



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

VAN DE VELDE

5 maart 2018

Koers	38,50
Aantal aandelen (m)	13,32
Marktkapitalisatie (m)	512,9

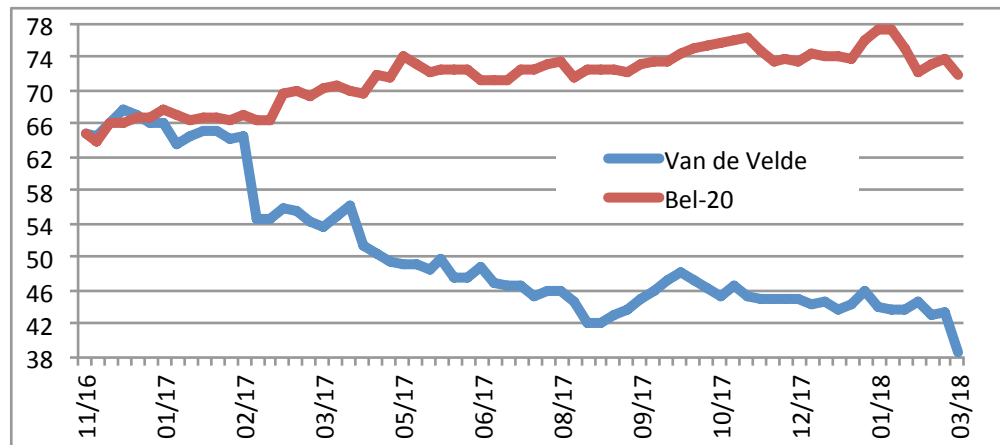
Eigen vermogen FY17	121,8
Netto fin. schuld FY17	-21,8

ROE '17	27,8%
ROCE '17	34,4%

(in miljoen EUR)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Bedrijfsopbrengsten	181,800	182,400	198,366	208,958	206,609	209,000	215,500
Groei in %	1,1%	0,3%	8,8%	5,3%	-1,1%	1,2%	3,1%
EBIT	42,700	39,400	49,541	53,668	53,634	48,000	47,400
EBIT%	23,5%	21,6%	25,0%	25,7%	26,0%	23,0%	22,0%
EBITDA	48,800	47,000	57,700	61,900	61,900	55,700	55,000
EBITDA%	26,8%	25,8%	29,1%	29,6%	30,0%	26,7%	25,5%
Financieel resultaat	3,300	1,100	0,688	0,319	-0,367	-0,200	-0,100
Netto resultaat	25,700	31,800	2,484	40,940	33,413	33,800	33,000

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Winst per aandeel	1,93	2,39	0,19	3,08	2,52	2,54	2,48
Netto dividend	1,61	1,61	2,63	2,56	2,45	0,72	0,72
Koers/winstverhouding *	17,68	15,21	208,02	20,36	26,30	15,13	15,50
Dividendrendement *	4,7%	4,4%	6,7%	4,1%	3,7%	1,9%	1,9%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2017 en 2018E huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Van de Velde ontwerpt, ontwikkelt, produceert en verkoopt luxelingerie onder verschillende merknamen. In de voorbije jaren verrichtte de groep diverse acquisities, zoals het Amerikaanse Intimacy (2007), het Spaanse Andrés Sarda (2008), de Nederlandse winkelformule LinCHérie (2010) en de Britse lingerieketen Rigby & Peller (2011). Het basismodel ziet er nu als volgt uit:

- Wholesale (groothandel): 82% van de omzet:
 - o Gebaseerd op 3 merken: PrimaDonna, Marie Jo en Andrés Sarda. Focus ligt op verhoogde marketing-inspanningen en de lancering van een badpakkencollectie in 2014 onder het merk PrimaDonna.
 - o Positionering: paskamerkanaal, met lingerie styling als concept.
 - o Geografisch: Europa en Noord-Amerika waar het paskamerkanaal uitgewerkt is.
- Premium retail: 18% van de omzet:
 - o Lingerie styling positionering met Rigby & Peller
 - o Geografisch: Noord-West Europa (UK, D, N, DK) en de V.S (41 winkels)
 - o Private Shop (50%): aanwezigheid in Hong Kong en China met 16 winkels.
 - o Franchising en Internet als hefboom.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Inleidende beschouwingen

De nieuwe CEO stelt dat Van de Velde aan het eind van een succesvolle cyclus gekomen is. Ondanks het mooie groeiparcours is het bedrijf achtergebleven op het vlak van systemen en mist het personeel bepaalde vaardigheden. Het gevolg is dat deze nieuwe CEO diverse initiatieven heeft uitgerold die het bedrijf moeten voorbereiden om een nieuwe groeicyclus te kunnen realiseren.

Een eerste analyse leert dat Van de Velde enkele sterke eigenschappen heeft, zoals haar 3 merken met een sterk potentieel, de passie voor het product (pasvorm, stijl en mode), de paskamer ('ervaringstheater') en de hoge klantentrouw na de eerste ervaring.

Naar de huidige markt toe is het belangrijk om weten dat merken belangrijker worden en dat de klant een multikanalendistributie verwacht, waardoor hij altijd en overal het product kan kopen. Zo is de fysieke winkel goed voor 70 tot 80% van de omzet, online is al goed voor 20 tot 30%. De opportuniteit bestaat erin om de trafiek naar de winkel te verhogen en om de redenen om te winkelen en te kopen te verhogen. De 3 A's vormen een belangrijk marketingconcept, met name *Awareness* (bewustzijn), *Availability* (beschikbaarheid) en *Activation* (activering/transactie). Een ander aspect bestaat erin om de klant vroeger te betrekken in zijn beslissingsproces. Het leidt geen twijfel dat het Internet en de sociale media bij dit alles een heel belangrijke rol spelen.

Om op die opportuniteiten in te kunnen spelen, wordt er initiatieven genomen en investeringen verricht rond de volgende thema's:

- merken en kanalen: uitbouw multikanalen, focus op de V.S., onderzoek naar positionering van de merken. Eerste beslissingen: geen opening van nieuwe winkels, verhoging van het marketingbudget met 30%, bereik van aantal potentiële klanten vermenigvuldigen met 2,5, inzetten op *influencer marketing*, samenwerking met Pippa & Jean in Duitsland (heeft 4.000 stylistes, 150.000 klanten en organiseert 25.000 home-parties per jaar). Ook won Van de Velde de Belgian Fashion Award. Naar de individuele merken toe, moet er actie ondernomen worden naar Marie Jo toe, dat de voorbije periode zijn omzet zag afkalven. Het kleinere Spaanse Andres Sarda doet het heel goed. Daarnaast profiteert de groep in 2018 van de lancering van badmode onder het merk Marie Jo, na de succesvolle start van PrimaDonna badmode. In 2017 compenseerde de groei in badmode en van de sportlijn de daling van de lingerieverkoop.
- e-commerce en IT-platform: verzamelen van data, digitaliseren van het beslissingsproces van de consument, update van het IT-platform en het stroomlijnen van de processen. Eerste beslissingen: volledige vernieuwing van het IT-platform, uitbouw van een digitale hub in Eindhoven met gespecialiseerd personeel met sterke profielen, een nieuw e-commerce platform wordt in 2018 operationeel. E-commerce was in 2017 goed voor iets minder dan 10% van de omzet. De bedoeling is om binnen 5 jaar naar het marktgemiddelde van 15 tot 20% te evolueren.
- Aanvoer- en waardeketen: betrouwbaarheid en wendbaarheid, aanpakken van de complexiteit van de goederenstromen. Resultaten: leveringsprestaties +30%
- Capaciteiten en vaardigheden: op het vlak van marketing, digitalisering, IT, leiderschap, flexibiliteit, aanpassingsvermogen,...

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Resultaten 2017

De omzet in 2017 steeg 1,2% tot 209 miljoen euro. De groothandel realiseerde 1,6% groei, de kleinhandel (eigen winkels) zag de omzet 0,8% dalen. De 1,6% groei in groothandel was de resultante van +2% door een vroegere uitlevering (gevolg van meer verkopen in badmode), van -0,1% op vergelijkbare basis en van -0,3% door wisselkoersen. De omzetevolutie van de eigen winkels daalde 0,8%. Op vergelijkbare basis was er een groei van 4%, maar wisselkoersen (-3%) en de sluiting van een winkel in de V.S. (-2%) hadden een negatieve impact.

(in mio EUR)	FY16	FY17	Δ 16/17
Omzet	206,6	209,0	1,2%
<i>Groothandel</i>	168,7	171,4	1,6%
<i>Kleinhandel</i>	37,9	37,6	-0,8%
Bedrijfswinst (EBIT)	53,6	48,0	-10,4%
EBIT-marge	25,9%	23,0%	
Bedrijfs cashflow (REBITDA)	61,9	55,7	-10,1%
<i>Groothandel</i>	85,9	84,6	-1,5%
<i>Kleinhandel</i>	4,0	4,2	3,9%
<i>Niet-gealloceerde kosten</i>	-28,1	-33,1	-18,1%
REBITDA-marge	30,0%	26,7%	
Financieel resultaat	-0,3	-0,2	
Belastingen	-19,4	-13,6	-29,6%
Winst uit equivalentie	-0,5	-0,3	
Netto resultaat deel groep	33,6	33,9	1,2%
Winst per aandeel	2,50	2,50	1,2%

Ter vergelijking gaf Van de Velde ook de marktevolutie weer in enkele landen: België +1,2%, Duitsland -1,7%, Nederland +5,2%, Frankrijk +0,9% en de V.S. -5,5%.

De recurrenente bedrijfs cash-flow of REBITDA daalde 10,1% tot 55,7 miljoen euro. De groothandel presteerde iets minder goed, in kleinhandel verbeterde de REBITDA door een lager verlies in de V.S. De grote reden voor de REBITDA-daling moet gezocht worden in de niet-gealloceerde kosten die met 5 miljoen euro stegen. De bedrijfswinst daalde 10,4%, maar in absolute termen kwam de daling lager uit dan de daling van de REBITDA, een gevolg van de lagere afschrijvingen.

Het financiële resultaat was niet belangrijk en beslaat kleinere kosten en positieve/negatieve wisselkoersverschillen. Hier nauw bij aansluitend is het belangrijk om weten dat de netto cashpositie van 18,5 miljoen euro eind 2016 gestegen is naar 21,8 miljoen euro eind 2017. Op jaarbasis realiseerde Van de Velde een vrije cash-flow van 32,1 miljoen euro, goed voor een cash-flowrendement van 6,1%. Nuttig om weten is dat de investeringen in 2017 uitkwamen op 5,2 miljoen euro, minder dan de 10,4 miljoen euro van 2016, toen er belangrijke werken plaats vonden in de hoofdzetel in Schellebelle.

Een van de meest positieve zaken in de resultatenrekening was de daling van de belastingen naar een belastingvoet van 28,6%. De CFO meldt dat 1,4% mag beschouwd worden als niet-recurrent, het recurrenente niveau ligt bijgevolg op 30%.

Het verlies uit equivalentie door de minder goede prestatie van de Aziatische participaties (Top Form en Private Shop) nam af van -0,5 naar -0,3 miljoen euro. Het netto resultaat deel van de groep tot slot steeg 1,2% tot 33,9 miljoen euro. Het is duidelijk dat de lagere operationele resultaten volledig gecompenseerd zijn geweest door de lagere belastingen.

Dat het bedrijf moet investeren in haar toekomst in een snel veranderende marktomgeving, daar is op zich niets mis mee. Wat ons iets meer zorgen baart, is de hoogte van de bedragen, die vroeg of laat (liefst niet te laat) moeten terugverdiend worden via een hogere omzet. Zo berekenden we dat de stijging van de niet-gealloceerde kosten met 5 miljoen euro maar kan gecompenseerd worden door een stijging van de omzet uit groothandel met 6%. Voor 2018 zouden we mogen uitgaan van een omzetgroei van ongeveer 3%, wat de goede richting uitgaat. We moeten er echter nog wel van uitgaan dat in 2018 die niet-gealloceerde kosten nog verder zullen toenemen. In welke mate is nog niet duidelijk.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

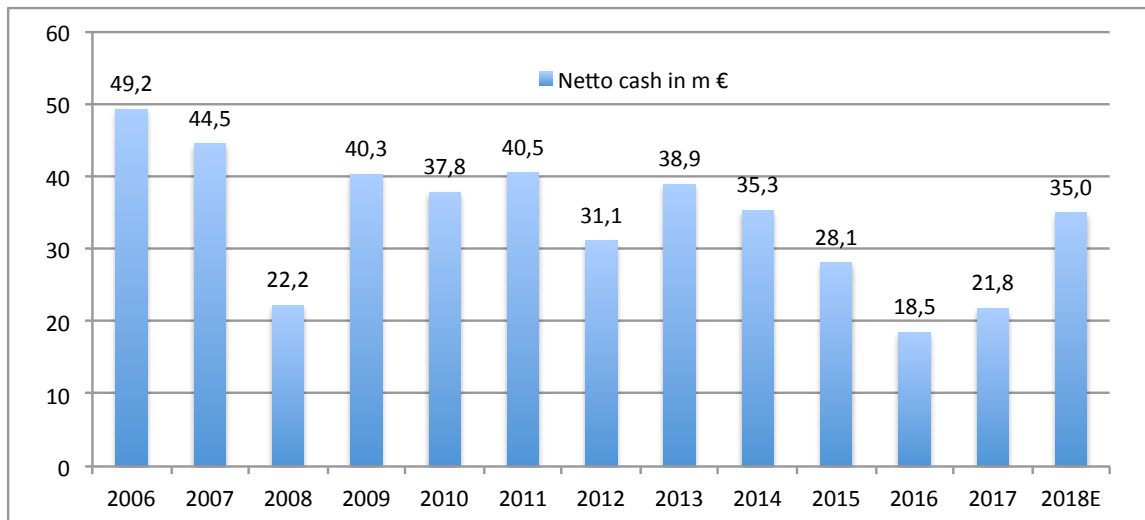
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Conclusie

Van de Velde had de markt verwittigd dat de cijfers in 2017 lager zouden uitkomen en dat is ook zo uitgekomen, alhoewel de daling van de operationele cijfers hoger was dan onze verwachtingen. Ondertussen staat de koers wel 41% lager en dat heeft alles te maken met de dividendknip. Feit is dat de markt bereid was een premie (geschat op 15%) te betalen voor dat aantrekkelijke dividend, dat spijtig genoeg niet duurzaam was. Het bedrijf heeft te weinig gecommuniceerd dat een deel van het dividend uitzonderlijk was door de te hoge cashpositie. Die premie van 15% (door ons geschat) moet aangevuld worden met een 15% waardedaling door de lagere EBITDA, wat een verschil geeft van 11% (41% -15% -15%). Die 11% is dan het verschil tussen de huidige koers en ons verlaagd koersdoel van 44 euro per aandeel bij een WACC van 6,5% (vorig koersdoel was 48,40 euro). We herinneren eraan dat dit cijfer gebaseerd is op onze vooruitzichten tot 2018 en geen rekening houdt met groei na 2018. Het houdt ook geen rekening met de vrije cash-flow die in 2018 gerealiseerd zal worden, die de netto cashpositie eind 2018 zal kunnen doen uitkomen op 35 miljoen euro (zie grafiek hieronder). We benadrukken nogmaals dat het cash-flowrendement in 2017 uitkwam op een aantrekkelijke 6,1%. Onze conclusie vandaag is dan ook dat de daling van het aandeel overdreven is geweest. Dit neemt niet weg dat de belegger op zijn hoede moet blijven, daar het onduidelijk is hoe snel de omzet zal reageren op de verschillende initiatieven die genomen zijn geweest, alsook hoe de niet-gealloceerde kosten zullen evolueren in 2018. We zouden bestaande posities behouden. Beleggers die nog geen aandelen Van de Velde bezitten, kunnen onder 40 euro een eerste kleine positie nemen.

Gert De Mesure

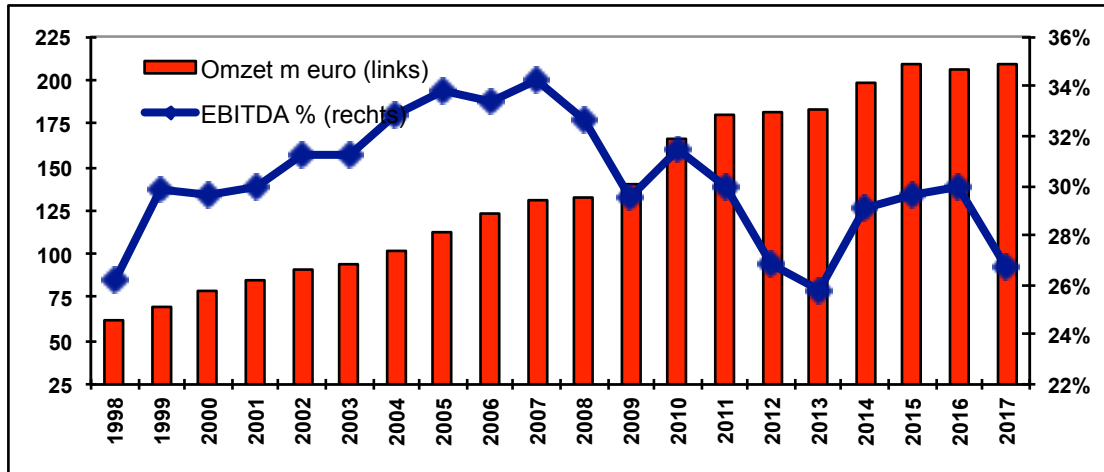


VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS



VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.