

op een winst per aandeel van 2,71 euro. Over de eerste 6 maanden van 2015 werd een nettowinst per aandeel geboekt van 1,98 euro waarbij de verkoopvolumes in Amerika, Europa en Australië stegen, terwijl de volumes in Azië en Latijns-Amerika daalden. Vooral in de VS ging het goed, in Azië was het moeilijk.

De consumentenbestedingen en de stand van de huizenmarkt zijn cruciaal voor Hunter Douglas. Dat het aandeel de laatste jaren achterbleef, heeft te maken met de stagnerende economische ontwikkeling in Europa waardoor de huizenmarkt zich zwak heeft ontwikkeld. Ook de huizenmarkt in de VS is nog niet hersteld van de klap die in 2008 is uitgedeeld. De aantallen in aanbouw genomen eengezinswoningen liggen daar nog ruim onder de topniveaus uit 2006. Wel ligt de gemiddelde loan-to-value ratio van Amerikaanse hypotheeknemers momenteel op 68 procent, het laagste niveau in 10 jaar.

Er zijn andere redenen voor het achterblijven van de beurskoers. Herstructureringslasten hebben de nettowinst bij het bedrijf de laatste 4 jaar negatief beïnvloed. Verder spelen de beperkte verhandelbaarheid, de macht van de grootaandeelhouder, de afwijkende corporategovernancestructuur en de beperkte bekendheid bij grote beleggers een rol.

OVERTOLLIG KASGELD

Het aandeel is niet duur. Hunter Douglas heeft overtollig kasgeld, dat momenteel bij diverse vermogensbeheerders is ondergebracht. De beurskoers staat 1,3 keer de boekwaarde, waar de brede Europese aandelenmarkt gemiddeld 1,8 keer doet. Ook het dividendrendement van Hunter Douglas is hoger dan het Europese gemiddelde. Daar komt bij dat er nauwelijks interesse is van analisten van grootbanken door de beperkte verhandelbaarheid.

Katalysatoren voor een betere beursprestatie in de komen-

DE CONSUMENTEN- BESTEDINGEN EN DE STAND VAN DE HUIZENMARKT ZIJN CRUCIAAL VOOR HUNTER DOUGLAS

de jaren zijn: een toenemende activiteit op de huizenmarkten in zowel Amerika als Europa en de vruchten die de herstructureringsinspanningen van de afgelopen jaren moeten gaan afwerpen. Minder waarschijnlijke katalysatoren zijn: aanpassingen in de corporate governance, een betere verhandelbaarheid, meer aandacht, een afbouw van de beleggingsportefeuille, een hoger dividend en/of een volledige 'delisting'.

KOERSDOEL: 50 EURO

Het aandeel Hunter Douglas dobert nu rond 36 euro. Waar kan die koers naar toe? Om de waarde van het bedrijf en de toekomstige vrije kasstromen in te schatten, zijn omzetgroei, operationele marge, afschrijvingen, kapitaalsinvesteringen en de vermogenskostenvoet van belang. In 2014 behaalde Hunter Douglas een operationele winstmarge na eenmalige posten van 6,3 procent. Ter vergelijking; in de topjaren 2006 en 2007 werd een marge van 13,0 en 9,9 procent behaald.

Uitgaande van omzetgroei tot 2020 van 3 procent, een vermogenskostenvoet van 8 procent en een operationele marge na eenmalige posten die tot 2020 geleidelijk rich-

CONTRAIR BELEGGEN

Het kopen van de angst van de massa, zo kun je contrair beleggen ook noemen. Angst om achter te blijven en angst om een aandeel te kopen waarbij je steeds moet uitleggen waarom en waarover je op feestjes maar liever je mond houdt.

Contrair of tegendraads beleggen kan een goede methode zijn om de markt te verslaan, mits consistent en met een goede spreiding uitgevoerd. De tegendraadse belegger zoekt naar aandelen die zijn achtergebleven bij de markt, die niet geliefd zijn bij beleggers en een lage waardering hebben. Aandelen met lage verwachtingen dus. Tegendraads beleggen speelt in op verschillende psychologische aspecten van het beleggen en op het principe van *mean reversion*, de terugkeer naar gemiddelde waarden. *Mean reversion* is een fenomeen dat zowel in de economie als op financiële markten zichtbaar is en waarvan geprofipteerd kan worden.

HOE WERKT EEN TEGENDRAADSE ANDELENANALYSE?

1. Begrijpen waarom een aandeel is achtergebleven en waarom de verwachtingen van beleggers momenteel laag zijn.

- In kaart brengen hoe aantrekkelijk een aandeel is.
 - Hoeveel is het aandeel achtergebleven?
 - Wat is de waardering op basis van kengetallen als koers/boekwaarde en verwacht dividendrendement en hoe sterk is de balans?
 - Wat is de mate van geliefdheid?
- Wat zijn logische katalysatoren voor verbetering van toekomstige koersprestaties?
- Wat is de intrinsieke waarde op basis van verwachte toekomstige vrije kasstromen?

De analyse van mogelijke katalysatoren speelt een belangrijke rol, want die faciliteren de toekomstige terugkeer van de beurskoers naar de verwachte intrinsieke waarde. Te denken valt aan bijvoorbeeld terugkerende groei in een belangrijke regio of bedrijfs onderdeel, een managementverandering, een herstructurering, een verkoop van een bedrijfs onderdeel, een nieuwe kansrijke productgroep, een verlaging van de productiecapaciteit, een dividendverhoging, een toeschietelijker toezicht houder of een overname. Hoe meer logische en onafhankelijke katalysatoren er te bedenken zijn hoe beter.



HANS VAN DE WEG

is zelfstandig vermogensbeheerder. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring met het beheer van aandelenportefeuilles voor onder andere Aegon Asset Management en ING Investment Management. Hij behoorde over die 20-jarige periode tot de selecte groep beleggers die de markt gemiddeld wel wist te verslaan. De auteur bezit aandelen Hunter Douglas.

ting het niveau van 2007 (9,9 procent) groeit, is een waarde boven de 50 euro te rechtvaardigen. Beleggers lijken bij de huidige koers uit te gaan van nul omzetgroei en geen verbetering van de operationele marge. Dat zijn lage verwachtingen. Hunter Douglas is een aandeel dat past in een klassiek *mean reversion* patroon en is een prima aanvulling op een goed gespreide aandelenportefeuille met bovengemiddeld kansrijke andere achterblijvers.