

UPDATE INVESMENT CASE HUNTER DOUGLAS

“OP BASIS VAN CONSERVATIEVE INSCHATTINGEN IS € 175 PER AANDEEL EEN FAIRE WAARDERING”

Inleiding

In januari 2020 publiceerden wij onze tweede (eerste in augustus 2016) uitgebreide Investment Case over Hunter Douglas, de wereldwijde marktleider in de productie en distributie van raambekleding en prominent aanbieder van architectonische producten. Elf maanden later lanceert grootaandeelhouder (83,9% van de gewone aandelen en 99,4% van de preferente aandelen) Ralph Sonnenberg een bieding op de resterende HD-aandelen. Zijn initiële bod van € 64,- is recent verhoogd naar € 82,-, maar blijft onzes inziens nog altijd ver verwijderd van de *fair value* die Hunter Douglas anno 2021 vertegenwoordigd. **In deze investment case onderbouwen wij onze stelling dat € 175,- per aandeel een reële afspiegeling is van een faire waardering.**

Recapitulatie Investment Case Januari 2020

De belangrijkste kernpunten uit deze Investment Case waren destijds:

- 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 wezenlijke 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 acquisitiekandidaten 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 Add Value Fund.

Update Investment Case Juni 2021

- Hunter Douglas is onveranderd **de onbetwiste wereldmarktleider** in raambekleding. De omzetontwikkeling was de achterliggende jaren stabiel en lag rond \$ 3,6 miljard op jaarbasis. Het covid-jaar 2020 bracht echter vanaf het derde kwartaal een groeiversnelling met een recordomzet in Q1 2021:

Omzet - Bedragen in \$m	2020	2019	% change
Q1	802,2	823,1	-3
Q2	688,2	989,7	-30
Q3	1.000,3	965,1	+4
Q4	1.052,3	908,4	+16
Full Year	3.543,0	3.686,3	-4

Omzet - Bedragen in \$m	2021	2020	% change
Q1	1052,2	835,8*	+25,9%

*aangepast door HD

In eerste instantie leek Hunter Douglas zwaar te worden geraakt door de gevolgen van covid-19 getuige de 30% omzetzaling in Q2 2020. Echter, al sinds het derde kwartaal weet de omzet zich te herstellen. In het vierde kwartaal volgt zelfs een groeiversnelling die ertoe bijdraagt dat de omzetzaling over geheel 2020 beperkt blijft tot slechts 4%. Het sterke momentum in de omzetontwikkeling zet onverminderd door in Q1 2021. Er wordt over deze periode een omzet van \$ 1.052,2 miljoen gerapporteerd, een toename van 26% in vergelijking met Q1 2020 (\$ 802,2 miljoen). In het begeleidend persbericht spreekt het management van: *“The sales increase reflects unusually strong demand for home furnishing products in particularly North America and Europe due to the covid-19 crisis; including a high backlog from Q4 2020.”*

Op basis van deze sterke start van 2021 taxeren wij een (record)omzet van \$ 4,2 – 4,4 miljard voor Full Year 2021.

- Het **track record** heeft in 2019 en 2020 verder aan kwaliteit gewonnen. De nettowinst uit bedrijfsvoering (*“net profit from operations, before other income/expense”*) steeg van \$ 223 miljoen in 2018 via \$ 273 miljoen in 2019 naar \$ 305 miljoen in 2020. Dat Hunter Douglas over 2020 een nettowinstdaling van 58% rapporteerde was hoofdzakelijk te wijten aan de boekhoudkundige verwerking van de aankoop van de resterende 34,8% in Blinds2go, de snelgroeïende online raambekledingsdochter in het Verenigd Koninkrijk. De voor deze transactie opgezette call-put constructie maakte volgens IFRS-regels een eenmalige voorziening van \$ 155 miljoen noodzakelijk.
- Buiten de kernmarkten Noord-Amerika (53% van de omzet) en Europa (38% van de omzet) blijven de overige markten - Azië, Latijns-Amerika en Australië – met elk 3% van de groepsomzet van ondergeschikte betekenis. Hunter Douglas is daarmee vooral uiterst succesvol op de ontwikkelde Westerse afzetmarkten.
- Hunter Douglas beschikt over een **sterk cash genererend vermogen**. Sinds 2018 bedraagt de operationele cashflow elk jaar meer dan \$ 400 miljoen. Het lijkt geen twijfel dat het record van 2019 – operationele cashflow: \$ 546 miljoen – in het lopende boekjaar ruimschoots zal worden overtroffen. Voor 2021 is het management voornemens om capex-uitgaven ter waarde van circa \$ 70 miljoen te doen bij verwachte afschrijvingen van circa \$ 120 miljoen.
- Ofschoon Hunter Douglas beweert dat er onvoldoende (grote) acquisitiekandidaten beschikbaar zijn, wist de Groep in december 2019 twee substantiële overnames te doen, te weten: 3 Day Blinds, producent van rolgordijnen, jaloezieën en gordijnen onder eigen merknaam die aan huis worden verkocht. Dit in Irvine,

Californië, gevestigde bedrijf had in 2019 een omzet van \$ 191 miljoen en telde toen circa 1.200 medewerkers. Daarnaast verwierf Hunter Douglas een 30%-belang in Select Blinds, een Noord-Amerikaanse online retailer in raambekledingsproducten onder de eigen merknaam met een omzet van \$ 123 miljoen in 2019. In 2020 deed HD drie kleinere acquisities die een additionele \$ 45 miljoen omzet inbrachten. Met deze overnames, plus de eerder genoemde transactie waarbij de resterende aandelen in Blinds2go werden verworven en die in Q1 2021 is geëffectueerd, profileert Hunter Douglas zich als een **consolidator** in de wereldmarkt van raambekleding.

- De **balanspositie** is in de periode november 2019 – juni 2021 verder versterkt. Dit komt mede doordat Hunter Douglas over deze periode **geen dividend** heeft uitgekeerd. De zichtbare solvabiliteit bedroeg 58% per eind maart 2021.
- Hunter Douglas overtrof zowel in 2019 als in 2020 onze oorspronkelijke winsttaxatie. Over 2019 werd een winst per aandeel van € 7,00 gerealiseerd (AVF taxatie november 2019: € 6,85), terwijl in het afgelopen jaar de teller uiteindelijk op € 7,68 (AVF taxatie november 2019: € 7,35) uitkwam. Beide cijfers betreft de winst per aandeel exclusief eenmalige baten/lasten. De stijging van de nettowinst van 12% in 2020 ten opzichte van 2019 was het gevolg van een sterke eindsprint in Q4. Bij een omzetstijging van 16% werd een 55% hoger bedrijfsresultaat (EBIT) gerealiseerd. In de twee kernmarkten Noord-Amerika en Europa werden volumestijgingen van respectievelijk 8% en 7% genoteerd. Zoals hiervoor al geconstateerd, werd met deze eindsprint de achterstand in omzet, die met name in Q2 door de covid-pandemie was opgelopen, grotendeels ingelopen. Het bedrijfsresultaat over geheel 2020 kwam zelfs 11% hoger uit op ruim € 377 miljoen.
- Hunter Douglas karakteriseert zich met deze prestatie als een winnaar in de door covid-19 getroffen economie. Immers, consumenten kunnen onder de huidige beperkende omstandigheden niet of nauwelijks geld besteden aan reizen, horecabezoek of culturele evenementen en investeren in plaats daarvan mede in vernieuwing van het interieur. Daarbij komt in het lopende boekjaar de impact van het imposante stimuleringsprogramma van \$ 1.900 miljard van de regering-Biden die de verkopen in de grootste deelmarkt, Noord-Amerika, naar recordhoogten zal stuwten.
- De in het vorige rapport in het vooruitzicht gestelde EBIT-marges van tenminste 10% zijn inmiddels ruimschoots bewaarheid geworden. Over geheel 2020 kwam deze marge uit op 10,7% (2019: 9,2%) met als uitschieter uiteraard Q4 2020 toen een EBIT-marge van 11,9% werd gerealiseerd. Het zeer sterke Q1 2021 bracht een EBIT-marge van zelfs 13,7%. Hiermee wordt effectief aangetoond dat het verdienmodel van de absolute wereldmarktleider in raambekleding een positieve leverage kent in tijden van hoogconjunctuur.
- In het November 2019-rapport stelden wij dat Hunter Douglas bovengemiddeld gevoelig is voor een wereldwijde recessie. Een dergelijk scenario zou tijdelijk kunnen leiden tot omzet- en margedruk en bijgevolg tot verlaging van onze winsttaxaties.
- Feitelijk voltrok dit scenario zich in Q2 2020. In deze periode viel de omzet met ruim 30% terug in vergelijking met dezelfde periode van 2019 en daalde de nettowinst uit bedrijfsvoering met 67% ten opzichte van Q2 2019. Het is kenmerkend in een dergelijke situatie dat:
 - A. Hunter Douglas nog steeds winstgevend weet te opereren;
 - B. Hunter Douglas direct actie onderneemt door de interne organisatie verder te stroomlijnen en de capaciteit aan te passen aan de nieuwe werkelijkheid. Hiertoe werd in Q2 2020 een eenmalige herstructureringslast van \$ 44,5 miljoen genomen;
 - C. Hunter Douglas hierdoor sterker presteert zodra de marktomstandigheden weer verbeteren, omdat de organisatie meaner & leaner is dan voor de recessie.
- **Voor 2021 taxeren wij een winst per aandeel van € 10,50, waaruit een dividend van € 3,75 betaalbaar kan worden gesteld (pay-out ratio: 35,7%).** In Q1 2021, qua seizoenpatroon het zwakste kwartaal, werd reeds € 2,61 per aandeel verdiend. Wij voorzien met name over Q2 2021 zeer sterke cijfers, normaliter altijd het beste kwartaal, welke naar verwachting begin augustus zullen worden gerapporteerd. Daarenboven zal het cash genererende vermogen van Hunter Douglas verder toenemen. Gecorrigeerd voor het eenmalige positieve covid-19 effect in 2021 is een genormaliseerde prognose van \$ 600 miljoen op jaarbasis een conservatieve aanname.

Peer group analyse

Onderneming	K/W 2020	K/W 2021	P/B 2020	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Somfy (Frankrijk)	23,0	24,8	4,4	13,2	15,5
Nien Made (Taiwan)	23,4	21,7	7,2	11,7	13,7
<i>Peer Groep gemiddeld</i>	23,2	23,2	5,8	12,5	14,6
Hunter Douglas	10,7	7,8	1,8	6,5	5,0
Discount	54%	66%	69%	48%	66%
Impliciete waarde HD	€ 178	€ 244	€ 264	€ 157	€ 239

Bron: Refinitiv (Thomson Reuters, Bloomberg) en Add Value Fund Management BV, waardering gebaseerd op de bieding van € 82,- (27-5-2021)

Somfy is een specialist op de Smart Home markt en levert onder meer producten voor het terras en de buitenruimte, rolluiken en screens, raamdecoratie en gordijnen, camera's en alarmsystemen, alsmede verlichting en garagedeuren. De onderneming boekte in 2020 een omzet van € 1,26 miljard en een nettowinst van € 213 miljoen. Net als Hunter Douglas kent Somfy een familie als grootaandeelhouder. De familie Desparture controleert ruim 72% van de aandelen.

Nien Made Enterprise Co Ltd. produceert en distribueert raambekledingsproducten en is als zodanig een directe concurrent van Hunter Douglas. Nien Made opereert met haar productenrange in een lager segment van de markt dan Hunter Douglas en kan worden gekenschetst als een lage-kosten-producent. De onderneming boekte in 2020 een omzet van TW\$ 24,4 miljard (= € 730 miljoen) en een nettowinst van TW\$ 4,8 miljard (= € 144 miljoen). Net als Hunter Douglas kent Nien Made een familie als grootaandeelhouder. De familie Nien controleert ruim 42% van de aandelen.

- Uit de Peer Group analyse blijkt onveranderd de sterke onderwaardering van het aandeel Hunter Douglas. Een waardering in de bandbreedte € 157 – € 239 zou recht doen aan de kwaliteiten van de wereldmarktleider in raambekleding.
- Op basis van de Last Twelve Months (LTM) EBITDA van \$ 625m, bedraagt de Enterprise Value (EV)/LTM EBITDA-multiple van Hunter Douglas 5,9x bij de biedprijs van € 82,-. In het recente verleden betaalde Hunter Douglas een aanzienlijk hogere multiple bij de overnames van Blinds2go (2016: 11,0x) en Hillarys (2017: 12,6x).
- Hier lijkt sprake te zijn van de omgekeerde wereld. De merknamen Hunter Douglas en Luxaflex staan voor \$ 0,- op de balans. Er zijn weinig merken die zó bekend zijn dat ze synoniem komen te staan voor een hele productcategorie. Luxaflex is zo'n merk. Het zou dan ook logisch moeten zijn dat de waardering van de absolute wereldmarktleider in raambekleding een premie verdient ten opzichte van de gemiddelde marktwaardering.

Conclusie

Langetermijn aandeelhouder Add Value Fund zal haar belang in Hunter Douglas niet verkopen tegen de geboden prijs van € 82,- per aandeel. **Naar onze stellige overtuiging is een faire waardering van € 175,- per aandeel een juiste reflectie van de werkelijke waarde van de onderneming.** Dat de grootaandeelhouder (83,87%) heeft getracht de niet in zijn bezit zijnde aandelen tegen een forse discount te bemachtigen, is niet verwonderlijk. In het verleden deed Executive Chairman Ralph Sonnenberg al tweemaal eerder een (mislukte) poging.

Wij gaan ervan uit dat de beursnotering op Euronext Amsterdam blijft gehandhaafd. Wij houden ons belang van 210.00 aandelen, ofwel 0,6% van het gewone uitstaande aandelenkapitaal, onverkort aan in de overtuiging dat de meerwaarde van onze belegging in de toekomst op enig moment wel ruimschoots zal kunnen worden gerealiseerd.

NB: In 1969 verkreeg Hunter Douglas een notering aan de beurs van Amsterdam. De aanbiedingsprijs werd destijds vastgesteld op 16,5x de winst per aandeel over 1968.

Met vriendelijke groet,

Beheerteam,

Hilco Wiersma
Willem Burgers
Bastiaan Rogmans

Amsterdam, 2 juni 2021