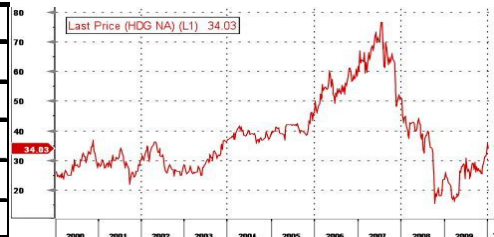


INVESTMENT CASE

Koers per 5 januari 2010: EUR 34,50

Marktkapitalisatie EUR mln	1,258	Dividendrendement	5,20%
Aantal uitstaande aandelen	35,43 mln	Taxatie WPA 2010	4,45 EUR
Free Float	19%	K/W	7,8
Hoog/Laag 52 weken	38,69/14,00	Bloomberg symbool	HDG NA
Performance 2009	50%	Reuters symbool	HUDN.AS
Beta vs. ASCX-Index	1,19	Website	www.hunterdouglas.com



Investerings rationale

Hunter Douglas is de onbetwiste wereldmarktleider op het gebied van raambekleding. Daarnaast is HD ook een toonaangevende producent en distributeur van architectonische producten, zoals plafond- en gevelsystemen. Tevens wordt in de metals trading divisie de inhouse sourcing veiliggesteld en tegelijkertijd extra waarde gegenereerd. Het zeer ervaren management onder leiding van CEO en grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg heeft een uitstekend track record over de lange termijn opgebouwd. In de periode 2001 – 2008 bedroeg het gemiddelde rendement (vóór interest) op het geïnvesteerde vermogen 19,6%. De gemiddelde winst per aandeel over deze periode bedroeg € 3,77, hetgeen zich bij een gemiddelde intrinsieke waarde per aandeel over dezelfde periode van € 24,77 laat vertalen in een netto rendement van 15,2%. Het gemiddelde dividendrendement over de periode 2001 – 2008, uitgedrukt als het 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 4,25%.

De winst van Hunter Douglas is in de tweede helft van 2008 en de eerste helft van 2009 sterk onder druk komen te liggen als gevolg van de nadelige effecten van de kredietcrisis. Het management heeft echter adequaat gereageerd door de organisatie bliksemsnel aan te passen aan de nieuwe, meer uitdagende marktomstandigheden. Vanaf het derde kwartaal van 2009 tekent zich reeds een verbetering van het winstmomentum af. Wij verwachten dat dit zich in 2010 zal voortzetten. Voor 2010 taxeren wij een winst per aandeel van € 4,45 en gaan wij uit van een dividend van € 1,80 per aandeel. De huidige beurskoers van € 34,50 waardeert Hunter Douglas daarmee op 7,8 maal de verwachte winst 2010 bij een getaxeed dividendrendement van 5,2%.

Op een termijn van 12 tot 18 maanden voorzien wij een *rebound* in de beurswaardering, in de richting van het langjarige gemiddelde van circa € 50,- per aandeel.

Jaar	Omzet	EBIT	EBIT-marge	Netto Winst	Netto Marge
2007	3.028	325	10,7	309	10,2
2008	2.942	198	6,7	-35	-0,1
2009tax.	2.200	115	5,2	85	3,9
2010tax.	2.500	250	10,0	230	9,2

INVESTMENT CASE

Geschiedenis

De geschiedenis van Hunter Douglas begint in 1919, in welk jaar Henry Sonnenberg een distributiebedrijf voor machinegereedschap opricht en aansluitend een productiefaciliteit start in Düsseldorf. In 1933 verhuist Henry naar Nederland waar hij wederom een bedrijf op het gebied van machinegereedschap opbouwt.

In 1940 emigreert Henry Sonnenberg naar de Verenigde Staten, waar hij de Douglas Machinery Company opricht

In 1946 vormt Sonnenberg een joint venture met Joe Hunter die een nieuwe technologie en apparatuur voor het continue gieten en fabriceren van aluminium heeft ontwikkeld. Deze innovatie leidt tot de productie van lichtgewicht aluminium lamellen voor *venetian blinds*. Vanaf dat moment is de onderneming Hunter Douglas actief. De aluminium jaloezieën onder de Hunter Douglas-naam veroveren snel een substantieel marktaandeel in Amerika (naar onze schatting nu circa 40%). Het distributiemodel is in dit verband net zo vernieuwend als het product zelf. Hunter Douglas ontwikkelt een enorm netwerk van meer dan 1.000 onafhankelijke fabrikanten in de Verenigde Staten en Canada. Hier worden overdag de jaloezieën verkocht en 's nachts geassembleerd in de fabricageruimtes. In 1956 leidt een verschil van inzicht tussen de joint venture partners tot een verkoop van de Amerikaanse activiteiten. Henry Sonnenberg verhuist zijn hoofdkantoor naar Montreal en richt zich vervolgens op de expansie van de raambekledingsactiviteiten buiten de Verenigde Staten.

Vanaf 1960 worden de activiteiten in Europa gestaag uitgebreid, waarna ook in Australië en Latijns Amerika wordt gestart. In 1969 verkrijgt de Hunter Douglas Group een beursnotering in Montreal en Amsterdam. In 1971 neemt Ralph Sonnenberg de leiding van de onderneming over van zijn vader. In datzelfde jaar wordt het hoofdkantoor verplaatst naar Rotterdam. Onder leiding van Ralph Sonnenberg koopt Hunter Douglas in 1976 de Amerikaanse activiteiten terug.

Vanaf 1980 zet Hunter Douglas in op een traject van wereldwijde groei en worden de eerste stappen op de Aziatische markt gezet. De groep bewijst in de branche bij voortduring toonaangevend te zijn door aan de lopende band innovatieve producten op de markt te introduceren. Zo worden onder andere de gepatenteerde merken Duette, Silhouette en Vignette gelanceerd. Daarnaast vergroot Hunter Douglas haar schaalomvang via acquisities in de Verenigde Staten en Europa. Vanaf 1991 introduceert topman Ralph Sonnenberg een nieuwe dimensie in het business model: er wordt een Investment Portfolio opgebouwd die wordt gedelegeerd bij een groot aantal onafhankelijke fondsbeheerders en die in 2007 een grootste omvang van \$ 849 miljoen bereikt. Hieruit blijkt eens te meer het familie karakter van Hunter Douglas. Sonnenberg stuurt HD aan als ware het zijn persoonlijke investeringsvehikel. Dat Sonnenberg een scherp oog heeft voor de waarde van zijn onderneming blijkt als hij in 2005 en 2008 via een tweetal tender offers zijn belang in Hunter Douglas vergroot van 51% via 71% naar 81,2%. Door deze acties wordt de *free float* van de aandelen geringer en verdwijnt het aandeel in 2007 uit de Amsterdam Midkap Index. Ook de research coverage van het aandeel vermindert zienderogen. Anno 2009 zijn er nog nauwelijks analisten die het aandeel volgen, terwijl vanuit de holding een passief investor relations beleid wordt gevoerd. Dat doet niets af aan de kwaliteiten van de onderneming, want HD staat er na een grondige reorganisatie in 2008/2009, sterker voor dan ooit tevoren. Een *fair value* die is gebaseerd op gematigde aannames laat binnen een termijn van 12 tot 18 maanden een waarde van € 50,- per aandeel zien, een opwaarts koerspotentieel van 45% vanaf de huidige beurskoers van € 34,50.

De onderneming

Hunter Douglas is de onbetwiste wereldmarktleider op het gebied van raambekleding. De Hunter Douglas Group bestaat uit 162 ondernemingen, waarvan 67 zich toelagen op productie en 95 op assemblage. Daarnaast zijn er verkoopkantoren in meer dan 100 landen. De groep telt circa 17.000 medewerkers die op jaarbasis (2008) een omzet genereren van ruim \$ 2,9 miljard (€ 2 miljard).

Naast raambekleding is HD ook een toonaangevende producent van architectonische producten, zoals plafond- en gevelsystemen. In 2008 werd ruim \$ 400 miljoen in dit segment omgezet, overeenkomend met 14% van de groepsomzet. De omzet in dit segment is vanaf 2005 (\$ 186 miljoen) ruimschoots verdubbeld, mede door acquisities en sterke autonome groei.

Dat Hunter Douglas werkelijk een wereldomvattend concern is, moge blijken uit onderstaand overzicht:

INVESTMENT CASE

Netto omzet 2008 - in \$ mln -	Raambekleding	Architectonische Producten	Overige	Totaal
Europa	1.022	156	117	1.295
Noord-Amerika	1.068	101		1.169
Zuid-Amerika	154	51		205
Azië	65	97		162
Australië	106	5		111
Totaal	2.415	410	117	2.942

In dit overzicht is de omzet uit de Metals Trading divisie ter grootte van \$ 428 miljoen niet opgenomen. In deze qua omzet belangrijke divisie vallen zowel de mutaties in de fysieke voorraad als de forward contracten die op bulkmetalen worden verhandeld. Er zijn bij Metals Trading 35 medewerkers actief, die vrijwel allemaal vanuit Chicago, het internationale centrum van de metaalhandel, opereren. De invloed op het bedrijfsresultaat was in 2008 ruim 14%, te weten \$ 19 miljoen op een totaal van \$ 130 miljoen. Over een langjarige periode bedraagt de jaarlijkse bijdrage aan de EBIT zo'n \$ 10 à 20 miljoen.

Met 84% van de omzet is duidelijk dat Europa en Noord-Amerika de thuismarkten van HD zijn. De positie in Azië is, ook naar de mening van het management, te klein voor de ambitie van de Groep. De komende jaren zou hier een substantiële groei moeten kunnen worden gerealiseerd. De progressie in Latijns Amerika spreekt al meer tot de verbeelding. In lokale valuta worden in deze markt uitstekende rendementen gerealiseerd die echter door valutaverliezen tot gemiddelde uitkomsten worden gereduceerd.

INVESTMENT CASE

De Hunter Douglas Formule

Als feitelijke familieonderneming voert Hunter Douglas een passief investor relations beleid. Dit uit zich onder andere in een formele, kort en bondige rapportagevorm die echter voldoende aanknopingspunten biedt om een goede indruk van de bedrijfsfilosofie te krijgen. Sinds jaar en dag luidt de **Strategie** van Hunter Douglas:

“Expansie, gericht op vergroting van de markt voor wandbekleding en architectonische producten, alsmede vergroting van het eigen marktaandeel door middel van het voortdurend introduceren van innovatieve, gelicenseerde producten en het vergroten van de aanwezigheid van de groep in de toonaangevende geografische markten”.

In de jaarverslagen van de Groep wordt de succesvolle strategie telkens aan de hand van zes specifieke aandachtsgebieden belicht. Deze Hunter Douglas Formule omvat achtereenvolgens:

1. Research & Development

Hunter Douglas is gegrondvest op een traditie van het introduceren van baanbrekende producten op de markten van raambekleding en architectonische producten. Daartoe bezit de groep R&D-centra in de Verenigde Staten, Nederland en Duitsland en, sinds 2008, ook in China en Zuid-Korea. De topprioriteit bij deze activiteit ligt bij het comfort en de veiligheid voor de eindgebruikers, alsmede bij de heersende mode- en designtrends in het betreffende marktsegment. In 2008 besteedde de Groep US \$ 35 miljoen aan Research & Development, ofwel 1,76% van de omzet. Dat Hunter Douglas uiterst succesvol is op innovatief gebied moge blijken uit het feit dat de Groep in 2008 voor de 13e maal in de afgelopen 14 jaar de *Product of the Year Award* van de Window Covering Manufacturing Association (WCMA) in de wacht sleepte, ditmaal voor *Pirouette Window Shadings*. Ten opzichte van 2005 besteedde de Groep in 2008 circa 59% meer aan R&D, een duidelijk teken dat innovatie meer dan ooit een speerpunt in de strategie is. Er zijn naar schatting rond 200 medewerkers actief in R&D, verdeeld over centra in de Verenigde Staten, Rotterdam, Bremerhaven en in Azië;

2. Productie

Meer dan 60 jaar geleden was Hunter Douglas de pionier op het gebied van een uniek gietproces voor het geïntegreerd produceren van aluminium strips die als basis fungeren voor tal van haar producten. Deze innovatie staat model voor de strategie van de Groep om de productiestandaard voor de raambekledingsindustrie te willen zijn. Wat Xerox is voor fotokopieën is Hunter Douglas voor raambekleding. Met name met behulp van textiele toepassingen heeft HD door de jaren heen innovaties geïntroduceerd die energiebesparend, lichtregulerend en/of sfeerverhogend zijn. Dit alles onder gepatenteerde namen als Duette, Silhouette, Vignette en Luminette. Het spreekt vanzelf dat gezien de schaalgrootte van de Groep de productie uiterst efficiënt is georganiseerd in 67 productie- en 95 assemblagebedrijven. In de Verenigde Staten is het aantal assemblagebedrijven sterk teruggebracht van 22 naar slechts 3, waar tegenover de productie in Oost-Europa (Tsjechië) juist sterk is opgevoerd;

3. Distributie

Het distributiesysteem is de kern van het business model van Hunter Douglas en is een onmisbare schakel in de marketingstrategie. Door de jaren heen is een wereldwijd netwerk van vele duizenden en 95 eigen producenten opgebouwd die de HD-producten verkopen, assembleren en distribueren in de verschillende afzetmarkten. Deze producenten worden door HD ondersteund met veelsoortige marketingformules, zodat de fabrikanten op hun beurt de aangesloten dealers zo efficiënt mogelijk kunnen bedienen. Zo worden indirect meer dan 100.000 (lokale) wederverkopers, ofwel de tweede laag van het distributienetwerk, in hun verkoop- en marketinginspanningen gesteund. Omdat een juiste installatie van de HD-producten essentieel is voor de performance van de producten en de consumententevredenheid, worden duizenden installateurs van deze producten uitvoerig getraind;

INVESTMENT CASE

4. Marketing

Als internationaal marktleider in raambekleding streeft Hunter Douglas naar een hoge klanttevredenheid voor de gehele duur van het proces van selecteren, aankoop en gebruik van haar producten. Uiteindelijke doel is het bereiken van een zo hoog mogelijke merktrouw. Dit doel wordt bereikt door alle onderdelen van de marketing mix optimaal op elkaar af te stemmen en in te zetten. Alle kanalen – print, radio/tv en online – worden daartoe via gerichte campagnes benut. Vanzelfsprekend vormt een *state-of-the-art* consumentenwebsite het hart van de operatie. In meer algemene zin treedt Hunter Douglas op als sponsor van speciaal geselecteerde evenementen en relevante liefdadigheidsinitiatieven op lokaal, nationaal of internationaal niveau. Op retail-niveau (in de winkel bij de dealer) wordt de klant bewerkt door een overdaad aan brochures, design boeken, samples met een volledige kleurenreeks en opties, alsmede displays waar de producten in werkende staat worden getoond. In totaal investeerde de Groep in 2008 een bedrag van US \$ 573 miljoen aan verkoop- en marketingkosten, waarbij met name de uitgaven voor samples substantieel zijn. Sinds 2003 heeft Hunter Douglas de verkoop- en marketingkosten met gemiddeld 17% per jaar laten stijgen;

5. Opleiding

De Groep heeft op meerdere niveaus trainings- en opleidingstrajecten ontwikkeld voor de aangesloten fabrikanten, retail dealers, professional designers en installateurs. Er worden geregeld seminars georganiseerd om toekomstige kopers voor te lichten over het belang van raambekleding voor woninginrichting, lichtinval en energie-efficiëntcy. Op het gebied van architectonische producten heeft de Groep al enige jaren een partnership met Archiprix International, waarmee relaties worden opgebouwd met een nieuwe generatie van architecten die aan het begin van hun carrière staan nadat zij hun studie hebben voltooid. Onder de Archiprix-vlag wordt om het andere jaar een internationale wedstrijd georganiseerd, waar de afstudeerprojecten van de architecten in spé door een onafhankelijke jury worden beoordeeld die de winnaar de Hunter Douglas Award toekent. In 2009 werd dit evenement in Montevideo, Uruguay, gehouden;

6. MVO – Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen

Hunter Douglas geeft al geruime tijd onder het hoofdstuk *Corporate Citizenship* in het jaarverslag uiting aan haar betrokkenheid met de samenleving. In concrete zin kan het sponsorship van 'Habitat for Humanity' in de Verenigde Staten en Canada worden genoemd. Niet alleen financiert de Groep sinds 1993 de raambekleding voor de woningen die HfH bouwt, maar assisteren medewerkers van de Groep ook bij de constructie en installatie. Hunter Green (TradeMark) is een belangrijk milieu-initiatief van de Groep, dat is gericht op de reductie van energie- en waterverbruik, alsmede het zo klein mogelijk laten zijn van de *ecologic footprint* van de aangesloten bedrijven. Hierin begrepen is een marketinginitiatief dat erop is gericht om de superieure energiebesparende eigenschappen van de HD-producten onder de aandacht van de klanten te brengen.

INVESTMENT CASE

Naast deze autonome strategie heeft de Groep een tweetal speerpunten die het totaal resultaat dienen te optimaliseren. Dit zijn: (A) de Investment Portfolio en (B) het acquisitiebeleid.

(A) Investment Portfolio

Sinds medio 1991 houdt Hunter Douglas een beleggingsportefeuille aan, waarvan het beheer wordt gedelegeerd aan een zeer gespreid gezelschap van onafhankelijke vermogensbeheerders. De Groep beïnvloedt op geen enkele wijze de beslissingsprocessen bij deze managers. Het totale portefeuillerisico wordt beperkt doordat de Groep in eerste instantie minder dan 0,5% van de portefeuille aan een individueel fonds toewijst. Eind 2008 was de Groep volgens deze filosofie in circa 100 individuele fondsen belegd, waaronder uiteenlopende asset classes, industrieën, geografische gebieden, valuta's en risicoprofielen. Volgens de Groep beperkt deze brede spreiding het risico per individuele manager en wordt het risico van fluctuaties in financiële markten, waaronder rente en valuta, erdoor verkleind.

Vanaf 1999 werden op de beleggingsportefeuille de volgende bruto rendementen in US dollars geboekt:

Jaar	Omvang portefeuille per jaartultimo (miljoen \$)	Bruto rendement (%)
1999	236	+33,6
2000	290	+20,4
2001	305	+8,3
2002	353	+4,3
2003	564	+21,3
2004	590	+16,1
2005	680	+8,8
2006	771	+16,9
2007	849	+14,4
2008	265	-24,3
Q3 2009	139	+2,5
Gemiddelde	458	+11,1

De portefeuille werd begin 2008 belangrijk gereduceerd door de inkoop van 6,77 miljoen eigen aandelen tegen een beurskoers van € 43,- per aandeel, hetgeen een investering van ruim € 291 miljoen vergde. Naast een onttrekking uit de Investment Portfolio, werd bij ING een aanvullende lening van € 100 miljoen opgenomen ter financiering van deze inkoop. De Groep heeft aangegeven dat het in de toekomst een Investment Portfolio van tenminste US \$ 100 miljoen zal aanhouden.

Over voornoemde periode realiseerde Hunter Douglas op de Investment Portfolio een gemiddeld bruto rendement van 11,1% in US dollars op jaarbasis.

Over genoemde periode deprecieerde de US \$ met 40% ten opzichte van de Euro, zodat gemeten in Euro's het bruto rendement op jaarbasis minder dan 7% bedroeg.

INVESTMENT CASE

(B) Acquisitiebeleid

Hunter Douglas voert een gericht acquisitiebeleid. Sinds 2000 werden 17 overnames gedaan.

Datum	Onderneming	Plaats	Activiteit	Omzet (mln)	Aantal Werknemers
Okt. 2000	Isotec	Florida	PVC Zonwering	\$ 10	100
Mei 2001	AMO Blinds	UK	Zonwering	€ 11	120
Sep. 2002	Eclipse Group	UK	Zonwering	£ 35	305
Okt. 2002	Bytheway	California	Fabricage	\$ 45	300
Mei 2003	Arquati	Italië	Distributie	€ 17	120
Juni 2003	Thomas Sandersons	UK	Zonwering	£ 40	226
Juli 2003	Timberblinds	Texas	Assemblage	\$ 30	330
Aug. 2003	Filterson & Goeland	Frankrijk	Assemblage	€ 16	153
Jan. 2005	Blöcker	Duitsland	Distributie	€ 20	53
Feb. 2005	Century Blinds	California	Fabricage	\$ 32	350
Mrt. 2005	Paris Texas	Texas	Design	\$ 10	70
Juli 2005	Mermet	Frankrijk	Glass Fiber	€ 51	360
Sept. 2006	Newell Scandinavia	Scandinavië	Assemblage	€ 38	215
	Newell Portugal	Portugal	Assemblage	€ 9	110
	Gardinia (49%)	Duitsland	Distributie	€ 125	1.000
Mrt. 2007	3-Form	Utah	Kunsthars Panelen	\$ 48	310
Okt. 2007	NBK	Duitsland	Terracotta Panelen	\$ 22	85
Juni 2008	Acme Window Cov.	Illinois	Fabricage	\$ 23	100

Uit dit overzicht kan worden geconcludeerd dat overnames:

- Uitsluitend plaatsvinden in de twee thuismarkten de Verenigde Staten en Europa;
- Het karakter van “add-on” hebben en doorgaans een maximale omvang van € 50 miljoen hebben;
- Vrijwel altijd 100% van de aandelen betreft. Uitzondering op deze regel vormt het in september 2006 overgenomen 49%-pakket in Gardinia dat partieel wordt geconsolideerd. Gardinia, opgericht in 1950, is gespecialiseerd in voorverpakte jalouzieën die met name via warenhuizen en bouwmarkten worden verkocht. Gardinia fungeert tevens als voorpost voor de Oost-Europese expansie met verkoopkantoren in nagenoeg alle Oostbloklanden, inclusief Rusland, alsmede in Turkije;
- Het beeld bevestigen dat Hunter Douglas in de markt als consolidator optreedt. Hierbij past de aantekening dat HD uitsluitend passief optreedt als overnemende partij.

INVESTMENT CASE

Track record

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

Jaar	Omzet	EBIT	EBIT-Marge (%)	Netto Winst	Netto Marge (%)
1999	1.455	172	11,8	108	7,4
2000	1.825	248	13,6	156	8,5
2001	1.944	219	11,3	138	7,1
2002	1.590	180	11,3	118	7,4
2003	1.870	182	9,7	174	9,3
2004	2.150	241	11,2	230	10,7
2005	2.397	299	12,5	223	9,3
2006	2.630	341	13,0	327	12,4
2007	3.028	325	10,7	309	10,2
2008	2.942	198	6,7	-35	-0,1
2009tax.	2.200	115	5,2	85	3,9
2010tax.	2.500	250	10,0	230	9,2

In dit track record is het cyclische patroon van het activiteitengamma van Hunter Douglas duidelijk herkenbaar. De recessie van 2001 – 2003 leidt tot een tijdelijke omzetzakking en margedruk. In de periode 2003 – 2007 werkt de hoogconjunctuur in sterke mate positief door. Tenslotte slaat de crisis die de wereldeconomie sinds het derde kwartaal van 2008 in haar greep heeft, een diepe bres in de winstgevendheid van de Groep. Door een razendsnel terugbrengen van de capaciteit lijkt HD zich tijdig aan te passen aan de nieuwe vraag- en aanbodverhoudingen in de markt. Onze taxaties voor 2009 en 2010 zijn gebaseerd op aanhoudend matige tot slechte marktomstandigheden.

Balans

Per 30 september 2009 was de balansstructuur als volgt (in US \$ mln):

Vaste activa		Eigen Vermogen	
* Immateriële vaste activa	299	* Eigen Vermogen	1.337
* Materiële vaste activa	618		
* Financiële vaste activa	39		
		Korte Schuld	
		* Handelscrediteuren	562
		* Overige korte schuld	79
Viottende activa		Lange Schuld	
* Voorraden	594	* Preferente aandelen	12
* Handelsdebiteuren	402	* Voorzieningen	36
* Vooruitbetalingen	309	* Uitgestelde belasting	33
* Investment Portfolio	139	* Overige Lange Schuld	384
* Liquide middelen	43		
Totaal	2.443		2.443

INVESTMENT CASE

- De immateriële vaste activa bestaan uit in het verleden betaalde goodwill (circa \$ 230 miljoen) waarop in beginsel niet wordt afgeschreven en patenten en trademarks (circa \$ 69 miljoen);
- De post materiële activa komt voor circa 55% voor rekening van land en gebouwen, voor circa 40% op conto van machines en hardware en bestaat voor de resterende 5% uit overige materiële vaste activa. In achterliggende jaren is reeds voor ruim 60% afgeschreven op de oorspronkelijke aanschaffingsprijs, hetgeen doet vermoeden dat er een ruime stille reserve in de balans aanwezig is;
- De post voorraden bestaat voor circa tweederde uit grondstoffen (hoofdzakelijk aluminium, textiel en hout), voor 7 tot 8% uit onderhanden werk en voor de resterende 25% uit gereed product. Op deze laatste deelpost wordt in de waardering voorzichtigheidshalve een voorziening ter grootte van circa 35% 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 tot 60 dagen. Circa 15 tot 20% van het vermelde bedrag staat langer dan 60 dagen uit;
- Onder vooruitbetalingen is tevens de tegenwaarde van termijncontracten op valuta en de metaalhandel begrepen;
- Per eind 2008 beschikte de Groep over een leenfaciliteit van € 355 miljoen, waarvan nog geen gebruik werd gemaakt;
- Per eind 2008 was de gemiddelde looptijd van de lange schuld 3,88 jaar en kende 27% van deze schuld een vaste vergoeding die gemiddeld gewogen 5,00% per jaar bedroeg. De overige 73% bestond merendeels uit multi-currency arrangementen waarbij interbancaire tarieven met wisselende spreads in rekening worden gebracht. Op vrijwel geen enkele lening werd onderpand verleend. Aparte vermelding verdient het feit dat de post (rentedragende) overige lange schuld in de afgelopen twaalf maanden met bijna 47% werd afgebouwd van US \$ 721,1 miljoen tot US \$ 383,6 miljoen. Hunter Douglas streeft naar een zo laag mogelijke schuldenlast in de toekomst.
- Het balanstotaal werd de afgelopen twaalf maanden verlaagd van US \$ 3.104 miljoen tot US \$ 2.443 miljoen (-21%).

Conclusie: De balans van Hunter Douglas is een toonbeeld van kracht.

Tien jaar Hunter Douglas

Jaar	Investeringsen (\$ mln)	Afschrijvingen (\$ mln)	RONAE* (%)	WPA (€)	DPA (€)	NAV (€)	Pay-Out (%)
2001	82	55	19,3	2,81	1,13	19,44	40
2002	69	67	19,6	2,88	1,15	20,03	40
2003	68	68	17,1	3,54	1,30	20,37	37
2004	67	70	20,2	4,44	1,35	22,25	30
2005	82	67	24,1	4,29	1,85	28,38	43
2006	107	70	25,1	6,21	2,00	30,37	32
2007	140	85	20,2	5,33	2,00	31,66	38
2008	131	80	11,2	-0,64	1,00	25,64	-
2009tax.	55	91	12,0	2,45	1,00	27,00	41
2010tax.	65	90	22,0	4,45	1,80	31,45	40

*) = Return before interest/net assets employed

INVESTMENT CASE

- In dit overzicht valt het anti-cyclische investeringsbeleid van het management op. In een periode van hoogconjunctuur (2005 – 2008) 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 periode 2001 - 2008 bedroeg het gemiddelde rendement (vóór interest) op het geïnvesteerde vermogen 19,6%;
- De gemiddelde winst per aandeel over deze periode bedroeg € 3,77, hetgeen zich bij een gemiddelde intrinsieke waarde per aandeel over dezelfde periode van € 24,77 laat vertalen in een netto rendement van 15,2%;
- Het gemiddelde dividendrendement over de periode 2001 – 2008, uitgedrukt als het 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 4,25%.

Management

Hunter Douglas N.V. is gevestigd op de Nederlandse Antillen en heeft haar statutaire zetel in Curaçao. 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, Chairman & CEO
- Cor Boonstra, Officer, oud-president Philips Electronics N.V.
- H.F. van den Hoven, oud-voorzitter Unilever N.V.
- J.T. Sherwin, Executive Vice President Hunter Douglas (retired)
- A. van Tooren, voormalig Senior Executive ING Group

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

- Ralph Sonnenberg, Chairman & CEO
- David Sonnenberg, Co-President & COO
- Marko Sonnenberg, Co-President & COO
- M.B. Hopkins, President & CEO North American Operations
- C. King, Vice President General Counsel
- A. Kuiper, President & CEO European Operations
- G.C. Neoh, President & CEO Asian Operations
- L. Reijtenbagh, Vice President & CFO
- R. Rocha, President & CEO Latin American Operations

Alle heren zijn tenminste 12,5 jaar in dienst van Hunter Douglas. De dienstverbanden van CEO Ralph Sonnenberg (50 jaar) en CFO Leen Reijtenbagh (45 jaar) zijn illustratief voor het hechte teamwork van de Board of Directors.

INVESTMENT CASE

Grotaandeelhouders

Ralph Sonnenberg	81,18%
Davis Selected Advisers	7,02%
UBS Global Asset Management	0,52%
Putnam Investment Management	0,48%
Universal Investment Gesellschaft	0,23%
Add Value Fund	0,21%

Totaal 89,64% → Free Float: **10,36%**

Er stonden per ultimo 2008 tevens 538.667 opties op aandelen Hunter Douglas uit, waarvan er 8.667 out of the money zijn. 530.000 opties die in 2008 zijn verleend aan het Bestuur van de vennootschap hebben een looptijd van vijf jaar en kennen een uitoefenprijs van € 17,- per aandeel. Omwisseling van deze opties zou tot een uitbreiding van het aantal uitstaande aandelen van 1,52% leiden.

Grotaandeelhouder Ralph Sonnenberg breidde zijn belang in augustus 2005 uit van 51% tot 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, waardoor het belang van de grotaandeelhouder opliep tot ruim 81%.

INVESTMENT CASE

Negenmaandscijfers 2009

(in US \$ mln)	30 sept 2009	30 sept 2008	%-verandering
Omzet	1.735,2	2.317,9	-25,1
Kosten van de omzet	1.047,6	1.369,1	-23,5
Bruto omzetresultaat	687,6	948,8	-27,5
Bruto marge (%)	39,6	40,9	-130 bp
Bruto resultaat Metals Trading	12,4	12,9	-4,8
Bruto resultaat	700,0	961,7	-27,2
Verkoop- en marketingkosten	354,1	434,5	-18,5
Algemene beheerkosten	220,8	282,5	-21,8
EBITDA	125,1	244,7	-48,9
Afschrijvingen & Amortisatie	71,7	69,0	+ 3,9
EBIT	53,4	175,7	-69,6
Herstructureringslast (eenmalig)	15,9	-.-	
EBIT na herstructureringslast	37,5	175,7	-78,7
Rentelasten	- 7,0	- 1,5	
Niet-operationeel valutaresultaat	3,4	- 3,7	
Overig financieel resultaat	0,6	-.-	
Netto resultaat Investment Portfolio	- 1,1	- 84,7	
Resultaat voor belastingen	33,4	86,2	-61,3
Belastingen	6,8	-16,2	
Belastingdruk (%)		18,8	
Netto winst voor minderheidsbelang	40,2	70,0	-42,6
Minderheidsbelang	- 0,6	- 0,7	
Netto winst	39,6	69,3	-42,9
Netto marge (%)	2,3	3,0	-70 bp
Winst per aandeel (€)	1,12	1,81	-38,1

INVESTMENT CASE

- De omzetzijding van 25,1% is opgebouwd uit een volumedaling van 16,8%, een bijdrage uit hoofde van acquisities van + 0,2% en een negatief valuta-effect van 8,5%;
- De operationele cashflow kwam uit op US \$ 229,5 miljoen tegen US \$ 142,2 miljoen in dezelfde periode van 2008. Een aanzienlijke verlaging van het werkkapitaal lag aan deze forse verbetering ten grondslag;
- De investeringen bleven met US \$ 45 miljoen (2008: US \$ 89 miljoen) ruim binnen de afschrijvingen van US \$ 68 miljoen (2008: US \$ 65 miljoen). Voor geheel 2009 voorziet de Board investeringen ter grootte van circa US \$ 55 miljoen (2008: US \$ 131 miljoen) bij een afschrijvingsniveau van US \$ 91 miljoen (2008: US \$ 80 miljoen);
- De herstructureringslast had betrekking op de sanering van de Amerikaanse productiefaciliteiten. Er zijn nu *nation wide* nog drie productielocaties over, in het westen, oosten en midden. Op deze locaties kan “met gemak” de (record)assemblageproductie van 2007 worden verwerkt. In Europa heeft de Groep in Tsjechië (Kadan) sinds 1995 de belangrijkste productielocatie met ruim 500 medewerkers;
- Het eigen vermogen bedroeg US \$ 1.333 miljoen, 4,8% hoger dan jaareinde 2008, toen US \$ 1.272 miljoen werd genoteerd. De zichtbare intrinsieke waarde per aandeel komt daarmee uit op € 25,10 per aandeel;
- De ontwikkeling per regio was als volgt:

Omzet (mln \$)	30 sept 2009	30 sept 2008	%-change	Volume (%)	Valuta (%)
Europa	738	1.038	-29	-16	-13
N-Amerika	681	920	-26	-24	-2
Latijns-Amerika	129	150	-14	+4	-18
Azië	123	127	-3	-2	-1
Australië*	64	81	-21	-11	-16

*) = In de omzet 2009 is een bijdrage van +6% uit acquisities begrepen

- De recessie is globaal drie kwartalen eerder gestart in Noord-Amerika, namelijk in 2008 Q1, in vergelijking met Europa. Naar verwachting zal deze markt ook het eerst een herstel vertonen. De Noord-Amerikaanse markt is voor de Groep verreweg het meest winstgevend. Circa 60% van de EBIT komt uit dit gebied. Vóórdat de recessie intrad, was dit zelfs 70%. De verklaring voor dit hoge winstaandeel ligt in het hoge percentage (> 60%) producten met een hoge marge dat in Noord-Amerika wordt verkocht;
- Circa 10 à 20% van de Noord-Amerikaanse omzet heeft betrekking op Canada, waar de huizenmarkt zich beduidend minder slecht heeft ontwikkeld dan in de Verenigde Staten. Daar staat tegenover dat de Canadese \$ in de jaar-op-jaar vergelijking deprecieerde ten opzichte van de US \$;
- De zwakke US \$ werkte nog sterker door in Latijns Amerika, waardoor hogere omzetten in volume uiteindelijk resulteerden in aanzienlijk lagere US \$ omzetten;
- De forse omzetzijding in Europa komt hoofdzakelijk op conto van het Verenigd Koninkrijk en Spanje. De Britse omzetten lagen in de eerste helft van 2009 op ongeveer 1/3 van het niveau een jaar eerder. Daarentegen bleven de omzetten in de Benelux nagenoeg gelijk, de nieuwe collecties kregen een goed onthaal bij klanten. De op textiel gebaseerde productlijnen van Duette en haar zustermerken registreerden onveranderd *double digit* omzetzijdingen;
- In Azië ligt het accent op de architectonische producten (70 – 75% van de omzet). Hier is sprake van een echte groeimarkt. Grote infrastructurele projecten in China (circa 60% Azië-omzet) en India (circa 15% Azië-omzet) liggen hieraan ten grondslag. Het is voornamelijk een project-gedreven markt, waarin HD inmiddels over uitstekende contacten beschikt. Het uitrollen van het succesvolle business model van raambekleding lijkt in deze regio vooralsnog moeilijk te kopiëren. Het realiseren van een infrastructuur van aangesloten assemblagebedrijven en retailers/dealers is volgens de Groep een zaak van de langere termijn. Echter, vanuit de projectenbusiness verwacht HD de komende jaren ook op het gebied van de afzet van raambekleding een meer aansprekende groei te kunnen realiseren;

INVESTMENT CASE

- De Groep rapporteert in US dollars. Omdat een belangrijk deel van de activiteiten in Europa (en dus in euro of ponden) 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 ten minste 20% en ten hoogste 50% van de niet-US \$ investeringen. Onderstaande tabel geeft op hoofdlijnen inzicht in de impact van de Euro/US \$ fluctuaties.

(in mln \$)	Stijging/daling EURO/USD	Effect op winst voor belasting	Effect op eigen vermogen
2008	+5%	4	17
	-5%	-1	-17
2007	+5%	-12	16
	-5%	4	-16

Vooruitzichten

De turn around van Hunter Douglas zou volgens onze berekeningen de volgende vorm kunnen aannemen:

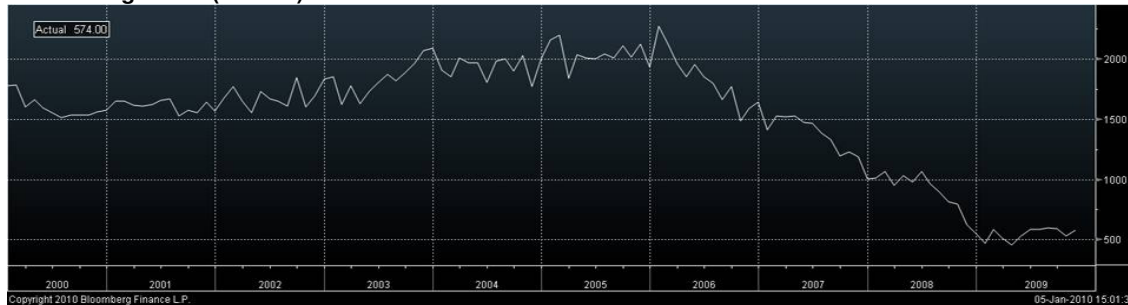
Jaar	Omzet	EBIT	EBIT-marge	Netto Winst	Netto Marge
2007	3.028	325	10,7	309	10,2
2008	2.942	198	6,7	-35	-0,1
2009tax.	2.200	115	5,2	85	3,9
2010tax.	2.500	250	10,0	230	9,2

Onze taxaties zijn gebaseerd op:

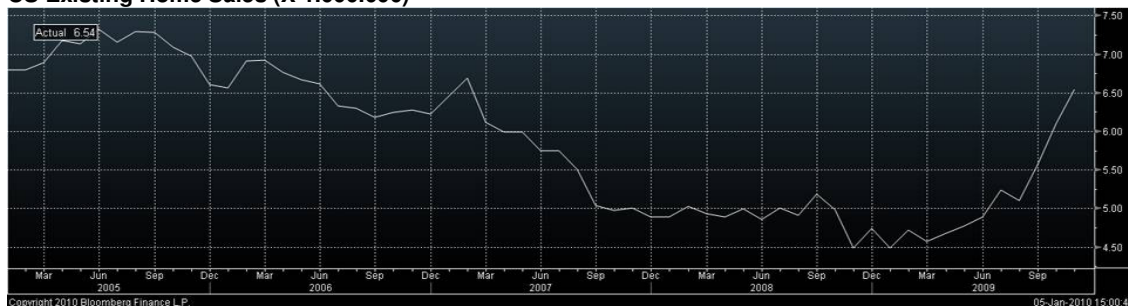
- Een uiterst bescheiden omzetherstel in 2010. De Amerikaanse *housing starts* en de *existing home sales* laten recent een stabilisatie op een laag niveau zien en zijn, volgens het HD-management, de belangrijkste *leading indicators* voor de omzet en resultaten van de Groep. Ruim 60% van de EBIT is afkomstig van de Noord-Amerikaanse regio;
- Herstel van de US housing starts en de US existing home sales (zie grafiek op volgende pagina);
- De verwachting dat de EBIT-marge positief wordt beïnvloed door het feit dat HD de lagere grondstofprijzen (jaar-op-jaar), die goed zijn voor 25 tot 30% van de kostprijs, met vertraging zal doorberekenen aan de klant. Als marktleider in raambekleding is HD tot op zekere hoogte in staat als prijsleider op te treden. In Europa werden de prijzen laatstelijk per 1 januari jl. verhoogd. Prijsverlagingen worden volgens het management niet overwogen;
- Lagere aluminiumprijzen ten opzichte van 2008 (zie grafiek op volgende pagina);
- De verwachting dat de forse verlaging van de kostenbasis ertoe zal leiden dat ook een slechts gering omzetherstel zal leiden tot een relatief sterke stijging van de EBIT. Deze hoge *operating leverage* zal onzes inziens reeds in de tweede helft van 2009 zichtbaar gaan worden. Volgens CFO Leen Reijtenbagh wordt 2009 een recordjaar qua cashflow generatie;
- De verwachting dat de Investment Portfolio in 2009 H2 en in 2010 weer een bescheiden positieve bijdrage aan het netto resultaat zal gaan leveren; (verlies 2008: \$ 159,8 mln.);
- De prognose dat de belastingdruk laag (< 20%) zal blijven;
- De verwachting dat de EURO/USD wisselkoers in de bandbreedte 1,40 – 1,60 zal blijven noteren.

INVESTMENT CASE

US Housing Starts (X 1.000)



US Existing Home Sales (X 1.000.000)



Koersgrafiek 3 MO (\$) Aluminium



De waardering

In een recente analyse heeft analist Bart van den Wijngaard van Petercam vastgesteld dat HD's mid-cycle EBIT-niveau rond US \$ 300 miljoen ligt. Hij geeft een middellange termijn koersdoel van € 50,- af, waaraan een EV/mid cycle EBIT ratio van 8 maal ten grondslag ligt.

Wij kunnen ons vinden in deze redenering, waarbij de aantekening dat het daadwerkelijk bereiken van deze EBIT naar onze mening in 2011 haalbaar moet zijn.

Op basis van onze prognose zou de winst per aandeel 2010 uitkomen op € 4,45 waaruit een dividend van € 1,80 wordt uitgekeerd. Tegen de huidige beurskoers van € 34,50 wordt zodoende 7,8 maal de getaxeerde winst 2010 voor de aandelen betaald en komt het getaxeerde dividendrendement op 5,2%.

Een verwachte waardering van € 50,- per aandeel binnen 12 tot 18 maanden geeft een opwaarts koerspotentieel van 45%.

INVESTMENT CASE

Overige informatie

Deze investment case is door de onderneming gecheckt op feitelijke fouten of onjuistheden.

Enkele personen van het beheerteam hebben door het participeren in het Add Value Fund een beperkt indirect belang in de onderneming.

Disclaimer & Disclosures

This is an investment case report. Keijser Capital Asset Management B.V. is the producer of this report for purposes of informing investors in the Add Value Fund, which is managed by Keijser Capital Management B.V. The qualitative and quantitative views expressed in this report are the true opinions of the fund manager. This publication is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument nor does it constitute an investment advice. This report is based on information that Keijser Capital Asset Management B.V. considers reliable, but Keijser Capital Asset Management B.V. does not guarantee that it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Opinions expressed are the current opinions of Keijser Capital Asset Management B.V. as of the date of appearing on this report. This report has been prepared without regard to the individual financial circumstances and objectives of persons who receive it. Keijser Capital Asset Management B.V. accepts no liability for any direct or consequential loss arising from any use of this publication or its contents.

Methodology

Keijser Capital Asset Management B.V. does not issue Buy or Sell recommendations on entities covered in reports but rather provides qualitative views on the entities' strengths and weaknesses. Keijser Capital Asset Management B.V. provides fair values using varying assumptions under different scenarios. The reports are solely intended to supply investors in the Add Value Fund with thorough analyses that serve as a reflection of Keijser Capital Asset Management B.V.'s investment policy regarding Add Value Fund.



Keizersgracht 410
1016 GC Amsterdam
The Netherlands

T +31 (0)20 531 21 26
F +31 (0)20 531 21 95
E info@addvaluefund.nl
Website www.addvaluefund.nl

Keijser Capital Asset Management B.V.
is the manager of the Add Value Fund