépierre ook te maken met de veranderde omstandigheden in het winkellandschap, waarbij online verkopen en *omnichannel* (meerdere verkoopkanalen) strategieën steeds belangrijker worden. Maar als gevolg van de verbeterde kwaliteit van de portefeuille zijn de vooruitzichten voor huurgroei nog steeds goed. In onze modellen rekenen we met een gemiddelde huurgroei van circa 2,5% per jaar. Daarnaast biedt de ontwikkelingspijplijn van Klépierre van in totaal 1,5 miljard euro nog mogelijkheden voor verdere groei.

Op het gebied van duurzaamheid behoort Klépierre tot de absolute koplopers. Klépierre heeft een breed scala aan doelstelling op het gebied van energieverbruik, CO<sup>2</sup>-uitstoot, afval en water en welzijn. Ook heeft Klépierre beleid om de winkelcentra beter bereikbaar te maken met schonere manieren van transport. Ook extern is er veel erkenning voor de inspanningen van Klépierre op het gebied van duurzaamheid. Zo heeft onderzoeksbureau GRESB de Franse vastgoedbelegger beoordeeld als de op één na meest duurzame belegger in de retailsector wereldwijd.

Geheel volgens de filosofie van DoubleDividend beschikt Klépierre over een sterke balans. De schulden maakten ultimo 2016 circa 37% uit van het balanstotaal. Ook de kosten van vreemd vermogen zijn laag met 2,1%. Klépierre handelt op dit moment op een korting ten opzichte van de intrinsieke waarde en biedt een verwacht dividendrendement van ruim 5%.

## 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	33%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	88%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	18,8%
Dividendrendement, huidig	3,9%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,75
		Standaarddeviatie	12,5%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

## Spreiding over landen en sectoren

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

Sector en gewing	
Winkels	36%
Kantoren	31%
Woningen	24%
Overig	5%
Liquiditeiten	4%

Bron: DoubleDividend

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

Sector en gewing	
Benelux	5%
Duitsland	14%
Frankrijk	23%
Hongkong	8%
Japan	3%
O. Europa en Turkije	9%
Scandinavië	14%
Verenigd Koninkrijk	7%
Verenigde Staten	12%
Liquiditeiten	4%

Bron: DoubleDividend