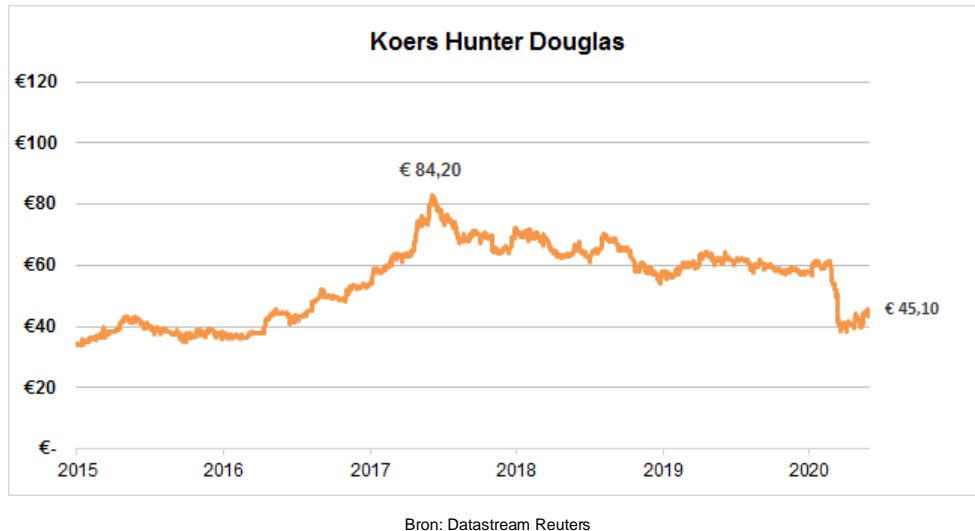
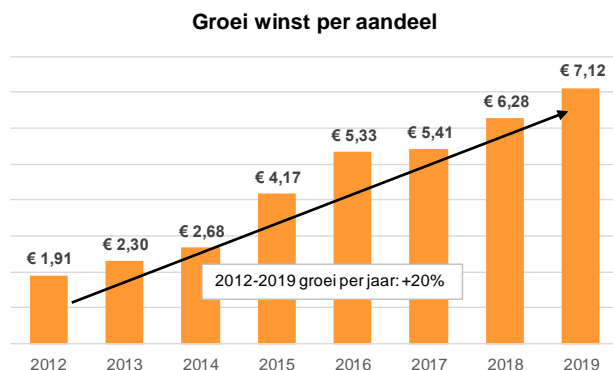


\*\*\* Inside Add Value Fund \*\*\*



Vandaag precies drie jaar geleden op 5 juni 2017 noteerde Hunter Douglas een *all time high* beurskoers van € 84,20. Nadien is de beurskoers in een vrije val terecht gekomen en vandaag staat er € 45,10 op het koersenbord. Een afslag van ruim 46%. De Amsterdam Midkap Index verloor in dezelfde periode slechts een kleine 5%. Tijd voor een verklaring en een voorspelling.

- Add Value Fund positioneert zich als een stabiele middellange termijnbelegger in Nederlandse beursgenoteerde mid- en smallcap ondernemingen. Wanneer wij overtuigd zijn van de kwaliteiten van een onderneming en als het bedrijf voldoet aan de strenge criteria die wij hanteren, maakt het aandeel van die onderneming doorgaans voor langere tijd deel uit van onze portefeuille. Wij muteren zo min mogelijk in de portefeuille, omdat dit minder kosten geeft en wij niet aan market-timing doen.
- **Heeft Hunter Douglas dan slecht gepresteerd in de periode 2017 – 2020?**
  - Integendeel. Als de absolute wereldmarktleider in raambekleding met merkenamen als Luxaflex (Europa) en Hunter Douglas (Noord-Amerika) beschikt de Groep over voldoende pricing power om te profiteren van een fase van hoogconjunctuur zoals die zich de afgelopen drie jaar heeft gemanifesteerd. Zowel in 2018 als 2019 stegen omzet en nettowinst naar recordniveaus en viel vooral het zeer sterke cash genererende vermogen op. Over 2019 werd een cashflow per aandeel van € 14,- gerapporteerd op een groepsomzet van bijna \$ 3,7 miljard. Een winst per aandeel van € 7,12 geeft bij de huidige beurskoers van € 45,- een P/E-multiple van slechts 6,3x.



- **Waarom dan die lage waardering?**

- Hunter Douglas is een familieonderneming. De oprichtersfamilie Sonnenberg houdt ruim 82% van de gewone en vrijwel alle preferente aandelen. Dientengevolge is de free float – het aantal aandelen niet in handen van de grootaandeelhouder en beschikbaar voor de ‘vrije’ beurshandel – beperkt tot een kleine 18%. Dat percentage correspondeert met een beurswaarde van € 280 miljoen, ofwel de marktkapitalisatie van een smallcap-onderneming. Institutionele beleggers beleggen bij voorkeur in goed verhandelbare grotere ondernemingen – de zogenaamde largecaps – en ontbreken hierdoor in de lijst van de overige grootaandeelhouders. Bovendien voert HD als puur familiebedrijf geen actief investor relations beleid; er zijn geen analisten die de onderneming actief volgen. Deze combinatie van factoren leidt tot een inferieure prijsvorming ter beurze. Zeker als een van de bestaande grotere aandeelhouders, Davis Selected Advisors, voortdurend haar belang via beursverkoop reduceert, hetgeen de beurskoers onder druk zet. Momenteel houdt Davis nog een belang van 2,2% - ofwel ruim 12% van de free float – en is na de familie Sonnenberg de grootste individuele aandeelhouder. Vier jaar geleden had Davis nog een belang van 4,2%.

- **Wat zijn de vooruitzichten voor 2020/21?**

- Hunter Douglas is 2020 voortvarend gestart. In het eerste kwartaal werd bij een 2,5% lagere omzet van \$ 802 miljoen een 10% hoger bruto bedrijfsresultaat van \$ 88 miljoen gerapporteerd. De nettowinst steeg met ruim 7% naar \$ 38,6 miljoen. Echter, het negatieve effect van de coronacrisis was nog maar nauwelijks in de cijfers van Q1 2020 begrepen.

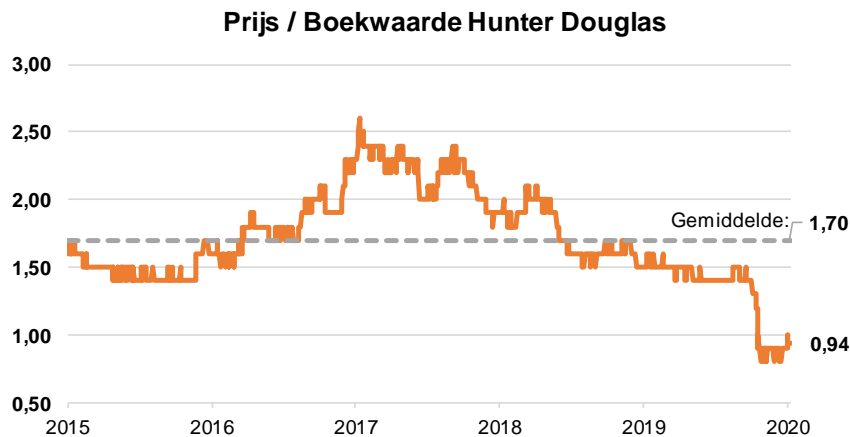
Het HD-management waarschuwde in de Outlook-paragraaf in niet mis te verstane bewoordingen voor de gevolgen van covid-19 in de komende kwartalen: *‘The corona crisis has caused unprecedented disruptions and declines in most economies, which only started to significantly impact the company’s sales towards the end of March. Hunter Douglas therefore expects substantially lower sales and profits in most markets for the rest of the year.’* Om de ernst van de situatie te benadrukken werd ook het eerder gepresenteerde dividendvoorstel van € 2,10 per aandeel eind mei ingetrokken. Het is daarmee overduidelijk dat de Raad van Bestuur rekening houdt met zwaar weer.

Naar onze verwachting zullen Q2 en Q3 van het lopende boekjaar dan ook een fors lagere omzet en resultaat opleveren. Indien de huidige trend van het geleidelijk weer ‘opengaan’ van de westerse economieën evenwel doorzet, zou in Q4 2020 – voor HD het belangrijkste kwartaal qua omzet en winst – enig herstel mogen worden verwacht. Bovendien zal boekjaar 2020 in het teken staan van nog niet nader gekwantificeerde reorganisatielasten. Net als in de vorige crisisperiode (2008 – 2010) grijpt het management de huidige recessie aan om de organisatie zo snel mogelijk aan te passen aan de ‘nieuwe realiteit’ volgens het adagium *Never waste a good crisis!* Dat zet het netto resultaat voor het lopende boekjaar weliswaar verder onder druk, maar dit effect keert naar verwachting niet terug in 2021. Uitgaande van een gedeeltelijk herstel van het consumentenvertrouwen en het uitblijven van een opleving van het coronavirus, achten wij een winst per aandeel van € 6,00 per aandeel voor volgend jaar een veilige aanname. Een veronderstelde P/E-multiple van 14 zou dan leiden tot een beurskoers van € 84,-, inderdaad de *all time high* beurskoers van drie jaar geleden.

De gekozen P/E-multiple van 14 ligt overigens nog beduidend lager dan die van de beursgenoteerde peers van Hunter Douglas. Het Franse Somfy noteert ruim 23x de verwachte winst en het Taiwanese NienMade rond 19x.

Onderneming	K/w 2019	Discount	P/B 2019	Beurswaarde	Free float	# Analisten
Hunter Douglas	6,3x		0,94	€ 1,5 mrd	18%	0
Somfy (Frankrijk)	23,3x	-72%	3,02	€ 2,9 mrd	20%	4
Nien Made (Taiwan)	19x	-67%	5,26	€ 1,7 mrd	40%	14
Peer group average	21,2x	-70%	4,14	€ 2,3 mrd	30%	9

Bron: Bloomberg en AVF



- **Welke positie heeft Add Value Fund in Hunter Douglas Group?**

- Momenteel heeft Add Value Fund een belang van 220.000 aandelen in portefeuille. Daarmee is het aandeel HDG de vierde grootste positie in portefeuille. De weging in de portefeuille bedraagt 10,3%. Deze hoge weging weerspiegelt ons vertrouwen in de perspectieven van de onderneming voor de nabije toekomst. Weliswaar heeft Hunter Douglas niet bijgedragen aan de performance van ons fonds in de achterliggende periode, de vooruitzichten op een substantieel koersherstel lijken geleidelijk steeds beter te worden. Omdat de handelbaarheid van de aandelen HDG relatief beperkt is, hanteren wij overigens een strikte limiet voor de weging van dit type (minder goed handelbare) aandelen.

**Terugkeer naar een beurskoers van € 84,- zou een koersappreciatie van ruim 86% betekenen gemeten vanaf de huidige beurskoers van € 45,-.**

- **Meer zien van Hunter Douglas Group?**

- 100 years of innovation:  
<https://www.youtube.com/watch?v=ploBkjsOnIM>
- Hunter Douglas Business is people:  
<https://www.youtube.com/watch?v=y4yPbOQPR0Y>

*Disclaimer: 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. De publicatie vormt uitsluitend een nadere verklaring en onderbouwing van het beleggingsbeleid van Add Value Fund Management B.V., de beheerder van Add Value Fund.*