



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

VAN DE VELDE

28 februari 2017

Koers	57,20
Aantal aandelen (m)	13,29
Marktkapitalisatie (m)	760,1

Eigen vermogen FY16	116,6
Netto fin. schuld FY16	-18,5

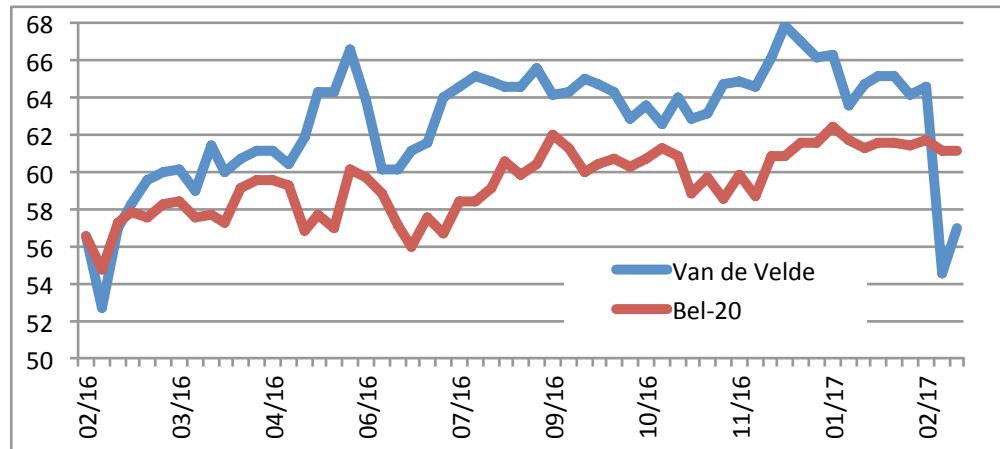
ROE '16	28,7%
ROCE '16	34,9%

(in miljoen EUR)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17E
Bedrijfsopbrengsten	179,846	181,800	182,400	198,366	208,958	206,600	208,000
Groei in %	8,1%	1,1%	0,3%	8,8%	5,3%	-1,1%	0,7%
EBIT	49,444	42,700	39,400	49,541	53,668	53,600	54,100
EBIT%	27,5%	23,5%	21,6%	25,0%	25,7%	25,9%	26,0%
EBITDA	53,844	48,800	47,000	57,700	61,900	61,900	62,100
EBITDA%	29,9%	26,8%	25,8%	29,1%	29,6%	30,0%	29,9%
Financieel resultaat	4,809	3,300	1,100	0,688	0,319	-0,300	0,000
Netto resultaat	41,201	25,700	31,800	2,484	40,940	33,500	36,000

	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17E
Winst per aandeel	3,11	1,93	2,39	0,19	3,08	2,52	2,71
Netto dividend	1,61	1,61	1,61	2,63	2,56	2,45	1,83
Koers/winstverhouding *	11,37	17,68	15,21	208,02	20,36	22,68	21,11
Dividendrendement *	4,6%	4,7%	4,4%	6,7%	4,1%	4,3%	3,2%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2016 en 2017E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



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): ongeveer 80% 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: ongeveer 20% van de omzet:
 - o Lingerie styling positionering met Rigby & Peller
 - o Geografisch: Noord-West Europa (UK, D, N, DK) en de V.S (67 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 veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Resultaten 2016

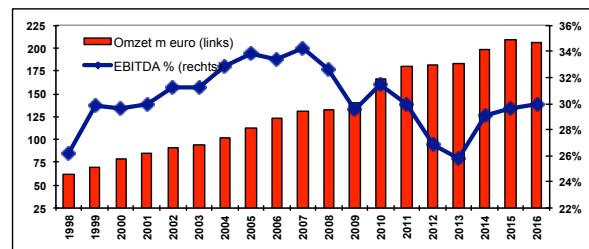
In 2016 zette Van de Velde een 1,1% lagere omzet (206,6 miljoen euro) neer. Bij gelijke wisselkoersen was de omzet stabiel gebleven. In **wholesale** (groothandel) nam de omzet 4,4% toe (+5% bij constante wisselkoersen), vooral de daling van het GBP had een negatieve impact. Zowel in lingerie als in badgoed was er groei. De groei was geografisch breed gespreid, waarbij de grotere markten zoals België, Nederland en Duitsland het goed deden. Het management wijst op de zwakke prestaties van de modemarkten in 2016 in België (-4,3%), Duitsland (-2,4%), Nederland (-0,9%) en de V.S. (5,3%). De meeste landen kregen immers meer dan voldoende onzekerheden en uitdagingen (terreuraanslagen, politiek,...) te verwerken.

De **retailomzet** (eigen winkels onder de naam Rigby & Peller) ging 15,6% achteruit. De daling van het GBP en de sluiting van 4 verlieslatende winkels in de V.S. lagen aan de basis van die daling. Op vergelijkbare basis bij constante wisselkoers was er in Europa 3,7% groei, in de V.S. was er een daling van 20,2%. In continentaal Europa zijn er 48 eigen winkels (+3, D en NL), in Groot-Brittannië zijn er 9. In de V.S. houdt de groep 10 winkels over, maar dient opgemerkt dat de verkoop via Internet al groter is dan deze van een goed draaiende winkel. In Azië/Dubai heeft de groep via Private Shop 16 winkels (+1). Ondanks de omzetzdaling en de uitdagingen in de V.S. bleef de bijdrage van retail stabiel door het verminderen van de verliezen in de V.S., een strikte kostencontrole en het verhogen van de brutomarge.

Alhoewel de **Amerikaanse winkels** niet zo relevant zijn in het geheel van de groep qua bijdrage, wordt er toch veel aandacht aan besteed. Onder het nieuwe management van de groep (nieuwe CEO en nieuwe CFO) worden er opnieuw initiatieven genomen om het geheel terug op de rails te krijgen. Uit de gunstige evolutie van de verkopen via andere kanalen, weet Van de Velde dat erin de V.S. een markt is voor haar producten, maar ze slaagt er niet in die markt te capteren met de eigen winkels. Vanaf september 2016 is een nieuwe verantwoordelijke aan de slag en werd het hoofdkantoor van Atlanta naar New York overgebracht. Zoals al vermeld doet de Amerikaanse verkoop via Internet het al heel goed. Op groepsniveau werd er ondertussen ook een retaildirecteur aangesteld die verschillende nieuwe initiatieven mee zal opstarten, bijvoorbeeld in het domein van data-analyse.

De omzetzdaling belette Van de Velde niet om de EBITDA stabiel te houden, de EBIT of bedrijfswinst daalde een fractie. Onderliggend verbeterde de marge en de rendabiliteit dus en dit ondanks het feit dat er belangrijke investeringen (in feite kosten) plaats vonden in e-commerce, ICT (zie verder) en opleidingen. Het betreft geen eenmalige, maar eerder recurrente kosten die op termijn een positieve impact zullen hebben.

(in mio EUR)	FY15	FY16	Δ 15/16
Omzet	209,0	206,6	-1,1%
Bedrijfswinst (EBIT)	53,7	53,6	-0,2%
EBIT-marge	25,7%	25,9%	
Bedrijfs cashflow (EBITDA)	61,9	61,9	0,0%
EBITDA-marge	29,6%	30,0%	
Financieel resultaat	0,3	-0,3	
Belastingen	-13,2	-19,4	
Winst uit equivalentie	0,3	-0,5	
Aandeel derden	0,1	-0,1	
Netto resultaat deel groep	41,0	33,6	-18,0%
Recurrente winst	41,00	33,60	-18,0%
Winst per aandeel	3,10	2,50	-19,4%
Recurrente winst p/a	3,10	2,50	-19,4%



Het financiële resultaat was dit jaar negatief tegenover het positieve cijfer over 2015. In 2016 ontving het minder dividend en de rente-inkomsten daalden.

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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

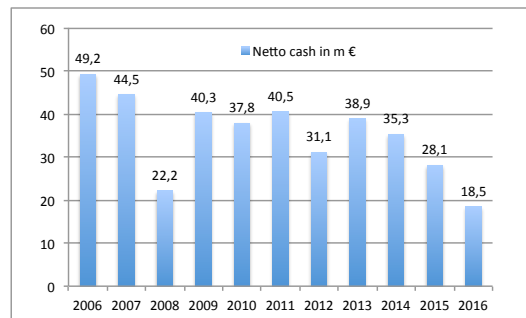
De grote negatieve verrassing deed zich voor op het niveau van de belastingen. Enerzijds liep de belastingvrijstelling (van 10 jaar) in Tunesië af (belastingvoet nu 17,5%), anderzijds konden de verliezen in de V.S. niet meer verrekend worden. Zodoende steeg de belastingvoet van de groep van 24% naar 36%. Naar 2017 wordt een daling verwacht, maar hoogstwaarschijnlijk zal de belastingvoet nog boven 30% uitkomen.

De winst uit equivalentie (consolidatie van het belang in Top Form en in Private Shop) leverde een negatieve bijdrage op van -0,5 miljoen euro. Ter herinnering, Van de Velde bezit 25,66% van Top Form dat noteert op de beurs van Hong Kong. Het deel derden (-0,1 miljoen euro) betreft Rigby & Peller, waarvan zich nog een klein belang bij de oorspronkelijke aandeelhouders bevindt. Het netto resultaat tot slot kwam uit op 33,6 miljoen euro, per aandeel is dat 2,50 euro, een daling van 19,4% tegenover 2015.

De netto cash positie daalde van 28,1 miljoen euro eind 2015 naar 18,5 miljoen eind 2016 (1,4 euro per aandeel). De daling is het gevolg van de hogere investeringen (bv. nieuw hoofdkantoor) en van de uitzonderlijke dividenduitkering (hoger is dan de jaarwinst). Na het saldodividend zal een belangrijk deel van de overvloedige cash uitgekeerd zijn.

Dividend

De netto cash positie die in 2011 nog 40,5 miljoen euro bedroeg, zal tegen eind 2017 grotendeels uitgekeerd zijn. De vraag die zich dan stelt, is wat 2018 zal brengen. Traditioneel wordt 40% van de geconsolideerde winst uitgekeerd, wat op basis van onze verwachtingen voor 2017 tot een brutodividend van 1,09 euro aanleiding kan geven. We houden het op bruto 2,50 euro, als een soort van overgang. De Raad van Bestuur zal heel omzichtig deze problematiek moeten benaderen.



Strategie

Wat de strategie naar 2017 (en daarna) betreft, noteren we de volgende zaken:

- Focus op merken (en hun categorieën) en verkoopkanalen. PrimaDonna zal nu ook een Sport-collectie lanceren, na de succesvolle introductie van badmode 2 jaar geleden
- E-commerce: hier wordt nog meer op ingezet met specifieke sites voor de merken, de retailers, de klanten van de groothandel en de E-tailers.
- Aandacht voor het verzekeren van de aanvoer van de grondstoffen en hun kwaliteit. Een bijzonder initiatief begin 2017 was de aankoop van 20% van het in problemen verkerende Franse Noyon Dentelle (een heel beperkte investering). Op het vlak van productie wordt het initiatief in Sri Lanka stopgezet, er wordt uitgekeken naar een andere derde (naast Tunesië en China) productielocatie.
- Centraal stellen van de klant: o.a. verdere uitrol van het Lingerie Styling concept.
- Meer investeringen in informatica: door de ervaringen van de nieuwe CEO worden er verschillende initiatieven opgezet naar de proces- en IT-architectuur van de groep toe. Het systeem is opgebouwd rond de basisactiviteit van de groep, de groothandel. De voorbije jaren nam de complexiteit van de merken en de verkoopkanalen toe, wat belangrijke aanpassingen vraagt. Een van de aspecten is een grotere aandacht voor data-analyse.

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.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conclusie

Op operationeel vlak scoorde Van de Velde in 2016 matig met een licht dalende omzet en een stabiele EBITDA. De grote verrassing kwam niettemin uit financiële hoek, meer bepaald de evolutie van de belastingen. Spijtig genoeg is dit geen probleem van voorbijgaande aard en moet rekening gehouden worden met een hoog blijvende belastingvoet (weliswaar lager dan over 2016).

Ons koersdoel van 56 euro van september 2016 verlagen we naar 52 euro (WACC 6,5%). We herinneren eraan dat dit cijfer gebaseerd is op onze vooruitzichten tot 2017 en geen rekening houdt met groei na 2017. Het is duidelijk dat door het aantrekkelijke dividend de koers met een zekere premie tegenover ons koersdoel ging noteren, maar nu de hoogte van dat (uitzonderlijke) dividend in gevaar komt, lijkt het opwaarts potentieel ons beperkt. Zeker omdat teveel beleggers het aandeel gekocht hebben omwille van dat aantrekkelijke dividend. Het aandeel zal nu een ander soort beleggers moeten aantrekken, beleggers die meer oog hebben voor het groeipotentieel.

Het is nu uitkijken naar de halfjaarcijfers die wel nog negatief beïnvloed zullen worden door het lagere GBP, maar belangrijker is de onderliggende omzettrend. Het aantrekken van de economische groei doorheen Europa en een hogere USD kunnen voor een positieve verrassing zorgen en het groeiverhaal nieuw leven inblazen.

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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.