



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

VAN DE VELDE

24 februari 2015

Koers	49,35
Aantal aandelen (m)	13,29
Marktkapitalisatie (m)	655,8

Eigen vermogen FY14	134,0
Netto fin. schuld FY14	-35,3

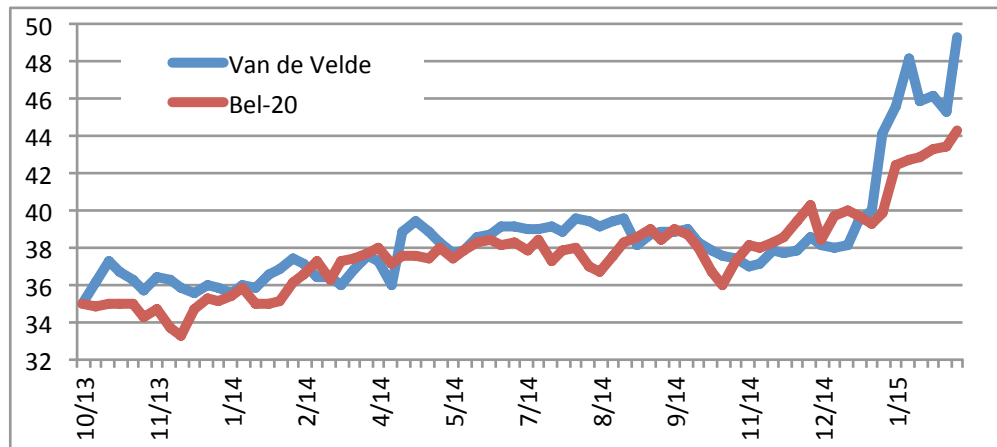
ROE '14	1,8%
ROCE '14	33,4%

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Bedrijfsopbrengsten	166,301	179,846	181,800	182,400	198,400	204,500
Groei in %	18,7%	8,1%	1,1%	0,3%	8,8%	3,1%
EBIT	46,315	49,444	42,700	39,400	49,400	51,000
EBIT%	27,9%	27,5%	23,5%	21,6%	24,9%	24,9%
EBITDA	52,308	53,844	48,800	47,000	57,700	59,300
EBITDA%	31,5%	29,9%	26,8%	25,8%	29,1%	29,0%
Financieel resultaat	6,200	4,809	3,300	1,100	0,700	0,500
Netto resultaat	39,937	41,201	25,700	31,800	2,400	35,100
Netto courante cashflow	45,930	45,601	31,800	39,400	10,700	43,400

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Winst per aandeel	3,02	3,11	1,93	2,39	0,18	2,64
Cash-flow per aandeel	3,47	3,44	2,39	2,97	0,81	3,27
Netto dividend	1,61	1,61	1,61	1,61	2,63	1,88
Koers/winstverhouding *	13,04	11,37	17,68	15,21	273,14	18,68
Dividendrendement *	4,1%	4,6%	4,7%	4,4%	5,3%	3,8%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2014 en 2015E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Van de Velde ontwerpt, ontwikkelt, produceert en verkoopt luxelingerie onder verschillende merknamen. In de voorbije 6 jaar 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 driekwart 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 een kwart van de omzet:
 - o Lingerie styling positionering met Intimacy en Rigby & Peller
 - o Geografisch: Noord-West Europa (UK, D, N, DK) en de V.S
 - o Private Shop (50%): aanwezigheid in Hong Kong en China
 - o Franchising en Internet als hefboom.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Resultaten 2014

De jaarcijfers van Van de Velde werden overschaduwd door een afwaardering van het belang in Intimacy met 31,4 miljoen euro (zie verder). Achterliggend heeft het niettemin een heel sterk jaar 2014 achter de rug, waarin de omzet met 8,8% steeg tot 198,5 miljoen euro. Op vergelijkbare basis was er een stijging van 7,2%. Het verschil tussen de 7,2% en 8,8% ligt in het feit dat in 2014 al een deel van de collectie voor 2015 uitgeleverd werd.

De wholesaleverkoop groeide 9,7%, dankzij de lancering van een nieuwe collectie badmode (PrimaDonna Swim) en de groei van de lingerie in zijn totaliteit. De Amerikaanse retailketen Intimacy bleef ondermaats presteren en kende een omzetsdaling van 16,7% in lokale munt. De retailverkoop in Continentaal Europa groeide 20,6%, Rigby & Peller in Groot-Brittannië zag de omzet 6,9% stijgen in lokale munt.

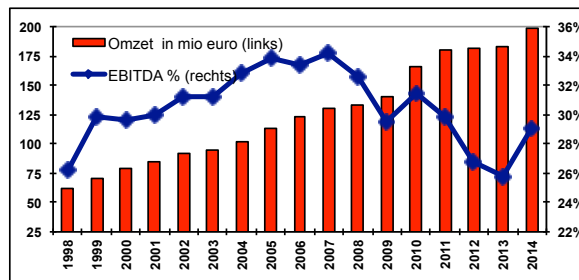
Die omzetgroei kon Van de Velde dankzij een goede kostencontrole en een licht prijseffect en ondanks een hoger marketingbudget, omzetten in een stijging van de REBITDA van 18,6% tot 57,7 miljoen euro, de marge steeg van 26,7% tot 29,1%. De EBITDA zelf, met niet-recurrente elementen in, steeg 22,8%, het cijfer van 2013 werd immers getroffen door 1,7 miljoen euro herstructureringskosten (ontslag van 29 werknemers bij het Spaanse Andres Sarda).

De EBIT of bedrijfswinst kende een toename van 25,4% tot 49,4%, een hogere groei dan de EBITDA omdat de afschrijvingen (+7,5%) niet in dezelfde mate stegen als de EBITDA. De toename van de afschrijvingen kwam er door de sluiting van winkels in Spanje en Frankrijk, die tot een versnelde afschrijving van de inrichtingskosten verplichtte.

Zoals gezegd werd het belang in het Amerikaanse Intimacy volledig afgewaardeerd, wat tot een minwaarde van 31,4 miljoen euro leidde, waarvan 23,6 miljoen euro goodwill en 7,8 miljoen euro op het merk. Die afwaardering heeft alles te maken met de heel slechte prestatie en dit terwijl de markt een zekere groei kende. Voor de eerste maal werd er zelfs een negatieve cash flow gerealiseerd. Met een vernieuwd managementteam hoopt Van de Velde er het tij te keren.

De winst uit equivalentie (consolidatie van het belang in Top Form en in Private Shop) leverde een nulbijdrage op, tegenover 0,1 miljoen euro in 2013. Top Form, dat op de beurs van Hong Kong noteert en waarvan Van de Velde 25,66% bezit, publiceerde nog geen cijfers. Wat we wel weten, is dat het een netto courante winst van 4 miljoen euro (1 miljoen euro deel van Van de Velde) realiseerde in het boekjaar 2013/14 (van 1 juli 2013 tot 30 juni 2014). Het belang van Van de Velde is 11,7 miljoen euro waard (0,88 euro per aandeel Van de Velde).

(in mio EUR)	FY13	FY14	Δ 13/14
Omzet	182,4	198,5	8,8%
Bedrijfswinst (EBIT)	39,4	49,4	25,4%
EBIT-marge	21,6%	24,9%	
Bedrijfs-cashflow (EBITDA)	47,0	57,7	22,8%
EBITDA-marge	25,8%	29,1%	
Goodwill afschrijving	0,0	-31,4	
Financieel resultaat	1,1	0,7	
Belastingen	-9,1	-16,4	
Winst uit equivalentie	0,1	0,0	
Aandeel derden	-0,3	-0,1	
Netto resultaat deel groep	31,8	2,5	-92,1%
Recurrente winst	32,90	33,90	3,0%
Winst per aandeel	2,39	0,19	-92,1%
Recurrente winst p/a	2,50	2,60	4,0%



Door de afwaardering op Intimacy daalde de groeps-winst 92,1% tot 2,5 miljoen euro, op recurrente basis was er een stijging van 3% tot 33,9 miljoen euro. Het belangrijkste nieuws is misschien dat het brutodividend van 2,15 tot 3,50 euro verhoogd wordt.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Vooruitzichten voor 2015

Voor 2015 meldt het management een goede start in het begin van dit jaar. Zo liggen de voororders hoger dan in 2014. Enkele aparte opmerkingen zijn:

- PrimaDonna Swim blijft groeien. Het management is van mening dat het in 2014 de helft van het mogelijke potentieel heeft gerealiseerd.
- Nicky, als lijn binnen Marie Jo, werd geïntroduceerd. Het betreft een (iets goedkopere) slip. De lancering kwam er omdat men merkte dat er minder slips dan beha's verkocht werden, terwijl er meer slips gebruikt worden.
- Lingerie in zijn geheel handhaaft zich.
- De evolutie van de nabestellingen en van de seizoensloze ('stayers') producten zal bepalen of het jaar goed of heel goed wordt.

Zelf kunnen we nog opmerken dat Van de Velde rekening zal moeten houden met hogere kosten door een stijging van de dollar, het management hoopt dit te counteren door prijsafspraken met Top Form.

Wat de eigen winkels betreft, ziet het management een consolidatie van de bestaande basis in Nederland, in Groot-Brittannië en in China (bij Private Shop). In Duitsland daarentegen is er een mogelijkheid om de groei te versnellen dankzij de goede basis die de groep er heeft.

Conclusie

Afgaande op de commentaren van het management en de evolutie van de voorbestellingen gaat Van de Velde een goed 2015 tegemoet. Bij verdiscontering van onze verwachte cijfers voor 2015 in ons conservatief DCF-model bekomen we een nieuw koersdoel van 50,30 euro, tegenover 38,80 euro vorig jaar. Ons cijfer van 38,80 euro begin 2014 ging uit van een omzetgroei van slechts 3,9%. Voor dat nieuwe koersdoel van 50,30 euro gebruikten we een gemiddelde gewogen kapitaalskost van 7%, bij 6,5% komt dat koersdoel uit op 54,60 euro.

Met dit koersdoel voor ogen lijkt het opwaarts potentieel dus beperkt, maar in feite moeten we een eventuele belegging in Van de Velde bekijken vanuit het dividendstandpunt.

We mogen ons wel niet blind staren op het hoge brutodividend van 3,50 euro (netto 2,625 euro, rendement 5,3%), maar moeten eerder uitgaan van een bruto dividend van 2,5 euro (netto 1,88 euro, rendement 3,8%) voor 2015. Even belangrijk is het relatief lage risico van een belegging in Van de Velde, in het nummer van december 2014 van Beste Belegger wezen we hier al op. Enerzijds kent de omzet een zekere stabiliteit (en groeit ze zelfs gestaag), anderzijds is er de netto cash positie die een goede buffer vormt voor eventueel moeilijkere tijden.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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.