



The Specialist in Dutch small and midcaps

INVESTMENT CASE

HunterDouglas 

Inhoudsopgave

1. Investeringsaanpak en -rationale Add Value Fund	5
2. Casus Hunter Douglas	6
3. De Onderneming.....	8
4. De kracht van Hunter Douglas.....	10
5. Track Record.....	12
6. Twaalf jaar Hunter Douglas.....	15
7. Balans	16
8. Management.....	18
9. Grootaandeelhouders.....	19
10. Evaluatie cijfers boekjaar 2018.....	20
11. Cijfers eerste 9 maanden 2019	24
12. Concurrentiepositie & Marktaandeel.....	26
13. Waardering.....	29
14. Groeidrivers	32
15. Maatschappelijk verantwoord ondernemen.....	36
16. SWOT-analyse.....	38
17. Strategie & Doelstellingen.....	39
18. Groeiperspectieven	40
19. Conclusie & Koersdoel	41

Beurskoers 26 november 2019: € 58,40

Beurswaarde	€ 2,03 miljard
Aantal uitstaande aandelen	34.789.921
Vrij verhandelbaar	17,3%
Hoog/Laag 52 weken	€ 64,80 / 53,60
Rendement 12 maanden	+0,3%
Beta vs AScX-index	0,40
Dividendrendement 2018	3,4%
Koers/winst verhouding 2019 tax	8,5
Bloomberg symbol	HDG NA
Thomson Reuters symbol	HUDN.AS
Website	hunterdouglasgroup.com

Koers Hunter Douglas



Jaar	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Totaal Jaarrendement	36%	9%	21%	37%	-14%	-51%	51%	47%	-24%	6%	16%	9%	8%	53%	38%	-17%	4%
Dividend Yield	4,6%	3,6%	4,7%	4,3%	3,3%	2,0%	4,3%	23,5%	3,2%	4,3%	4,2%	3,8%	3,9%	4,1%	3,3%	2,6%	3,4%
WPA groei	16%	15%	4%	31%	-24%	-48%	-21%	71%	-35%	-2%	20%	16%	56%	28%	1%	11%	9%

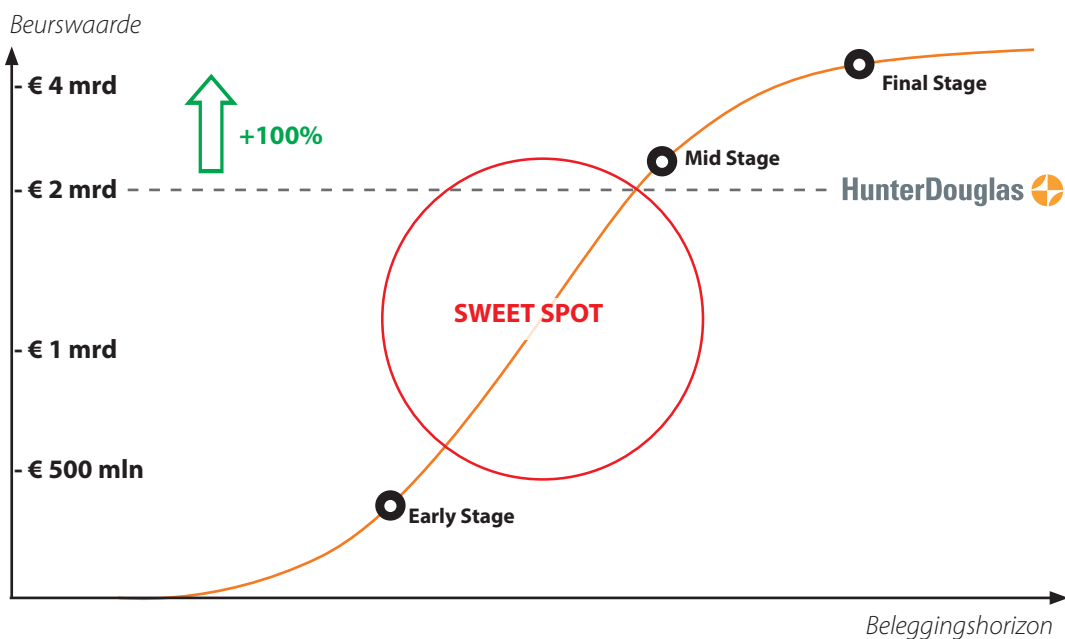
Totaal Rendement Hunter Douglas



1. Investeringsaanpak en -rationale Add Value Fund

De beheerders van Add Value Fund zijn continu op zoek naar ondergewaardeerde beursgenoteerde Nederlandse kleine en middelgrote ondernemingen die wereldwijd actief zijn in **structurele groei-** en/of **nichemarkten**. Deze zogenaamde small- en midcaps of **'mini-multinationals'** hebben vanwege hun omvang een aantrekkelijker groeipotentieel dan grote ondernemingen of largecaps. Via een **'bottom-up stock picking'** aanpak - *diepgaande fundamentele en waardeanalyse* - selecteren de beheerders **'groeibriljanten'** die zich in de stijl oplopende fase, ofwel de **sweet spot** van de **S-curve** bevinden.

S-CURVE → van small- en midcap naar largecap



2. Casus Hunter Douglas

Hunter Douglas is een onderneming die zich in de **mid stage** van de **S-curve** bevindt (zie grafiek op pagina 5) en wereldmarktleider is in een aantrekkelijke nichemarkt. In deze Investment Case zullen wij ingaan op de beleggingsmerites van Hunter Douglas dat de komende jaren door een combinatie van autonome groei en acquisities gestaag kan uitgroeien tot een *largecap* onderneming.

De belangrijkste kernpunten uit deze Investment Case:

- Hunter Douglas is de onbetwiste wereldmarktleider in raambekleding met haar productportfolio op de twee thuismarkten Noord-Amerika en Europa, tezamen goed voor 87% van de groepsomzet van ruim \$ 3,6 miljard.
- Het ervaren managementteam heeft de afgelopen jaren een uitstekend track record gerealiseerd. De komende jaren zal het accent komen te liggen op het benutten van de schaalgrootte van de onderneming. Mede hierdoor kan de verwachte sterke groei in online-bestedingen en de smart home markt worden omgezet in een verdere verbetering van de winstgevendheid.
- De resultaten van de potentiële groeimarkten Azië en Latijns Amerika, gezamenlijk goed voor circa 11% van de groepsomzet, vallen tegen. Wij voorzien op een driejaars termijn hier geen wezenlijk verbetering.
- Hunter Douglas genereert een aanzienlijke jaarlijkse operationele cashflow van \$ 300 - 400 miljoen. Omdat de (vervangings)investeringen ruimschoots uit de afschrijvingen kunnen worden gefinancierd, is er ruimte om de pay out ratio (nu: 30,5%) te verhogen of de inkoop van eigen aandelen te overwegen. Daarbij past de aantekening dat naar het oordeel van het management er geen acquisitie-kandidaten van de omvang van Hillarys of Levolor (waarde: > \$ 200 miljoen) beschikbaar zijn.
- De balans van Hunter Douglas is sterk met een zichtbare solvabiliteit van 45% per medio 2019. De merknamen Hunter Douglas en Luxaflex vertegenwoordigen een substantiële stille reserve.
- Hunter Douglas levert traditioneel een prominente bijdrage op het gebied van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO). De raambekledings- en architectonische producten van Hunter Douglas dragen bij aan een optimaal leefklimaat en verlagen de energiekosten en CO₂-uitstoot van gebouwen en woningen. Bovendien wordt in de productie gebruik gemaakt van gerecyclede materialen.
- Wij voorzien een winststijging in 2019 en 2020 als gevolg van een lichte groei in de twee thuismarkten Noord-Amerika en Europa, alsmede door een lagere belastingdruk en lagere herstructureringslasten.
- Voor 2019 taxeren wij een winst per aandeel van € 6,85 waaruit een dividend van € 2,40 betaalbaar kan worden gesteld (pay out ratio: 35%).
- Met een koers/winstverhouding van slechts 8,5x de verwachte winst 2019 noteren de aandelen Hunter Douglas met een discount van ruim 50% ten opzichte van de *peer group*. Ook op basis van andere waarderingsmaatstaven bedraagt de discount minimaal 50 tot 75%.

- Indien het management erin slaagt de winstgevendheid de komende jaren verder te verhogen en adequaat in te spelen op de kansen in de markt, kunnen operationele (EBIT-) marges van 10% en hoger realiteit worden.
- Hunter Douglas is bovengemiddeld gevoelig voor een wereldwijde recessie. Een dergelijk scenario zou tijdelijk kunnen leiden tot omzet- en margedruk en bijgevolg tot verlaging van onze winsttaxaties.
- Uitgaande van een waardering conform de *peer group* zou een K/W-verhouding van 17,3x aan Hunter Douglas mogen worden toegekend. Hiermee komt een koersdoel van € 118,50 in beeld. Inclusief het verwachte toekomstige dividendrendement bedraagt het totale opwaartse koerspotentieel daarmee circa 107%.
- De aantrekkelijke waardering van het aandeel Hunter Douglas verklaart de hoge weging van 13% in de portefeuille van het Add Value Fund.

3. De Onderneming

Hunter Douglas is de onbetwiste wereldmarktleider op het gebied van raamdecoratie en een belangrijke producent van architectonische producten. De Hunter Douglas Group bestaat uit 134 ondernemingen, waarvan 47 zich toeleggen op productie en 87 op assemblage. Daarnaast zijn er verkoopkantoren in meer dan 100 landen. De groep telt circa 24.000 medewerkers die op jaarbasis een omzet genereren van \$ 3,6 miljard (2018). Hunter Douglas is een familieonderneming: Executive Chairman Ralph Sonnenberg is de zoon van oprichter Henry Sonnenberg en Ralph's twee zonen, David en Marko, zijn beide Co-President en CEO. De familie Sonnenberg houdt een belang van 82,68% van de gewone aandelen en 99,4% van de preferente aandelen. De *free float* van de aandelen die worden verhandeld op Euronext Amsterdam, is bijgevolg gering. Er zijn geen analisten die de onderneming actief volgen waardoor de prijsvorming van het aandeel sub-optimaal is. De aandelen hebben in zekere zin een illiquide status, al worden van tijd tot tijd aanzienlijke pakketten, ook buiten de officiële beurs, verhandeld.

Hunter Douglas is een verticaal geïntegreerde groep van bedrijven. Met dochteronderneming Hunter Douglas Metal Trading bezit de groep een vooraanstaand handelshuis in aluminium en schroot. Dit bedrijfsonderdeel realiseerde in 2018 een handelsomzet van \$ 640 miljoen, waaruit een nettowinst van \$ 17 miljoen werd behaald. Hunter Douglas Group neemt in de gerapporteerde cijfers uitsluitend het winstaandeel van deze activiteit mee, omdat deze pure handelsactiviteit verder volledig losstaat van het verdienmodel van de twee overige activiteiten, de productie en distributie van raambekledings- en architectonische producten. Op 13 september jl. werd bekend dat Hunter Douglas de handelsdivisie verkoopt via een management buy out.

Met de productie van lamellen en componenten werd de basis van de groep meer dan zeventig jaar geleden gelegd door Henry Sonnenberg en Joe Hunter toen zij een uniek en geïntegreerd productieproces voor lichtgewicht aluminium strips ontwikkelden. Dit proces stond aan de basis van de *horizontale jaloezie*, die allereerst werd geïntroduceerd in de Verenigde Staten en waarmee Hunter Douglas al snel marktleider werd. Binnen 20 jaar breidde Hunter Douglas uit naar Europa, Australië en Latijns Amerika. Aansluitend werd vanaf 1980 ook de Aziatische markt betreden. Anno 2019 is de productie ondergebracht in wereldwijd vijftig locaties. Sinds 2014 wordt het Amerikaanse Hunter Douglas-merk volledig binnen de eigen groep - productie van componenten in één van de acht Amerikaanse fabrieken en aansluitend de assemblage van deze componenten in een op order gespecificeerde levering in een van de HD-assemblage vestigingen in Maryland, Utah of Californië - vervaardigd en direct uitgeleverd aan de Hunter Douglas-dealer. Deze gestroomlijnde organisatie geeft Hunter Douglas een concurrentievoordeel: orders-op-maat kunnen sneller worden uitgeleverd dan die van andere aanbieders. Het overgrote deel van de winst wordt dan ook behaald met de verkoop van de merkproducten van Hunter Douglas (Verenigde Staten) en Luxaflex (Europa) in de vorm van raambekleding die is gepositioneerd in het hogere midden- en topsegment van de markt. Deze verkoop vindt traditioneel plaats via een fijnmazig netwerk van onafhankelijke dealers, die de Hunter Douglas-producten op exclusieve basis verkopen. Hunter Douglas ondersteunt deze dealers met aanzienlijke uitgaven voor marketing en sales, zodat de HD-propositie optimaal wordt gepresenteerd aan de doelgroep.

Naast raambekleding is Hunter Douglas ook een toonaangevende producent van architectonische producten, zoals plafond- en gevelsystemen. In 2018 werd in dit segment op een omzet van \$ 496 miljoen een bedrijfsresultaat van \$ 32 miljoen behaald (EBIT-marge: 6,5%). Traditioneel worden in dit segment lagere marges gerealiseerd dan in raambekleding.

Ruim 87% van de groepsomzet wordt in de twee thuismarkten, Noord-Amerika en Europa, gerealiseerd.

4. De kracht van Hunter Douglas

- **Cultuur**

'*Business is people*' is het belangrijkste ijkpunt in de filosofie van Hunter Douglas. Hierbij wordt de groep gezien als een decentraal georganiseerde federatie van gespecialiseerde ondernemingen. Sinds 2010 deed Hunter Douglas 32 overnames voor een totaal overnamebedrag van \$ 911 miljoen, ofwel aan een gemiddelde overname werd circa \$ 28,5 miljoen besteed. Veel van deze overgenomen bedrijven staan nog onder leiding van de oorspronkelijke oprichter/eigenaar die zich, in Hunter Douglas-verband, kan profileren als ware hij/zij een zelfstandige ondernemer.

- **Research & Development**

Als de absolute wereldmarktleider op het gebied van raambekleding staat Hunter Douglas vooraan voor wat betreft de ontwikkeling en introductie van nieuwe productconcepten. De schaalomvang van de groep in combinatie met het verticaal geïntegreerde bedrijfsmodel stelt Hunter Douglas in staat om nieuwe producten *end-to-end* te introduceren: van basismateriaal tot productdesign, van componentenengineering tot volledig geautomatiseerde assemblage en van industrieel ontwerp tot componenten die eenvoudig zijn te installeren. Hunter Douglas besteedt op jaarbasis \$ 47 miljoen aan Researchkosten, overeenkomend met 1,3% van de groepsomzet. De groep heeft meer dan 300 R&D-medewerkers in dienst in R&D-centra in de Verenigde Staten, Nederland en Duitsland en, sinds 2008, ook in China en Zuid-Korea. De prioriteiten van de R&D-inspanningen zijn het bereiken van de juiste balans tussen vorm en functie, het beheersen van de kwaliteit van de lichtinval gecombineerd met de veiligheid, het bedieningsgemak en de duurzaamheid van de producten. Op 19 februari 2019 sleepte Hunter Douglas 8 van de 22 product awards van de jaarlijkse *Window Coverage Manufacturers Association* verkiezing in de wacht. De *Sonnette Cellular Roller Shades* van Hunter Douglas werd verkozen tot Product van het jaar 2017.

- **Productie & Maatwerk**

Ruim 70 jaar geleden was Hunter Douglas een pionier met de introductie van de lamellen voor aluminium jaloezieën op basis van een uniek continu-giet proces voor aluminium. De productie van basismaterialen is samengevoegd in enkele grote en efficiënte productiecentra, terwijl 86 aan de groep verbonden fabrikanten in de thuismarkten van Hunter Douglas ervoor instaan dat de lokaal gewenste producten tijdig en efficiënt worden geleverd. Het op klantenspecificatie produceren van luxe raambekleding is een zeer complexe aangelegenheid. Hunter Douglas onderscheidt zich door (a) het kunnen aanbieden van operationele oplossingen voor zeer uiteenlopende raamstructuren over de gehele wereld (b) het kunnen leveren van een brede range van materialen en kleurstellingen die tegemoet komt aan de wensen van de lokale klant; Hunter Douglas is in staat om standaard wereldwijd in minder dan vijf dagen haar producten op klantspecificatie te leveren (c) in-huis ontwikkelde productie- en assemblageprocessen alsmede toonaangevend in de levering van assembleer-machines en -technologie ten behoeve van de fabricageklanten over de gehele wereld.

- **Wereldwijde Multi-Channel distributie**

De afzetmarkt van raambekledingsproducten is zeer divers. Smaak- en stijlverschillen per land/regio/continent alsook de aankooplocatie (online/offline/premium/discount) vergen een gedifferentieerde distributiebenadering. Hunter Douglas voorziet in de verschillende

vraagbehoeftes door middel van het aanbieden van specifieke distributie-formats:

- 1) Specialty Retail:** in het topsegment van de raambekledingsindustrie worden de merken Hunter Douglas en Luxaflex gevoerd die door een selecte groep van 10.000 onafhankelijke gespecialiseerde dealers worden gedistribueerd. Hunter Douglas beschouwt deze groep als strategische partners. Iets lager in de productsegmentatie is er een tweede groep dealers die zorgdraagt voor de distributie van de handelsmerken die zijn gericht op meer prijsbewuste klanten;
- 2) Shop-at-home:** er zijn consumenten die thuis wensen te worden voorgelicht over de mogelijkheden van raambekleding. Met de acquisitie van Hillarys in het Verenigd Koninkrijk in 2017 heeft Hunter Douglas ook dit marktsegment ontsloten;
- 3) Onafhankelijke fabricage:** wereldwijd belevt Hunter Douglas enkele duizenden onafhankelijke alsmede 87 eigen fabrikanten die hun eindproducten weer afzetten via hun netwerken van lokale dealers;
- 4) Mass-Merchants:** grote woonartikelenoutlets die zijn gericht op het DIY (do-it-yourself) segment. Met de overname van Levolor in 2016 is Hunter Douglas marktleider in dit segment in de Verenigde Staten. The Home Depot en Lowe's zijn belangrijke afnemers;
- 5) E-commerce:** online shopping wint snel terrein als distributie-format. Met de aankoop van een 60,2%-belang in het Britse blinds2go in 2016 verwierf Hunter Douglas de marktleider in dit deelsegment van de Britse markt. In mei van dit jaar volgde de overname van Stores-Discount, de marktleider in e-commerce voor raambekledingsproducten in Frankrijk. Sinds oktober van dit jaar is blinds2go met dochtermaatschappij Tuiss Raamdecoratie ook actief als online aanbieder in de Benelux.

- **Consumentenmarketing**

In 2018 spendeerde Hunter Douglas een bedrag van \$ 708 miljoen aan verkoop- en marketingkosten. Hiervan had \$ 618 miljoen (87%) betrekking op de raambekledingsactiviteiten en de resterende \$ 90 miljoen op de architectonische producten. Het accent van de consumentenmarketing ligt onveranderd op het voortbouwen aan merken met een eersteklas reputatie voor design en kwaliteit. De laatste jaren is de relatie met de retail-partners aangehaald door middel van direct response marketing met inbegrip van digitale marketing technieken en online lead generatie.

- **Retailontwikkeling**

Hunter Douglas creëerde als eerste in de raambekledingsindustrie het wereldwijd opererende Retail Alliance Program. Circa 90% van de merkproducten van de groep worden onder dit programma verkocht. Het Retail Alliance Program is een interessant verdienmodel voor retailers waarbij zaken als verkoop- en marketingprogramma's, advertentie- en promotieprogramma's, staalboeken, displays en winkelmanagementsystemen worden aangeboden. Specifieke trainingen, onder andere gericht op de juiste installatie van de producten, maken integraal onderdeel uit van het programma. In februari 2019 won Hunter Douglas een award voor de Link's iPad® mobile selling app, waarmee Alliance Dealers probleemloos klanten kunnen bedienen met video's, afbeeldingen en designadviezen van alle beschikbare producten, zodat direct transacties kunnen worden afgesloten.

- **MVO**

Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen zit in de genen van Hunter Douglas. Al meer dan 60 jaar zorgen de raambekledings- en architectonische producten van de groep voor verminderd energieverbruik en een aangename leefomgeving. Bij de productie van de aluminium producten - circa 10% van de groepsomzet - wordt voor 98% gebruik gemaakt van gerecycled aluminium, waarmee een reductie van 95% in energieverbruik en CO₂-uitstoot gepaard gaat.

5. Track Record

Het track record van Hunter Douglas laat over de laatste jaren het volgende beeld zien (bedragen in \$ miljoen):

Jaar	Omzet	EBIT	EBIT-marge (%)	Netto-winst*	NW-marge (%)	Netto-winst**	NW-marge(%)
2018	3.634	356	9,8	246	6,8	247	6,8
2017	3.226	269	8,3	222	6,9	216	6,7
2016	2.881	263	9,1	206	7,2	205	7,1
2015	2.552	223	8,7	161	6,3	156	6,1
2014	2.695	170	6,3	123	4,6	125	4,6
2013	2.636	158	6,0	106	4,0	107	4,1
2012	2.588	120	4,6	86	3,3	101	3,9
2011	2.573	112	4,4	96	3,7	78	3,0
2010	2.445	150	6,1	142	5,8	154	6,3
2009	2.376	93	3,9	87	3,7	90	3,8
2008	2.942	130	4,4	125	4,2	-35	-0,1
2007	3.028	301	9,9	247	8,2	309	10,2
2006	2.630	341	13,0	261	9,9	327	12,4
2005	2.397	299	12,5	199	8,3	223	9,3

*Nettowinst uit gewone bedrijfsactiviteiten

** Nettowinst inclusief Investment Portfolio

In het track record van Hunter Douglas zijn drie specifieke periodes herkenbaar:

1. De periode vóór de financiële crisis van eind 2008: in dit tijdvak realiseerde de Groep een sterke omzetgroei met zeer hoge EBIT-marges. De gerapporteerde nettowinst werd in zowel 2006 als 2007 bovendien geflatteerd door een stevige winstbijdrage uit de Investment Portfolio. In de periode 1991-2018 hield de vennootschap naast de kernactiviteiten een beleggingsportefeuille aan, waarvan het beheer werd gedelegeerd aan een zeer brede groep van onafhankelijke vermogensbeheerders. In bovenstaand overzicht hebben wij deze resultaten expliciet weergegeven, waardoor de impact van deze niet-kernactiviteit zichtbaar wordt. Na de sterke winstbijdrage van 2006-2007 volgde in 2008 een verlies van \$ 160 miljoen, waardoor over dit boekjaar zelfs een netto verlies moest worden gerapporteerd. Na de overname van Levolor & Kirsch in 2016 is de Investment Portfolio in etappes afgebouwd;
2. De periode na de financiële crisis, 2009 tot en met 2015, die werd gekenmerkt door nauwelijks omzetgroei en die het management aangreep om de organisatie van de groep te stroomlijnen. Hierbij past de aantekening dat de US dollar in deze periode circa 30% apprecieerde ten opzichte van de euro, hetgeen de omzet- en winstbijdrage vanuit niet-\$ gebieden onder druk zette. Deze periode wordt voorts gekenmerkt door jaarlijks terugkerende *non-recurring restructuring expenses*. Gedurende deze periode heeft Hunter Douglas in totaal voor een bedrag van \$ 169 miljoen

aan eenmalige kosten opgevoerd. In eerste aanleg waren deze kosten bedoeld om de productiecapaciteit aan te passen aan de lagere marktvraag na de kredietcrisis. Gecorrigeerd voor deze kostenpost komen de EBIT- en nettowinstmarges over deze periode jaarlijks gemiddeld ruim 1%-punt hoger te liggen;

3. Vanaf 2016 heeft Hunter Douglas het groeipad weer gevonden.

%-verandering omzet	Volume	Valuta	Acquisities	Totaal
2016 vs 2015				
Europa	+1	-3	+9	+7
Noord-Amerika	+7	-1	+12	+18
Totaal	+4	-2	+9	+11
2017 vs 2016				
Europa	+5	+1	+18	+24
Noord-Amerika	+2	0	+10	+12
Totaal	+3	0	+11	+14
2018 vs 2017				
Europa	+4	+3	+15	+22
Noord-Amerika	+8	0	-1	+7
Totaal	+6	+1	+6	+13

- Met de acquisitie van Levolor & Kirsch in juni 2016 voegde Hunter Douglas een Amerikaanse marktleider in het Home Center-segment op het gebied van raambekleding aan de groep toe. De bijgekochte omzet bedroeg \$ 262 miljoen. De overnameprijs bedroeg \$ 229 miljoen, waarvan \$ 64 miljoen goodwill betrof. Het Hunter Douglas-management heeft meerdere jaren ingepland om de winstgevendheid van Levolor & Kirsch naar het gewenste niveau - iets beneden het groepsgemiddelde - te brengen. Naar verwachting zal dit proces in het lopende boekjaar worden afgerond. De vorige eigenaar, het conglomeraat Newall Rubbermaid, had nagelaten voldoende in de L&K-organisatie te investeren. Het 'afstoffen' en revitaliseren van het merk L&K heeft de winstgevendheid van de groep nadien gedrukt.
- De overname van Blinds 2go (60%-participatie), eveneens in juni 2016, was naar omzetbijdrage gemeten - 2016: \$ 70 miljoen - weliswaar aanzienlijk kleiner, maar betekende een welbewuste stap naar het snelgroeiende online retailsegment. De overnamesom van dit belang bedroeg \$ 52 miljoen, waarvan een bedrag van \$ 57 miljoen goodwill betrof.
- In juli 2017 neemt Hunter Douglas de Britse marktleider in raambekleding, Hillarys plc, over. Met een jaaromzet van £ 215 miljoen (\$ 280 miljoen) is Hillarys de grootste overname uit de geschiedenis van de groep. Anders dan L&K is Hillarys op het moment van overname een zeer winstgevende onderneming met toonaangevende posities in de Shop-at-home markt met het merk Hillarys en als groothandel in raambekleding met de merknamen Arena en Custom West. De hoge winstgevendheid wordt weerspiegeld in de overnamesom: Hunter Douglas betaalt \$ 406 miljoen voor een meerderheidsbelang van 98,2%. Hiervan wordt \$ 361 miljoen, ofwel 89%, aangemerkt als goodwill.

- In 2016 (Verenigde Staten) en 2017 (Europa) noteert Hunter Douglas fraaie volumestijgingen en weet in deze periode feitelijk haar positie als marktleider in klinkende munt om te zetten. 2018 toont een versnelling van de opgaande tendens; de groep profiteert ten volle van de hoogconjunctuur in de twee thuismarkten.

Sinds het jaarverslag over 2013 geeft Hunter Douglas inzicht in de winstgevendheid (in \$ mln) per segment. Dit geeft de volgende nuttige illustratie:

Jaar	Window Coverings			Architectonische Producten			Metals Trading	Investment Portfolio	Totaal
	Omzet	Netto winst	%	Omzet	Netto winst	%	Netto winst	Netto winst	Netto winst
2018	3.138	174	5,5	496	77	15,5	17	1	268
2017	2.751	181	6,6	475	34	7,2	7	6	222
2016	2.371	231	9,7	450	35	7,8	5	1	272
2015	2.120	147	6,9	432	13	3,0	1	-5	156
2014	2.193	93	4,2	502	21	4,2	9	2	125
2013	2.151	88	4,1	485	12	2,5	6	1	107
2012	2.108	86	4,1	480	8	1,7	7	15	116

*) = eerste halfjaar

De raambekledingsactiviteiten blijken structureel het sterkst aan de winst bij te dragen en zijn goed voor circa 80% van het groepsresultaat. De gepresenteerde nettowinst van Window Coverings in 2016 is geflatteerd door een belastingteruggave. Op basis van de winst vóór belasting werd in 2016 eenzelfde resultaat geboekt als in 2017, te weten \$ 203 miljoen. De nettowinst van Architectonische Producten in 2018 bestaat voor \$ 75 miljoen (\$ 56,6 miljoen na belasting) uit de boekwinst op de verkoop van de plafond-business in de Verenigde Staten in juli en de verkoop van aluminiumextrusiebedrijf Nedal in december.

6. Twaalf jaar Hunter Douglas

Jaar	Investerings (\$m)	Afschrijvingen (\$m)	RONAE*	WPA (€)	DPA (€)	NAV (€)	Pay-out (%)
2018	122	91	14,7	6,55	2,00	37,70	31
2017	130	82	13,7	5,56	1,85	34,60	33
2016	84	71	18,1	5,36	1,75	42,45	33
2015	60	74	17,1	4,04	1,50	28,07	37
2014	73	82	13,1	2,71	1,35	24,95	50
2013	69	83	10,4	2,32	1,25	23,41	54
2012	77	86	9,9	2,24	1,25	23,41	56
2011	111	81	8,5	1,57	1,25	23,64	80
2010	71	85	10,3	3,24	1,25	24,51	39
2009	63	88	7,1	1,82	8,00**	26,90	55
2008	131	80	11,2	-0,64	1,00	25,64	-
2007	140	85	20,2	5,33	2,00	31,66	38
2006	107	70	25,1	6,21	2,00	30,37	32

*) = Return before interest/net assets employed

**) = inclusief eenmalige uitkering van € 7,00 per aandeel

- In dit overzicht valt het pro-cyclische investeringsbeleid van het management op. In een periode van hoogconjunctuur (2006 - 2008 en 2016 - 2018) wordt niet geschroomd fors méér te investeren dan het bedrag aan afschrijvingen. Andersom kan, zodra de economie krimpt, worden volstaan met investeringen die ruim binnen de afschrijvingen blijven.
- Over de gemeten periode bedroeg het gemiddelde jaarlijkse rendement (vóór interest) op het geïnvesteerde vermogen 13,7%. Over de periode 2008 - 2015 evenwel slechts 9,5%. De interne eis van een RONAE van 15% wordt in 2015 en 2016 gehaald. Door de acquisities van Levolor & Kirsch, Blinds2go en Hillarys kwam een fors bedrag aan goodwill - in totaal \$ 482 miljoen - op de balans, als gevolg waarvan de RONAE in 2017 en 2018 weer onder de interne eis uitkomt. De beoogde *doelstelling* van het management is een RONAE van tenminste 20%.
- De gemiddelde winst per aandeel over deze periode bedroeg € 3,64, hetgeen zich bij een gemiddelde zichtbare intrinsieke waarde per aandeel over dezelfde periode van € 28,74 laat vertalen in een netto rendement van 12,7%.
- Het gemiddelde dividendrendement over de gemeten periode, uitgedrukt als quotiënt van het uitgekeerde dividend per aandeel in het betreffende jaar in procenten van de beurskoers aan het einde van dat jaar, komt uit op 5,3%. Exclusief het superdividend van € 7,00 per aandeel in 2009 komt dit cijfer uit op 3,7%.

7. Balans

De balansstructuur ontwikkelde zich het afgelopen jaar als volgt (in \$ miljoen):

Activa	2018	2017	Passiva	2018	2017
Vaste activa			Eigen Vermogen		
• Immateriële vaste activa	1.080	1.084	• Eigen Vermogen	1.524	1.395
• Materiële vaste activa	492	522			
• Uitgestelde belasting	131	164	Korte schuld		
• Financiële vaste activa	81	73	• Handelscrediteuren	729	712
			• Overige korte schuld	242	199
Vlottende activa			Lange schuld		
• Voorraden	771	727	• Preferente aandelen	9	10
• Debiteuren	568	547	• Voorzieningen	262	270
• Overige vorderingen	151	213	• Uitgestelde belasting	9	9
• Investment Portfolio	1	34	• Overige Lange Schuld	531	801
• Liquide middelen	31	32			
Totaal	3.306	3.396		3.306	3.396

- De immateriële vaste activa bestonden per eind 2018 uit in het verleden betaalde goodwill (\$ 920 miljoen) waarop in beginsel niet wordt afgeschreven en patenten en trademarks (\$ 160 miljoen). De goodwill heeft met name betrekking op de bedrijven Benthin, Blöcker (beide Duitsland) en Thomas Sanderson (Verenigd Koninkrijk) voor een totaalbedrag van \$ 20 miljoen, Blinds2go en aanverwante online retail-bedrijven voor \$ 121 miljoen, Levolor & Kirsch voor \$ 205 miljoen en Hillarys voor \$ 337 miljoen;
- De post materiële vaste activa kwam per ultimo 2018 voor circa 43% voor rekening van land en gebouwen, voor circa 52% op conto van machines en hardware en bestond voor de resterende 5% uit overige materiële activa. In achterliggende jaren is reeds voor 70% afgeschreven op de oorspronkelijke aanschaffingsprijs, hetgeen doet vermoeden dat er een ruime stille reserve in de balans aanwezig is;
- De post voorraden bestond per eind 2018 voor bijna 62% uit grondstoffen (hoofdzakelijk aluminium, textiel en hout), voor ruim 9% uit onderhanden werk en voor de resterende 29% uit gereed product. Op deze laatste deelpost wordt in de waardering voorzichtigheidshalve een voorziening ter grootte van 37% van de kostprijs in mindering gebracht. Overigens bereiken de voorraden medio van het jaar het piekniveau, omdat het accent van de uitleveringen in de tweede jaarhelft ligt;
- De normale termijn voor handelsdebiteuren bedraagt 30 - 60 dagen. Voor een bedrag van \$ 24 miljoen, 4,2% van het debiteurensaldo, was per einde 2018 een voorziening voor oninbaarheid getroffen. Van de post handelsdebiteuren stond ruim 12% van het vermelde bedrag langer dan 60 dagen uit;
- Per eind 2018 beschikte de Groep over een onbenutte leencapaciteit van \$ 469 miljoen (eind 2017: \$ 589 miljoen);
- Per eind 2018 was de gemiddelde looptijd van de lange schuld 3,04 jaar (eind 2017: 2,99 jaar), waarbij uitsluitend tegen variabele tarieven werd geleend. Aflossing van de

lange schuld heeft voor € 34 miljoen betrekking op 2020, voor € 177 miljoen op 2021 en voor € 320 miljoen op 2022.

- De overname van Levolor & Kirsch op 1 juli 2016 vergde een overnamesom van \$ 229 miljoen. Deze overname was op dat moment de grootste in de geschiedenis van de Groep. Van het overnamebedrag is \$ 64 miljoen aangemerkt als goodwill. Een jaar later kocht Hunter Douglas een meerderheidsbelang van 98,2% in de Britse retailer Hillarys van Ares Capital Corporation voor het recordbedrag van £ 300 miljoen, ofwel \$ 406 miljoen. De omzet van beide bedrijven verschilde niet veel van elkaar: L&K realiseerde \$ 262 miljoen in 2016 en Hillarys \$ 290 miljoen in 2017, maar de overnamesom van de Britse acquisitie lag 44% hoger dan die van L&K. Het verschil laat zich verklaren uit de veel sterkere financiële en managementpositie van Hillarys; de aankoop van L&K van het conglomeraat Newall Rubbermaid vergde een aanzienlijke financiële- en managementinspanning om de winstgevendheid en slagkracht van de organisatie op sterkte te krijgen. Deze inhaalslag betekende dat de bijdrage van L&K aan het groepsresultaat van Hunter Douglas gedurende de twee jaar na overname beperkt was. Van de overnamesom van \$ 406 miljoen van Hillarys had slechts \$ 45 miljoen betrekking op de boekwaarde van de assets, het overige (bijna 90% van de overnamesom) vertegenwoordigt goodwill op de balans;
- De Lange Schuldbestand verdubbelde als gevolg van de overnames en de uitkering van dividend in de periode 2015 - 2017 van \$ 346 miljoen naar \$ 801 miljoen. In het operationeel sterke boekjaar 2018 werd de Lange Schuld alweer met 34% gereduceerd naar \$ 531 miljoen. De herfinanciering bij de banken geschiedde tegen marktconforme voorwaarden en kende een gemiddelde looptijd bij afsluiting van 4 jaar. De afbouw van de Investment Portfolio voorzag in het vrijmaken van een bedrag van ruim \$ 200 miljoen.

Conclusie:

HDG heeft een ijzersterke balans met een verborgen stille reserve. De netto rentedragende schuld/EBITDA verhouding bedraagt per ultimo 2018 1,54 keer en de solvabiliteit komt op een solide 45,8%. Omdat de winstgevendheid van HDG sinds 2016 sterk is verbeterd, zal de balanspositie bij uitblijven van verdere grote acquisities snel aansterken.

8. Management

Hunter Douglas N.V. is gevestigd op Curaçao en heeft aldaar haar statutaire zetel. De Groep heeft een zogenaamde one-tier corporate structuur, waarbij de Board of Directors verantwoordelijk is voor het bestuur van en de controle op de vennootschap. De Board wordt benoemd door de aandeelhouders op de jaarlijkse Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De Board vergadert viermaal per jaar en vaker indien benodigd. Er is voor board members de beperking dat zij in ten hoogste vijf directies van beursgenoteerde ondernemingen zitting mogen hebben.

De Board of Directors bestaat uit:

- Ralph Sonnenberg (1934), Executive Chairman
- Adriaan Nühn MBA (1953), oud-voorzitter Sara Lee/DE
- Anthony Ruys (1947), oud-voorzitter Heineken
- J.T. Sherwin (1933), Executive Vice President Hunter Douglas (retired)
- F.N. Wagener (1952), Voorzitter Bourse Luxembourg

Jaarlijks benoemt de Board of Directors de Officers van de vennootschap. Dit operationele bestuurslichaam bestaat uit de volgende functionarissen:

- Ralph Sonnenberg, Executive Chairman
- David Sonnenberg, Co-President & CEO
- Marko Sonnenberg, Co-President & CEO
- Ron Kass, President & CEO North American Operations
- Chris King, Vice President General Counsel
- Aad Kuiper, President & CEO European Operations
- G.C. Neoh, President & CEO Asian Operations
- Tony Politis, Managing Director Hunter Douglas Australia & New Zealand
- Leen Reijtenbagh, Vice President, CFO & Secretary
- Renato Rocha, President & CEO Latin American Operations

Alle heren zijn tenminste 13 jaar in dienst van Hunter Douglas. De dienstverbanden van Executive Chairman Ralph Sonnenberg (62 jaar) en CFO Leen Reijtenbagh (56 jaar) zijn illustratief voor het hechte teamwork van het management.

9. Grootaandeelhouders

• Familie Sonnenberg	82,68%
• Davis Selected Advisors	2,64%
• Invesco Canada	0,88%
• Amiral Gestion	0,82%
• Add Value Fund	0,63%
Totaal	87,65%

Bron: Thomson Reuters

Grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg breidde zijn belang in de vennootschap in augustus 2005 uit van 51% naar 71,7% via een tender offer van € 46,- per aandeel. In april 2008 kocht de onderneming een pakket van 6,77 miljoen aandelen in tegen een koers van € 43,- per aandeel, welke aandelen werden ingetrokken, waarna het belang van de grootaandeelhouder opliep tot ruim 81%. In januari 2019 trok Hunter Douglas de treasury shares (1,8%-belang) in, waardoor het belang van de familie Sonnenberg opliep naar 82,68%.

De *free float* van de gewone aandelen bedraagt ruim 17%, overeenkomend met een marktwaarde van circa € 345 miljoen. Het afgelopen halfjaar bedroeg de gemiddelde dagomzet in gewone aandelen Hunter Douglas op de beurs van Euronext Amsterdam circa 3.500 stuks.

10. Evaluatie cijfers boekjaar 2018

Bedragen in \$ miljoen	2018	2017	% verandering
Omzet	3.633,9	3.225,8	+13
Kosten van de omzet	2.113,5	1.874,3	+13
Bruto omzetresultaat	1.520,4	1.351,5	+12
<i>Bruto marge (%)</i>	41,8	41,9	-10 bps
Resultaat Metals Trading	29,6	19,5	+52
Bruto resultaat	1.550,0	1371,0	+13
Verkoop- en marketingkosten	695,9	631,1	+10
Algemene beheerkosten	388,8	350,1	+11
EBITDA	465,3	389,8	+19
Afschrijvingen/Amortisatie	109,6	101,9	+8
EBIT	355,7	287,9	+24
Eenmalige baten/lasten	+22,5	-19,8	
EBIT incl. eenmalige baten/lasten	378,2	268,1	+41
Ontvangen rente	1,3	0,8	
Rentelasten	20,9	20,0	
Overig financieel resultaat	11,1	5,1	
Resultaat Invest Portfolio	0,6	5,6	
Resultaat voor belastingen	370,3	259,6	+43
Belastingen	102,0	37,7	
<i>Belastingdruk (%)</i>	<i>27,5</i>	<i>14,5</i>	
Winst vóór minderheidsbelang	268,3	221,9	+21
Minderheidsbelang	0,6	-3,4	
Netto winst	268,9	218,5	+23
<i>Netto winstmarge (%)</i>	<i>7,4</i>	<i>6,8</i>	<i>+60 bps</i>
Winst per aandeel (€)	6,55	5,56	+18

Toelichting

- De omzetsijging van 12,8% was opgebouwd uit een volumestijging van 6,1%, een acquisitiebijdrage van per saldo 5,7% en een positief valuta-effect van 0,9%;
- De operationele cashflow bedroeg in 2018 \$ 406 miljoen (2017: \$ 181 miljoen);
- De investeringen lagen met \$ 122 miljoen licht onder het niveau van 2017 (\$ 130 miljoen), maar waren wel ruim hoger dan de afschrijvingen van \$ 91 miljoen (2017: \$ 82 miljoen). Voor 2019 voorziet de Board investeringen ter grootte van circa \$ 120 miljoen bij een afschrijvingsniveau van circa \$ 110 miljoen. Bij de publicatie van de halfjaarcijfers 2018 ging de Board nog uit van een verwacht investeringsniveau van ongeveer \$ 140 miljoen. Het bleek echter dat de organisatie niet in staat was deze investeringen reeds in het lopende boekjaar te doen, zodat deze zijn doorgeschoven naar boekjaar 2019;

- In Q3 2018 werd voor een bedrag van \$ 10,1 miljoen aan eenmalige lasten genomen (Q3 2017: \$ 12,9 miljoen). Deze lasten hadden betrekking op reorganisaties in Nederland (sluiting gevelplatenfabriek in Leek), het Verenigd Koninkrijk (integratie Hillarys en Thomas Sanderson) en Australië. In Q4 2018 waren er per saldo eenmalige baten ten bedrage van \$ 32,6 miljoen, als gevolg van de verkoop van de Amerikaanse plafond-business en Nedal (aluminium profielen en lichtmasten) in Nederland. Hunter Douglas neemt doorgaans in de tweede helft van het boekjaar eenmalige lasten voor de stroomlijning van de organisatie. In Q4 2017 werd een last van \$ 7,0 miljoen verantwoord;
- Het eigen vermogen bedroeg \$ 1.515 miljoen, waarmee de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel uitkomt op € 38,20 (euro = \$ 1,14);
- De ontwikkeling per regio was als volgt:

Omzet (\$ mln)	2018	2017	% change	Volume (%)	Valuta (%)	Acquisities (%)
Noord-Amerika	1.698	1.588	+7	+8	0	-1
Europa	1.486	1.214	+22	+4	+3	+15
Azië	180	167	+8	+7	+1	0
Latijns Amerika	161	162	-1	+7	-8	0
Australië	109	95	+15	+6	-2	+11
Totaal	3.634	3.226	+13	+6	+1	+6

- Hunter Douglas presteert uitstekend op de Amerikaanse thuismarkt waar volop wordt geprofiteerd van de hoogconjunctuur op de huizenmarkt. De -1% invloed uit acquisities komt voort uit de verkoop van de plafond-divisie aan St Gobain in juli die een winstgevende omzet van \$ 36 miljoen betrof. De winstgevendheid in de Verenigde Staten is de hoogste binnen de groep. Levolor & Kirsch leverde voor het eerst sinds de overname in 2016 een bijdrage aan het resultaat. De verkoop van gemotoriseerde systemen blijft een sterke aanjager met een groei van 19%. PowerView introduceerde meerdere nieuwe applicaties gedurende het boekjaar. Met SoftTouch Motorization werd een nieuw, door batterijen aangedreven systeem in de markt gezet waar de traditionele koorden zijn vervangen en waardoor de veiligheid voor kinderen en huisdieren is verbeterd. Digital Marketing neemt een steeds groter deel van het marketingbudget voor zijn rekening. Hiermee worden de Hunter Douglas- en Levolor-merken sterker in de markt gezet;
- In Europa - waar in 2018 een recordomzet en -resultaten werden gerealiseerd - zijn de belangrijkste markten in omzet gemeten achtereenvolgens het Verenigd Koninkrijk, de Benelux, Duitsland en Scandinavië, tezamen goed voor ongeveer 80-85% van de Europese omzet. Daarnaast vallen ook het Midden Oosten (voornamelijk architectonische producten) en Zuid-Afrika onder Europa. Met name het Verenigd Koninkrijk en de Benelux presteren goed in 2018, terwijl Duitsland en Scandinavië een herstel lieten zien vanaf Q3 na een matige eerste zes maanden. Ook in Europa groeit het belang van Digital Marketing: voor het zesde achtereenvolgende jaar nam het aantal unieke bezoekers aan de Luxaflex-websites met meer dan 20% toe. In het Verenigd Koninkrijk werd Thomas Sanderson geïntegreerd in de Hillarys-organisatie met een hogere efficiency en een sterker merkaanbod als direct gevolg. In de cijfers 2018 is een goodwill impairment van \$ 34 miljoen verwerkt, voornamelijk als afboeking op de waarde van Thomas Sanderson Blinds. Blinds2go, de in 2016 overgenomen online blinds retailer (Hunter Douglas houdt 60%-belang) kende een sterk boekjaar. Met de aankoop

van de marktleiders in raambekleding in Polen (Akant: 70%-belang) en Denemarken (Debel: 80%-belang) versterkte Hunter Douglas wederom het Europese marktaandeel;

- In Azië ligt het accent vanouds op de architectonische omzet. Grote infrastructurele projecten in China, Maleisië en India (vliegvelden, metrostations) liggen hieraan ten grondslag. Echter, de orderintake vertoont door de jaren heen een grillig verloop. Het uitrollen van het succesvolle bedrijfs- en verdienmodel van raambekleding lijkt in Azië minder goed mogelijk. In 2018 werd het asset management verbeterd door sluiting van de onder-renderende fabrieken in Xian (China, architectonische producten) en Zuid-Korea (polyester doek voor zonnenschermen) en de investering in een grotere fabriek voor architectonische producten in Ho Chi Minh City, Vietnam, om de lokale groeiende markt in Indochina te bedienen. In India groeit de markt voor architectonische producten. Hunter Douglas voorziet toenemende kansen om grote vliegveld- en MRS (Mass Rapid Transport) projecten binnen te halen;
- De stagnatie in de omzet in Latijns Amerika duurt voort. Er wordt weliswaar een solide volumegroei genoteerd, maar deze wordt teniet gedaan door de waarde-depreciatie van de lokale valuta's. Brazilië is de belangrijkste regionale markt, gevolgd door Chili (vooral architectonische producten) en Mexico;
- De positie in Australië is weliswaar klein, maar na de acquisitie van Vertilux, de lokale marktleider als fabrikant van raambekleding in augustus 2018, is Hunter Douglas de onbetwiste nummer 1 *Down Under*. Vertilux voegt op jaarbasis circa \$ 24 miljoen omzet toe aan de Australië-regio. Met een deelneming van 60,2% in Blinds Online is Hunter Douglas in Melbourne ook actief in de snel groeiende e-commerce markt;
- De groei van de verkoop- en marketingkosten lag in 2018 lager dan de omzettoename;
- De Investment Portfolio was per ultimo 2018 volledig afgebouwd;
- De belastingdruk vertoont een duidelijk stijgende lijn. Per eind 2018 stond voor een bedrag van \$ 132 miljoen aan compensabele verliezen vermeld in het jaarverslag, waarvan € 10 miljoen de komende vijf jaar kan verjaren. Naar verwachting zal de belastingdruk in boekjaar 2019 in de bandbreedte 20 - 23 % liggen. Onderstaand overzicht geeft een nuttige illustratie van de ontwikkeling van de belastingdruk gedurende de afgelopen twee jaar:

	2018	2017	%-verandering
Gerapporteerd	370,9	256,2	+44,8%
Nettoresultaat op desinvesteringen 1)	-56,6		
Impairment goodwill 2)	34,0		
Reorganisatielasten	18,9	19,8	
Aangepaste winst voor belasting	341,4	276	+23,7%
Belasting	83,2	37,7	
VpB-impact NL	12		
Belastingdruk clean	71,2	37,7	
Belastingdruk clean - %	20,8%	13,7%	
Nettowinst	270,7	238,3	+13,4%

1) = Verkoop Nedal + US Ceiling business (75,4 mln - 18,8 mln belasting)

2) = consolidatie Thomas Sanderson + AMO & Hillarys

- De omslag in de post Minderheidsbelang (van verlies- naar kleine winstbijdrage) komt niet voort uit een verslechtering van de onderliggende resultaten bij de betreffende deelnemingen, maar door eenmalige verrekening van aanvullende goodwill;
- De groep rapporteert in US dollars. Omdat een belangrijk deel van de activiteiten in Europa wordt uitgevoerd, kunnen valutaschommelingen invloed op de vermogenssamenstelling en de resultaten uitoefenen. De groep tracht deze valutagevoeligheid te beperken door leentransacties in euro's aan te gaan, die als hedge dienen te fungeren voor tenminste 20% en ten hoogste 50% van de niet-\$ investeringen. Onderstaande tabel geeft op hoofdlijnen inzicht in de impact van de euro/\$ fluctuaties.

(in \$ miljoen)	Stijging/daling €/ \$	Effect op winst voor belasting	Effect op eigen vermogen
2018	-5%	0	+41
	-5%	0	-41
2017	+5%	0	+31
	-5%	0	-31
2016	+5%	0	+43
	-5%	0	-43

- Over 2018 heeft Hunter Douglas \$ 7,73 per aandeel verdiend (2017: \$ 6,28), een stijging van 23,1%. In euro's bedroeg de stijging 17,8%, te weten € 6,55 versus € 5,56.

11. Cijfers eerste 9 maanden 2019

Bedragen in \$ miljoen	9 mnd 2019	9 mnd 2018	%-verandering
Omzet	2.614,5	2.716,2	-4
Kosten van de omzet	1.510,1	1.601,0	-6
Brutowinst ex Metals Trading	1.104,4	1.115,2	-1
<i>Brutomarge</i>	42,2%	41,6%	
Brutowinst Metals Trading		15,5	
Brutowinst	1.104,4	1.130,7	-2
- Marketingkosten	518,7	530,6	-2
- Algemene kosten	250,1	273,2	-9
EBITDA	335,6	326,9	+3
Afschrijving en amortisatie	96,7	75,2	+29
EBIT	238,9	241,6	-1
- Ontvangen rente	0,7	1,0	
- Betaalde rente	-16,1	-15,6	
- Overige financiële baten	9,2	9,4	
- Resultaat Investment port.		0,5	
Resultaat voor belasting	232,7	236,9	-2
Belasting	-48,8	-55,5	-12
<i>Belastingdruk</i>	21,0%	23,4%	
Winst voor minderheidsbelang	183,9	181,4	+1
Minderheidsbelang	-0,5	0,3	
Nettowinst	183,4	181,7	+1
Winst per aandeel (€)	4,69	4,38	+7

De 9 maandscijfers van 2019 van Hunter Douglas brachten een afzwakking van het sterke omzet- en winstmomentum van FY 2018.

- De omzetsdaling van 3,7% is samengesteld uit een volumestijging van 0,4%, een negatieve valutavertaling van 3,1% (sterke US\$), een bijdrage uit acquisities van 2,5% en een afname door desinvesteringen (Amerikaanse plafond-activiteiten en Nedal) van 3,5%.
- De volumestijging in Europa (40% van de omzet) bevond zich in alle drie kwartalen van 2019 op een gezonde 4%. Met name Benelux, Duitsland en Scandinavië presteerden goed. In Noord-Amerika (47% van de omzet) waren er onveranderde verkopen in Q1 en een lichte krimp (-1%) in Q2, die versnelde in Q3 naar -5%, met name door zwakke verkopen in Canada en enigszins bij het budget achterblijvende verkopen in de Verenigde Staten.
- Er was een verbetering van de brutomarge van 0,6%-punt in vergelijking met de eerste negen maanden van 2018. De resultaatsbijdrage van Raambekleding steeg in H1 2019 marginaal van \$ 138,2 miljoen naar \$ 138,6 miljoen, terwijl die van

Architectonische producten met 18% steeg naar \$ 15,5 miljoen (H1 2018: \$ 13,1 miljoen). Metals Trading presteerde tot de verkoop van de activiteiten per 13 september goed, maar de winstbijdrage wordt met terugwerkende kracht tot 1 januari 2019 niet meer meegenomen.

- De e-commerce/direct sales stijgen sterk met Blinds2go in het Verenigd Koninkrijk en Blinds online in Australië. Hunter Douglas overweegt introductie van dit model in de nabije toekomst in de Verenigde Staten.
- De investeringen bedroegen \$ 82 miljoen in de eerste negen maanden van 2019 (9 mnd 2018: \$ 88 miljoen), terwijl de afschrijvingen op \$ 83 miljoen uitkwamen (9 mnd 2018: \$ 59 miljoen). Voor FY 2019 wordt uitgegaan van investeringen ten bedrage van circa \$ 120 miljoen (2018: \$ 122 miljoen) en afschrijvingen van circa \$ 110 miljoen (2018: \$ 91 miljoen). De investeringen hebben hoofdzakelijk betrekking op de aankoop van vastgoed in de Verenigde Staten en Mexico.
- De RONAE (Return before interest/net assets employed) steeg van 14,2% in de eerste negen maanden van 2018 naar 14,4% in 9 mnd 2019. Het streven van het management is een RONAE van tenminste 20%. De verkoop van Metals Trading zal een positief effect sorteren op de RONAE. Per eind 2018 was voor een bedrag van \$ 126 miljoen aan netto assets geïnvesteerd in deze divisie, die lager dan gemiddeld rendeert.
- Omdat de winstgevendheid in de tweede jaarhelft traditioneel hoger ligt dan in H1, wordt per jaarultimo 2019 een daling van de Net debt/EBITDA verwacht van de huidige 1,2x richting 1,0x (ultimo 2018: 1,54x).
- Hunter Douglas verwacht een voortzetting van de groei in de komende periode, zij het dat deze groei afzwakt, met uitzondering van Latijns Amerika, waar de volume-groei opwaarts tendeert.

12. Concurrentiepositie & Marktaandeel

Hunter Douglas is onbetwist de grootste aanbieder van raambekleding in een wereldmarkt voor *home decoration* met een geschatte omvang van \$ 50 miljard. Binnen deze markt richt de groep zich in het bijzonder op het segment MTM (Made-to-Measure) Alternative Window Covering residential market met een geschatte omvang van circa \$ 9 miljard. Deze volwassen deelmarkt (d.i. met uitzondering van *Emerging Market China*) is in sterke mate geconsolideerd. In de Verenigde Staten bedraagt het marktaandeel van Hunter Douglas in dit segment naar schatting circa 40% en wordt een jaarlijkse omzet van ruim \$ 1 miljard gerealiseerd. Springs Window Fashions (SWF), met hoofdkantoor in Middleton, Wisconsin, is de tweede grootste aanbieder met meer dan 8.000 medewerkers, wereldwijd 18 productiecentra en een geschatte jaaromzet van \$ 900 miljoen over boekjaar 2017. Met bekende merknamen als Bali en Graber is SWF toonaangevend in het combineren van interieur comfort, energie-efficiency, gemak en design. SWF werd in juni 2013 overgenomen voor een bedrag van circa \$ 640 miljoen door private equity-financier Golden Gate Capital uit San Francisco die de aandelen overnam van de familie Close (51%) en Heartland Industrial Partners (49%). In augustus 2018 verkocht Golden Gate Capital SWF aan twee andere private equity investeerders, AEA Investors LP en British Columbia Investment Management Corporation voor een niet nader bekend bedrag.

Hunter Douglas kocht drie jaar geleden de nummer drie in de Verenigde Staten, Levolor & Kirsch. Over 2015 boekte L&K met circa 2.600 medewerkers een omzet van \$ 302 miljoen en een bruto bedrijfsresultaat van circa \$ 38 miljoen. Deze overname voegde bijna 12% toe aan de groepsomzet, tevens 12% aan het bruto bedrijfsresultaat en ruim 28% aan de Noord-Amerikaanse raambekledingsomzet. Hunter Douglas betaalde \$ 270 miljoen voor de overname van L&K, ofwel naar onze schatting 7x de EV/EBITDA 2015.

De Deense VKR Holding is qua structuur vergelijkbaar met Hunter Douglas. Deze holding is op drie terreinen actief: (1) Roof Windows & Skylights met als bekende merknaam de VELUX Group die een assortiment Blinds & Shutters voert. (2) Vertical Windows en (3) Solar Thermal Energy. Over 2018 boekte VKR een omzet van ruim € 2,6 miljard en een EBIT van ruim € 350 miljoen (EBIT-marge: 13,4%). VKR Holding telt circa 16.000 medewerkers en is actief in 41 landen. De Holding is eigendom van familie en een stichting en is niet beursgenoteerd.

Beursgenoteerde concurrenten

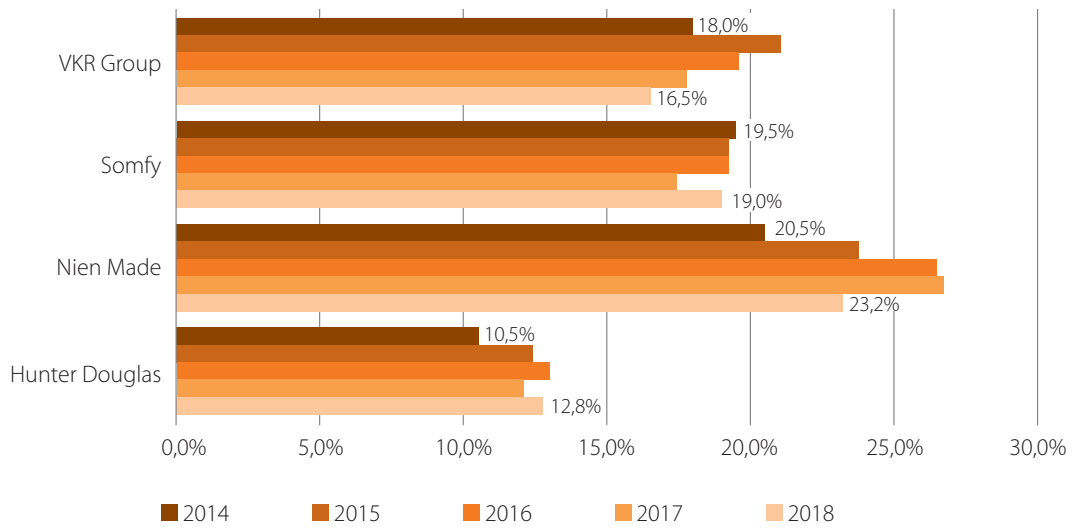
Het Taiwanese **Nien Made Enterprise**, opgericht in 1974, is met een omzet van \$ 705 miljoen in 2018 momenteel de nummer drie in de Verenigde Staten op de markt van op maat gemaakte raambekleding. De belangrijkste afnemers van de Nien Made producten zijn Home Depot (goed voor 20% van de groepsomzet) en Wal-Mart. Nien Made behaalde vorig jaar 56% van de omzet in het custom-made segment en 39% in het segment van voorverpakte producten. Sinds vorig jaar probeert de Groep zich ook te presenteren op de markt van gemotoriseerde raambekleding ('cordless products'). Nien Made realiseerde over 2018 een EBIT-marge van ruim 21%, meer dan het dubbele van die van Hunter Douglas. Dit kan enerzijds worden verklaard uit de lage productiekosten

in het Verre Oosten, met name in Cambodja waar de loonkosten 20 tot 30% bedragen van die in China, alsmede door de veel lagere sales & marketingkosten. Ook aan R&D-inspanningen besteedt Nien Made beduidend minder dan Hunter Douglas, namelijk 0,5% van de omzet (HD: 1,3%). Daarnaast is Nien Made niet actief in architectonische producten, waarop lagere marges worden gerealiseerd in vergelijking met raambekledingsproducten. De beurswaarde van Nien Made bedraagt circa \$ 2,75 miljard, € 2,5 miljard, ofwel circa 134% van de marktkapitalisatie van Hunter Douglas. Tegen de huidige beurskoers van TW\$ 285,- wordt circa 17,7x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Nien Made betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt 4,4%.

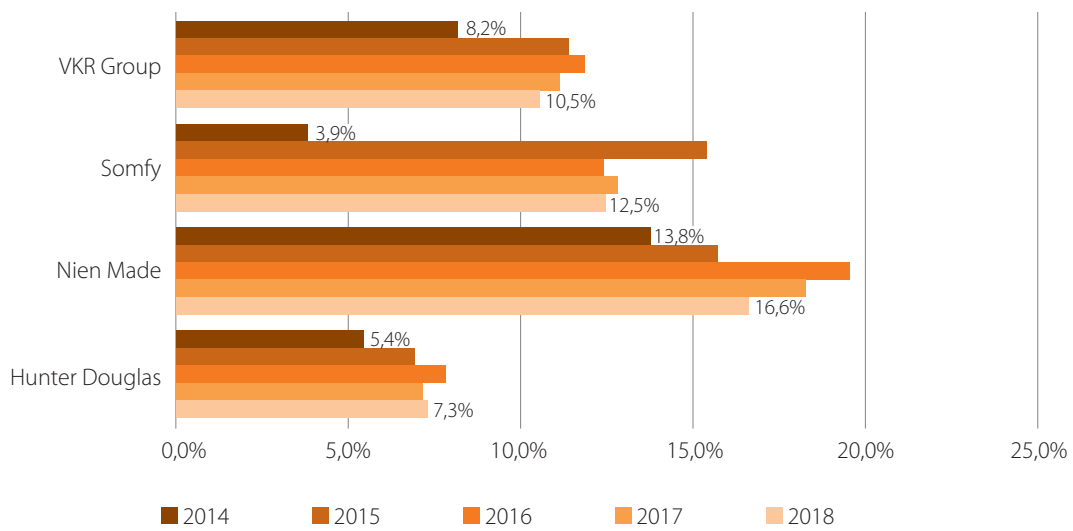
Somfy is wereldwijd marktleider in het motoriseren van zonwering en raambekleding en is uitgegroeid tot specialist in Smart Home & connected living. Deze Franse multinational met vestigingen in bijna 60 landen boekte in 2018 een omzet van € 1.126,7 miljoen (2017: € 1.246,6 miljoen) waarop een EBIT van € 170,1 miljoen (2017: € 168,2 miljoen) werd gerealiseerd. De EBIT-marge van 15,1% ligt daarmee zo'n 50% boven die van Hunter Douglas (2018: 9,8%). De waardering van het aandeel Somfy is navenant hoger: op basis van de Thomson Reuters consensustaxatie van de winst per aandeel 2019 wordt tegen de huidige beurskoers van € 86,- circa 17,8x de verwachte winst voor de aandelen Somfy betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 1,7%. De familie Despature houdt ruim 72% van de aandelen Somfy. De beurswaarde van Somfy bedraagt € 2,98 miljard en de free float is met circa 22% iets groter dan die van Hunter Douglas.

Vergeleken met de twee concurrenten behaalt Hunter Douglas significant lagere nettowinst- en EBITDA-marges. Het moet ook voor Hunter Douglas mogelijk zijn om hogere marges te behalen. Voor de financiële crisis wist de onderneming overigens wel een nettowinstmarge van rond de 10% te behalen. Een aantal oorzaken van de lagere marges bij Hunter Douglas zijn: agressiever afschrijven, hogere R&D-uitgaven, vaak lokale productie in plaats van in lage-lonen-landen en de jaarlijkse herstructureringslasten. We achten het mogelijk dat in de nabije toekomst weer nettowinstmarges van 10% of meer zullen worden behaald.

EBITDA Marge Hunter Douglas vs Peers



Nettowinst Marge Hunter Douglas vs Peers



13. Waardering

Waardering op basis van Peers

Op basis van de verschillende waarderingsmaatstaven noteren de aandelen Hunter Douglas Group momenteel met een significante discount ten opzichte van de beursgenoteerde concurrenten. Gezien het sterke winstmomentum van HDG en de schaalvoordelen die in de toekomst nog kunnen worden gerealiseerd, zou een sectorconforme waardering voor het aandeel minimaal gerechtvaardigd zijn.

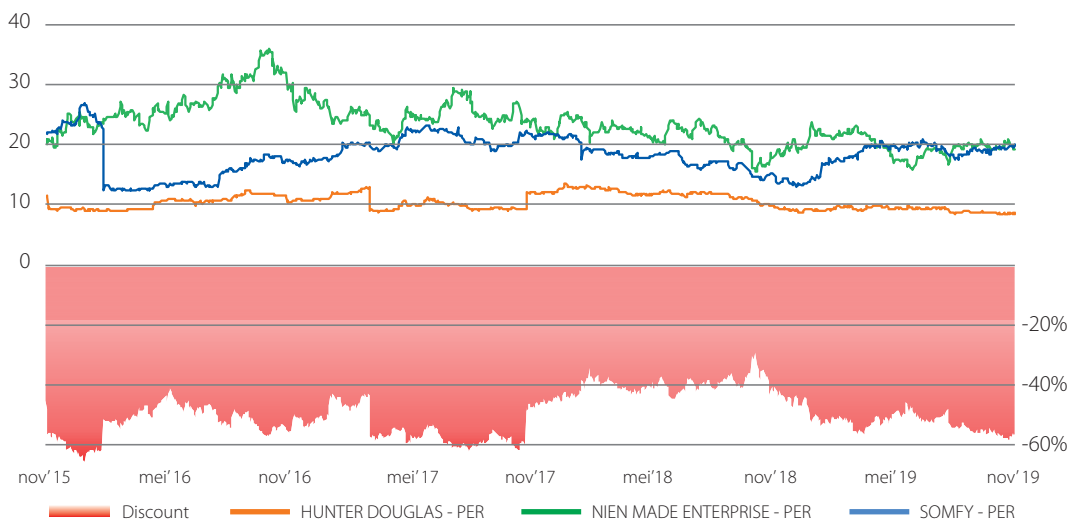
Onderneming	Slotkoers	Enterprise Value (x mln)	Omzet 2018 (x mln)	K/W 2019	EV/EBITDA 2019	EV/Omzet 2019	Prijs/Boekwaarde	Totaal Rendement 5 jaar
SOMFY SA	86,9	\$ 3.360	\$ 1.292	18,99	12,69	2,54	3,18	159%
NIEN MADE	282,5	\$ 2.642	\$ 716	18,46	11,69	3,32	6,53	131%
Gemiddelde				18,72	12,19	2,93	4,86	145%
HUNTER DOUGLAS	58,8	\$ 2.937	\$ 3.634	8,20	5,60	0,85	1,41	100%
Discount vs Peers				-56%	-54%	-71%	-71%	

Customers	Slotkoers	Enterprise Value (x mln)	Omzet 2018 (x mln)	K/W 2019	EV/EBITDA 2019	EV/Omzet 2019	Prijs/Boekwaarde	Totaal Rendement 5 jaar
HOME DEPOT INC	237,29	\$ 285.701	\$ 108.203	23,39	15,89	2,58	-	171%
LOWES COMPANIE	115,52	\$ 104.909	\$ 71.309	20,37	13,39	1,45	33,96	114%
Gemiddelde				21,88	14,64	2,01	16,98	

Home Furnishing Companies	Slotkoers	Enterprise Value (x mln)	Omzet 2018 (x mln)	K/W 2019	EV/EBITDA 2019	EV/Omzet 2019	Prijs/Boekwaarde	Totaal Rendement 5 jaar
MOHAWK INDS	140,31	\$ 12.701	\$ 9.984	14,11	8,38	1,27	1,30	-1%
LEGGETT& PLATT	53,37	\$ 9.035	\$ 4.270	20,89	12,43	1,90	5,60	51%
FLOOR DECOR HO	44,54	\$ 4.560	\$ 1.710	40,44	19,39	2,23	6,22	39%
TEMPUR SEALY	84,97	\$ 6.116	\$ 2.703	22,51	12,37	2,04	13,69	57%
HOWDEN JOIN GR	593,8	\$ 4.305	\$ 1.920	17,47	11,60	2,08	6,44	77%
JASON FURNITUR	38,72	\$ 3.386	\$ 1.334	20,98	14,53	2,10	4,30	60%
SUOFEIYA	17,49	\$ 2.136	\$ 1.063	16,18	9,69	1,89	3,18	71%
NOBIA	67,25	\$ 1.565	\$ 1.492	13,39	7,49	1,07	2,74	46%
Gemiddelde				20,75	11,98	1,82	5,43	

Bron: Thomson Reuters

Koers/Winst verhouding

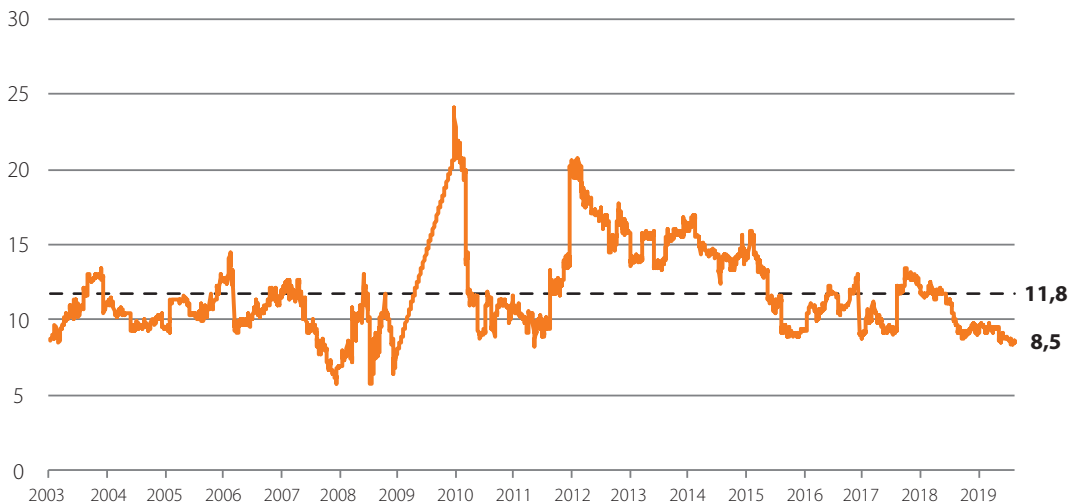


Bron: Thomson Reuters

Waardering op historische basis

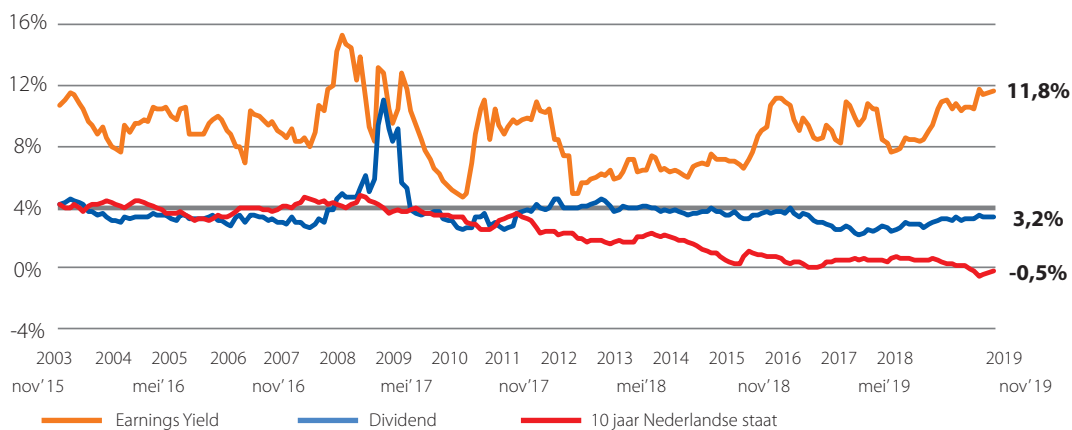
Op dit moment noteert Hunter Douglas tegen een koers van 8,5x de winst, dit is een discount ten opzichte van het historisch gemiddelde van 31%.

Koers/winst-verhouding Hunter Douglas



Bron: Thomson Reuters

De lage waardering is ook te zien aan de hoge earnings yield op een aandeel Hunter Douglas (winst per aandeel / koers). Helemaal als we dit vergelijken met de rente op de 10 jarige staatslening. Op dit moment levert een aandeel Hunter Douglas 11,8% winst per aandeel op, terwijl er rente betaald moet worden om aan de staat geld uit te lenen.



Bron: Thomson Reuters

Waardering op basis van verdisconteerde vrijkasstroom

Een waardering op basis van de verdisconteerde vrijkasstromen geeft een koersdoel van € 135,-. Hierbij gaan we uit van kapitaalkosten van 5,7%, waarbij de kosten van het eigen vermogen 7,5% bedragen. De verwachte vrijkasstroom voor 2019 is € 290 miljoen die vervolgens groeit naar € 350 miljoen euro in 2023 (CAGR: +5%).

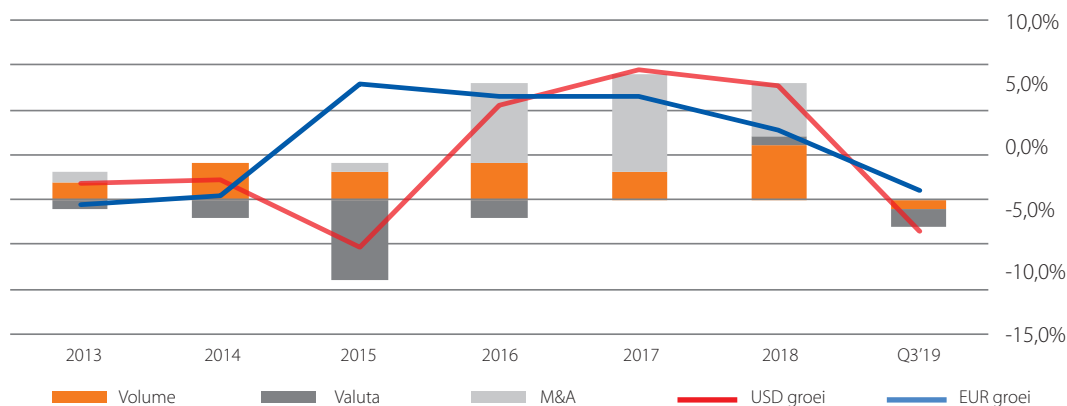
Hunter Douglas		WACC						
		4,5%	5,0%	5,7%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Post 2023 groei	0,0%	€ 157	€ 136	€ 113	€ 105	€ 93	€ 83	€ 75
	0,5%	€ 175	€ 150	€ 123	€ 113	€ 100	€ 89	€ 80
	1,0%	€ 199	€ 167	€ 135	€ 124	€ 108	€ 96	€ 85
	1,5%	€ 230	€ 190	€ 150	€ 136	€ 118	€ 104	€ 91
	2,0%	€ 274	€ 219	€ 169	€ 152	€ 130	€ 113	€ 99

14. Groeiders

Het verdienmodel van HDG kan langs vijf wegen worden versterkt:

- **Het winnen van marktaandeel.** HDG is actief op alle relevante marktsegmenten (zie pagina's 4 - 5) en richt zich in het bijzonder op het high premium-segment van de markt waar aantrekkelijke marges kunnen worden gerealiseerd;
- **Het verhogen van verkoopprijzen.** Als onbetwiste marktleider beschikt HDG ontegenzeggelijk over een zekere *pricing power*. Nochtans zet het management het prijswapen vrijwel nooit in om marktaandeel te winnen. Veeleer vertrouwt zij op de kwaliteit van de geleverde producten en de bijbehorende service die vanuit de organisatie aan eindklanten wordt geleverd;
- **Groei door innovatie.** In 2016 introduceerde Hunter Douglas het revolutionaire Power View® Motorisation systeem. Met dit systeem speelt de Groep in op de smart home trend om raambekleding automatisch te bedienen via tablet of smartphone. Vorig jaar werd het systeem uitgebreid met de PowerView®Hub - die draadloos verbindt met het wifi-netwerk in huis - en dat kan worden gekoppeld aan andere domoticatechnologieën die momenteel op de markt zijn, zoals Google Home en Amazon Alexa. Het systeem is eveneens ontworpen om compatibel te zijn met Apple®iOS en Android om het gemak van een draadloos huis verder uit te breiden. De verwachting is dat de smart home markt wereldwijd zal groeien van € 27 miljard in 2017 naar € 59 miljard in 2020 (bron: Smart Home Monitor 2017, een onderzoek van Multiscope). Motorization blijkt een echte groeimotor te zijn: in 2018 namen de Hunter Douglas Noord-Amerikaanse verkopen in dit segment met 19% toe. Volgens IDC (International Data Corporation) staan we aan de vooravond van een sterke groei met een CAGR (Compound Annual Growth Rate) van wereldwijd 16,9% voor de periode 2019 - 2023. In 2023 zullen jaarlijks naar verwachting 1,6 miljard *smart home* apparaten worden verscheept omdat consumenten steeds meer applicaties in hun thuis-situatie gaan inbouwen;
- **Groei door acquisities.** Sinds 2016 met de aankoop van Levolor & Kirsch is HDG actief aan het acquisitiefrent. Gezien de sterke balansstructuur (zie pagina 13) en de onbenutte leencapaciteit van bijna € 500 miljoen is een voortzetting van het actieve overnamebeleid alleszins aannemelijk. De beschikbaarheid van grotere acquisitie-kandidaten is evenwel klein.
- **Focus op kernactiviteiten.** De afgelopen twee jaar heeft Hunter Douglas een viertal niet-kernactiviteiten afgestoten, te weten de Amerikaanse plafondbusiness, metaalextrusiebedrijf Nedal, de Metaalhandelsdivisie en, het meest recent op 12 november jl., het 74%-belang in Gardinia, marktleider in Duitsland op het gebied van voorverpakte raambekleding aan DIY-winkelketens. Gardinia beschikt over eigen assemblagebedrijven in Duitsland en Polen en realiseerde in 2018 met 206 medewerkers een omzet van circa € 100 miljoen. De 74%-deelneming werd verkocht aan de familie Heidemann, die al jarenlang het management over Gardinia voert. De deelneming heeft de afgelopen jaren niet aan de winst van Hunter Douglas bijgedragen.

Hunter Douglas - Omzetgroei



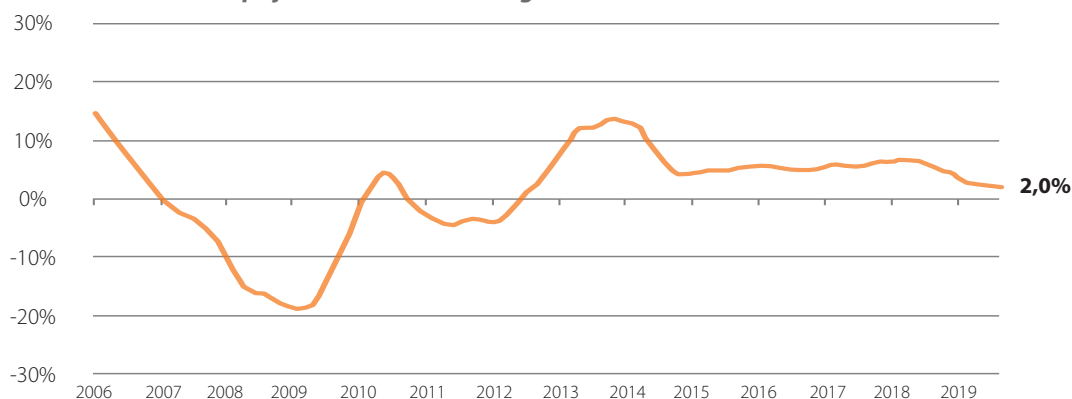
De volumegroei (dankzij innovatie, prijsverhogingen en marktaandeelwinst) lag in de afgelopen zes jaar op gemiddeld 3,7%. De bijdrage van acquisities lag op gemiddeld 4,7% en laat zien dat vooral in de periode 2016-2018 acquisities een belangrijke aanjager waren om de omzet met meer dan 10% te doen groeien. Valuta-effecten zijn vaak van invloed op de korte termijn en omdat Hunter Douglas in US dollars rapporteert kan dit de werkelijke gang van zaken vertekenen. In 2015, toen de euro flink in waarde daalde, was de omzetsdaling in US\$ 5,3%, terwijl omgerekend in euro er een stijging van 12,9% was.

Tenslotte zijn er enkele *leading indicators* die van invloed zijn op omzet en winst.

- Huizenprijzen
- Bestaande huizenverkopen (*Existing home sales*)
- Nieuwe huizenverkopen
- Consumentenvertrouwen

De Amerikaanse huizenmarkt is veruit de belangrijkste markt voor de groep, omdat naar schatting 60 - 70% van de nettowinst in deze markt wordt behaald. Bovendien worden in de Verenigde Staten ook de hoogste marges behaald. De Amerikaanse huizenmarkt lijkt de afgelopen zes maanden behoorlijk af te zwakken, hoewel de economie onverminderd op volle toeren draait. De stijgende rente tot eind 2018 wordt als verklaring genoemd voor de terugval in activiteit. De rentedaling in 2019 zal dan ook een steun in de rug zijn voor de huizenmarkt in de Verenigde Staten.

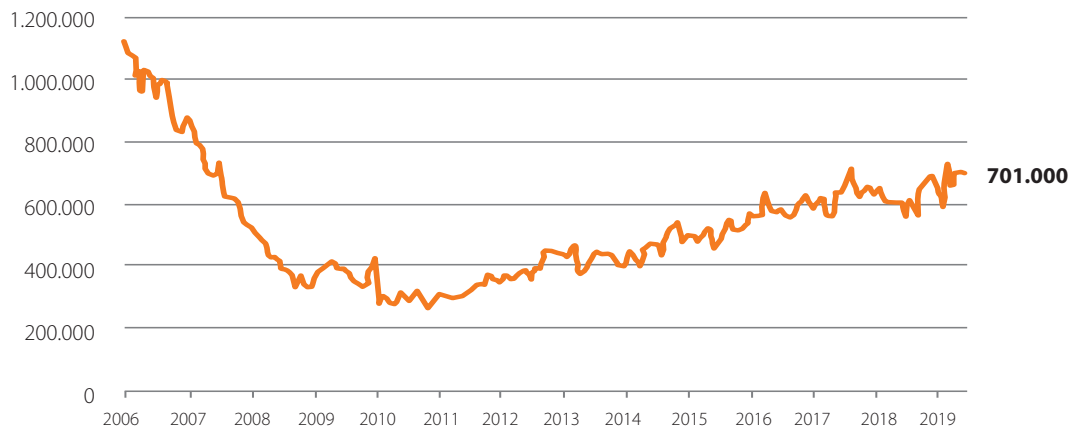
Case Schiller Huizenprijzen VS %-verandering



Bron: Thomson Reuters

Gemeten naar de S&P/Case-Shiller Home Price Index per eind augustus 2019 beweegt de Amerikaanse huizenmarkt zich nog altijd op een recordniveau. Wel neemt het groeitempo af: in augustus was er een jaar-op-jaar stijging van 2,0%. Voor de afgelopen vier jaar beweegt de index op jaarbasis in een groeikanaal van 4,1% - 6,7%.

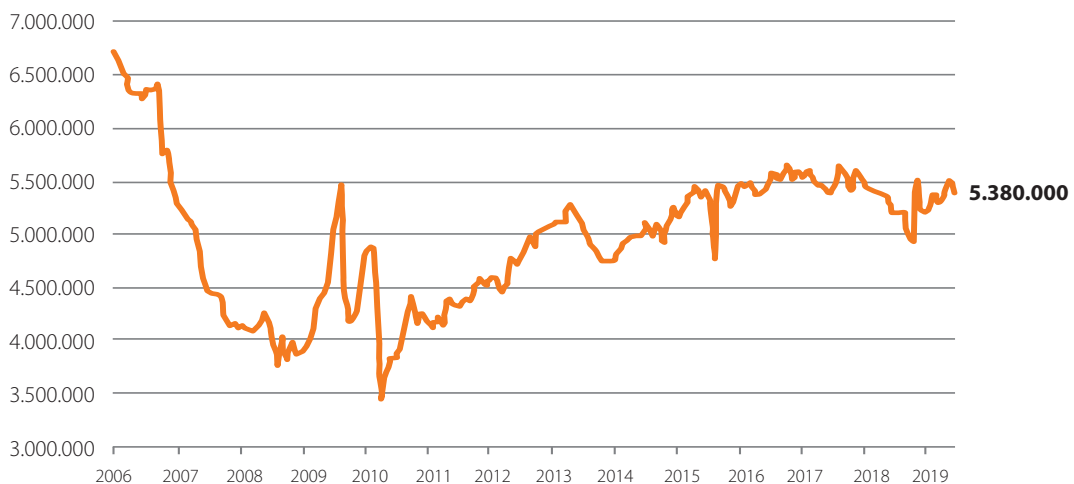
New Home Sales - VS



Bron: Thomson Reuters

De verkoop van nieuwe woningen in de Verenigde Staten maakt 11% uit van de totale woningverkoop. In september 2019 daalde de verkopen van *New single family houses* licht met 0,7% in vergelijking met de voorgaande maand naar 701.000. De jaar-op-jaar stijging van de verkoop van nieuwe woningen bedroeg 15,5%.

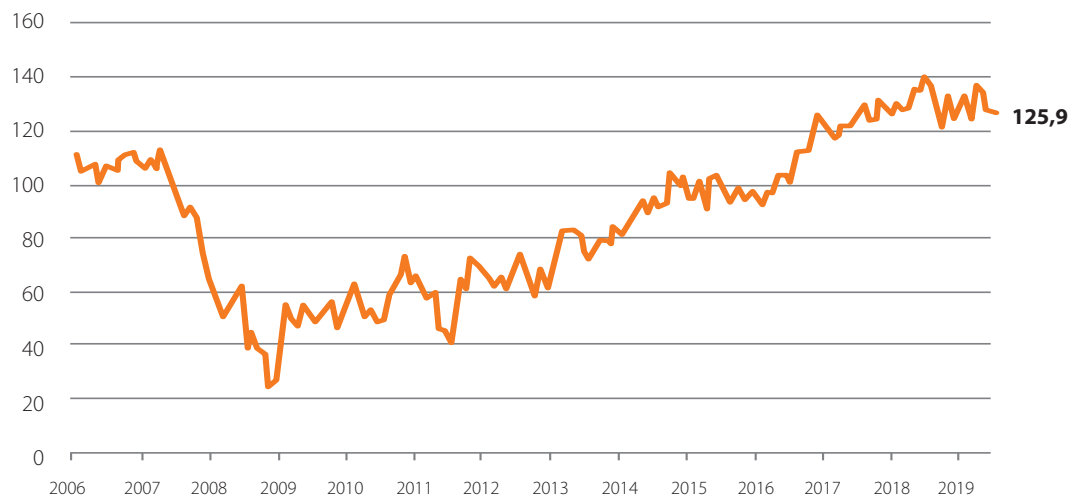
Existing Home Sales - VS



Bron: Thomson Reuters

De bestaande huizenverkoop laten eenzelfde beeld zien als de verkoop van nieuwe woningen. Ook bij de verkoop van een bestaande woning wordt de raambekleding vaak vervangen door de nieuwe bewoners.

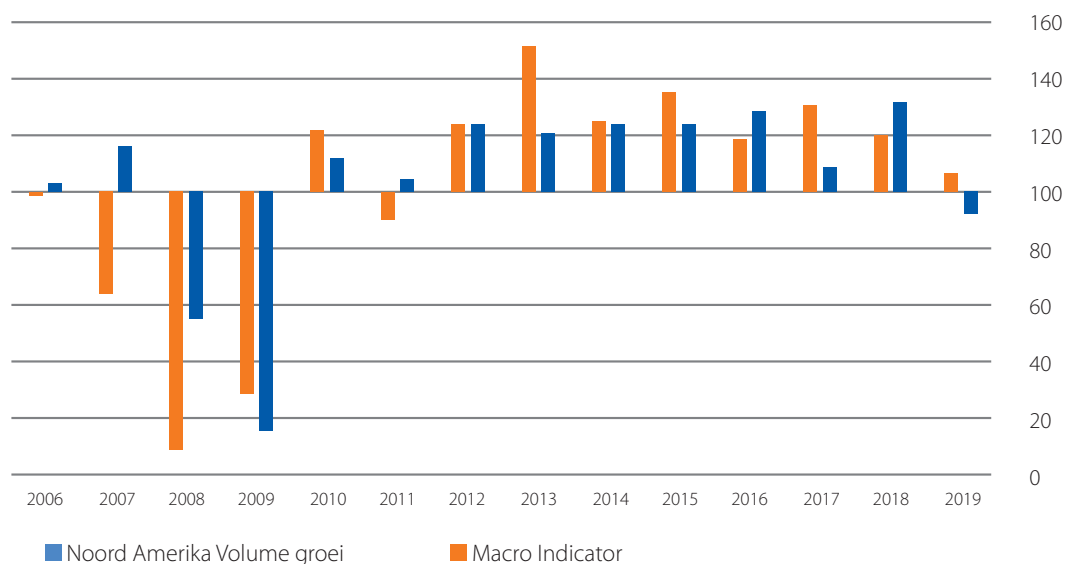
Consumer Confidence - VS



Bron: Thomson Reuters

De graadmeter van het consumentenvertrouwen in de Verenigde Staten bereikte in oktober 2018 haar hoogste niveau. Vervolgens daalde het vertrouwen in gelijke trend met de beurs naar een niveau van 120, om vervolgens weer boven de 125 te stijgen. De aanhoudende handelsspanningen leiden tot meer onzekerheid bij consumenten, terwijl de lage werkloosheid en een nog altijd goed lopende huizenmarkt het vertrouwen van consumenten op een hoog niveau houden.

Door de vier indicatoren te combineren, kunnen we tot een simpele macro-indicator komen. Uit de grafiek blijkt dat de volumegroei in Noord-Amerika zeker beïnvloed wordt door de macro-omgeving. Dat de volumegroei in Noord-Amerika nu licht aan het dalen is, valt hierdoor dan ook te verklaren. Waar de macro indicator in het begin van het jaar nog negatief was, zijn de afgelopen maanden de indicatoren weer positief gedraaid en samen met de nu lage rente die een steun in de rug is voor de huizenmarkt zou de volumegroei weer kunnen terugkeren.



15. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen

Hunter Douglas draagt met hoogwaardige oplossingen bij aan de duurzame architectuur van gebouwen. De oplossingen zijn heel uiteenlopend: van geavanceerde zon- en licht regulerende systemen tot intelligente geveloplossingen en hoogwaardige akoestische plafonds. Bovendien leveren veel van de HD-producten en de materialen waarvan zij gemaakt zijn, grote energiebesparingen op en zorgen ze voor een comfortabeler binnenklimaat. Luxaflex is toonaangevend bij het realiseren van energiebesparingen, met raambekleding. In 1985 vond Hunter Douglas de zeer energie-efficiënte Duette Shades uit, als antwoord op de energiecrisis van het eind van de jaren zeventig. De Duette Architella Shades zijn de meest recente innovatie op dit gebied. Zij hebben een honingraat-in-honingraat ontwerp dat de energie-efficiëntie verder verhoogt. Zonder energie-efficiënte raambekleding kan tot 50% van de verwarmings- en koelenergie van een huis via de ramen ontsnappen. Op deze drie manieren helpen de producten van Luxaflex om energie te besparen:

- **Isolatie**

Tijdens de wintermaanden ontsnapt de warmte via de ramen naar buiten, terwijl de hitte tijdens de zomermaanden door diezelfde ramen naar binnen stroomt. Met isolerende raambekleding kan het energieverbruik worden verminderd, op verwarmingskosten- en koelkosten worden bespaard en kan een comfortabeler sfeer worden gecreëerd.

- **Zonnewarmteregulering**

De warmte die de zon produceert - zonne-energie - komt in de winter van pas bij het verwarmen van het huis, maar kan in de zomer leiden tot onplezierig hoge temperaturen binnenshuis, waardoor de airconditioningkosten stijgen. Raambekleding van Luxaflex helpt om de zonnewarmte te beheersen door deze in de winter binnen te laten en in de zomer zoveel mogelijk te weren.

- **Daglicht**

Daglicht is een manier om kamers te verlichten met natuurlijk licht in plaats van kunstlicht. Door natuurlijk licht toe te laten in een kamer verminderen veel van de raambekledingen de behoefte aan andere soorten verlichting, waardoor minder energie wordt verbruikt.

Missie Project Malawi

Malaria is helaas nog steeds een van de belangrijkste doodsoorzaken onder zwangere vrouwen en jonge kinderen in Malawi. Samen met haar dealers draagt Luxaflex haar steentje bij in de strijd tegen malaria. Waar horren in Nederland de leefomgeving comfortabeler maken, kan een hor in Malawi het verschil maken tussen leven en dood. De bijdrage van Luxaflex is dan ook van groot belang: kwetsbare groepen helpen door het installeren van horren die muggen tegenhouden.

Project Malawi richt zich op het plaatsen en onderhouden van horren in geboorteklinieken en ziekenhuizen in Malawi. Zo worden (toekomstige) moeders en hun kinderen beschermd tegen deze levensgevaarlijke infectieziekte. Door het installeren van op maat

gemaakte Luxaflex-horren wordt jarenlange bescherming geboden, aangezien het gaas is gemaakt van hoogwaardige materialen en daardoor bijzonder duurzaam is. Zo blijft er voldoende ventilatie mogelijk en worden de muggen die malaria verspreiden effectief geweerd.

Door de samenwerking met Hunter Douglas en Habitat for Humanity is project Malawi in 2019 een nieuwe fase ingegaan. Onder het motto 'samen bouwen we een beter leven' wordt met de lokale bevolking en lokale bouwprofessionals gewerkt aan huisvesting. Mensen die in krotten leven, leven in angst. Angst voor de gezondheid en veiligheid van hun kinderen. Angst voor regen en natuurrampen. 'Een degelijk huis is geen wens, het is een mensenrecht', zo wijst oud-president van de Verenigde Staten en huidig Habitat-ambassadeur Jimmy Carter op de universele verklaring van de rechten van de mens (VN, 1948).

16. SWOT-analyse

Strengths - Concurrentievoordelen

- Toonaangevende en met voorsprong grootste producent van raambekleding met wereldwijd distributienetwerk
- Als wereldwijd marktleider bezit HD *pricing power* en door schaalgrootte kan kostenefficiënt worden geproduceerd
- Sterke nichepositie in architectonische producten
- Zeer sterk cash genererend vermogen
- eer ervaren managementteam

Weaknesses - Concurrentienadelen

- In geval van een stevige economische recessie is HD bovengemiddeld gevoelig voor druk op de opbrengsten en - door de hoge toegevoegde waarde - de nettowinst
- Het succes van het verdienmodel in Noord-Europa en Europa lijkt niet te kunnen worden gekopieerd in Azië

Opportunities - Kansen

- De innovatieve kracht van HD kan leiden tot versnelde introductie van hoog renderende nieuwe producten in de smart home markt
- De schaalvoordelen uit de recente overnames kunnen worden benut
- Nu het One Hunter Douglas IT-project is afgerond, kan een efficiencyvoordeel tegemoet worden gezien
- De interne doelstelling van een RONAE van tenminste 20% geeft nog een behoorlijk opwaarts potentieel (9 mnd 2019: 14,4%)

Threats - Bedreigingen

- Aan de onderkant en in het middensegment van de markt wordt hinder ondervonden van lokale spelers die goedkope producten aanbieden van een mindere kwaliteit
- Een langdurige periode van laagconjunctuur in combinatie met politieke onzekerheid die leidt tot een zwakke of uitblijvende groei van de omzet
- Een zwakke dollarkoers. Meer algemeen: een verdere verzwakking van de valuta's in Latijns Amerika en Australië
- Handelsoorlog Verenigde Staten versus China/Europa (werkt negatief door op consumentenvertrouwen en -bestedingen)
- Brexit. Het Verenigd Koninkrijk is na de Verenigde Staten de meest winstgevende deelmarkt

17. Strategie & Doelstellingen

De strategie van Hunter Douglas is gericht op het laten groeien van de eindmarkten en daarbinnen het marktaandeel vergroten door continu nieuwe en innovatieve producten te introduceren en de aanwezigheid in de belangrijkste afzetmarkten uit te breiden. Daarnaast heeft Hunter Douglas zichzelf een aantal kwalitatieve doelstellingen opgelegd maar weerhoudt het zich van kwantitatieve doelstellingen;

- Hunter Douglas wil zowel in de raambekleding als in de architectonische producten sneller groeien dan de markt en tevens de beste onderneming zijn in de branche;
- Continu nieuwe en innovatieve producten ontwikkelen;
- Op zoek naar acquisities die de autonome groei kunnen versnellen en waarde toevoegen op het gebied van nieuwe producten en distributie. Daarnaast moeten de acquisities voldoen aan de interne rendementsdoelstellingen;
- Het continu optimaliseren van het decentrale en ondernemende organisatiemodel gebaseerd op 'maximale aansprakelijkheid en minimale inmenging'.

18. Groeiperspectieven

Hunter Douglas is anno 2019 de onbetwiste wereldwijde marktleider in de productie en distributie van raambekleding. Wij voorzien de komende jaren op autonome basis een lichte terugval van het huidige hoge groeitempo van de omzet als gevolg van de vigerende hoogconjunctuur in de twee thuismarkten Noord-Amerika en Europa. Daarentegen lijkt HDG nog een efficiencyslag te kunnen maken nu het ICT-project *One Hunter Douglas* is afgerond en de meest recent overgenomen bedrijven in de eigen organisatie worden geïntegreerd. Op basis van voorzichtige aannames taxeren wij een winst per aandeel van € 6,85 over boekjaar 2019 en voorzien wij een *high single digit* groei voor boekjaar 2020. Dit laat zich vertalen in een winst per aandeel van € 7,35 (+7%). Echter, deze taxatie is omgeven met de nodige onzekerheden. De invloed van de brexit, alsmede de impact van de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China/Europa kan van invloed zijn op het consumentenvertrouwen en de -bestedingen, waardoor omzet en winst nadelig kunnen worden beïnvloed. De genoemde taxaties zijn uiteraard ook exclusief de invloed van mogelijke acquisities/desinvesteringen. Gezien het reeds dominante karakter van HDG in de branche sluiten wij een substantiële overname zoals die van L&K of Hillarys vrijwel uit.

19. Conclusie & Koersdoel

Voor Add Value Fund is een belegging in Hunter Douglas Group *The Best of Both Worlds - winstgroei en een duurzaam dividend*. Enerzijds groeien de markten van raambekleding en architectonische producten jaarlijks gemiddeld in een *low single digit* tempo. Als wereldmarktleider in raambekleding groeit HDG normaliter sterker dan gemiddeld door prijsverhogingen, overnames en het winnen van marktaandeel. Omdat de onderneming een sterke balans en kasstroom heeft, kan anderzijds aanspraak worden gemaakt op een duurzaam en hoog dividendrendement. Tegen de huidige beurskoers van € 58,40 wordt circa 8,5x de getaxeerde winst 2019 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en komt het dividendrendement op circa 4,1% bij een onveranderde pay out-ratio van 33%. Gegeven de kwaliteit en positionering van de onderneming achten wij een Koers/winst verhouding van 17,3 een adequate waardering onder de huidige marktomstandigheden. Deze komt overeen met de gemiddelde waardering van de peer group. Hiermee komt een koersdoel van € 118,50 in beeld. Het opwaarts koerspotentieel vanaf de huidige beurskoers bedraagt aldus circa 103%.

Koers Hunter Douglas



Informatie

Deze Investment Case is door de onderneming gecontroleerd op feitelijke onjuistheden en fouten. De analyse en taxaties van deze Investment Case zijn opgesteld door het beheerteam van de Beheerder Add Value Fund Management B.V. De leden van het beheerteam hebben door het participeren in Add Value Fund een beperkt indirect belang in de onderneming.

Amsterdam, 26 november 2019

Disclaimer

Deze publicatie is een Investment Case. Add Value Fund Management B.V. is de producent van deze publicatie ten behoeve van de voorlichting van de (potentiële) aandeelhouder in Add Value Fund, dat wordt beheerd door Add Value Fund Management B.V. De kwalitatieve en kwantitatieve standpunten in deze publicatie zijn de weergave van de visie van de fonds-beheerders. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financiële titel en moet evenmin worden beschouwd als een beleggingsadvies. Dit verslag is gebaseerd op informatie die Add Value Management B.V. betrouwbaar acht, maar Add Value Fund Management B.V. garandeert niet dat deze informatie juist en/of volledig is, zodat op de inhoud van deze publicatie niet als zodanig mag worden vertrouwd.

De meningen in de Investment Case zijn een weergave van de huidige visie van Add Value Fund Management B.V. op de datum van het verschijnen van deze publicatie. Deze Investment Case is opgesteld zonder rekening te houden met de individuele financiële situatie en doelstellingen van de personen die de Investment Case ontvangen. Add Value Fund Management B.V. aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

Methodologie

Add Value Fund Management B.V. geeft geen koop- of verkoopaanbevelingen ten aanzien van de in de Investment Cases besproken ondernemingen, maar belicht slechts in kwalitatieve zin de sterke en zwakke punten van deze ondernemingen. Add Value Fund Management B.V. beoogt met de Investment Cases tot een juiste waardebeoordeling van de besproken ondernemingen te komen, daarbij gebruik makend van verschillende aannames en onder verschillende scenario's. De Investment Cases zijn uitsluitend bedoeld om (potentiële) aandeelhouders in Add Value Fund te voorzien van grondige analyses die dienen als onderbouwing van het beleggingsbeleid van Add Value Fund Management B.V. in het kader van Add Value Fund.

