



The Specialist in Dutch small and midcaps

INVESTMENT CASE

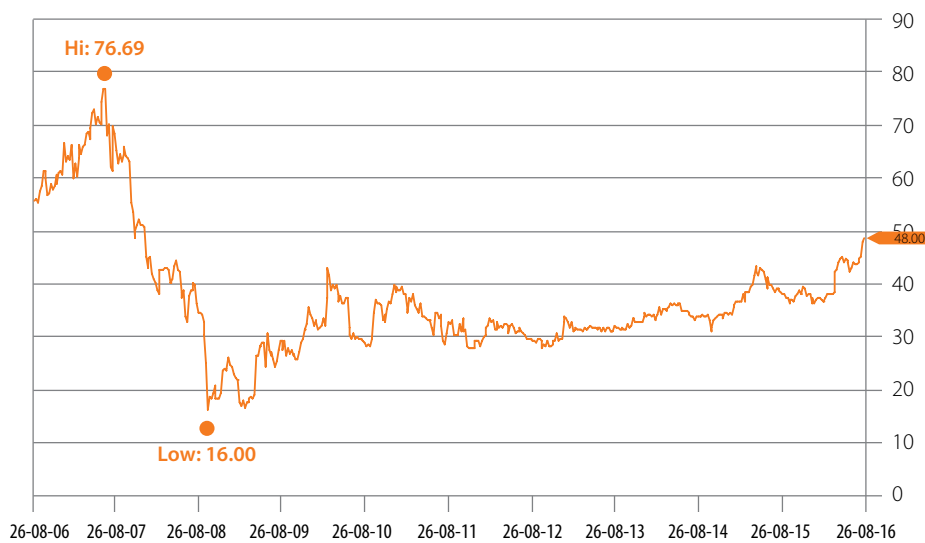
HunterDouglas 

Inhoudsopgave

1. Investeringsaanpak en -rationale Add Value Fund	5
2. Casus Hunter Douglas	6
3. Hunter Douglas in het kort	8
4. Geschiedenis	10
5. De onderneming	12
6. De Hunter Douglas-Formule	19
7. Track Record.....	25
8. Tien jaar Hunter Douglas	27
9. Balans	28
10. Management.....	30
11. Grootaandeelhouders.....	31
12. Evaluatie halfjaarcijfers 2016	32
13. Concurrentiepositie & Marktaandeel.....	35
14. Waardering & Groeidrivers	38
15. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen.....	41
16. SWOT-analyse.....	45
17. Strategie & Doelstellingen.....	46
18. Groeiperspectieven	46
19. Conclusie & Koersdoel	47
20. Voorbeelden Innovatie & Duurzaamheid	48
Overige informatie, disclaimer & methodologie	51

Beurskoers 26 augustus 2016: EUR 48,00

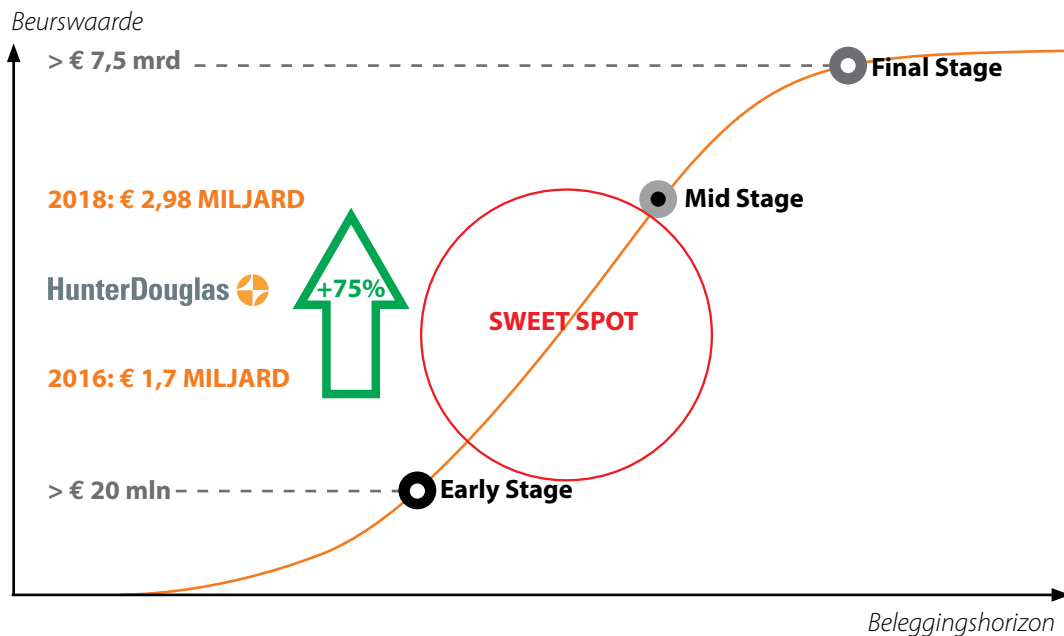
Beurswaarde	EUR 1,7 miljard
Aantal uitstaande aandelen	35.432.010
Vrij verhandelbaar	12%
Hoog / Laag 52 weken	EUR 49,30 / 34,60
Rendement 12 maanden	33%
Beta vs. ASX-Index	0,51
Dividendrendement 2016	3,8%
Koers / Winstverhouding 2016	10,7
Bloomberg symbool	HDG NA
Reuters symbool	HUDN.AS
Website	www.hunterdouglassgroup.com



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 waarde analyse* - 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 83% van de groepsomzet van ruim \$ 2,5 miljard.
- Het ervaren management heeft de afgelopen jaren een uitstekend track record gerealiseerd, waarbij de nadruk lag op het afstemmen van de productiecapaciteit op de (tijdelijk) lagere marktvraag. Nu de consumentenbestedingen en de huizenmarkten in de Verenigde Staten en West-Europa weer aantrekken, komt een extra winstpotentieel in zicht als gevolg van het benutten van de nog beschikbare operationele hefboomwerking van de productiecapaciteit tegen veel lagere operationele kosten.
- De resultaten van de potentiële groeimarkten Azië en Latijns Amerika, gezamenlijk goed voor circa 14% van de groepsomzet, vallen tegen. Wij voorzien op een driejaars termijn hier geen wezenlijke verbetering.
- Hunter Douglas genereert een aanzienlijke jaarlijkse operationele cashflow van \$ 150 tot 200 miljoen. Omdat de (vervangings)investeringen ruimschoots uit de afschrijvingen kunnen worden gefinancierd, heeft het management besloten om eind 2014 opnieuw een Investment Portfolio op te bouwen, die op jaarbasis een netto rendement van 5 à 10% aan het resultaat moet kunnen toevoegen.
- De balans van Hunter Douglas is ijzersterk met een zichtbare solvabiliteit van bijna 69% per ultimo 2015. 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 verdere winststijging in 2016 en daarna als gevolg van de uitstekende performance van de raambekledingsactiviteiten in de Verenigde Staten die momenteel optimaal profiteren van de krachtige stijging van de bestaande en nieuwe woningverkoop, alsmede door het aantrekkende economische herstel in West-Europa.
- Daarnaast zal de grootste overname ooit van Levolor & Kirsch vanaf de tweede helft van dit jaar aan de omzet en winst gaan bijdragen. Pas vanaf 2017 zal deze overname fors gaan bijdragen aan de winst per aandeel (WPA). Wij taxeren voor 2016 een WPA van circa € 4,50 waaruit een dividend van € 1,80 per aandeel betaalbaar kan worden gesteld (pay-out ratio: 40%), ofwel een dividendrendement van 3,8%.

- Met een koers/winstverhouding van slechts 10,7x de verwachte winst 2016 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 efficiency 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.
- Op basis van onze winsttaxatie van circa € 6,00 per aandeel in 2018 mag in dit scenario een K/W-verhouding van 14 aan Hunter Douglas worden toegekend. Hiermee komt een koersdoel van € 84,- in beeld, slechts 10% hoger dan de topkoers van september 2007 maar nog steeds een discount van ruim 20% ten opzichte van de *peer group*.
- Inclusief het verwachte toekomstige dividendrendement kan op termijn het totaalrendement - *koerswinst plus dividenden* - uitkomen op circa 90%.

3. Hunter Douglas in het kort

Wat is Hunter Douglas?

Hunter Douglas (HD) is de onbetwiste wereldmarktleider op het gebied van raambekleding voor woningen en gebouwen met sterke merknamen zoals Luxaflex (voor raambekleding in Europa en Australië) en Hunter Douglas (voor raambekleding in Noord-Amerika, Latijns Amerika en Azië, alsmede voor bouwproducten wereldwijd) en een goede reputatie op het gebied van design, isolatie en geluidsabsorptie. Daarnaast is HD ook een toonaangevende producent en distributeur van architectonische producten, zoals gevelsystemen, buitenzonwering en plafondsysteem. Het zeer ervaren management onder leiding van Executive Chairman en grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg heeft een uitstekend track record over de lange termijn opgebouwd. Hunter Douglas is met 130 ondernemingen, waarvan 50 fabricage- en 80 assemblagebedrijven, actief in meer dan 100 landen en heeft circa 19.000 werknemers in dienst.

Waar staat Hunter Douglas?

De afgelopen zeven jaar heeft het management ingezet op een proces van optimalisatie van de productiecapaciteit. Als gevolg van de zwakke economische groei in de twee belangrijkste hoofdmarkten, de Verenigde Staten en Europa, samen goed voor 83% van de groepsomzet, vertoonde de nettowinst over deze periode een tamelijk vlak verloop met gemiddeld \$ 114 miljoen per jaar. In de periode 2008 - 2015 heeft HDG continu de kosten aangepast aan de marktvraag, is er voor in totaal \$ 237 miljoen gereorganiseerd en is het personeelsbestand met ruim 6.000 medewerkers ingekrompen. Door toevoeging van acquisities nam het aantal medewerkers in deze periode overigens ook weer met circa 1.000 toe. Met een veel lagere kostenbasis, getaxeerd op circa € 240 miljoen, nieuwe gemotoriseerde producten, toenemend consumentenvertrouwen en een aantrekkende huizenmarkt, met name in de meest winstgevende Amerikaanse markt, verwachten wij de komende jaren een groeiversnelling van zowel de omzet als de nettowinst.

Wat verwachten we van Hunter Douglas in 2017?

Een omzetgroei van \$ 2.552 miljoen (2015) naar tenminste \$ 3 miljard is mogelijk zonder extra uitbreidingsinvesteringen. Met een verwachte autonome groei van 3 tot 5% op jaarbasis in combinatie met de recente acquisitie van Levolor & Kirsch zal dit omzetniveau uit 2007 in 2017 weer binnen bereik komen. Verhoudingsgewijs sterke groei mag worden verwacht uit de Verenigde Staten, waar een nieuwe marketingstrategie succesvol is geïmplementeerd. Door een structureel lagere kostenbasis en efficiencyvoordelen kunnen de marges verbeteren en kan met dezelfde omzet een veel hogere nettowinst worden behaald.

Uitgaande van een nettowinstmarge van circa 8%, vergelijkbaar met 2006, zal de winst per aandeel met een euro-\$ verhouding van 1,12 en een gelijkblijvend aantal uitstaande aandelen in 2017 uitkomen op circa € 5,50 per aandeel. Hierbij is geen rekening gehouden met de opbrengsten of verliezen (alleen in 2008 en 2015) uit de Investment Portfolio.

Met een pay-out ratio van 40% van de nettowinst komt het getaxeerde dividend alsdan uit op € 2,20 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 48,00 biedt dit uitzicht op een aantrekkelijk dividendrendement van 4,6%.

Koersdoel Hunter Douglas

Een genormaliseerde koers/winstverhouding van 14x de getaxeerde winst 2018 van circa € 6,00 per aandeel, leidt tot een koersdoel van € 84,00. Dit impliceert een opwaarts koerspotentieel van 75% vanaf de huidige beurskoers van € 48,00. Inclusief het toekomstig dividendrendement komt het totaalrendement naar verwachting uit op circa 90%.

Welke positie hebben we in Hunter Douglas?

Add Value Fund bezit 0,56% van het uitstaande gewone aandelenkapitaal van Hunter Douglas Group en het aandeel is momenteel de grootste participatie in de beleggingsportefeuille.

4. Geschiedenis


De geschiedenis van Hunter Douglas begint in 1919, in welk jaar Henry Sonnenberg een distributiebedrijf voor machinegereedschap opricht en aansluitend een productie-faciliteit 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 raambekledingproducten onder de Hunter Douglas-naam veroveren snel een substantieel marktaandeel in Noord-Amerika (naar onze schatting nu circa 40%). Het distributiemodel is in dit verband net zo vernieuwend als het product zelf. Hunter Douglas ontwikkelt een groot 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 voortdurend toonaangevend te zijn door aan de lopende band innovatieve producten op de markt te introduceren. In 1985 introduceert Hunter Douglas de zeer energie-efficiënte



Duette Shades als reactie op de energiecrisis van de eindjaren zeventig. Daarnaast vergroot Hunter Douglas haar schaalomvang via acquisities in de Verenigde Staten en Europa. In 1991 introduceert topman Ralph Sonnenberg een nieuwe dimensie in het verdienmodel: 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 in 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 2016 wordt het aandeel niet meer gevolgd door analisten; vanuit de holding wordt een passief investor relations beleid gevoerd. Dat doet niets af aan de kwaliteiten van de onderneming, want HD staat er na grondige reorganisaties vanaf 2008/09, sterker voor dan ooit tevoren. Vanuit een sterke basis en uitgaande van gematigde aannames voorzien wij een omzet- en winstverbetering in de periode 2016 - 2018, waarbij een aandelenkoers van € 84,00 haalbaar is. Vanaf de huidige beurskoers van € 48,- betekent dit een opwaarts koerspotentieel van 75%.

HunterDouglas 



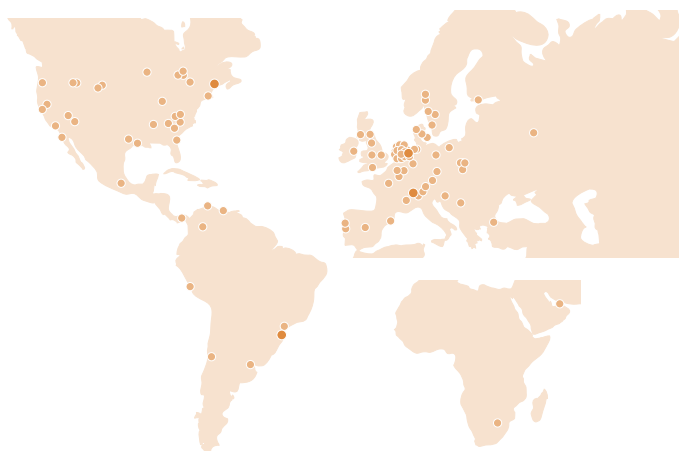
DUETTE®

SILHOUETTE®

LUMINETTE®

VIGNETTE®

PIROUETTE®





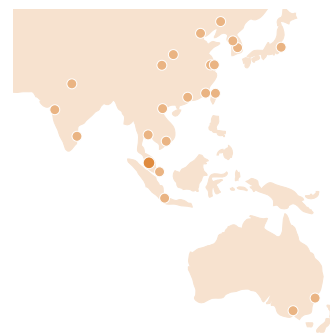
LUXALON®

NBK ARCHITECTURAL TERRACOTTA

Nedal

Operational Headquarters

- Rotterdam, The Netherlands
World Headquarters and European Operations
- Lucerne, Switzerland
Management Office
- Pearl River, NY, USA
North American Operations
- São Paulo, Brazil
Latin American Operations
- Kuala Lumpur, Malaysia
Asian Operations

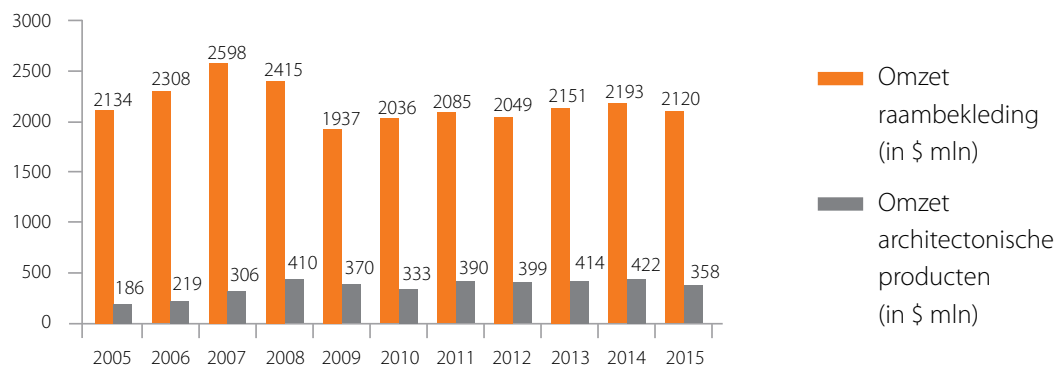


5. De onderneming

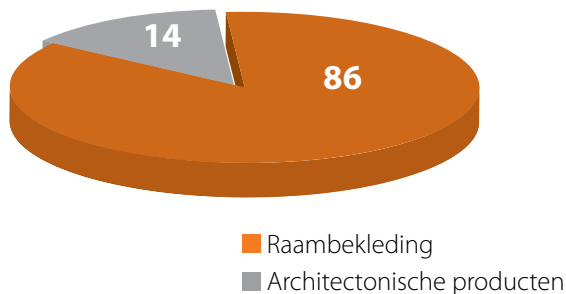
Hunter Douglas is de onbetwiste wereldmarktleider op het gebied van raambekleding. De Hunter Douglas Group bestaat uit 130 ondernemingen, waarvan 50 zich toeleggen op productie en 80 op assemblage. Daarnaast zijn er verkoopkantoren in meer dan 100 landen. De groep telt circa 19.000 medewerkers die op jaarbasis een omzet genereren van ruim \$ 2,8 miljard (€ 2,55 miljard).

Naast raambekleding is HD ook een toonaangevende producent van architectonische producten, zoals plafond- en gevelsystemen. In 2015 werd in dit segment een omzet van \$ 358 miljoen geboekt, overeenkomend met 14% van de groepsomzet. De omzet in dit segment is vanaf 2005 (\$ 186 miljoen) bijna verdubbeld, mede door acquisities en een sterke autonome groei. De omzet uit raambekleding klimt sinds 2009 - de grootste crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw - gestaag weer uit het dal.

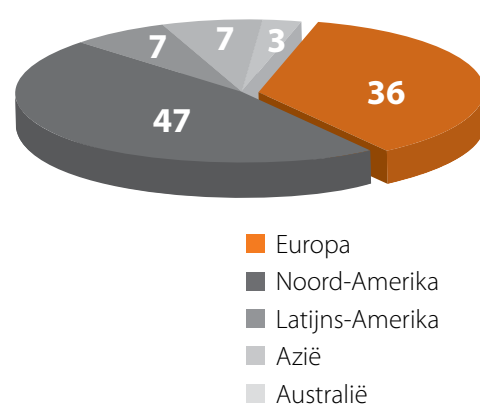
10-jaar overzicht raambekleding & architectonische producten



Architectonische producten 2015 (in %)



Geografische omzetverdeling 2015 (in %)



Dat Hunter Douglas werkelijk een wereldomvattend concern is, moge blijken uit de volgende opstelling:

Netto omzet 2015 (in \$ mln)	Raambekleding	Architectonische producten	Overige	Totaal
Noord-Amerika	1.072	129		1.201
Europa	748	91	74	913
Latijns Amerika	142	43		185
Azië	78	92		170
Australië	80	3		83
Totaal	2.120	358	74	2.552

In dit overzicht is de omzet uit de Metals Trading divisie ter grootte van \$ 570 miljoen niet opgenomen. In deze qua omzet belangrijke divisie, die is voortgekomen uit de inkoopfunctie van scrapmetaal, vallen zowel de mutaties in de fysieke voorraad als de forward contracten die op bulkmaterialen worden verhandeld. Er zijn bij Metals Trading circa 35 medewerkers actief die vrijwel allemaal vanuit Chicago, het internationale centrum van de metaalhandel, opereren. De invloed op het bedrijfsresultaat was in 2015 circa 2% (2014: 9%), te weten \$ 5 miljoen op een totaal van \$ 224 miljoen (2014: \$ 15 miljoen op een totaal van \$ 170 miljoen). Over een langjarige periode schommelt de jaarlijkse bijdrage aan de EBIT tussen \$ 10 en 20 miljoen.

Met circa 83% van de omzet is duidelijk dat Europa en Noord-Amerika de thuismarkten van Hunter Douglas zijn. De positie in Azië is, ook naar de mening van het management, te klein voor de ambitie van de Groep. Een versnelling van de groei in Azië blijkt de achterliggende jaren echter moeilijk te realiseren. 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.

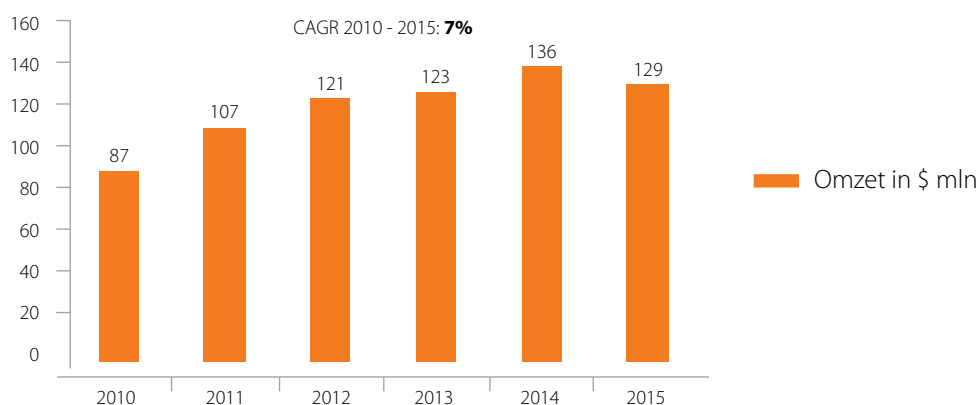
- **Noord-Amerika**

(in \$ mln)	Raambekleding	Architectonische producten	Net assets employed	Aantal medewerkers
2015	1072	129	394	6689
2014	1019	136	363	6729
2013	976	123	433	6642
2012	915	121	488	6214
2011	868	107	458	6067
2010	868	87	368	6303
2009	826	86	401	6205
2008	1068	101	571	7540
2007	1216	68	661	9126

Uit dit overzicht blijkt de forse impact van de huizencrisis in de Verenigde Staten in de periode 2008 - 2011. Hierbij dient te worden aangetekend dat de Canadese omzet (circa 8% van de totale Noord-Amerika omzet) gedurende deze periode in eerste aanleg goed op peil bleef, maar daarna

snel verslechterde. Het management heeft slagvaardig gereageerd op de zware recessie door de productiecapaciteit aan te passen aan de lagere marktvrage, het aantal fabricage-units te verkleinen en tegelijkertijd te stroomlijnen en voortdurend met nieuwe innovaties te komen. Wat dit laatste betreft is de in 1985 gelanceerde Duette collectie nog altijd de kroonjuweel binnen de Hunter Douglas familie. De lijn van deze op textielbasis vervaardigde jaloezieën is door de jaren heen uitgebreid met nieuwe varianten, waaronder Silhouette en meest recent Pirouette. De verkopen van Duette, etc. bevinden zich nog altijd in een stijgende lijn. Niettemin kan worden geconstateerd dat de omzet in Noord-Amerika pas in 2015 terug is op het peil van vóór de recessie. Nadat het management in 2013 besloot de marketing- en salesstrategie aan te passen en in 2014 de raambekledingsproducten onder de Hunter Douglas-merknaam voortaan onder één distributiemodel te vermarkten, werd in 2015 een aansprekende omzetgroei van 6% gerealiseerd. Tenslotte valt de toename van de architecturomzet op. Over de afgelopen zes jaar (2010 - 2015) steeg de omzet met ruim 48%, ofwel een samengestelde groei van gemiddeld 7% per jaar.

Architectonische omzet afgelopen zes jaar Amerika



• Europa

(in € mln)	Raambekleding	Architectonische producten	Overig	Net assets employed	Aantal medewerkers
2015	672	82	67	556	6091
2014	631	80	60	535	6002
2013	619	85	53	524	6242
2012	656	81	63	650	6605
2011	605	81	70	664	6477
2010	620	65	57	738	7046
2009	579	85	50	660	6984
2008	693	106	79	695	8012
2007	784	66	90	651	8319

De recessie in Europa manifesteerde zich vanaf oktober 2008 met name in het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Spanje/Portugal. De belangrijkste Europese markten in Duitsland, Scandinavië en - tot 2012 - de Benelux presteerden verhoudingsgewijs sterk. Net als in

Noord-Amerika werd de capaciteit razendsnel aangepast aan de verminderde vraag in de markt. Het aantal medewerkers werd in de periode 2007 - 2014 stapsgewijs teruggebracht met 28% om in 2015 voor het eerst weer licht te groeien. De componentenverkoop aan onafhankelijke fabrikanten van raambekledingsproducten via de Hunter Douglas Wholesale divisie, lag gedurende deze periode structureel onder druk. HD reageerde op deze ontwikkeling door de assemblage te concentreren in Tsjechië (Kadan) en in Polen (dochteronderneming van het in 2010 overgenomen Faber), waar in vrijwel volbezette fabrieken wordt geproduceerd. De merkenomzet, in Europa opererend onder de "Luxaflex Window Coverings" merknaam, ontwikkelde zich in genoemde periode zeer goed. In elk individueel jaar werd marktaandeel gewonnen. Deze sterke performance werd gedragen door het marktleiderschap in distributie, voortdurende productinnovatie en handelsondersteunende programma's waardoor kwalitatief hoogstaande *dealerships* werden verworven. De Duette-collecties blijken ook in Europa steeds beter aan te slaan. Door de unieke combinatie van energiebesparing en decoratieve schoonheid is de Duette-collectie uitgegroeid tot de belangrijkste en sterkst groeiende productgroep in Europa. Met name in Duitsland en Engeland werd in 2014 marktaandeel gewonnen. In het licht van de aanhoudend uitdagende marktomstandigheden in de Europese bouwsector is het stabiele omzetverloop in de Architectonische producten opvallend. Hierbij past de aantekening dat circa 25 - 30% van deze omzet betrekking heeft op het Midden-Oosten (o.a. Dubai, Abu Dhabi, Saoedi-Arabië) waar in 2015 een sterke groei werd gerealiseerd.

Onder 'Overig' zijn de omzet en resultaten van het in Utrecht gevestigde Nedal vermeld. Sinds de oprichting in 1938, is de productie van hoogwaardige aluminium profielen de hoofdactiviteit van Nedal Aluminium geweest. Aluminium geleiderbuizen (Busbars) en scheepsmasten kunnen gezien worden als een typische Nedal-specialiteit. Daarnaast is vanaf 1949 de productie van lichtmasten, verkeersmasten en vlaggenmasten een steeds belangrijkere rol gaan spelen. Nedal Aluminium heeft drie extrusiepersen, van respectievelijk 2.500 MT, 4.000 MT en 5.500 MT, en is daardoor in staat een breed programma van aluminium profielen te extruderen. Profielgewichten tot 100 kg per meter, in diverse legeringen waarbij lengtes tot 30 meter behoren tot de mogelijkheden.



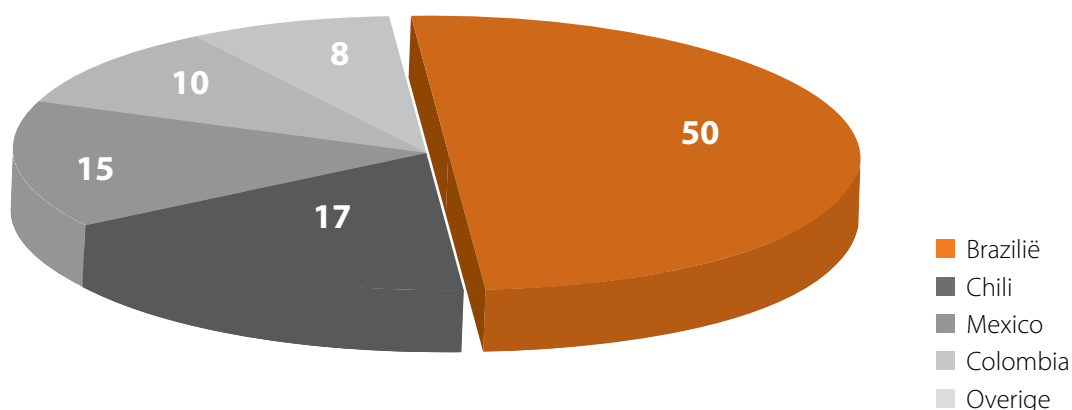
Produktielokatie Nedal te Utrecht

- **Latijns-Amerika**

(in \$ mln)	Raambekleding	Architectonische producten	Net assets employed	Aantal medewerkers
2015	142	43	85	1537
2014	170	69	118	1772
2013	185	72	142	1997
2012	182	66	134	1873
2011	187	60	114	1727
2010	170	49	95	1686
2009	146	43	86	1506
2008	154	51	67	1469
2007	128	43	59	1417

Uit dit overzicht blijkt tot en met 2013 een gestage omzettoename van zowel de raambekledings- als de architectonische activiteiten. In 2014 en vooral 2015 kwam de omzet zwaar onder druk te liggen door de economische malaise op het continent, alsmede de aanhoudende valutaire zwakte. Niettemin wist het management door structurele kostenbesparingen, toch een winstgevende exploitatie veilig te stellen. Ter illustratie: de Braziliaanse reaal devalueerde in 2012 met 25%, in 2014 met 11% en met ruim 40% in 2015 ten opzichte van de US dollar. Brazilië (50% van de omzet) en Chili (17% van de omzet) zijn veruit de best ontwikkelde en (potentieel) winstgevende landen. Chili kampte in 2014/15 echter met de gevolgen van een scherpe teruggang in de bouwsector. Mexico (15% van de omzet) leverde tot voor kort teleurstellende omzetten en resultaten, maar boekt sinds 2014/15 een geleidelijk herstel. Tenslotte is Colombia met 10% een redelijk volwassen markt. Door de moeilijke economische omstandigheden liggen de activiteiten in Argentinië en vooral Venezuela onder zware druk. In Peru en Panama is HD nog niet heel lang vertegenwoordigd, Panama boekte in 2015 een recordomzet en -winst, maar in Peru was er een behoorlijke omzet- en winstdaling. Naar verwachting hebben de Olympische Spelen van 2016 in Rio de Janeiro het lopende jaar enige impuls gegeven aan de Latijns Amerikaanse omzet van Hunter Douglas.

Geografische omzetverdeling Latijns-Amerika 2015 (in %)



- **Azië**

(in \$ mln)	Raambekleding	Architectonische producten	Net assets employed	Aantal medewerkers
2015	78	92	103	1199
2014	79	107	135	1548
2013	79	102	184	1749
2012	72	103	198	2004
2011	86	106	170	1855
2010	77	105	124	1687
2009	64	117	122	1712
2008	65	97	118	1723
2007	69	99	100	1630

Er is gedurende de overzichtsperiode per saldo nauwelijks groei geweest in Azië. HD is actief in met name China (40% van de Azië-omzet) en India (20% Azië-omzet), alsmede in Japan, Zuid-Korea, Vietnam, Indonesië, Maleisië, de Filipijnen, Hong Kong, Taiwan en Singapore. In Azië is de omzet in architectonische producten overheersend. HD is vaak betrokken bij de inrichting van vliegvelden, spoorweg- en metrostations. Deze activiteit is evenwel sterk cyclisch, waardoor soms sprake is van onderbezetting in de fabrieken die onderdelen produceren. In 2013 en 2014 was dit aan de orde bij de in 2010 gestarte fabrieken in Suzhou (terracotta materialen) en Xian (bouwproducten). Het in Noord-Amerika en Europa zo succesvolle bedrijfsmodel op het gebied van raambekleding laat zich vooralsnog niet kopiëren naar Zuidoost-Azië. HD is hier vooral aangewezen op de grillige projectenmarkt waar bovendien een stevige concurrentie van lokale producenten heerst. HD richt zich hierdoor hoofdzakelijk op het bovenste segment van de markt. Door stringente kostenbesparingen wist HD in 2015 ondanks de gedaalde omzet toch een beter resultaat te realiseren.



Kunming Changshui international airport

- **Australië**

(in \$ mln)	Raambekleding	Bouwproducten	Net assets employed	Aantal medewerkers
2015	80	3	33	313
2014	89	4	40	311
2013	89	4	51	302
2012	91	4	59	316
2011	101	4	57	366
2010	97	6	58	405
2009	92	5	54	411
2008	106	5	45	502
2007	107	5	51	410

Hunter Douglas is al ruim 60 jaar actief in Australië, hoofdzakelijk als fabrikant en verkoper in raambekleding onder de Luxaflex-naam. HD is marktleider *Down Under* in een markt die overigens al geruime tijd niet groeit. De laatste vier jaar werd het aantal medewerkers hierom met bijna een kwart teruggebracht. Over deze periode depreciëerde de Australische dollar met circa 28% ten opzichte van de US dollar, hetgeen de cijfers in het overzicht aanzienlijk heeft beïnvloed.

6. 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:

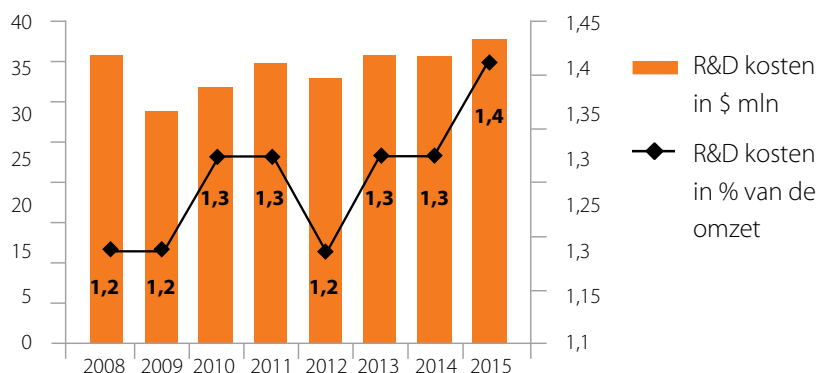
'Expansie, gericht op vergroting van de markt voor raambekleding en architectonische producten, alsmede vergroting van het eigen marktaandeel door middel van het voortdurend introduceren van innovatieve, gelicenseerde producten en het vergroten van de aanwezigheid van de groep in de belangrijke geografische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

In de jaarverslagen van de Groep wordt de succesvolle strategie telkens aan de hand van zes specifieke aandachtsgebieden belicht. Deze 'Hunter Douglas Formule' is als volgt samengesteld:

1. Research & Development

Het verdienmodel van Hunter Douglas is gegrondvest op de traditie van het introduceren van baanbrekende innovaties 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 met in totaal circa 200 medewerkers. 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. De Groep besteedt jaarlijks circa \$ 35 miljoen aan research & development die direct ten laste van het resultaat worden gebracht. In 2015 werd \$ 37 miljoen aan R&D besteed, ofwel 1,4% van de groepsomzet. In 2014 sleepte Hunter Douglas 30 van de 56 door de Window Covering Manufacturing Association (WCMA) toegekende prijzen voor de raambekledingsindustrie in de wacht. *Silhouette Duolite Shadings* werd in 2015 gekozen tot 'Product van het jaar'. Het afgelopen jaar introduceerde Hunter Douglas het revolutionaire PowerView Motorisation systeem in de Amerikaanse markt. Dit is een nieuw, RFID-gedreven gemotoriseerd systeem dat de raamdecoratie

R&D-kosten



bedient op elk gewenst moment van de dag. Met de PowerView App kunnen gepersonaliseerde scènes worden gecreëerd zodat de raamdecoratie beweegt naar de vooraf ingestelde posities. Het management beschouwt de introductie van PowerView als de belangrijkste technologische innovatie van de afgelopen twintig jaar.

2. Productie

Bijna 70 jaar geleden was Hunter Douglas de pionier op het gebied van een uniek continugietproces 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. Met name met behulp van textiele toepassingen heeft Hunter Douglas door de jaren heen innovaties geïntroduceerd die energiebesparend, lichtregulerend en/of sfeerverhogend zijn. Dit alles onder geregistreerde merknamen als Duette, Silhouette, Vignette en Luminette. Het spreekt vanzelf dat gezien de schaalomvang van de groep de productie uiterst efficiënt is georganiseerd in 50 productie- en 80 assemblagebedrijven. De laatste jaren is het aantal assemblagebedrijven voor de eigen merken in de Verenigde Staten sterk teruggebracht van 22 naar slechts 3, waar tegenover de productie in Oost-Europa (Tsjechië, Polen) juist sterk is opgevoerd.

3. Distributie

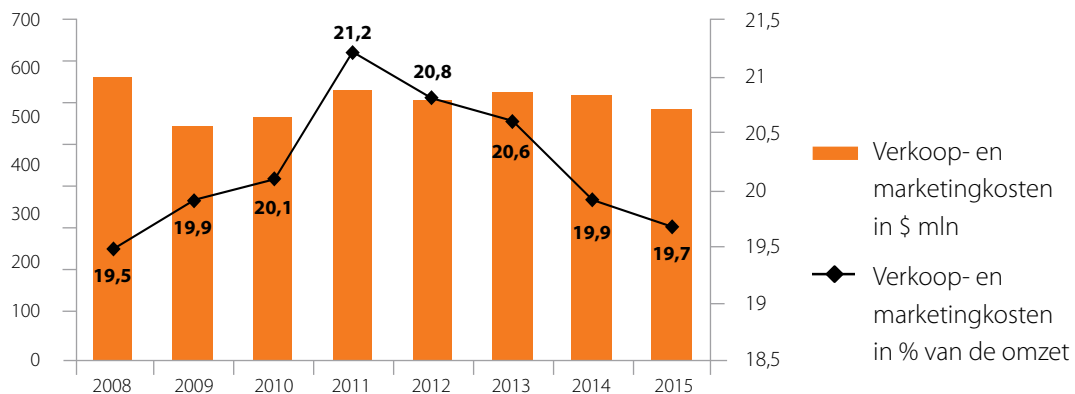
Het distributiekanaal is de kern van het verdienmodel van Hunter Douglas en is een onmisbare schakel in de verkoop- en marketingstrategie. Door de jaren heen is een wereldwijd netwerk van vele duizenden onafhankelijke en 80 eigen producenten opgebouwd die de HD-producten verkopen, assembleren en distribueren in de verschillende afzetmarkten. Deze producenten worden door Hunter Douglas 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) retail dealers, 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 klanttevredenheid, worden duizenden installateurs van deze producten uitvoerig getraind.

4. Marketing

Als wereldmarktleider in raambekleding streeft Hunter Douglas naar een hoge klanttevredenheid voor de gehele duur van het proces van selecteren - aankoop - gebruik van haar producten. Uiteindelijke doel is het bereiken van een zo hoog mogelijke merktrouw. Dit doel wordt bereikt door alle onderdelen van de marketingmix optimaal op elkaar af te stemmen en in te zetten. Alle kanalen - print, radio/tv, online en social media - worden daartoe via gerichte campagnes benut. In meer algemene zin treedt Hunter Douglas op als sponsor van speciaal geselecteerde evenementen en relevante liefdadigheidsinitiatieven op lokaal, nationaal of internationaal niveau. Op retailniveau (in de winkel bij de dealer) wordt de klant bewerkt met een overdaad aan brochures, design boeken, samples met een volledige kleurenreeks en opties, alsmede displays waar de producten in werkende staat worden getoond. Commerciële klanten krijgen op maat advies en technische ondersteuning, in het bijzonder op het

gebied van licht- en klimaatcontrole en motorisering. De groep investeert jaarlijks het astronomische bedrag van circa \$ 500 - 550 miljoen aan verkoop- en marketingkosten, waarbij met name de uitgaven voor samples substantieel zijn.

Verkoop- en marketingkosten



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-efficiency. Op het gebied van architectonische producten heeft de Groep al jarenlang een partnership met Archiprix International, waardoor 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 spē door een onafhankelijke jury worden beoordeeld en die de winnaars van de Hunter Douglas Award toekent. In mei 2015 werd dit evenement in Madrid gehouden. Er waren 351 inzendingen uit 87 landen. De jury heeft uit 21 nominaties uiteindelijk zeven winnaars van een Hunter Douglas Award gekozen.

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' en 'Keen on Green' zijn belangrijke milieu-initiatieven van de Groep, die gericht zijn 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 gericht is om de superieure energiebesparende eigenschappen van de HD-producten onder de aandacht van de klanten te brengen. Voor MVO: zie verder pagina 41 van deze 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 3% van de portefeuille aan een individueel fonds toewijst. Vanaf 2005 werden op de beleggingsportefeuille de volgende bruto rendementen in US dollars geboekt:

Jaar	Omvang portefeuille per jaartultimo (miljoen \$)	Bruto rendement (%)
2016H1	196	-3,1
2015	201	-0,8
2014	116	-,-
2013	2	-,-
2012	25	+11,7
2011	192	-7,8
2010	143	+13,7
2009	144	+5,4
2008	265	-24,3
2007	849	+14,4
2006	771	+16,9
2005	680	+8,8

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. In 2012 besloot het management de Investment Portfolio te beëindigen, maar bij de presentatie van de derde kwartaalcijfers 2014 kwam bij verrassing het bericht dat tot wederopbouw van een Investment Portfolio is besloten die in 2015 naar een omvang van \$ 200 miljoen (tegen kostprijs) moest groeien. Per ultimo 2015 was de omvang van de IP \$ 201 miljoen en uitbesteed aan 68 verschillende fund managers. Door de overname van Levolor & Kirsch wordt de IP in de tweede jaarhelft van 2016 teruggebracht naar \$ 100 miljoen, zodat met hetzelfde bedrag de schuldpositie kan worden verkleind.

Over de eerste 21 jaar dat de Investment Portfolio door Hunter Douglas werd aangehouden, de periode 1991 - 2012, werd een gemiddeld jaarlijks bruto rendement van 11% gerealiseerd.

(B) Acquisitiebeleid

Hunter Douglas vervult hoofdzakelijk een rol als *consolidator* in de markt voor raam-bekledingsproducten. Sinds 2005 verrichtte Hunter Douglas de volgende 34 acquisities:

Jaar	Onderneming	Plaats	Activiteit	Omzet (mln)	Aantal werknemers
2016	Levolor & Kirsch	Verenigde Staten	Fabricage/Sales	\$ 302	2.600
	Blinds 2Go (60%)	Verenigd Koninkrijk	Online Sales	£ 34	60
	Lunex	Noorwegen	Distributie	€ 18	98
	Aluvert (88%)	Zuid-Afrika	Assemblage	€ 11	428
2015	Stevens of Scotland	Verenigd Koninkrijk	Fabricage	£ 8	100
2014	Lafayette	Indiana	Fabricage	\$ 40	N.B.
	Mill	Connecticut	Fabricage	\$ 20	70
	Tentina	New York	Fabricage	\$ 15	70
	Fasadeproduktier	Noorwegen	Distributie	\$ 20	55
2013	Kaleidoscope	Michigan	Fabricage	\$ 6	25
	Beauti-Vue	Wisconsin	Fabricage	\$ 6	18
	Designer Blinds	Nebraska	Fabricage	\$ 27	103
2012	W.H. Produktier	Denmark	Fabricage	€ 8	60
	Gulf Coast	Texas	Fabricage	\$ 24	130
2011	ADO Benelux	Benelux	Vitrage	€ 8,5	N.B.
	Bricos (80%)	Australië	Distributie	€ 5,5	20
	Diflex	Portugal	Fabricage	€ 6	45
	Integra	UK	Distributie	€ 11	20
2010	Hamstra	Nederland	Horren	€ 11	50
	Faber-Benthin	Europa	Fabricage	€ 60	500
2008	Asco	Nederland	Machines	N.A.	32
	Fashion Tech	Oregon	Fabricage	N.A.	117
	Acme Window Cov.	Chicago	Fabricage	\$ 23	100
	Design Blinds	Australië	Fabricage	N.A.	89
	Vogue Vinyl	Australia	Fabricage	N.A.	16
2007	3-Form	Utah	Kunsthars	\$ 48	310
	NBK	Duitsland	Terracotta	€ 22	85
2006	Newell Scandinavia	Scandinavië	Assemblage	€ 38	215
	Newall Portugal	Portugal	Assemblage	€ 9	110
	Gardinia (49%)	Duitsland	Distributie	€ 125	1.000
2005	Blöcker	Duitsland	Distributie	€ 20	53
	Century Blinds	California	Fabricage	\$ 32	350
	Paris Texas	Texas	Design	\$ 10	70
	Mermet	Frankrijk	Glassfiber	€ 51	360

Uit voorgaand overzicht kan worden geconcludeerd dat overnames:

- Voornamelijk plaatsvinden in de twee thuismarkten Noord-Amerika en Europa;
- Het karakter van 'add-on' hebben met doorgaans een maximale omvang van € 50 miljoen. De overname van Levolor & Kirsch die op 17 maart jl. werd aangekondigd en eind juni werd afgerond, is de uitzondering die de regel bevestigt. Een acquisitie van deze omvang is in alle opzichten grensverleggend. Zie voor een verdere analyse van de Levolor & Kirsch-overname pagina 35 van deze Investment Case;
- Vrijwel altijd de meerderheid of 100% van de aandelen betreft. Een van de uitzonderingen op deze regel vormde aanvankelijk het in september 2006 overgenomen 49%-belang in Gardinia dat partieel werd geconsolideerd. Gardinia, opgericht in 1950, is gespecialiseerd in voorverpakte jaloezieën 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. Sinds 2012 bezit Hunter Douglas echter 74% van de aandelen en valt Gardinia binnen de consolidatie (en 26%-belang van derden onder Minderheidsbelang);
- Het beeld bevestigen dat Hunter Douglas in de markt als consolidator optreedt.
- In 2013 en 2014 hoofdzakelijk een stroomlijning van de productie en assemblage betroffen. In deze jaren werden vijf onafhankelijke producenten in de Verenigde Staten ingelijfd, waardoor het aantal productielocaties met 18 daalde naar 50 (-26%) en het aantal assemblagebedrijven met 26 werd gereduceerd tot 80 (-26%).

7. Track Record

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

Jaar	Omzet	EBIT	EBIT-marge (%)	Netto-winst*	NW-marge(%)*	Nettowinst**	NW-marge%**
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
2004	2.150	241	11,2	169	7,9	230	10,7
2003	1.870	182	9,7	174	9,3	174	9,3

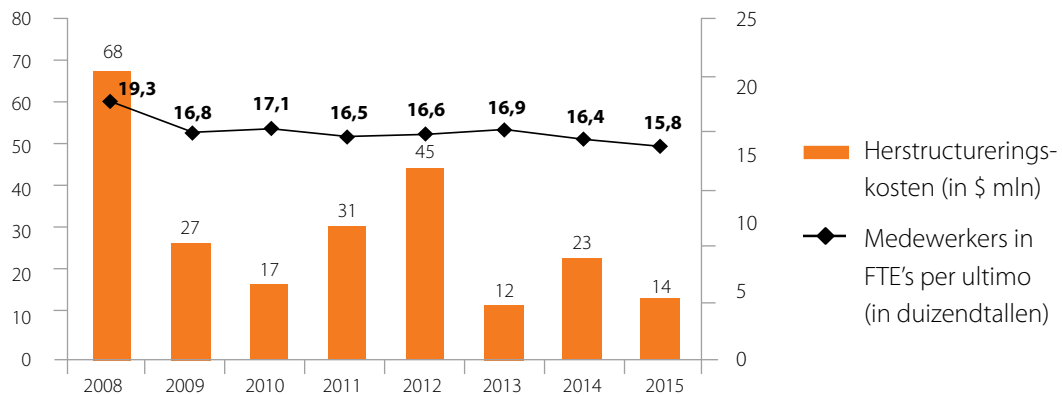
* Nettowinst uit gewone bedrijfsactiviteiten

** Nettowinst inclusief Investment Portfolio

Er blijkt een fors contrast waarneembaar tussen een periode van hoogconjunctuur (2004 -2007) en een periode van zwakke economische groei, cq. recessie (2008 - 2014). Daarbij dienen de cijfers van het Track Record wel in die zin te moeten worden genuanceerd dat de nettowinst in de jaren tot en met 2008 in aanzienlijke mate werd beïnvloed door de beleggingsresultaten uit de Investment Portfolio. Zo was er in 2007 een positief beleggingsresultaat van \$ 61,8 miljoen, ofwel 20% van de nettowinst in dat jaar. Daarentegen leverde de Investment Portfolio in 2008 een negatieve bijdrage van \$ 160 miljoen, zodat hiervoor gecorrigeerd er een nettowinst van \$ 125 miljoen werd geboekt (nettowinstmarge: 4,2%).

Een tweede noodzakelijke nuancering betreft de *non-recurring restructuring expenses* in de periode 2008 - 2015 voor een totaalbedrag van \$ 237 miljoen. In antwoord op de gevolgen van de kredietcrisis heeft het management in deze periode de productiecapaciteit van de Groep telkens aangepast aan de (lagere) marktvrage. Bovendien werd de organisatie tegelijkertijd gestroomlijnd, zodat de nodige inefficiënties die in de periode van hoogconjunctuur waren ontstaan, werden verwijderd. Gecorrigeerd voor deze kostenpost komen de EBIT- en nettowinstmarges over deze periode alsdan jaarlijks gemiddeld ruim 1%-punt hoger te liggen.

Herstructureringskosten en medewerkers in FTE's



Gecorrigeerd voor bovengenoemde effecten valt op dat de jaarlijkse groei van de omzet de laatste drie jaar stagneert. Behalve de zwakke economie in thuismarkt Europa kan de sterke US dollar als verklarende factor worden genoemd. Teneinde het Track Record de komende jaren te verbeteren, lijkt een hogere *Top Line* groei een eerste vereiste te zijn. Extra sales- en marketinginspanningen moeten deze ambitie realiseerbaar maken. Een hogere omzet levert direct een hoog hefboomeffect op de nettowinst. Met de bestaande productiecapaciteit kan Hunter Douglas moeiteloos een omzet van \$ 3 miljard realiseren.

Sinds het jaarverslag over 2013 geeft Hunter Douglas voor het eerst ook 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	Nettowinst	%	Omzet	Nettowinst	%	Nettowinst	Nettowinst	Nettowinst
1H2016	1.089	91	8,3	217	18	8,3	2	-7	104
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

De raambekledingsactiviteiten blijken structureel het meest winstgevend te zijn en zijn goed voor 75 - 95% van het groepsresultaat. Het rendement op de architectonische producten is weliswaar positief, maar niet voldoende. Metals Trading (MT) en de Investment Portfolio (IP) leverden in de periode 2012 - 2014 gezamenlijk 10 - 20% van het groepsresultaat, maar droegen vorig jaar niet bij aan het groepsresultaat.

8. Tien jaar Hunter Douglas

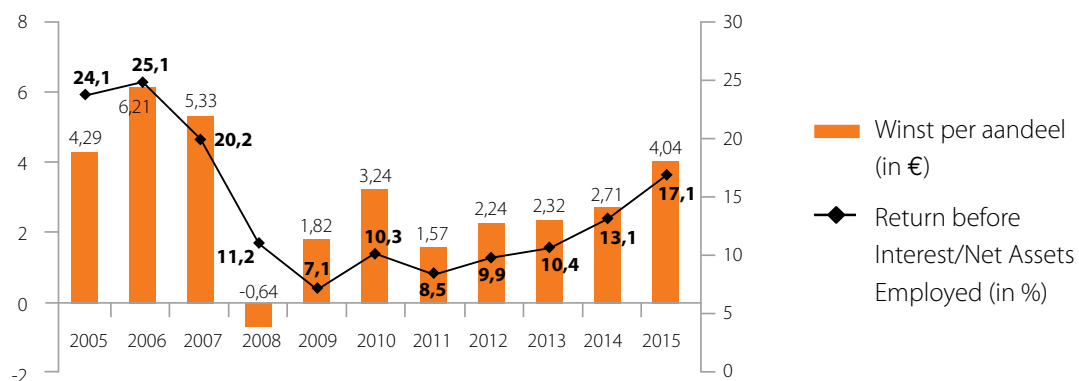
Jaar	Investerings (\$m)	Afschrijvingen (\$m)	RONAE* (%)	WPA (€)	DPA (€)	NAV (€)	Pay-Out (%)
2016 ^E	55	70	17,5	4,50	2,20	29,68	40
2015	60	74	17,1	4,04	1,50	28,07	37
2014	73	82	13,1	2,71	1,35	24,95	50
2013	69	83	10,4	2,32	1,25	23,41	54
2012	77	86	9,9	2,24	1,25	23,41	56
2011	111	81	8,5	1,57	1,25	23,64	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 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 gemeten periode bedroeg het gemiddelde jaarlijkse rendement (vóór interest) op het geïnvesteerde vermogen 14,3%. Over de periode 2008 - 2015 evenwel slechts 9,5%. De interne eis van een RONAE van 15% wordt voor het eerst weer in 2015 gehaald;
- De gemiddelde winst per aandeel over deze periode bedroeg € 3,01, hetgeen zich bij een gemiddelde zichtbare intrinsieke waarde per aandeel over dezelfde periode van € 26,45 laat vertalen in een netto rendement van 11,4%;
- 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 5,7%. Exclusief het superdividend van € 7,00 per aandeel in 2009 komt dit cijfer uit op 3,8%.

Herstel WPA & RONAE



9. Balans

De balansstructuur ontwikkelde zich het afgelopen halfjaar als volgt (in \$ mln):

	30-6-16	31-12-15		30-6-16	31-12-15
Vaste activa			Eigen Vermogen		
• Immateriële vaste activa	595	302	• Eigen Vermogen	1.103	1.075
• Materiële vaste activa	445	435			
• Uitgestelde belasting	110	113	Korte Schuld		
• Financiële vaste activa	60	60	○ Handelscrediteuren	575	531
			○ Overige korte schuld	87	102
Vlottende activa			Lange Schuld		
• Voorraden	670	592	• Preferente aandelen	9	9
• Handelsdebiteuren	413	359	• Voorzieningen	140	135
• Overige vorderingen	119	106			
• Investment Portfolio	196	201	• Uitgestelde belasting	1	1
• Liquide middelen	42	31	• Overige Lange Schuld	735	346
Totaal	2.650	2.199		2.650	2.199

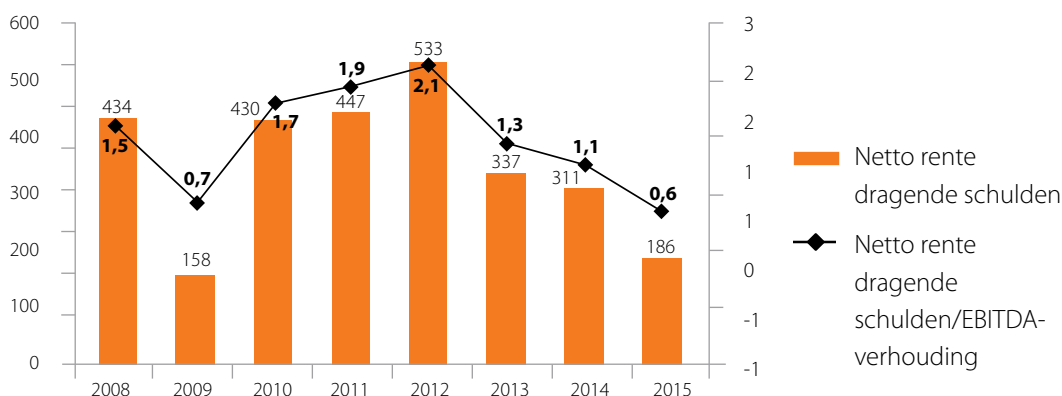
- De immateriële vaste activa bestonden per eind 2015 uit in het verleden betaalde goodwill (\$ 277 miljoen) waarop in beginsel niet wordt afgeschreven en patenten en trademarks (\$ 35 miljoen). De vier overnames van het eerste halfjaar 2016 hebben de post goodwill met \$ 274 miljoen doen toenemen;
- De post materiële vaste activa kwam per ultimo 2015 voor circa 58% voor rekening van land en gebouwen, voor circa 37% op conto van machines en hardware en bestaat voor de resterende 5% uit overige materiële vaste 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 materiële vaste activa steeg in H1 2016 met \$ 18,4 miljoen uit hoofde van de consolidatie van de vier acquisities;
- De post voorraden bestond per eind 2015 voor bijna 64% uit grondstoffen (hoofdzakelijk aluminium, textiel en hout), voor 6 - 7% uit onderhanden werk en voor de resterende 30% uit gereed product. Op deze laatste deelpost wordt in de waardering voorzichtigheidshalve een voorziening ter grootte van 41% van de kostprijs in mindering het gebracht. Overigens bereiken de voorraden medio van het jaar het piekniveau, omdat accent van de uitleveringen in de tweede jaarhelft ligt. De vier overgenomen bedrijven voegden medio 2016 voor \$ 34,7 miljoen toe aan de post voorraden;
- De normale termijn voor handelsdebiteuren bedraagt 30 - 60 dagen. Voor een bedrag van \$ 25 miljoen, 7% van het debiteurensaldo, was per einde 2015 een voorziening voor oninbaarheid getroffen. Van het resterende saldo stond ruim 11% van het vermelde bedrag langer dan 60 dagen uit. De post handelsdebiteuren steeg met \$ 9,7 miljoen door de toevoeging van de vier acquisities;

- De post liquide middelen steeg in H1 2016 met € 13,4 miljoen door de toevoeging van de vier acquisities;
- In de post handelscrediteuren was per H1 2016 een bedrag van \$ 52,5 miljoen afkomstig van de vier acquisities;
- Per eind 2015 beschikte de Groep over een onbenutte leencapaciteit van \$ 334 miljoen (2014: \$ 386 miljoen);
- Per eind 2015 was de gemiddelde looptijd van de lange schuld 2,25 jaar (2014: 2,94 jaar), waarbij uitsluitend variabele tarieven werden betaald. Aflossing van de lange schuld heeft voor \$ 189 miljoen betrekking op 2017, voor \$ 54 miljoen op 2018 en voor \$ 103 miljoen op 2019;
- Hunter Douglas betaalde in totaal \$ 315,0 miljoen voor de vier acquisities. Omdat met de acquisities voor een bedrag van \$ 13,4 miljoen cash & korte termijn deposito's meekwamen, bedroeg de netto cash outflow \$ 302,6 miljoen. De overname van Levolor & Kirsch vergde \$ 270 miljoen en is daarmee verreweg de grootste acquisitie in de geschiedenis van Hunter Douglas. Van dit overnamebedrag is \$ 100 miljoen aangemerkt als goodwill. Het management heeft ervoor gekozen om deze goodwill in 15 jaarlijkse termijnen van \$ 6,7 miljoen af te schrijven ten laste van de resultaten;
- Zoals blijkt uit de balans is de Lange Schulddpositie als gevolg van de overnames en de uitkering van dividend gestegen van \$ 346 miljoen naar \$ 735 miljoen. De herfinanciering bij de banken geschiedde tegen aantrekkelijke voorwaarden en kende een gemiddelde looptijd van 4 jaar. Het management heeft tevens aangegeven begin 2017 de Investment Portfolio met circa \$ 100 miljoen te zullen terugbrengen om de schulddpositie te verlichten.

Conclusie:

HDG heeft een ijzersterke balans met een verborgen stille reserve. De netto rentedragende schuld EBITDA verhouding bedraagt per medio 2016 < 1,5 keer (ultimo 2015: < 0,6) en de solvabiliteit bedraagt momenteel een solide 42%. Met een Net debt/EBITDA-verhouding van ruim < 1 verkeerde HDG per ultimo 2015 in een eclatante positie om zich op de overname-markt te begeven. In de eerste helft van 2016 werd de grootste overname ooit van Levolor & Kirsch (zie hierna pagina 30) aangekondigd en per 1 juli geëffectueerd, waarmee de slagkracht van de balans effectief werd ingezet.

Netto rentedragende schulden/EBITDA-verhouding



10. 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
- H.F. van den Hoven (1924), oud-voorzitter Unilever
- J.T. Sherwin, Executive Vice President Hunter Douglas (retired)
- F.N. Wagener, 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 (midden)
- David Sonnenberg, Co-President & CEO (links)
- Marko Sonnenberg, Co-President & CEO (rechts)
- Ron Kass, President & CEO North American Operations (vanaf 1 juli 2015)
- Chris King, Vice President General Counsel
- Aad Kuiper, President & CEO European Operations
- G.C. Neoh, President & CEO Asian Operations
- Leen Reijtenbagh, Vice President, CFO & Secretary
- Renato Rocha, President & CEO Latin American Operations

Alle heren zijn tenminste 19 jaar in dienst van Hunter Douglas. De dienstverbanden van Executive Chairman Ralph Sonnenberg (57 jaar) en CFO Leen Reijtenbagh (52 jaar) zijn illustratief voor het hechte teamwork van de Board of Directors.



*Van links naar rechts:
David, Ralph en Marko
Sonnenberg*

11. Grootaandeelhouders

• Familie Sonnenberg	81,2%
• Davis New York Venture Fund	4,2%
• Hunter Douglas NV	1,8%
• CF Odey UK Absolute Return Fund	0,6%
• Add Value Fund NV	0,6%

Totaal 88,4%

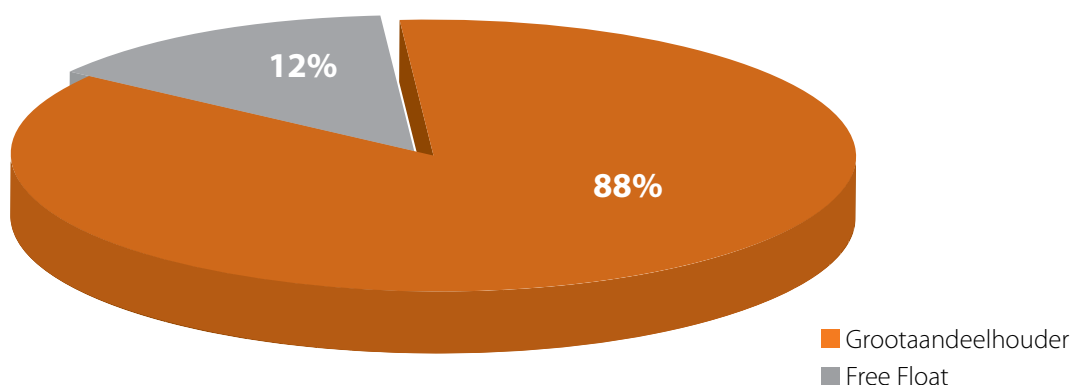
Bron: Thomson Reuters

Ralph Sonnenberg bezat ultimo 2015 tevens 500.000 opties met een uitoefenprijs van € 31,- per aandeel welke in 2018 expireren. Omwisseling van deze opties zal tot een uitbreiding van het aantal uitstaande aandelen van 1,4% leiden.

Grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg breidde zijn belang 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%.

De *free float* van de gewone aandelen bedraagt ruim 10%. Het afgelopen halfjaar bedroeg de gemiddelde dagomzet in gewone aandelen Hunter Douglas op de beurs van Euronext Amsterdam ruim 9.000 stuks.

Aandeelhoudersstructuur



12. Evaluatie eerste halfjaarcijfers 2016

(in \$ mln)	H1 2016	H1 2015	%-verandering
Omzet	1.306,3	1.260,1	+3,7
Kosten van de omzet	751,1	709,2	+5,9
Bruto omzetresultaat	555,2	550,9	+0,8
Bruto marge (%)	42,5	43,7	-120 bp
Bruto resultaat Metals Trading	6,3	7,2	-12,5
Bruto resultaat	561,5	558,1	+0,6
Verkoop- en marketingkosten	256,0	256,7	-0,3
Algemene beheerkosten	151,5	161,3	-6,1
EBITDA	154,0	140,1	+9,9
Afschrijvingen & Amortisatie	39,8	43,7	-8,9
EBIT	114,2	96,4	+18,5
Rentelasten	3,5	9,1	-61,5
Overig financieel resultaat	+0,1	+0,5	
Netto resultaat Investment Portfolio	-7,3	+5,6	
Resultaat voor belastingen	103,5	93,4	+10,8
Belastingen	19,3	15,8	+22,2
Belastingdruk (%)	18,7	16,9	+180 bp
Nettowinst excl. minderheidsbelang	84,2	77,6	+8,5
Minderheidsbelang	-0,5	-0,2	
Nettowinst	83,7	77,4	+8,1
Nettowinst marge (%)	6,41	6,14	+27 bp
Winst per aandeel (€)	2,17	1,98	+9,6

Toelichting

- De omzetstijging van 3,7% is opgebouwd uit een volumestijging van 4,9%, een acquisitiebijdrage van 1,9% en een negatief valuta-effect van 3,1%;
- De operationele cashflow bedroeg \$ 18,8 miljoen (H1 2015: \$ 63,2 miljoen);
- De investeringen lagen met \$ 32,0 miljoen licht beneden de afschrijvingen van \$ 36,0 miljoen. Voor geheel 2016 voorziet de Board investeringen ter grootte van circa \$ 55 miljoen bij een afschrijvingsniveau van ongeveer \$ 70 miljoen;
- Er waren geen herstructureringslasten. In Q4 2015 werd voor een bedrag van \$ 13,9 miljoen aan herstructureringslasten genomen voor de Aziatische, Europese en Noord-Amerikaanse activiteiten. Het management houdt rekening met aanvullende herstructureringslasten in H2 2016;
- Het eigen vermogen bedroeg \$ 1.085,0 miljoen, waarmee de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel uitkomt op € 27,34 (euro = \$ 1,12).

- De ontwikkeling per regio was als volgt:

Omzet (\$ mln)	H1 2016	H1 2015	% Change	Volume (%)	Valuta (%)	Acq.(%)
Noord-Amerika	619	582	+6	+7	-1	0
Europa	474	454	+4	+2	-3	+5
Latijns Amerika	77	92	-16	+2	-18	0
Azië	96	90	+7	+9	-2	0
Australië	40	42	-5	0	-5	0
Totaal	1.306	1.260	+4	+5	-3	+2

Hunter Douglas presteert uitstekend op de Amerikaanse thuismarkt waar volop wordt geprofiteerd van het herstel van de huizenmarkt. De -1% valuta-invloed in Noord-Amerika komt voort uit de Canadese activiteiten, circa 8% van de Noord-Amerikaanse omzet. De Canadese dollar verloor de afgelopen twaalf maanden circa 3,5% ten opzichte van de US dollar. De omzeterosie uit hoofde van valutazwakte is vooral pregnant aanwezig in Latijns Amerika.

De winstgevendheid in de VS is de hoogste binnen de groep, daarnaast is het aandeel van Window Coverings in de totaalomzet toegenomen (heeft hogere marges dan Architectural Products) en tenslotte waren er minder fabrieksverliezen door een betere bezetting van de productiecapaciteit;

- In Europa ontwikkelde het Verenigd Koninkrijk zich (tot de brexit) goed. In H1 2016 was er een volumegroei van +3,5%. Ook in de Benelux +4,0%, Duitsland +5,0% en Scandinavië +2,0% werd naar behoren gepresteerd. Hierbij past wel de nuancering dat het Verenigd Koninkrijk en de Benelux (de twee grootste markten in Europa) nu herstellen vanuit de recessie en dat Duitsland en Scandinavië (de derde en vierde markt in Europa) de afgelopen vijf jaar een stabiele volumeontwikkeling lieten zien. Frankrijk, Zuid-Europa (Italië, Spanje en Portugal) en Centraal-Oost Europa bevinden zich nog alle in de rode cijfers en er wordt voor deze markten voorlopig nog geen verbetering voorzien. In het Midden-Oosten, 5% van de Europa-omzet, gaat het voornamelijk om projectenomzet (vooral architectonische producten), en werd ten opzichte van H1 2015 een nagenoeg gelijke omzet gerealiseerd;
- In Azië ligt het accent voornamelijk op de architectonische producten (2015: 54% van de regio-omzet). Hier is sprake van een echte groeiemarkt. Grote infrastructurele projecten in China (circa 60% Azië-omzet), Maleisië (15% van de Azië-omzet) en India (circa 12% Azië-omzet) liggen hieraan ten grondslag. Het is voornamelijk een project-gedreven markt, waarin HD over goede contacten beschikt. Het uitrollen van het succesvolle bedrijfs- en verdienmodel van raambekleding lijkt in deze regio voornamelijk 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;
- Latijns Amerika presteerde met 18% valutaverlies tegen de \$ teleurstellend. Dit betreft hoofdzakelijk Brazilië. Er wordt geen verbetering voorzien in het lopende boekjaar. Het management overweegt voornamelijk niet de kostenbasis te verlagen, hetgeen betekent dat een reorganisatievoorziening ten laste van de 2016 resultaten niet aan de orde is;

- Aan de kostenkant valt de daling van bijna \$ 10 miljoen van de Algemene beheer-kosten op. Deze is deels toe te schrijven aan de invloed van valuta's, en deels aan de verbeterde efficiency van de HD-organisatie;
- De Investment Portfolio had per eind juni 2016 een omvang van \$ 196 miljoen en realiseerde over H1 2016 een bruto rendement van -3,1%;
- De Groep rapporteert in US dollars. Omdat een belangrijk deel van de activiteiten in Europa wordt uitgevoerd, kunnen valutaschommelingen invloed op de vermogens-samenstelling 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 \$ mln)	Stijging/daling €//\$	Effect op winst voor belasting	Effect op eigen vermogen
2015	+5%		35
	-5%		-35
2014	+5%	14	34
	-5%	-12	-34
2013	+5%	7	34
	-5%	-8	-34

- Over het eerste halfjaar van 2016 heeft Hunter Douglas \$ 2,41 per aandeel verdiend (H1 2015: \$ 2,23), een stijging van 8,1%. In euro's bedroeg de stijging 9,6%, te weten € 2,17 vs. € 1,98. Wij voorzien een licht hoger nettoresultaat in het tweede halfjaar 2016, mede gestuwd door een eerste lichte winstbijdrage van de overgenomen activiteiten van Levolor & Kirsch, waardoor de winst per aandeel over het gehele jaar rond de € 4,50 uitkomt (2015: € 4,04).

Vooruitzichten

Hunter Douglas verwacht voor de tweede helft van 2016 voortgaande groei in de Verenigde Staten en Azië, een stabiele markt in Europa en onveranderd moeilijke marktomstandigheden in Latijns Amerika.

13. Concurrentiepositie & Marktaandeel

Hunter Douglas is onbetwist de grootste aanbieder van raambekleding in een wereldmarkt voor *home decoration* met een geschatte omvang van \$ 50 miljard. In de Verenigde Staten bedraagt het marktaandeel naar schatting circa 30 - 35% bij een totale marktomvang voor raambekleding van circa \$ 4,5 miljard. In de deelmarkt van op maat gemaakte raambekleding realiseert Hunter Douglas in de Verenigde Staten een omzet van circa \$ 1 miljard en benadert het marktaandeel de 40%. Springs Window Fashions (SWF), met hoofdkantoor in Middleton, Wisconsin, is de tweede grootste aanbieder met meer dan 7.000 werknemers, wereldwijd 13 productiecentra en een geschatte jaaromzet over 2014 van circa \$ 800 miljoen. Met bekende merknamen als Bali en Graber is SWF toonaangevend in het combineren van interieur comfort, energy 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%). Over de voorwaarden van de transactie werden geen mededelingen gedaan.

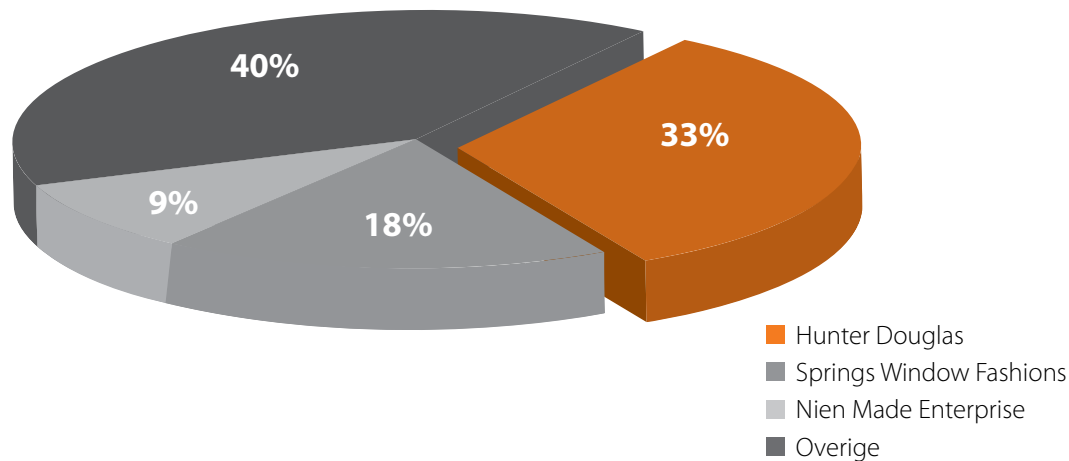
In april 2015 meldde Springs Window Fashions de acquisitie van Mechoshade Systems, omzet \$ 36,5 miljoen, voor een bedrag van circa \$ 60 miljoen. Op 6 januari 2016 meldde Spring Window Fashions de overname van SunSetter Products Limited, een toonaangevende producent van luifels voor patio's. De nummer drie in de Verenigde Staten is Levolor & Kirsch Window Fashions, tot voor kort onderdeel van het beursgenoteerde conglomeraat Newell Rubbermaid.

Op 17 maart jl. kondigde Hunter Douglas de overname van de raambekledingsactiviteiten en -merken van Levolor & Kirsch aan. Over 2015 werd met deze activiteiten door circa 2.600 medewerkers een omzet van \$ 302 miljoen gerealiseerd en een bruto bedrijfsresultaat van circa \$ 38 miljoen. Dit impliceert derhalve een toevoeging van bijna 12% aan de groepsomzet, tevens 12% aan het bruto bedrijfsresultaat en ruim 28% aan de Noord-Amerikaanse raambekledingsomzet. Levolor, met hoofdkantoor in Atlanta en opgericht in 1935, is één van de oudste en meest gereputeerde merken van Noord-Amerika. Levolor bezit fabrieken in Ogden (Utah), Agua Prieta (Mexico), Shenzhen (China) en een klantenservice center in High Point, North Carolina. Daarnaast zijn er meerdere logistieke steunpunten en verkoopkantoren in de Verenigde Staten en Canada. Levolor verkoopt haar producten voornamelijk via het kanaal van de homecenters, zoals Lowe's en Home Depot. Hunter Douglas heeft slechts een beperkte verkoop via dit kanaal, zodat de overname van Levolor als complementair kan worden aangemerkt. Het merk Kirsch dateert van 1907 en gaat terug tot de uitvinding van gordijnrails door Charles Kirsch. Anno 2016 is Kirsch een toonaangevend merk op het gebied van vitrage en vooral decoratieve hardware. Hunter Douglas betaalt \$ 270 miljoen, ofwel naar onze schatting 7 keer EV/EBITDA 2015, voor de overname van Levolor & Kirsch Window Fashions (LKWF) die per 1 juli 2016 is geëffectueerd.

De financiering van de acquisitie is vormgegeven in een gecommiteerde bankenfaciliteit met een gemiddelde looptijd van vier jaar. Op korte termijn zal een deel van deze financiering worden afgelost door verkoop van een tegenwaarde van \$ 100 miljoen uit de Investment Portfolio. Wij gaan er vanuit dat de overname van het goed winstgevend LKWF - vergelijkbare marges als Hunter Douglas - direct zal bijdragen aan de winst per

aandeel van Hunter Douglas, zij het dat deze bijdrage in H2 2016 beperkt zal zijn gezien de afboeking van de eerste termijn van de betaalde goodwill alsmede het treffen van een reorganisatievoorziening.

Marktaandeel Amerika, marktomvang 2015 circa \$ 4,5 miljard



Beursgenoteerde concurrenten

Het Taiwanese **Nien Made Enterprise**, opgericht in 1974, is met een omzet van \$ 419 miljoen in 2015 momenteel de nummer drie in de Verenigde Staten op de markt van op maat gemaakte raambekleding. De onderneming is sinds eind 2015 via een *Initial Public Offering* weer beursgenoteerd. In oktober 2007 is de onderneming namelijk van de beurs gehaald door de oprichtersfamilies Nien en Chuang en de gerenommeerde private equity partij CVC Capital Partners voor een transactiewaarde van \$ 750 miljoen, ofwel ruim 2 keer de omzet van \$ 365 miljoen in 2006. Het was destijds de grootste *public-to-private* transactie in Taiwan. Eind 2011 verkocht CVC haar belang, naar schatting 50%, voor een onbekend bedrag via een pre-IPO verkoop aan 37 verschillende investeerders. Op 22 december 2015 maakte Nien Made Enterprise via een IPO haar rentree op de Taiwanese beurs. Er werden 29,3 miljoen nieuwe aandelen geplaatst tegen een introductiekoers van TW\$ 149,00. Hiermee haalde de onderneming ruim \$ 132 miljoen aan nieuw kapitaal op en kwam de totale beurswaarde op ruim \$ 1,3 miljard. Na de succesvolle IPO is de beurskoers van Nien Made, in slechts negen maanden, met ruim 130% gestegen. De familie Nien en Chuang hebben nog steeds circa 50% van de uitstaande aandelen in handen. Daarnaast heeft de investeringsmaatschappij van de Singaporese overheid een belang van 6% waardoor de *free float* circa 40% bedraagt.

Nien Made zal in het lopende jaar een omzet realiseren van naar verwachting \$ 630 miljoen waarop een bedrijfsresultaat van naar schatting \$ 147 miljoen wordt geboekt. De hieruit volgende EBIT-marge van ruim 23% is aanzienlijk hoger dan die van Hunter Douglas en 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. Daarnaast is Nien Made niet actief in Architectonische Producten, dit segment heeft lagere marges dan raambekleding. Nien Made behaalt ruim driekwart van haar omzet in de Verenigde Staten, ruim 15% in Europa en minder dan 10% in Azië en Australië. Haar belangrijkste afzetkanaal

zijn de Amerikaanse *big box retailers*, zoals Home Depot, Walmart, Sears en JCPenny. De beurswaarde van Nien Made bedraagt ruim \$ 3 miljard (€ 2,84 miljard), bijna het dubbele van die van Hunter Douglas. Tegen de huidige beurskoers van TW\$ 350,- wordt ruim 29x de verwachte winst 2016 voor de aandelen Nien Made betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 2,4%.

Somfy is wereldwijd marktleider in het motoriseren van zonwering en raamdecoratie en is uitgegroeid tot specialist in Smart home en connected living. Deze Franse multinational realiseerde over 2015 een EBIT van € 165,6 miljoen (2014: € 153,2 miljoen) op een omzet van € 1.061 miljoen (2014: € 981,7 miljoen). Het netto resultaat gecorrigeerd voor eenmalige baten/lasten steeg vorig jaar met 9,2% naar € 127,2 miljoen. Hieruit volgt een nettomarge van 12,0%. Op basis van de Bloomberg consensustaxatie van de winst per aandeel 2016 van € 19,40 wordt bij de huidige beurskoers van € 350,- ruim 18x de verwachte winst voor de aandelen Somfy betaald. Het verwachte dividendrendement bedraagt circa 1,7%. De familie Despature houdt ruim 75% van de aandelen Somfy. De beurswaarde van Somfy bedraagt € 2,59 miljard en de free float op de beurs is met circa 10%, net als bij Hunter Douglas, zeer beperkt.

14. Waardering & Groeidrivers

Zoals in hoofdstuk 13 staat omschreven heeft Hunter Douglas slechts twee beursgenoteerde sectorgenoten van enigszins vergelijkbare omvang, het Taiwanese **Nien Made Enterprise** en het Franse **Somfy**. De vergelijking met Nien Made Enterprise gaat het meeste op. Deze onderneming is namelijk volledig actief in het raambekledingsegment en meer dan driekwart van haar omzet wordt behaald in de Verenigde Staten. Behalve de vergelijking met de *peer group* kijken wij ook naar het zichtbare eigen vermogen per aandeel, ofwel boekwaarde en het kasgenererend vermogen van Hunter Douglas. Tevens is het nettoresultaat uit gewone bedrijfsactiviteiten, dus zonder de resultaten van de Investment Portfolio, van belang.

Op basis van verschillende waarderingsmaatstaven (zie tabel hieronder) noteren de aandelen HDG momenteel met een significante discount ten opzichte van beursgenoteerde concurrenten. Terwijl de kwaliteit van de winst sinds de crisis 2008/09 enorm is verbeterd en de onderneming er anno 2016 in termen van marktpositie, productportfolio en balans beter voor staat dan ooit tevoren. Wij sluiten daarom ook niet uit dat de beurswaarde van HDG op middellange termijn ruimschoots kan verdubbelen.

	Omzet 2015	K/W 2016*	EV/EBITDA 2016*	EV/Omzet 2016*	Prijs/Boek- waarde*	Beurs- waarde*
Hunter Douglas	\$ 2,55 mrd	10,7	6,7	0,8	1,6	€ 1,7 mrd
Nien Made Enterprise	\$ 530 mln	29,8	20,5	4,9	8,5	€ 2,8 mrd
Somfy	\$ 1,18 mrd	18,1	12,0	2,4	3,7	€ 2,6 mrd
Peer group average**	\$ 855 mln	24,0	16,3	3,7	6,1	€ 2,7 mrd

*Bron: Bloomberg consensus

**Exclusief Hunter Douglas

*Peildatum: 23 augustus 2016

Daarnaast is de onderneming veel efficiënter gaan produceren en beter gestroomlijnd dan een aantal jaren geleden. Dat is zichtbaar in de verlaging van de operationele kosten. In 2015 zijn die met ruim \$ 80 miljoen afgenomen ten opzichte van 2007, ofwel met ruim 8%. Dit komt mede doordat de personeelskosten met \$ 73 miljoen significant zijn verlaagd - eind 2007 had HDG nog bijna 21.000 medewerkers in dienst en per ultimo 2015 nog slechts 15.829, een daling van bijna 25%. Daarnaast heeft HDG de afgelopen jaren een fors aantal assemblage- en productielocaties samengevoegd of geheel gesloten waardoor de onderneming efficiënter en goedkoper kan produceren zonder dat er capaciteit verloren gaat. Dit betekent dat met minder omzet veel meer winst kan worden gemaakt. Deze operationele hefboom zit nog in de huidige beurswaardering opgesloten. Naar onze verwachting moet HDG in 2017 met een volledige jaarbijdrage van Levolor & Kirsch in staat zijn om de piek omzet uit 2007 van \$ 3 miljard te overtreffen.

De omzetgroei kan naast organische marktgroei op drie manieren worden aangejaagd:

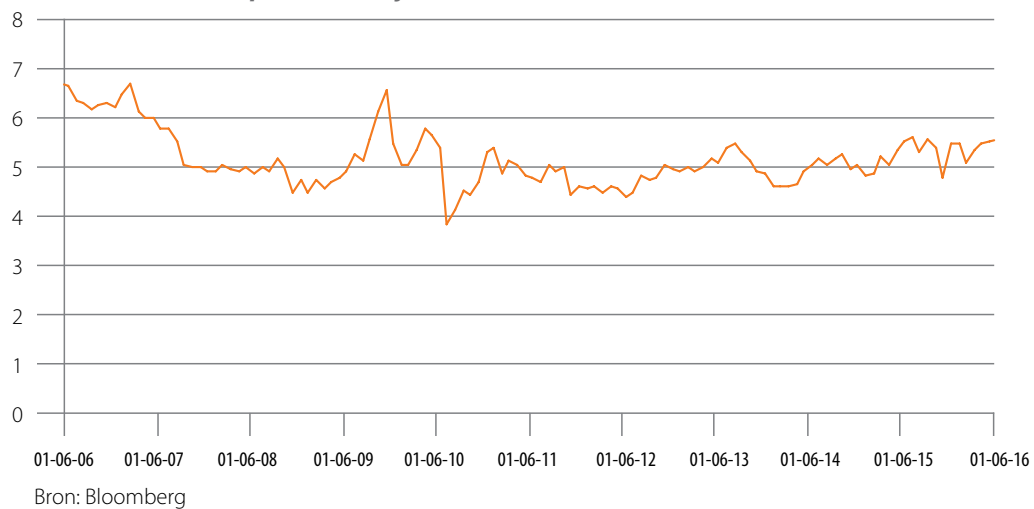
- 1. Het winnen van marktaandeel**
- 2. Prijzen verhogen**
- 3. Acquisities**

Daarnaast zijn er nog enkele *leading indicators* en groeidrivers die de omzet en winst kunnen doen versnellen. Een van de belangrijkste leading indicators voor de raambekledingmarkt zijn:

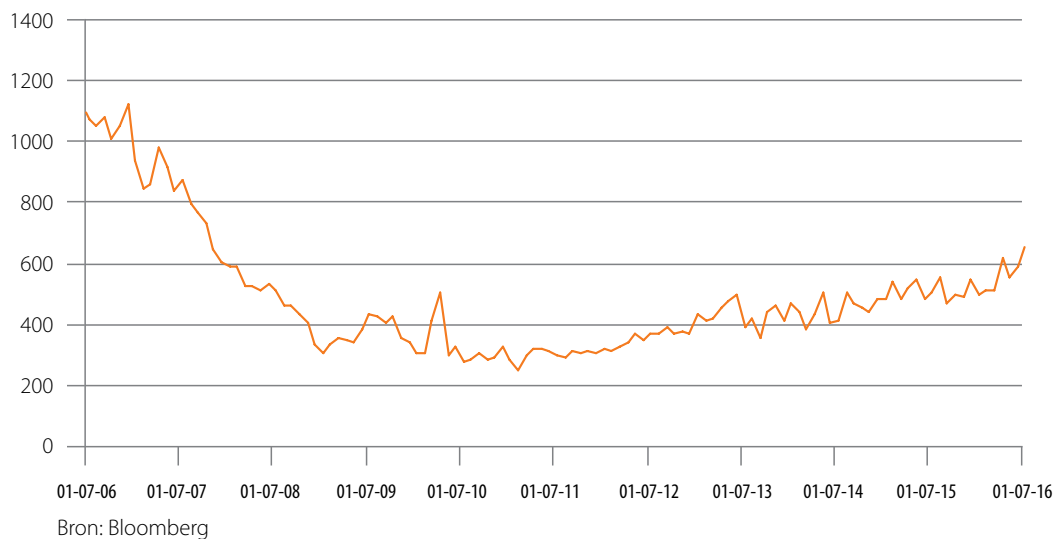
- **Bestaande huizenverkopen**
- **Nieuwe huizenverkopen**
- **Het consumentenvertrouwen**

De Amerikaanse huizenmarkt is veruit de belangrijkste markt voor HDG omdat naar onze schatting 60 tot 70% van de nettowinst daar wordt behaald. Bovendien worden in Amerika ook de hoogste marges gerealiseerd. Sinds het begin van de kredietcrisis staan de huizenverkopen en het consumentenvertrouwen inmiddels op het hoogste niveau sinds november 2009, maar zijn deze nog ver verwijderd van de piekniveaus van vóór 2009. Wij verwachten, zolang de hypotheekrente laag blijft, de werkloosheid stabiel blijft of afneemt en de lonen stijgen, dat de huizenverkopen en huizenprijzen de opgaande trend blijven vasthouden.

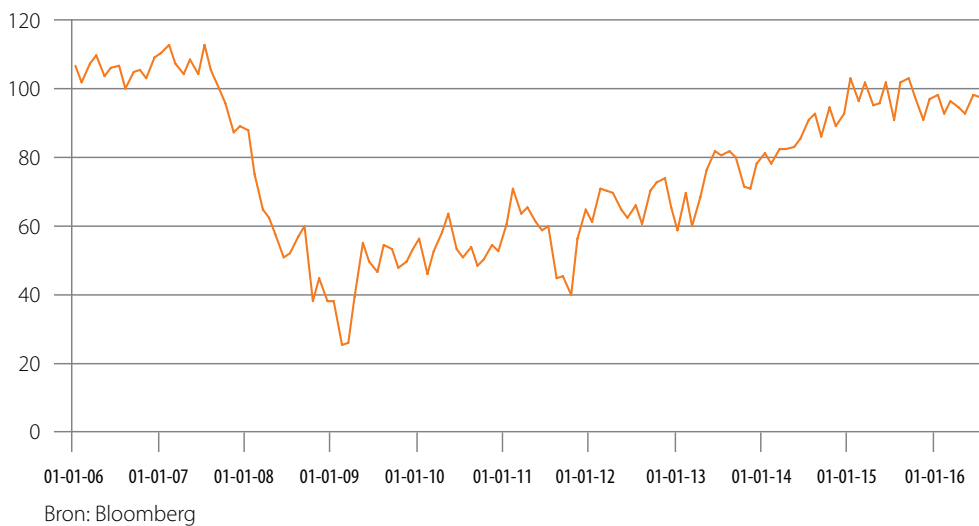
Bestaande huizenverkopen VS in miljoenen



Nieuwe huizenverkopen VS in duizend tallen



Consumentenvertrouwen VS



15. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen

De balans in 'People - Planet - Profit' is de basis onder maatschappelijk verantwoord ondernemen. Zo gaan een goed binnenklimaat en energiebesparingen in gebouwen hand in hand. Een goed binnenklimaat doet mensen beter functioneren, verhoogt hun productiviteit. Energiebesparingen zijn per definitie gunstig voor onze planeet.

Hunter Douglas draagt met haar 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 comfortabel binnenklimaat.

Bij 'groene' gebouwen gaat het niet alleen om het gebruik van gerecyclede materialen en energiebesparing. Het creëren van een prettige en aantrekkelijke omgeving staat in prioriteit op z'n minst op gelijke voet met het minimaliseren van milieueffecten. Een goed binnenklimaat vormt daar een belangrijk onderdeel van. Behalve het voordeel in gebruikskosten van een duurzaam ontwerp zal het algehele welzijn van de mensen die zich in een gebouw bevinden zijn weerslag hebben op hun productiviteit. Werkruimten die comfortabel zijn, daglicht hebben en werknemers vrij zicht naar buiten bieden, kunnen bovendien het personeelsverloop en ziekteverzuim beperken. Bij een goed binnenklimaat zijn vijf aspecten onderscheidend:

- Visueel comfort
- Thermisch comfort
- Akoestisch comfort
- Energieverbruik/Luchtkwaliteit
- Persoonlijke controle

1) Visueel comfort

De systemen van Hunter Douglas bieden een aantal oplossingen om het binnenklimaat te verbeteren en op energie te besparen.

- ➔ Raambekleding laat het daglicht zo goed mogelijk tot zijn recht komen en vermindert schittering. Daglicht regelende jaloezieën leiden daglicht verder een ruimte in, waardoor het beter wordt benut en men minder afhankelijk is van kunstlicht. Door de hoeveelheid direct zonlicht die een ruimte binnendringt te reguleren, wordt de schittering op bijvoorbeeld beeldschermen beperkt en met jaloezieën of screen rolgordijnen wordt het zicht naar buiten niet gehinderd.
- ➔ Zon- en licht regelende systemen zoals rolgordijnen die tot 90% van de UV-straling kunnen tegenhouden en horizontale jaloezieën, bieden de mogelijkheid zelf te bepalen hoeveel daglicht er op een werkplek valt en voorkomen ongewenste schittering en weerspiegeling op beeldschermen.

2) Thermisch comfort

De temperatuur in een ruimte wordt direct beïnvloed door de zontoetreding via de ramen en de gevels. De zon- en licht regelende systemen van Hunter Douglas dragen bij aan een lager energieverbruik. Hiervoor zijn de volgende oplossingen ontwikkeld:

- Buitensystemen voor warmteregulering.
Zon- en lichtregeling aan de buitenzijde van een gebouw kan de koelingsbehoefte aanzienlijk verlagen. Het verminderen van de primaire energiebehoefte van een gebouw is een van de meest waardevolle stappen in een duurzaam ontwerp. Architecten ontwerpen steeds vaker passief en actief geventileerde klimaatgevels om de energiebehoefte voor verwarming en koeling te verlagen. Hoewel zulke gevels duurder zijn dan gewone gevels, bieden ze meer mogelijkheden om de invloed van de weers-elementen te beheersen en dat levert op de lange termijn financieel profijt op. Het integreren van zowel binnen- als buitenoplossingen is een van de belangrijkste punten voor het verminderen van energie slurpende koeling en heeft dus een positief resultaat op het milieueffect van een gebouw.
- Geventileerde gevels met regenscherm.
De energiebesparende gebouwschillen van Hunter Douglas, met zonwerings-systemen die de zontoetreding reguleren en geventileerde gevels die de temperatuur helpen matigen, kunnen de eigenschappen en energie-efficiency van gebouwen in hoge mate verbeteren. Buitenoplossingen helpen de temperatuur te beheersen en verlagen de behoefte aan airconditioning in de zomer en aan verwarming in de winter.
- Ontwerpen op maat.
Het bouwkundig team van Hunter Douglas werkt samen met architecten en ontwerpers om innovatieve en geavanceerde oplossingen - van elektrisch bediende rolgordijnen en schuifschermen tot gigantische zonneroosters op maat - te ontwikkelen die tegemoet komen aan de hoogste esthetische en functionele eisen in elk individueel project.

3) Akoestisch comfort

- De plafondsysteem van Hunter Douglas volgen de principes van duurzaamheid en een goed binnenklimaat. Voor de metalen en Techstyle® plafonds van Hunter Douglas worden hoogwaardige akoestische materialen met α_w^* waarden voor geluidsabsorptie tot 0,85 gebruikt. Deze bieden uitstekende akoestische prestaties, comfort en een esthetische uitstraling. Daarnaast voldoen vrijwel alle producten van Hunter Douglas aan de normen voor een lage uitstoot van vluchtige organische verbindingen.

4) Energieverbruik/Luchtkwaliteit

- Geautomatiseerde systemen voor zon- en lichtregeling verminderen niet alleen de hoeveelheid energie die voor koeling nodig is, maar ook de benodigde koelcapaciteit. Beide besparingen kunnen oplopen tot 50%. Daarmee is investeren in oplossingen die direct van invloed zijn op de totale kosten van een goed binnenklimaat een serieuze overweging waard. Systemen die automatisch door het EOS PRO-systeem van Hunter Douglas worden gestuurd, reguleren de zonne-energie zeer efficiënt, want licht en warmte worden beheerst voordat ze het gebouw binnenkomen. Het bedieningssysteem is uitgerust met eenvoudige, intelligente schakelaars die de zon detecteren en die volledig te integreren zijn in gebouwbeheersystemen.

Systemen voor zon- en lichtregeling van Hunter Douglas kunnen de kamertemperatuur zonder gebruikmaking van airconditioning met 5 - 10 °C verlagen.

- ➔ Goede zon- en lichtregeling kan 62% van het energieverbruik in een kantoorpand beïnvloeden. Keuzes die in de beginfase van een ontwerp worden gemaakt, kunnen een groot effect hebben op het energieverbruik in een gebouw. Een kwantitatieve vergelijking van de gevolgen van zon- en lichtregeling voor het energieverbruik kan daarbij een grote steun zijn. De Energy & Light Tool van Hunter Douglas berekent op basis van vastgestelde gegevens de energiebehoefte voor verwarming, koeling en verlichting van een referentieruimte. De tool kan tevens de benodigde capaciteit voor verwarming en koeling vaststellen.
- ➔ Alleen al in de EU kunnen moderne zonweringsystemen de CO2 uitstoot met ruim 80 miljoen ton per jaar verminderen.

5) Persoonlijke controle

- ➔ In alle systemen - van rolgordijnen en buitenjaloezieën tot aan volledig geautomatiseerde systemen - heeft Hunter Douglas daglicht- en energiebeheersing geïntegreerd. Wanneer men in een geautomatiseerde regulering kan ingrijpen om het invallende daglicht en de binnenkomende warmte aan te passen, resulteert dat in een betere comfort beleving. En dat leidt weer tot een hogere productiviteit. Onderzoek heeft uitgewezen dat indien het binnenklimaat zelfstandig met circa 3 °C kan worden aangepast, dit in een verhoging van de productiviteit van 3% resulteert. Hunter Douglas is koploper in het recyclen van aluminium voor hoogwaardige producten, waaronder jaloezieën en plafonds. De aluminiumproducten voor gebruik binnenshuis worden vervaardigd van gerecycled materiaal. Dit proces vergt slechts 5% van de energie die nodig is om nieuw aluminium te produceren. Hierdoor wordt de uitstoot van broeikasgassen met 95% verminderd.
- ➔ De aluminiumproducten van Hunter Douglas zijn erop gemaakt bijzonder duurzaam te zijn en tientallen jaren mee te gaan, zodat slechts een zeer geringe afvalstroom ontstaat. Al het schroot dat bij het vervaardigen van de aluminiumproducten ontstaat, wordt opgevangen en opnieuw verwerkt.

Als specialist op het gebied van gevelkeramiek heeft Hunter Douglas dochter NBK Terrart® ontwikkeld. Terrart® is een geventileerd gevelsysteem, waarvan de aan het weer blootgestelde componenten volledig uit terracotta zijn vervaardigd. Dit bijzonder duurzame natuurlijke materiaal is UV- en vorstbestendig, behoudt zijn vorm en kleur, heeft een sterke oppervlaktestructuur en een hoge bestendigheid tegen chemicaliën. Daarnaast biedt het vrijwel onbeperkte ontwerpvrijheden. Architectonisch zijn terracotta gevels bij uitstek geschikt voor het restaureren en renoveren van gevels van oude gebouwen. Maar ook voor nieuwe gebouwen zijn volstrekt unieke gevels te maken die geheel voldoen aan hedendaagse eisen. Afval dat tijdens de productie van keramische panelen ontstaat, wordt opnieuw gebruikt in het productieproces. Hoewel de technologie voortdurend voortschrijdt, draait de vervaardiging van keramieken constructiematerialen nog steeds om de drie natuurlijke elementen vuur, water en klei. De eeuwenoude traditie en grote populariteit van dit bouw materiaal is begrijpelijk, omdat het meer weerbestendige en brandwerende bouwwerken mogelijk heeft gemaakt in regio's waar natuursteen schaars was.

Hunter Douglas voert een compleet assortiment producten met een laag gehalte aan VOC's (vluchtige organische stoffen), die gecertificeerd zijn voor GREENGUARD® en de Ökotex-norm 100, en daardoor bijdragen aan een goede luchtkwaliteit.

De HD-oplossingen voor zon- en lichtregeling zijn aantrekkelijk en functioneel en er is keuze uit een uitgebreid assortiment screen stoffen, zodat aan de ontwerpspecificaties van elk type raambekleding kan worden voldaan: GreenScreen® stoffen zijn het hoogwaardige, PVC-vrije alternatief voor de traditionele materialen van raambekleding. Deze stoffen staan bekend als vlam vertragend en voldoen aan de strenge normen voor de Europese en Noord-Amerikaanse markt. GreenScreen® stoffen bevatten geen zware metalen en zijn vanwege hun lage VOC-uitstoot gecertificeerd voor GREENGUARD®. GreenScreen® stoffen zijn vervaardigd van polyestergaren, waardoor de overblijfselen van het fabricageproces gemakkelijker te recyclen zijn, opnieuw kunnen worden gebruikt bij diverse nieuwe textieltoepassingen, en dus niet in de afvalstroom terechtkomen.

16. SWOT-analyse

Strengths - *Concurrentievoordelen*

- Toonaangevende en grootste producent van raambekleding met wereldwijd distributienetwerk.
- Als wereldwijd marktleider heeft de onderneming 'pricing power' en door haar schaalgrootte kan het kostenefficiënt produceren.
- Sterke nichepositie in architectonische producten.
- Zeer sterk cash genererend vermogen.
- Zeer ervaren managementteam.

Weaknesses - *Concurrentienadelen (te overwinnen)*

- In geval van een stevige economische recessie is Hunter Douglas bovengemiddeld gevoelig voor druk op de opbrengsten en - door de hoge toegevoegde waarde - de nettowinst.
- Het succes van het verdienmodel in Noord-Amerika en Europa kan elders, met name in Azië, nog niet worden gekopieerd.
- De omzetten in raambekleding in Noord-Amerika zijn nog niet terug op de niveaus van vóór de crisis van 2008/09.

Opportunities - *Kansen*

- Het aandeel in de omzet van de hoog renderende, zeer succesvolle, op textiel gebaseerde Duette-collectie kan verder worden vergroot.
- Het omzetaandeel in Zuidoost-Azië en met name China kan nog aanzienlijk worden vergroot.
- De omzetgroei in de thuismarkten Noord-Amerika en Europa kan door gerichte marketinginspanningen worden versneld.
- De innovatieve kracht van Hunter Douglas kan leiden tot versnelde introductie van hoog renderende nieuwe producten.
- Het schaalvoordeel uit hoofde van de overname van Levolor & Kirsch kan nog worden benut.

Threats - *Bedreigingen*

- Aan de onderkant van de markt ondervindt Hunter Douglas in toenemende mate hinder van lokale spelers die goedkope producten aanbieden tegen 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 voor Hunter Douglas belangrijke afzetgebieden (denk aan: Latijns Amerika en Australië).

17. Strategie & Doelstellingen

De strategie van Hunter Douglas is al jarenlang hetzelfde en 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 afzetgebieden uit te breiden. Daarnaast heeft Hunter Douglas zichzelf een aantal kwantitatieve doelstellingen opgelegd maar weerhoudt het zich van kwalitatieve 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 haar sector;
- 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

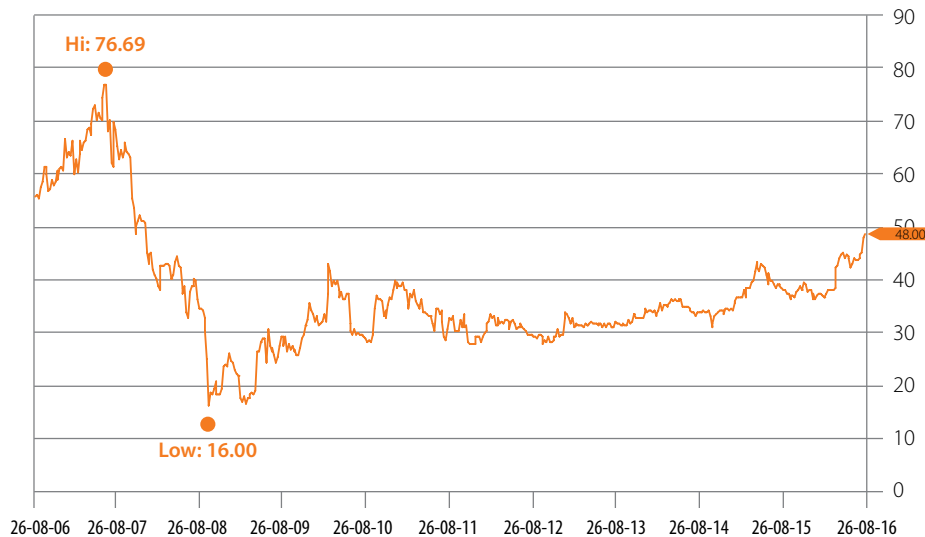
Hunter Douglas heeft anno 2016 een goede uitgangspositie om de komende drie jaar hogere rendementen te kunnen realiseren. Wij voorzien wat dat betreft een terugkeer naar de periode 2004 - 2007 toen EBIT-marges van meer dan 10% werden gerealiseerd. De hoogconjunctuur in de Verenigde Staten - de grootste en meest winstgevende deelmarkt van Hunter Douglas - maakt realisatie van deze verwachting onzes inziens goed mogelijk. De overname van Levolor & Kirsch zal dit proces zeker versnellen. Bovendien is er het perspectief van een voorzichtig aantrekkende West-Europese consumentenmarkt, waar het efficiënt georganiseerde Hunter Douglas mede van moet kunnen profiteren.

De grootste uitdaging blijft om het streven naar groei in de Emerging Markets van Latijns Amerika en Azië te vertalen naar commerciële successen. Indien de uitkomsten van het hier geschetste scenario daadwerkelijk worden gerealiseerd, bestaat er voldoende ruimte om de dividenduitkeringen ten minste naar rato te laten stijgen. In het middellange termijn beleggingsperspectief - in concreto de periode 2016 - 2018 - voorzien wij een groepsomzet van ruim \$ 3 miljard waarop een EBIT-marge van 11,0% wordt gerealiseerd. Na aftrek van rente- en amortisatiekosten en met inbegrip van een belastingdruk van circa 20% komt een netto resultaat van circa \$ 230 miljoen in beeld. Bij de huidige euro/dollar verhouding van 1,11 komt dat overeen met € 213 miljoen, ofwel circa € 6,00 per aandeel. Tegen de huidige beurskoers van € 48,00 noteert HD iets meer dan 8 keer de verwachte winst 2018 en komt het verwachte dividendrendement bij een pay-out ratio van 40% van de nettowinst uit op een zeer aantrekkelijke 5%.

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 deze niches groeit Hunter Douglas 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 een hoog dividendrendement. Tegen de huidige beurskoers van € 48,- wordt iets meer dan achtmaal de getaxeerde winst 2018 voor de aandelen Hunter Douglas betaald en komt het dividendrendement op 5% bij een pay-out ratio van 40%. Indien het management erin slaagt de komende jaren de efficiency te verhogen en adequaat in te spelen op de verwachte kansen in de markt, komen operationele (EBIT-) marges van 10% en hoger in beeld. Op basis van onze middellange termijn prognose mag in dit scenario een K/W-verhouding van 14 aan Hunter Douglas worden toegekend. Hiermee komt een koersdoel van € 84,- in beeld, welke beurskoers overigens ook al bijna werd bereikt in recordjaar 2007. Bij deze waardering bedraagt het dividendrendement evengoed nog een aantrekkelijke 2,9% en is de discount ten opzichte van de *peer group* nog steeds ruim 20%.

Koersgrafiek Hunter Douglas afgelopen 10 jaar



20. Voorbeelden Innovatie & Duurzaamheid

Hieronder een viertal voorbeelden van nieuwe producten voor zowel raambekleding als architectonische producten waarmee Hunter Douglas onderscheidend is op het gebied van innovatie en duurzaamheid.

Zonwering van gerecyclede petflessen

Na het prijswinnende EOS®500 rolgordijn systeem komt Hunter Douglas met een nieuwe innovatie op het gebied van projectmatige zonwering. De nieuwe collectie spreekt tot de verbeelding met onder andere stoffen die gemaakt zijn van bijzondere duurzame materialen. Zo bestaat GreenScreen® Eco voor honderd procent uit volledig recyclebare polyester vezels. Het doek van GreenScreen® Revive™ is vervaardigd van gerecyclede petflessen.

GreenScreen Eco is een stof die voor honderd procent gemaakt is van polyester vezels. Hierdoor kan het weefsel na gebruik zonder verdere scheiding weer worden omgesmolten en als grondstof dienen voor andere materialen. GreenScreen Eco heeft voor deze producteigenschap het Cradle-to-Cradle certificaat gekregen. Ook de rolgordijnen uit de GreenScreen Revive collectie zijn volledig recyclebaar. Het bijzondere van deze serie is dat de grondstof zelf ook al een recycleproduct is. De garens van dit weefsel worden gemaakt van het plastic van volledig pvc-vrije, gerecyclede frisdrank- en waterflessen. In elke vierkante meter stof worden twee halve-liter flessen verwerkt, wat neerkomt op zes flessen per gemiddeld rolgordijn.

Enige producent van duurzame stoffen

Hunter Douglas is de enige producent binnen de branche die dergelijke duurzame stoffen produceert voor projectmatige zonwering. André Weiss is bij het Nederlandse dochterbedrijf Artex verantwoordelijk voor de ontwikkeling van GreenScreen: "Jaarlijks belandt wereldwijd zo'n 20 miljoen vierkante meter aan gebruikte rolgordijnen op de afvalberg. Materialen die vaak grote hoeveelheden pvc bevatten en daarmee een enorme belasting vormen voor het milieu. Met de introductie van GreenScreen bieden wij een duurzaam alternatief, dankzij het gebruik van stoffen die pvc-vrij en volledig recyclebaar zijn."



GreenScreen

Energiebesparende pvc-vrije Screen Nature Ultimetal projectzonwering

Met de introductie van Screen Nature Ultimetal (SNU) in 2015 verlegt Hunter Douglas opnieuw de grenzen op het gebied van innovatieve en duurzame zonwering. Deze



nieuwe projectzonwering combineert een zeer hoog visueel en thermisch comfort met uitstekende milieu-eigenschappen en een fors lager energieverbruik. Voor een kantoor met veel glas kan de benodigde hoeveelheid energie voor koeling met zo'n 25% worden gereduceerd. De eminente licht- en warmtereflectie halveert de binnenkomende zonnearmte, zodat 's zomers met een veel kleinere koelcapaciteit kan worden volstaan. Gemaakt van glasvezel met een aluminium reflectielaag is de zonwering onbrandbaar, pvc-vrij, reukloos, vrij van giftige dampen en bovenal recycleerbaar.

Screen Nature Ultimetal

Nieuwe akoestische plafondpanelen met swingdown-systeem

Hunter Douglas presenteert nieuwe unieke plafondpanelen van composiet opbouw met swingdown-systeem: XLnt. De gelaagde opbouw - gebaseerd op composiettechnologie uit de luchtvaart - zorgt voor een ongekennde stijfheid van de plafondpanelen.

De stijfheid van de panelen is te danken aan het aluminium binnenwerk met honingraatvorm. Zelfs bij de maximaal verkrijgbare afmetingen van 1,25 meter breedte bij 2,5 meter lengte buigen ze niet door. Dit geeft architecten grote vrijheid bij het creëren van hun ontwerpen, ze hoeven nauwelijks rekening te houden met de overspanning van het materiaal. De vlakheid van de XLnt-panelen zorgt in combinatie met de afmetingen en kleine naad rondom voor een esthetisch fraai en vloeiend plafondontwerp.

Dankzij het swingdown-systeem is ieder afzonderlijk plafondpaneel eenvoudig naar beneden te klappen, dit geeft monteurs en technici snel en op elke willekeurige plek eenvoudig toegang tot het plenum. 'Bovendien klapt het paneel in de breedte naar beneden, waardoor de doorgang in de ruimte zo min mogelijk versperd wordt', aldus Martin van der Meijden, Product Manager Ceilings bij Hunter Douglas.



Metrostation Noord-Zuidlijn Amsterdam

Klimaatplafond: combineert hoge koelcapaciteit en uitstekende geluidsabsorptie

Hunter Douglas heeft voor de renovatie van de Katreintoren in Utrecht een uniek lamellen klimaatplafond geleverd. Dit is ontwikkeld in samenwerking met specialist in klimaatplafonds Inteco uit Boxtel. Het plafond voldoet zowel aan de vereiste koelcapaciteit van 98 W/m² als ook aan de vereiste geluidsabsorptie van 0,85 aW. Dit is gerealiseerd door een spouw aan te brengen tussen het klimaatelement en de daarboven gemonteerde akoestische platen. Hierdoor gaat de convectieve koelcapaciteit omhoog: er ontstaat een natuurlijke luchtstroming over het strekmetalen koelement. Hierdoor vindt extra warmteoverdracht plaats tussen het watervoerende klimaatelement en de ruimtelucht. Door de verlichting en installaties in het plafond te verwerken, krijgt het plafond een rustige uitstraling. Daarmee voldoet het aan de esthetische eisen van NL Architects uit Amsterdam.

Het plafond zorgt voor een optimaal binnenklimaat. Doordat het hoofdkantoor van de NS eerst een glazen gevel had, kwam veel warmte binnen. De ruimte werd plaatselijk gekoeld, wat leidde tot tocht. Het klimaatplafond straalt nu warmte of kou uit, wat zorgt voor een comfortabele manier om het klimaat te beheersen.

Het plafond is een combinatie van het Luxalon 30BD plafond van Hunter Douglas en het MeandRo-V klimaatplafond van Inteco. De gehele plafondconstructie bestaat uit akoestisch lamellenplafond met in het midden het strekmetalen klimaatsysteem en daarboven akoestisch materiaal). Tussen dit materiaal en het klimaatplafond is een spouw van 60 millimeter gerealiseerd. Zo kan de warme of koude straling er vrij doorheen stromen. Een speciaal ontwikkelde beugel verbindt de twee plafondsystemen.

De eis voor de Katreinetoren was een comfortabele, maar eenvoudige uitstraling. Volgens NL Architects voldeed het klimaatplafond van Hunter Douglas hier als enige aan. Het oogt strak en door de verlichting en andere technische installaties in het plafond weg te werken, blijft de rustige uitstraling behouden.



Katreinetoren Utrecht

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 augustus 2016



Voor aanvullende informatie kunt u contact opnemen met:

Add Value Fund Management B.V.
Johannes Vermeerstraat 14
1071 DR Amsterdam
The Netherlands
T +31 (0)20 570 3057
E info@avfm.nl
W addvaluefund.nl

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) aandeelhouders 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 Fund 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 zwakte 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 een onderbouwing van het beleggingsbeleid van Add Value Fund Management B.V. in het kader van Add Value Fund.

