



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

VAN DE VELDE

3 maart 2014

Koers	36,80
Aantal aandelen (m)	13,29
Marktkapitalisatie (m)	489,0

Eigen vermogen FY13	173,5
Netto fin. schuld FY13	-39,3

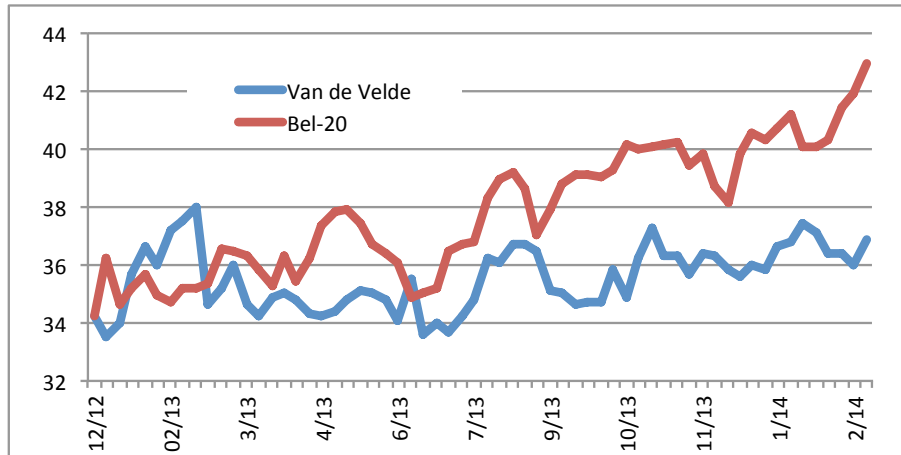
ROE '13	18,3%
ROCE '13	22,6%

(in miljoen EUR)	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Bedrijfsopbrengsten	140,150	166,301	179,846	181,800	182,400	189,500
Groei in %	5,4%	18,7%	8,1%	1,1%	0,3%	3,9%
EBIT	37,514	46,315	49,444	42,700	39,400	43,800
EBIT%	26,8%	27,9%	27,5%	23,5%	21,6%	23,1%
EBITDA	41,336	52,308	53,844	48,800	47,000	51,300
EBITDA%	29,5%	31,5%	29,9%	26,8%	25,8%	27,1%
Financieel resultaat	-0,053	6,200	4,809	3,300	1,100	0,200
Netto resultaat	26,596	39,937	41,201	25,700	31,800	34,300
Netto courante cashflow	30,418	45,930	45,601	31,800	39,400	41,800

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Winst per aandeel	1,99	3,02	3,11	1,93	2,39	2,58
Cash-flow per aandeel	2,27	3,47	3,44	2,39	2,97	3,15
Netto dividend	1,24	1,61	1,61	1,61	1,61	1,65
Koers/winstverhouding *	14,77	13,04	11,37	17,68	15,37	14,25
Dividendrendement *	4,2%	4,1%	4,6%	4,7%	4,4%	4,5%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2013 en 2014E 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): 76% 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: 24% 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

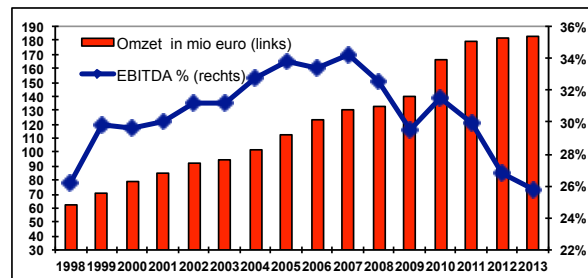
Resultaten 2013

Van de Velde heeft een jaar met 2 gezichten achter de rug. Terwijl de omzet in de eerste helft 2% daalde, steeg ze 2,2% in de tweede helft (REBITDA -9%, dan +12%). Op jaarbasis restte er een omzetsijging van 0,4%, de REBITDA of recurrente EBITDA daalde licht (-0,3%). De EBITDA zelf werd wel getroffen door 1,7 miljoen euro herstructureringskosten die betrekking hebben op het ontslag van 29 werknemers bij het Spaanse Andres Sarda.

Door een toename van de afschrijvingen (eerste deel afschrijving op nieuwbouw te Wichelen, versnelde afschrijvingen op vestiging in Tunesië en door sluiting van winkels in Spanje en de V.S.) zakte de bedrijfswinst 7,7%, van 42,7 naar 39,4 miljoen euro. Het financiële resultaat daalde van 3,3 naar 1,1 miljoen euro. De daling van 2,2 miljoen euro kan bijna volledig toegeschreven worden aan de herwaardering van het belang in Intimacy dat in 2012 3 miljoen euro opleverde en 0,9 miljoen euro in 2013. De andere elementen in het financiële resultaat bleven nagenoeg ongewijzigd.

De vermogensmutatiemethode (vnl. consolidatie van het belang in Top Form) leverde een bijdrage van 0,1 miljoen euro, tegenover -2,3 miljoen euro in 2012. Top Form was licht rendabel na het grote verlies in 2012. De groepswinst tsteeg 24% van 25,6 naar 31,8 miljoen euro en dat heeft bijna alles te maken met de afschrijving op goodwill en merknamen van 8 miljoen euro in 2012. De recurrente nettowinst (zonder die 8 miljoen euro in 2012 en zonder de 1,7 miljoen euro in 2013) daalt 2,2%, van 33,6 naar 32,9 miljoen euro. Per aandeel is dat afgerond 2,50 euro.

(in mio EUR)	FY12	FY13	Δ 12/13
Omzet	181,8	182,4	0,3%
Bedrijfswinst (EBIT)	42,7	39,4	-7,7%
EBIT-marge	23,5%	21,6%	
Bedrijfs cashflow (EBITDA)	48,8	47,0	-3,7%
EBITDA-marge	26,8%	25,8%	
Goodwill afschrijving	-8,0	0,0	
Financieel resultaat	3,3	1,1	
Belastingen	-10,4	-9,1	
Winst uit equivalentie	-2,3	0,1	
Aandeel derden	-0,4	-0,3	
Netto resultaat deel groep	25,6	31,8	24,2%
Recurrente winst	33,60	32,90	-2,1%
Winst per aandeel	1,93	2,39	23,8%
Recurrente winst p/a	2,50	2,50	0,0%



In 2013 bleef de omzet in **wholesale** stabiel. De zwakke eerste helft werd opgevolgd door een betere tweede jaarhelft. Globaal deden de merken PrimaDonna en Marie Jo het heel goed, terwijl de merken L'Aventure en Andres Sarda achter bleven. Ondertussen werd de strategie bij Andres Sarda aangepast en dat zal zijn vruchten afwerpen in 2014 (zie verder). Op geografisch vlak werd een goede verkoop genoteerd in de Europese landen ten noorden van België, terwijl in België zelf de omzet stabiel was. In de landen ten zuiden van België was er een stabiele tot licht groeiende omzet. Zwak was de evolutie in de Angelsaksische landen zoals de V.S., Canada en Groot-Brittannië.

In **retail** steeg de omzet 1,4% in 2013. Intimacy in de V.S deed het helemaal niet goed met een daling van 14,4% (-12% in USD). Bij Rigby & Peller UK was er in euro een daling, in GBP was er een lichte stijging. Bij Rigby & Peller in continentaal Europa was er een sterke stijging van 13,5% door een combinatie van interne groei en de opening van nieuwe winkels (bv. in Denemarken). Bij de franchisenemers van Private Shop (in Azië) en Lincherie (in Nederland) was er eveneens groei. De Nederlandse Donker winkels (Re-tail BV) hadden een omzetbijdrage van 3,5 miljoen euro. Deze worden nu volledig geconsolideerd nu Van de Velde de volledige controle verwierf in 2013. In Frankrijk werden de eigen winkels gesloten.

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

Ondanks het hobbelige parcours bij sommige retailonderdelen houdt het management vast aan haar strategie. Ze is immers overtuigd van het concept dat ze heeft uitgebouwd, maar er is tijd en discipline nodig om het perfect uit te rollen in elke winkel. In Duitsland bijvoorbeeld werd dit concept uitgerold in 2007 en werd er al in 2009 geogst. In Groot-Brittannië werd het geïntroduceerd in januari 2012, in de V.S. in augustus 2012. In de V.S. blijft het succes spijtig genoeg langer uit dan verwacht en dat weegt op de cijfers.

Vooruitzichten voor 2014

Voor de eerste jaarhelft is het management positief gestemd en wordt een 'goede omzetgroei' verwacht voor de afdeling wholesale. Dit is gebaseerd op een lichte groei voor de merken Marie Jo en PrimaDonna, een zeer sterke groei (van een laag niveau) voor Andres Sarda en een goede introductie van PrimaDonna Swim. L'Aventure blijft het moeilijk hebben.

De evolutie in het retailsegment is daarentegen moeilijker voorspelbaar. Het Amerikaanse Intimacy kende een zwakke maand januari, maar daar zal het strenge winterweer wel voor iets tussen zitten. Voor deze groep zijn de maanden april/mei/juni van cruciaal belang. Rigby & Peller in Groot-Brittannië en in Duitsland en Lincherie in Nederland kenden wel een goede maand januari. Samengevat stelt het management dat van de 4 grote uitdagingen die het heeft, er 2 (Marie Jo en Andres Sarda) de goede richting uitgaan en dat er 2 (L'Aventure en Intimacy) haar blijven frustreren.

Conclusie

Afgaande op de commentaren van het management en de evolutie van de voorbestellingen gaat Van de Velde een beter 2014 tegemoet. Als we de hogere netto cash positie en de betere cijfers voor 2014 verdisconteren in ons conservatief DCF-model bekomen we een nieuw koersdoel van 38,80 euro, tegenover 34,80 euro vorig jaar.

Met dit koersdoel voor ogen lijkt het opwaarts potentieel dus beperkt, maar in feite zouden we een eventuele belegging in Van de Velde vanuit een ander standpunt willen bekijken, meer bepaald met focus op het dividend.

Vandaag biedt dit aandeel een heel aantrekkelijk netto dividendrendement van 4,5% en in combinatie met de betere vooruitzichten voor 2014, de sterke track record van de voorbije jaren en de netto cash positie van 39 miljoen euro, denken we dat het risico dat dit dividendbeleid drastisch omgegooid wordt (lees: dat het dividend verlaagd wordt), heel klein is. Met deze wetenschap kan een belegger overwegen om een beperkt deel van zijn cashreserves op een spaarboekje in het aandeel Van de Velde te herbeleggen. Voorwaarde is wel een beleggingshorizon van minstens een jaar. Een eventuele versnelling van de omzetgroei en de daaruitvolgende aandelenkoers kan dan als een 'aangroeiopremie' beschouwd worden.

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.