

TAKE OFF

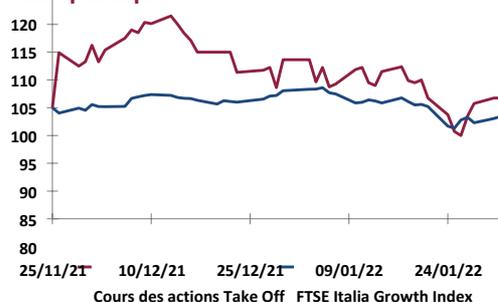
THE OUTLET COMPANY

OUTPERFORM

Cours actuel de l'action (€) : 4,07

Objectif de cours (€) : 7,11

Take Off - Performance depuis la première offre publique



Source : S&P Capital IQ - Note : 25/11/2021 (cours offert de la première offre publique) =100

Données de l'entreprise

Número ISIN	IT0005467425
Code Bloomberg	TKO IM
Code Reuters	TKO.MI
Secteur	Vente au détail
de vêtements	
Marché boursier	Euronext Growth Milan
Cours de l'action (€)	4,07
Date du cours	02/02/2022
Actions en circulation (M)	15,6
Cap boursière (M€)	63,6
Flottant sur le marché (%)	20,0
Volume quotidien	0
Volume quotidien moyen cumulé annuel	52 844
Objectif de cours (€)	7,11
Hausse (%)	75%
Recommandation	OUTPERFORM

Performance du cours de l'action

	1M	3M	1A
Take Off - Absolu (%)	-6%	na	na
FTSE Italia Growth (%)	-4%	-2%	44%
Plage H/L (€) depuis introduction en bourse	4,66	3,80	
Variation depuis le début de l'année (€) / %	-0,27	-6%	

Source : S&P Capital IQ

Analystes

Franco Gaudenti - Responsable du service
d'analysefgaudenti@enventcapitalmarkets.co.uk
Luigi Tardella - Co-responsable du service d'analyse
ltardella@enventcapitalmarkets.co.uk

EnVent Capital Markets Limited

42, Berkeley Square - London W1J 5AW (UK)
Tél. +44 (0) 20 35198451

Cette note est émise en accord avec le MIT SIM,
Spécialiste de l'émetteur

Ce document ne peut être distribué aux États-Unis, au Canada, au Japon ou en Australie ou à des personnes américaines.

L'outlet de la mode à l'italienne

Nous commençons l'analyse de Take Off : Cote OUTPERFORM, Cours objectif €7,11 par action. Take Off, cotée sur Euronext Growth Milan depuis novembre 2021, est un détaillant italien d'articles de mode à un bon rapport qualité-prix avec une chaîne de 31 magasins de vêtements pour femmes et hommes et 112 magasins de vêtements pour enfants. Le chiffre d'affaires combiné s'élève à 26,7 millions d'euros (exercice 2021), le TCAC du chiffre d'affaires avant la pandémie est supérieur à 20 %, l'EBITDA est de l'ordre de 30 % et l'EBIT est supérieur à 20 %. Take Off opère avec un modèle commercial commun : détaillant à prix réduit de marques de mode de luxe et détaillant intégré verticalement typique. Des équipes internes développent les propres marques, sélectionnent l'assortiment de marchandises auprès de fournisseurs externes et dirigent le transfert des stocks entre les magasins. Le centre et le sud de l'Italie constituent actuellement le cœur de la géolocalisation. La croissance organique à moyen terme sera poursuivie en augmentant la couverture territoriale et éventuellement complétée par l'acquisition de petits réseaux de vente au détail d'articles de mode.

Vue d'ensemble : le format tenace du bon rapport qualité-prix

En période de trouble, repenser et changer d'urgence sont les mots secrets pour que les opportunités se présentent au même rythme que les risques. Nous pensons que les marques traditionnelles sont mises au défi plus que les autres. Les ventes en ligne ne peuvent pas se substituer entièrement aux magasins physiques, en raison de la valeur imbattable de l'expérience d'achat, susceptible de créer des liens émotionnels avec les clients, particulièrement vrai pour les vêtements. Pendant la période de fin de pandémie, les points de vente nationaux peuvent jouer un double rôle : garantir un prix abordable et inviter à la chasse au trésor, en attendant le retour à une mobilité sociale normale et aux voyages. Dans cet environnement en évolution rapide, nous voyons de la place pour que de nouvelles marques deviennent populaires, soutenues par des investissements limités, dont le coût serait une fraction de ceux du passé. Nous attendons également des opportunités d'acquisition, en profitant des valorisations raisonnables et des redimensionnements de réseaux dans le secteur.

Des fondamentaux industriels attrayants, des multiples gratifiants

Au cours de la dernière décennie, les pairs des marchés de la mode traditionnellement les plus importants, comme l'Europe, les États-Unis et d'autres régions de la planète, ont constamment bénéficié de taux de croissance élevés, de finances saines, d'une rentabilité gratifiante et de multiples de marché qui reflètent la surperformance continue du secteur.

Une nouvelle opportunité de croissance substantielle

Nous voyons la combinaison d'une rentabilité dans la partie supérieure du segment de l'industrie avec un modèle d'entreprise léger et des opportunités attrayantes de croissance organique, en tirant parti de la forte fragmentation du marché italien de l'habillement et de la migration croissante des clients vers les canaux émergents pour rechercher un bon rapport qualité-prix.

Objectif 7,11 € par action, recommandation OUTPERFORM

Notre évaluation donne un objectif de cours de 7,11 € par action, soit une hausse de 75% par rapport au cours actuel de 4,07

4,07 € et +78% par rapport au prix d'introduction en bourse de 4,00 €. En conséquence, pour la première analyse de Take Off nous recommandons une cote OUTPERFORM (SURPERFORMANCE) sur le titre.

Principales données financières et estimations

M€	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenus	33,1	22,3	26,7	33,1	46,7	54,9
Glissement annuel%	-	-32,6%	19,5%	24,1%	41,1%	17,5%
EBITDA ajusté	4,8	5,3	7,1	8,7	12,2	15,0
Marge	14,6%	23,7%	26,6%	26,3%	26,1%	27,3%
EBIT	4,6	5,0	6,6	7,8	10,8	13,2
Marge	14,0%	22,5%	24,9%	23,6%	23,2%	24,0%
Résultat net	3,5	3,8	4,7	5,5	7,7	9,4
Liquidité nette (dette)	4,7	1,7	13,8	16,7	22,8	30,7
Fonds propres	33,1	11,8	27,7	33,1	40,9	50,3

Source : Données de l'entreprise 2019-2020, Analyse EnVent 2021-2024E

1. CAS D'INVESTISSEMENT

Société

Take Off SpA (Take Off), cotée sur Euronext Growth Milan depuis novembre 2021, est UN détaillant italien d'articles de mode à un *bon rapport qualité-prix* qui opère à travers une chaîne de 31 magasins de vêtements pour femmes et hommes et 112 magasins de vêtements pour enfants, avec des ventes combinées de 26,7 millions d'euros (exercice 2021). L'Italie centrale et méridionale est actuellement sa principale zone de géolocalisation et la croissance organique à moyen terme sera également soutenue par l'augmentation de la couverture territoriale.

Le groupe opère avec un modèle commercial commun, étant un détaillant de produits de marques de créateurs à prix réduits et un détaillant de vêtements verticalement intégré typique, avec une équipe interne chargée du développement de ses propres marques et du mélange de marchandises par le biais de fournisseurs externes, avec une gestion logistique interne.

Moteurs

Moteurs du secteur

Les articles de mode : un marché régi à la fois par les besoins et les impulsions. Les ventes de produits de mode et de luxe sont motivées à la fois par des besoins de remplacement et par l'impulsion d'un sentiment personnel de satisfaction, de plaisir, de désirabilité et de possession immédiate. L'expérience de la *chasse au trésor* typique des magasins à bas prix et des points de vente déclenche chez les consommateurs un sentiment d'excitation et d'urgence pour le shopping.

Une demande résiliente de biens de valeur et de qualité : un segment de marché anticyclique et défensif. Le secteur de la mode, en particulier aux deux extrémités de l'éventail des prix, fait preuve de résilience, comme cela a été le cas lors de crises ou de bouleversements précédents. Dans ces cas-là, la croissance a ralenti mais a tout de même dépassé celle des autres segments. Le segment des prix réduits est un segment de marché flexible et défensif, capable de survivre même en période de ralentissement économique.

Tirer le meilleur parti des stocks de vêtements. Les détaillants de produits à bon rapport qualité-prix ou à prix cassés tirent parti d'un fardeau typique des fabricants et des autres détaillants : les stocks. Les fabricants doivent toujours faire face à la capacité de planifier les volumes de ventes d'avant-saison et de prendre des engagements en matière de stocks. Les détaillants de produits à bon rapport qualité-prix ou à prix cassés achètent des marchandises à prix réduits provenant régulièrement des flux de production et de stocks de marques de vêtements, des invendus, de liquidations, de productions spéciales, d'annulations de commandes, de dépassements de quantités des fabricants.

Les moteurs de la société

Un portefeuille de marques diversifié et équilibré. Take Off commercialise une vaste gamme de produits variés, en fonction de la catégorie cible et de l'âge (hommes, femmes, enfants), de la marque et du niveau de prix. Ceci représente un avantage concurrentiel qui permet d'opérer simultanément dans plusieurs segments, tout en diversifiant les risques et en capturant de larges segments de clients. Take Off possède un portefeuille de marques lifestyle émergentes et de marques de mode emblématiques reconnaissables à prix réduit.

Proposition de vente pour servir une vaste catégorie de clients. L'offre de Take Off cible une vaste catégorie de clients conscients de la valeur, qui sont particulièrement avisés sur le plan technologique et de plus en plus capables de comparer les prix afin de rechercher la meilleure qualité à prix réduit.

La croissance n'est pas synonyme de gros investissements. Les investissements dans l'extension de son réseau de vente au détail sont limités à environ 300 000 € de stocks et 150 000 € de frais d'installation par magasin pour les magasins gérés directement par Take Off. Les investissements dans la publicité sont également limités, puisque les ventes sont principalement alimentées par le bouche à oreille et le marketing entrant auprès des clients actuels.

Acquisition opportuniste de marchandises. Take Off profite des opportunités d'acquisition de marchandises à prix réduit qui découlent régulièrement de la production et du flux des stocks sur le marché de l'habillement. Certaines marques de luxe concluent également des accords avec Take Off pour l'optimisation des stocks.

Analyse des préférences des clients. La base de données Take Off dans son ensemble comprend plus de 400 000 contacts profilés, représentant une source précieuse de données sur le secteur. Les préférences des clients sont suivies par une communication continue sur les mises à jour et les remises. La répartition des produits entre les magasins se fait également sur la base des données disponibles sur les préférences des clients.

Un réseau de franchises efficace. Over a développé, grâce au modèle de chaîne de franchise, un réseau d'affiliés stable au fil du temps. 60% des magasins franchisés actuels font partie du réseau depuis plus de trois ans. Les emplacements stratégiques et la gestion intégrée de l'approvisionnement en vêtements soutiennent les magasins franchisés.

Défis

Connaissance de la marque et développement de la réputation. D'importantes ressources de marketing et de communication doivent être consacrées à la sensibilisation et à l'amélioration de la perception des marques Take Off et Overkids, actuellement populaires principalement au niveau régional.

Compétitivité du marché et pression sur les prix au sein du secteur. La concurrence est particulièrement fragmentée et compétitive. Take Off opère dans les segments de l'industrie de l'habillement à bas prix et pour un bon rapport qualité-prix, où le principal levier marketing est le prix. La pression sur les prix exercée par les concurrents nouveaux et existants et le recours aux promotions sont des défis permanents pour les objectifs de croissance et de rentabilité.

Présence géographique. Bien qu'elle soit très présente en Italie, Take Off dispose d'un réseau de distribution étendu, principalement dans les régions du centre et du sud. Une présence plus capillaire dans chaque région italienne aiderait à reconnaître Take Off comme un acteur national. Le développement d'une plus grande pénétration dans les régions inexplorées peut nécessiter du temps et des investissements importants.

La montée en puissance des détaillants en ligne (e-tailers) offrant des produits de marque à prix réduits. Le commerce électronique pour Take Off représente actuellement une part négligeable des ventes, étant donné le lancement récent de sa plateforme. Les ventes en ligne

se développent rapidement en Italie et la popularité croissante des e-tailers offrant des produits de marque à un prix réduit peut représenter une menace concurrentielle importante.

Besoin en stocks. Un investissement accru dans les stocks est nécessaire compte tenu de l'ouverture de nouveaux magasins et peut impliquer une augmentation du fonds de roulement et des coûts de transport.

Impact prolongé de la Covid-19. La distanciation sociale et les fermetures d'entreprises non essentielles dans les principaux marchés du monde ont frappé le marché de l'habillement. La pandémie continue d'affecter les opérations dans plusieurs secteurs et zones géographiques, avec des perturbations pour le commerce de détail et les chaînes d'approvisionnement, provoquant également dans certains cas la fermeture de magasins de détail ou des retards dans les plans d'ouverture de magasins. En outre, depuis 2020, la pandémie de la Covid-19 a entraîné une accélération du passage du hors ligne au en ligne en raison des restrictions de visites dans les magasins physiques. Dans le même temps, la demande du marché a diminué en raison des incertitudes économiques et de la baisse des occasions pour lesquelles les consommateurs auraient acheté de nouveaux articles de mode.

2. PROFIL

L'outlet de la mode à l'italienne

Take Off opère sur le marché italien de la mode au détail, proposant des vêtements, des accessoires et des chaussures de marque à prix cassés sous ses propres marques, ainsi que des vêtements pour enfants sous sa propre marque Overkids.

La chaîne de magasins



La chaîne de magasins se compose de 143 magasins en Italie, principalement situés dans les régions du centre et du sud, dont 26 magasins gérés directement et 117 magasins franchisés.

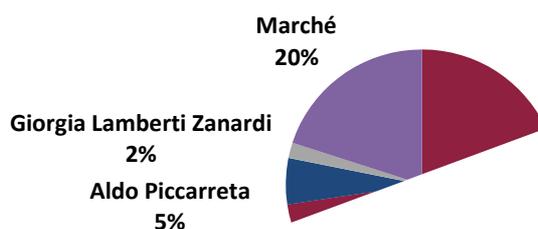
Take Off compte actuellement un effectif d'environ 220 personnes (octobre 2021).

Source : Données de l'entreprise

Les grandes étapes	
2012-13	Fondation de Take Off, avec l'ouverture des premiers magasins gérés directement et affiliés dans la région des Pouilles.
2014-15	Dépôt des marques commerciales <i>Henry Smith London</i> et <i>121 one two one</i>
2016-18	<ul style="list-style-type: none"> - intégration de nouvelles marques propres - Nouveau modèle commercial axé sur les magasins de petite et moyenne taille, avec 26 magasins.
2019	<ul style="list-style-type: none"> - Nouvelles ouvertures dans le nord de l'Italie - Dépôt de nouvelles marques propres - Ouverture d'une plate-forme logistique
2021	<ul style="list-style-type: none"> - Lancement de la plateforme d'e-commerce <i>takeoffoutlet.com</i> - Acquisition de 100% du capital social d'Over (fondée en 2003 en tant que détaillant de vêtements pour enfants ; opérant jusqu'en 2012 en tant que détaillant de marques sous licence, telles que Primigi et Pignatelli ; à partir de 2013-14, détaillant de sa propre marque Overkids à travers un réseau de magasins affiliés) - Introduction en bourse sur Euronext Growth Milan
2022	<ul style="list-style-type: none"> - Lancement de la marque <i>Massimo Moresco</i>

Source : Données de l'entreprise

Actionnaires



Source : Données de l'entreprise

Summit SpA gère les actifs immobiliers du groupe et est contrôlée par Aldo Piccarreta pour 75% des actions et pour les 25% restants par Giorgia Lamberti Zanardi.

Structure du groupe



Source : Données de l'entreprise

Personnes-clés

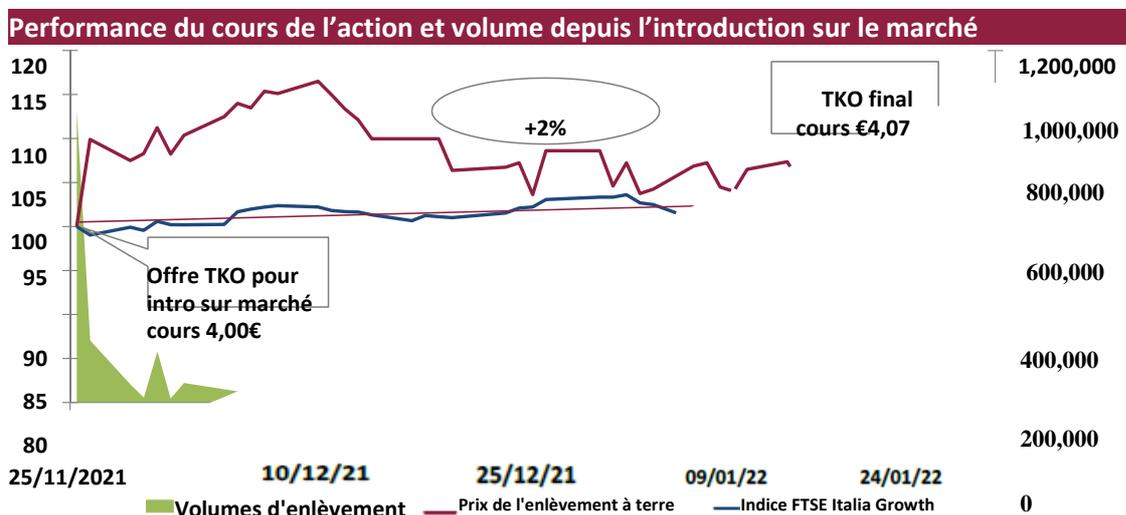
Aldo Piccarreta <i>PDG</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fondateur de Take Off ▪ Plus de 20 ans d'expérience dans la production et la vente de vêtements pour enfants. (Gimel, Over)
Pierluca Mezzetti <i>Directeur exécutif et directeur financier</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Directeur financier de Take Off depuis 2011 ▪ Il occupe actuellement plusieurs postes dans des entreprises de vente au détail et de restauration. ▪ Jusqu'en 2011 : Division Finances de l'entreprise de EY ▪ 2011-13 : partenaire, Accuracy Corporate Finance
Giorgia Lamberti Zanardi <i>Directeur général Responsable RH et Approvisionnement</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2008-12 : Plusieurs fonctions dans Over, puis dans Take Off ▪ 1992-2008 : Groupe MPS

Source : Données de l'entreprise

Introduction en bourse et performance boursière sur EGM

Take Off sur Euronext Growth Milan	
Marché boursier	Euronext Growth Milan
Code Bloomberg	TKO IM
Code Reuters	TKO.MI
Date d'introduction sur le marché	25/11/2021
Cours offert (€)	4,00
Fonds collectés (M€)	12,5
Cap. boursière à intro. sur marché (M€)	62,5
Capital flottant à intro sur marché	20,0%
Actions ordinaires - Numéro ISIN	IT0005467425
Actions en circulation	15 624 800
Cours de l'action courant (€)	4,07
Cap boursière courante (M€)	63,6

Source : Données de la société et S&P Capital IQ, mise à jour du 02/02/2022



Source : S&P Capital IQ, mise à jour du 02/02/2022

3. PERSPECTIVES DU SECTEUR

Logiques du secteur

Les décisions d'achat dans l'industrie de l'habillement et de la mode

Les impulsions motivent les achats

Les principaux facteurs qui influencent les décisions d'achat dans le secteur de l'habillement et de la mode sont les besoins fondamentaux, le sentiment personnel de satisfaction/plaisir/désir, la possession immédiate, le prix. En outre, les principales particularités et valeurs sont la qualité des tissus et des matériaux, l'image de marque, les goûts, l'usage public et la visibilité, la durabilité et la pérennité.

Les achats impulsifs sont très courants dans le secteur de la mode et encore plus particuliers dans les achats en ligne et les magasins à prix réduits. L'expérience de *chasse au trésor* typique des magasins à bas prix et des magasins d'usine déclenche chez les consommateurs un sentiment d'excitation et d'urgence pour le shopping.

Polarisation de la mode : disparition des marques de milieu de gamme et du luxe abordable, consolidation des marques offrant un bon rapport qualité-prix et de luxe

Les marques offrant un bon rapport qualité-prix et de luxe sont les mieux placées pour se développer.

Au cours de la première décennie du siècle, la demande des consommateurs a bondi pour des produits situés aux deux extrémités du spectre des prix, le luxe et le rapport qualité-prix, ce qui a entraîné l'érosion du marché intermédiaire avec les marques de milieu de gamme et le luxe dit abordable. Un grand nombre de ces entreprises a été clairement perdant, tandis que les détaillants à bas prix tels que H&M et Zara, ainsi que les détaillants à bas prix et les acteurs du luxe ont fini par être de grands gagnants. La communication en ligne facilite la circulation et la comparaison des marques, avec pour effet probable une dilution des marques établies et une émergence plus facile de nouvelles marques.

S'adapter à des clients conscients de la valeur des produits et férus de technologies numériques

L'évolution des habitudes de consommation entraîne une modification des modèles commerciaux dans l'ensemble du secteur.

Aujourd'hui, les détaillants de vêtements doivent s'adapter à des acheteurs plus intelligents, plus sophistiqués et plus au fait des technologies. Les consommateurs sont très numériques et actifs sur les réseaux sociaux et ont tendance à utiliser le web pour trouver les informations dont ils ont besoin. Grâce à la facilité d'accès à l'information sur le web, qui présente un éventail d'offres alternatives, et à l'engagement continu des consommateurs sur le web, les acheteurs numériques d'aujourd'hui sont de plus en plus capables de comparer les prix et de trouver le meilleur prix d'achat ou une offre de livraison spécifique.

Selon McKinsey, près de 90 % des consommateurs américains font leurs achats auprès de détaillants à prix bas, y compris les magasins à prix réduits et les magasins d'usine : McKinsey, *Powerful pricing: The next frontier in apparel and fashion advanced analytics*, 2018).

Priorités des clients

- Prix : Magasins grand public, e-commerce
- Qualité des magasins : luxe, mode, marques spécialisées
- Service des marques spécialisées, détaillants de qualité

Évolution des modèles de commerce de détail et scénario concurrentiel : émergence et surperformance des détaillants bon marché

Les détaillants adaptent constamment leurs modèles commerciaux, leurs activités promotionnelles et leurs stratégies de prix pour s'adapter aux conditions changeantes et aux tendances numériques. Ainsi, le paysage concurrentiel évolue rapidement à mesure que de nouveaux *price leaders* s'emparent de parts de marché.

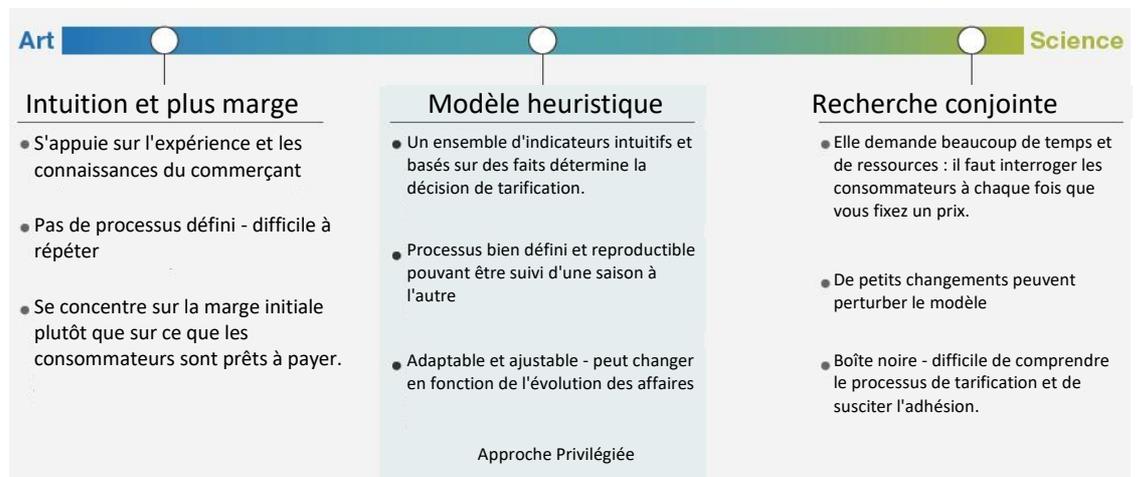
Un nouveau type d'acteurs, tels que les détaillants de fast fashion, ventes flash, les acteurs offrant des prix très bon marché, les marques de l'ère du numérique et même Amazon, ont fait leur entrée sur le marché de la mode et ont renforcé les attentes des consommateurs en matière de commodité, d'engagement et de valeurs partagées. Ces nouveaux acteurs du bon marché ont abaissé le prix d'ouverture dans de nombreuses catégories.

Entre 2012 et 2017, selon McKinsey, seul le segment de l'habillement bon marché, avec les détaillants à prix réduit, a connu une croissance, alors que les segments moyen et haut de gamme se sont contractés (Source : McKinsey, *Powerful pricing: The next frontier in apparel and fashion advanced analytics*, 2018).

Pression sur les prix

Dans l'environnement concurrentiel décrit, le recours aux promotions s'est intensifié ces dernières années, ajoutant une certaine pression vers le bas sur les prix. Certains détaillants utilisent des analyses de prix réactives et intelligentes pour aligner leur stratégie de prix sur la disposition de leurs clients à payer. Outre les solutions de tarification intelligente, la saisonnalité et l'évolution constante des tendances de la mode exigent une approche de la tarification alliant l'art et la science, ce qui permet de résoudre certains problèmes.

Fixation des prix et promotion dans l'habillement : une combinaison parfaite entre art et science



Source : McKinsey, *Powerful pricing: The next frontier in apparel and fashion advanced analytics*, 2018

Tirer le meilleur parti des stocks de vêtements

L'excès de stocks est endémique dans le secteur de la vente au détail, en raison de la demande imprévisible de produits, des fluctuations météorologiques, des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, de l'évolution des préférences des consommateurs, des produits hors saison, de la surproduction, des erreurs de fabrication, des liquidations, des productions spéciales, des annulations de commandes et des excédents de production des fabricants. Dans le secteur de la vente au détail de prêt-à-porter, les préférences des consommateurs en matière de mode, de design, de qualité, de prix et de durabilité évoluent rapidement.

Les détaillants d'articles à bon rapport qualité-prix ou à prix cassés profitent de l'excédent de stock, en achetant à prix réduits une marchandise qui résulte régulièrement des flux de production et d'inventaire des marques de vêtements. Ils opèrent de manière flexible pour saisir les opportunités qui se présentent et suivre les tendances de la mode, afin d'adapter

rapidement leur stratégie d'approvisionnement. Ils ont généralement des niveaux de stocks réduits par rapport aux distributeurs traditionnels.

Les fabricants doivent encore tenir compte de la capacité à planifier les volumes de vente d'avant-saison et à prendre des engagements en matière de stocks, tandis que les détaillants doivent faire face au coût de l'expédition des stocks entre les magasins et entre les canaux. Il est indispensable de comprendre suffisamment la demande des consommateurs pour gérer le calendrier et la portée des démarques, ainsi que le canal optimal et l'emplacement idéal.

Indicateurs opérationnels clés pour la vente au détail, à la recherche de facteurs de valeur

Les paramètres typiques du secteur adoptés pour mesurer et évaluer les performances des détaillants sont les suivants :

- **Chiffre d'affaires au mètre carré** : cet indicateur compare les recettes du magasin avec la surface qu'il occupe et l'efficacité de l'entreprise par rapport à la concurrence. Le chiffre d'affaires par mètre carré indique également les seuils de rentabilité et permet de comparer les performances des magasins à partir de différents points de vue : mêmes zones géographiques et emplacements différents, tailles de magasins différentes, etc.
- **Chiffre d'affaires par année/par trimestre** : les considérations de saisonnalité suggèrent de suivre les ventes en comparant les ventes trimestrielles à celles de l'année précédente. Cet indicateur est utile pour comparer les performances de magasins comparables, le temps nécessaire pour faire tourner à plein régime les nouveaux magasins et la contribution des acquisitions au réseau.
- **Average Unit Retail (AUR), Units per Transaction (UPT) et Average Transaction Value over Periods** : la combinaison de ces indicateurs (Moyenne par boutique, Unités par transaction et Valeur moyenne de transaction sur une période) peut indiquer des produits de plus grande valeur ou plus populaires, des acheteurs en grande quantité à chaque visite, mais aussi des tendances en matière de revenus et de marges.
- **Sell Through** : le suivi du pourcentage d'unités vendues par rapport au nombre total d'unités disponibles permet d'évaluer la performance d'un produit, de le comparer à d'autres produits, de mesurer la capacité à surpasser la concurrence par l'efficacité de l'approvisionnement, les stratégies de prix, le redimensionnement des volumes d'achat et les synergies de réseau.
- **Marge commerciale** (ventes nettes du coût des marchandises) et **marge du magasin** (moins le coût du réseau) : mesures clés pour évaluer l'efficacité opérationnelle et la rentabilité d'un réseau de distribution.
- **Chiffre d'affaires par employé** : compare, magasin par magasin, le compromis entre la qualité du service et le coût de la main-d'œuvre et l'efficacité de l'ensemble de l'entreprise par rapport à la concurrence.

Les autres indicateurs clés sont : la marge commerciale et la marge par format, les ventes par magasin à l'échelle de l'entreprise, la croissance des ventes à périmètre constant (sur les magasins de la période précédente), la courbe de maturité des ventes pour l'ouverture de nouveaux magasins.

KPI concernant l'attitude et la satisfaction des clients

- **Taux de fidélisation de la clientèle** : il s'agit d'une mesure clé de l'efficacité de la gestion d'un magasin par rapport à un autre et de l'ensemble de l'entreprise, car les indicateurs peuvent suivre plusieurs enregistrements : combien de clients reviennent dans un magasin, à quelle fréquence, quand, combien ils dépensent, etc.
- **Satisfaction de la clientèle** : moyen complexe et subjectif, mais indispensable pour évaluer la perspective de vie ou de mort d'une entreprise.
- **Trafic** : Applicable aussi bien aux magasins physiques qu'aux boutiques en ligne, il permet de savoir combien de personnes visitent les magasins ou les sites web. Il peut mesurer la publicité ou le lancement d'un produit, ou la popularité de différents lieux.

4. TENDANCES ET PERSPECTIVES DU MARCHÉ

Cadre du marché de la mode et de l'habillement

L'industrie de la mode n'est plus la simple activité de fabrication de vêtements : même si l'habillement compris comme un vêtement fonctionnel sera toujours un besoin humain, cette conception est désormais dépassée. L'industrie moderne de l'habillement englobe la conception, la production, la promotion et la commercialisation d'un style basé sur le désir. Selon *The Dynamics of Fashion*, l'infrastructure du monde de la mode repose traditionnellement sur quatre niveaux :

1. la production textile
2. les créateurs, les fabricants, les grossistes et les vendeurs
3. le commerce de détail, qui comprend tous les types de magasins
4. un niveau auxiliaire, composé de tous les acteurs qui interagissent avec les autres niveaux précédents dans le processus qui amène le vêtement au client final.

Historiquement, il y a toujours eu des tensions entre le détaillant et le fabricant, en concurrence l'un avec l'autre pour obtenir plus de profits et de marges : le degré auquel chaque partie profite financièrement de la vente de vêtements a changé au cours des décennies, lorsque le détaillant, dans de nombreux cas, a pris le rôle du fabricant et que les fabricants sont devenus des vendeurs de leurs propres créations. L'évolution des styles a toujours été étroitement liée à l'évolution de l'industrie, tant dans le domaine de la fabrication et du merchandising que dans celui du design, avec certaines marques qui, élargissant leur champ d'action, sont progressivement devenues celles que l'on appelle depuis le début des années 2000 des marques *lifestyle*.

La révolution tendance low-cost

Dans les Années 1990, la fast fashion (en français : mode éphémère ou mode express) est devenue la norme dans la grande distribution. Les enseignes de fast fashion produisent des vêtements qui incarnent l'ADN du monde consumériste moderne : ils transforment les modèles des marques de luxe (comme Louis Vuitton ou Prada), les tenues et les styles vus sur les podiums du monde entier en leurs propres articles abordables produits en masse, qu'ils vendent en grande quantité dans un délai de deux semaines. Des entreprises telles que H&M, Zara, suivies par Uniqlo et Forever 21 au 21e siècle, produisent des copies à bas prix et des pièces essentielles basiques qui tournent fréquemment dans les magasins de l'entreprise. Actuellement, le grand segment du marché de la mode du prêt-à-porter et de la vente directe est principalement occupé par des marques qui regroupent et distribuent des produits de niveau moyen-bas, caractérisés par une rotation continue et un choix très structuré. Ce segment de marché comprenait quelques entreprises italiennes jusqu'aux années 90, comme Benetton ou Stefanel, alors qu'aujourd'hui il est caractérisé par la présence de multinationales. Ce succès est lié à :

- une large gamme de produits, avec un renouvellement continu des entrepôts
- l'accent mis sur le design et une moindre attention à la qualité
- la production dans des pays à faible coût de main-d'œuvre
- des clients dont la garde-robe est très variée et qui sont moins attentifs à la qualité (jeunes aux revenus faibles à moyens et adultes désireux de suivre le style dominant).

Les marques de fast fashion peuvent maintenir leurs prix bas en s'appuyant sur des chaînes d'approvisionnement rationalisées, des politiques intégrées au niveau mondial ainsi qu'un processus de mise en œuvre rapide. Cette méthode de conduite des affaires est extrêmement précieuse dans ce segment de l'industrie de la mode, étant donné que le marché de la mode ne suit plus un calendrier de quatre saisons, mais plutôt 52 micro-saisons. Les enseignes de

La naissance du fast fashion

fast fashion conservent également des stocks très limités pour tous leurs articles : ils peuvent ainsi ajuster les stocks

en fonction de l'évolution de l'intérêt des consommateurs.

Les sociétés de fast fashion sont capables d'influencer, de soutenir et en même temps de répondre à la demande de la classe moyenne : grâce à cette capacité, ces groupes continuent à se développer malgré la crise, car ils répondent simultanément aux besoins d'achat d'une classe moyenne européenne à revenu moyen et d'une classe moyenne asiatique/mondiale qui n'est pas particulièrement intéressée par la qualité, la durée et la personnalisation des articles. Bien qu'il s'agisse d'un phénomène persistant dans le temps, il n'est pas certain que cela puisse durer longtemps. Le luxe est le secteur qui survit à toute crise et le premier à voir sa clientèle revenir : en période de reprise économique ou de stabilité, l'amélioration des conditions de revenu de la classe moyenne mondiale permet aux clients de rechercher des produits à un niveau de prix/qualité plus élevé et l'exclusivité : des caractéristiques qui appartiennent aux marques de mode de luxe. Les sociétés de fast fashion doivent offrir une distinction des produits et une image de marque mondiale suffisantes pour exiger un prix plus élevé ; dans le cas contraire, elles seront toujours considérées comme des alternatives bon marché.

La solution des prix réduits

La mode à prix réduit est née d'un compromis entre la demande des fournisseurs et celle des acheteurs : d'une part, les acheteurs exigent des prix plus bas et demandent une meilleure qualité, et d'autre part, les producteurs de vêtements et les détaillants ont besoin de canaux pour écouler leurs stocks excédentaires. C'est actuellement particulièrement vrai pour les détaillants en ligne, puisqu'ils doivent faire face à environ 20 % de retours (Source : McKinsey, *Returning to order: Improving returns management for apparel companies*, 2021).

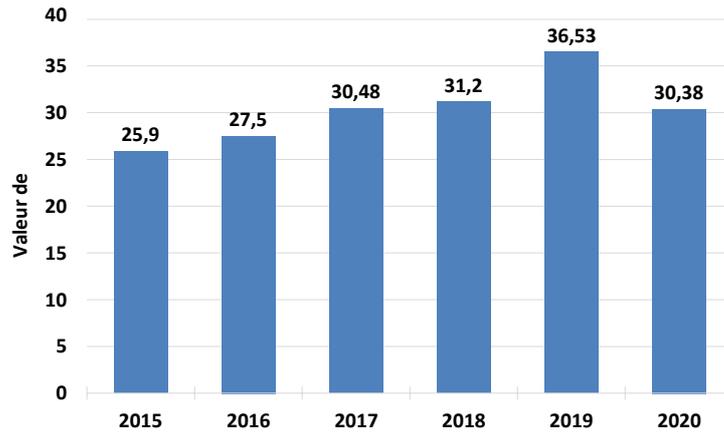
Les entreprises de luxe survivantes sont confrontées à un dilemme : se débarrasser de plus de marchandises et subir un préjudice de réputation ou conserver les stocks et leur exclusivité. Certaines marques de luxe souhaitent maintenir à tout prix l'exclusivité de leur marque et ne sont donc pas disposées à offrir des rabais (par exemple Louis Vuitton). Elles sont également prudentes lorsqu'il s'agit de sélectionner des revendeurs et des distributeurs, surtout s'ils opèrent dans le secteur des prix réduits. Par conséquent, on voit apparaître de plus en plus de magasins d'usine monomarkes et de concept stores multimarkes à prix réduits où les clients partent à la *chasse au trésor*.

Le marché mondial des produits de luxe outlet

Selon Statista, une société d'analyse de données, le secteur mondial des produits de luxe en outlet a connu une croissance de 18 % (TCAC 2015-19). Évaluée à près de 36,53 milliards d'euros en 2019, l'industrie n'a montré aucun signe de ralentissement jusqu'en 2020, lorsque la pandémie a provoqué un recul, avec une valeur de marché revenant aux niveaux d'avant 2017, à 30,4 milliards d'euros.

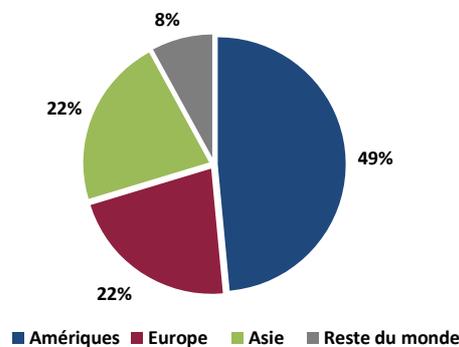
Avant la pandémie :
une croissance
soutenue

Marché mondial des produits de luxe personnels en magasin (milliards d'euros)



Source : Statista

Part du marché mondial des produits de luxe personnels à prix réduit, par région, 2019.



Source : Statista

Le marché de détail italien de l'habillement

Plus de 25 % de baisse pendant la pandémie

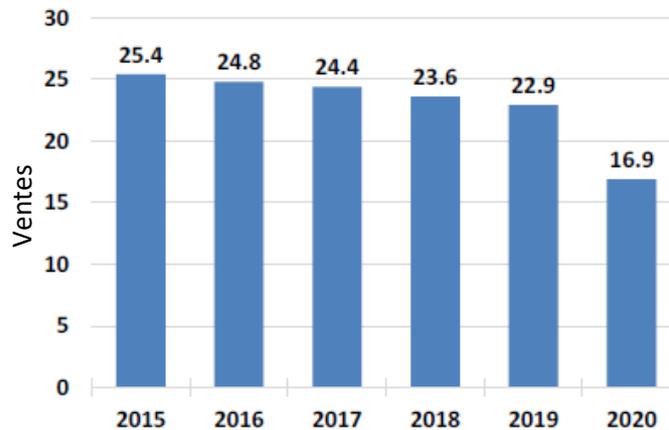
En 2020, la pandémie de Covid-19 a provoqué un ralentissement dans presque tous les secteurs (consommation réelle ITA

-11,7%), les clients étant contraints de se tourner vers les magasins en ligne, faute de pouvoir se rendre dans les magasins physiques. Selon l'analyse de l'Osservatorio Non-Food, centre de surveillance géré par GS1 Italie, les ventes de vêtements et de chaussures en Italie en 2020 ont chuté de -26,5%, en raison des fermetures et de l'arrêt de la vie sociale, s'établissant à 16,9 milliards d'euros (TCAC 2016-20 -32%).

Post-pandémie : l'essor du commerce électronique ?

L'e-commerce de détail a profité de cette situation. En 2020, l'e-commerce a connu une augmentation significative en Italie, avec la croissance des *pure players* du secteur érodant la part de marché du commerce physique : les ventes en ligne dans le secteur de l'habillement ont augmenté de 13% et ont atteint 14%, même part de marché que les magasins spécialisés dans l'habillement et la chaussure. Malgré cela, dans le secteur du luxe, les achats en ligne restent marginaux : 80 % des produits de luxe sont achetés dans des boutiques et des magasins physiques. Même en dehors du monde du luxe, l'expérience d'achat en magasin est toujours considérée comme cruciale pour l'industrie de la mode : le territoire est vital dans la poursuite d'une présence saine sur le marché.

Marché de l'habillement et des chaussures en Italie (milliards d'euros)

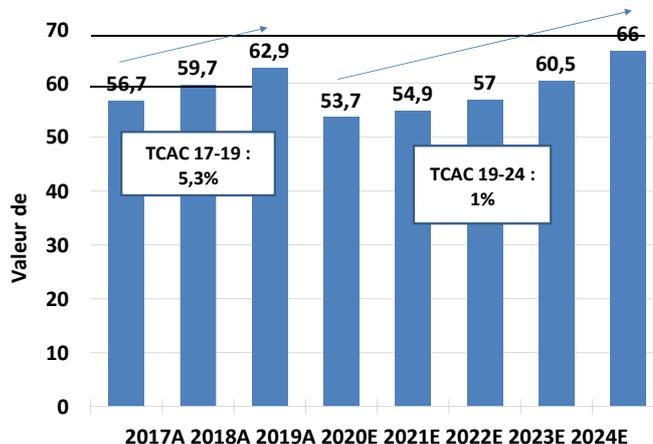


Source : GS1 Italie, *Osservatorio Non Food* 2019-21

2021 a été la première année de reprise, bien que le scénario de la pandémie soit encore incertain. En juillet 2021, les ventes de vêtements ont augmenté de 15 % par rapport à l'année précédente, en se concentrant sur la grande distribution et les magasins de quartier, ainsi qu'en ligne. Le scénario réel reste imprévisible : au second semestre 2021, deux autres facteurs ont aggravé la situation macroéconomique, à savoir la pénurie de matières premières et l'augmentation des prix de l'énergie, avec les conséquences que cela implique sur les coûts et les délais de production. Le segment des vêtements pour adultes est tombé à 19,5 milliards d'euros en 2020, soit -19% en glissement annuel. Les premières estimations pour 2021 montrent des ralentissements, suivis en mars par les premiers faibles signes de reprise, parallèlement à un rebond des ventes en ligne à +14% en 2020. Le segment des vêtements pour enfants, d'autre part, affiche de meilleures performances : la baisse de 2020 a été limitée à environ 15%, de 3,1 millions d'euros à 2,6 millions d'euros, et 2021 a également montré un début prometteur, étant le segment plus résilient que les autres. Dans ce cas également, bien que le principal canal de vente reste le canal physique (46% des ventes totales), les ventes en ligne ont été poussées par la pandémie à environ 10% des ventes (+33% en glissement annuel).

Le marché de la vente au détail à prix réduit

Marché de l'habillement au détail hors prix - Amérique du Nord (milliards de dollars)



Source : Technavio, *Off-price Clothing Retail Market* 2017-24

Amérique du Nord

En analysant les données du marché américain résultant d'un rapport du cabinet d'études de marché britannique Technavio (Source : Technavio, *Off Price Clothing Retail Market, 2017-2024*), les détaillants à prix réduits ont plus que doublé leur chiffre d'affaires de 2019 par rapport à 2005, tandis que les ventes à plein prix dans le secteur de l'habillement sont restées stables : cela montre qu'en période de crise économique, les consommateurs ont tendance à réduire leurs dépenses en matière d'habillement, optant pour des solutions moins chères. Par conséquent, le segment des prix réduits s'est avéré plus résilient que celui du prix plein (comme cela s'est produit pendant la crise de 2008). La tendance à rechercher des produits de qualité à des prix abordables est encore plus évidente si l'on considère que, selon les données de la National Retail Federation, en 2018, 45 % des citoyens américains ont préféré acheter chez des détaillants à prix réduit et, en 2019, environ deux tiers des achats totaux sur le marché américain de l'habillement ont été effectués dans des magasins à prix réduit (Technavio sur données Retail Wire).

En 2019, le marché nord-américain de la vente au détail de vêtements à prix réduit a enregistré un chiffre d'affaires de 63 milliards de dollars (TCAC 2017-19 5%). L'arrêt de la pandémie a provoqué un fort ralentissement, avec une baisse des ventes de 15 % (chiffre d'affaires estimé à 54 Md\$) et un TCAC 2019-24 attendu revu à la baisse à 1 %.

Marché de l'habillement au détail à prix réduit - Europe (milliards de dollars)



Source : Technavio, *Off-price Clothing Retail Market 2017-24*

De la place pour la croissance en Europe

L'Europe est une région relativement inexplorée par les détaillants de produits à bas prix : le marché européen de l'habillement à bas prix est beaucoup plus petit que le marché nord-américain. L'analyse des données de Technavio fait apparaître des tendances similaires : Les ventes de 2019 s'élevaient à 6,4 milliards de dollars, mais en 2020, elles se sont effondrées à une valeur estimée à 5,3 milliards de dollars (-17%), avec un TCAC 2014-19 de 2% par rapport aux 5 % environ enregistré en 2017-19.

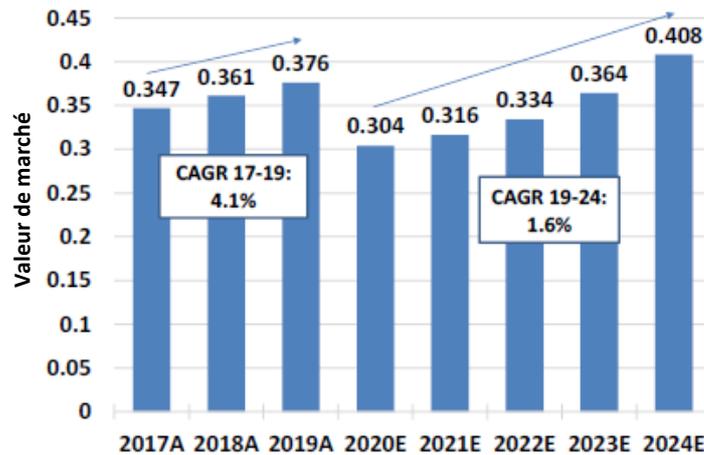
Cependant, le vieux continent rattrape progressivement son retard. Entre 2003 et 2017, les magasins de mode à bas prix ont doublé en Europe. Les grands magasins de mode, le commerce électronique et les sites de ventes flash tels que YOOX, Zalando, ASOS, Showroomprivé, Privalia, Primark, Sports Direct, TK Maxx et d'autres ont connu une croissance très rapide ces dernières années. Ils commencent à prendre une part de marché importante aux marques du marché de masse comme H&M ou Zara. Caractéristiques actuelles du marché européen de la mode à bas prix :

- les producteurs et détaillants de vêtements ont tendance à proposer des volumes modérés de vêtements, s'attendant ainsi à avoir des excédents de stocks moins importants
- ils disposent d'un réseau diversifié et fragmenté de magasins spécialisés et de revendeurs

- le segment est associé, plutôt qu'au bas prix, aux soldes, terme perçu par les consommateurs européens comme quelque chose de plus haut de gamme et de plus prestigieux.

Les principaux moteurs du marché européen qui justifient une croissance supérieure à celle de l'Amérique du Nord sont l'introduction récente de réglementations européennes visant à empêcher la destruction des vêtements invendus (y compris au niveau national, comme la loi anti-gaspillage introduite par le gouvernement français) et l'évolution des préférences des consommateurs vers des articles de mode plus abordables.

Marché de l'habillement au détail à bas prix - Italie (milliards de dollars)



Source : Technavio, *Off-price Clothing Retail Market 2017-24*

Italie

Si l'on concentre l'analyse sur l'Italie, en 2019, le marché de la vente au détail de vêtements à prix cassés a enregistré des ventes à hauteur de 376 millions de dollars (TCAC 2017-19 4%), tandis que pour 2020, Technavio a estimé les ventes à 304 millions de dollars (-19% en glissement annuel, avec un TCAC 2019-24 de 1,6%, pour atteindre 408 millions de dollars en 2024).

Perspectives

La récession mondiale de 2008 a frappé l'industrie de la mode, obligeant les détaillants à offrir de gros rabais pour écouler leurs stocks. Lorsque les économies ont commencé à se redresser, les consommateurs se sont habitués aux prix avantageux et ont commencé à acheter moins au prix fort. Le ralentissement économique a également contraint de nombreux consommateurs à réduire leur budget et à rechercher des produits moins chers. Si cette voie se répète après la récession due à la pandémie, le secteur des prix bas pourrait connaître une seconde naissance. Au cours de la reprise, il existe d'importantes opportunités de parts de marché pour les acteurs du segment des bas prix, étant donné la perturbation des canaux de vente au détail plus larges causée par la pandémie. Dans la plupart des cas, les performances du secteur montrent une reprise plus rapide, car en période difficile, les clients sont plus prudents lorsqu'il s'agit de dépenser de l'argent pour des biens non essentiels, privilégiant le rapport qualité-prix et ont tendance à se tourner vers des canaux alternatifs.

Opportunités pour les détaillants offrant un bon rapport qualité-prix

Selon Barclays, aux États-Unis, au premier semestre 2021, les prix des articles individuels vendus par les détaillants directs ont augmenté de 10 à 25 %, tandis que les détaillants à bas prix n'ont pas

Rebondissement après la crise pour les détaillants à bas prix

augmenté leurs prix initiaux, ce qui rend leur proposition encore plus attrayante (Source : Barclays, *Off-*

Price Bull/Bear: The Math Behind Off-Price Underperformance, 2021). Actuellement, les détaillants de première ligne réalisent davantage de marges grâce à une réduction des rabais, tandis que les détaillants à bas prix risquent de plafonner leurs marges. En 2022, les marges des détaillants de vente directe devant se situer à des niveaux historiquement élevés, la proposition de prix bas sera encore plus attrayante pour les consommateurs plus attentifs à la valeur de leurs achats et entraînera donc une augmentation de la part de marché du secteur des prix bas.

Toutefois, l'un des principaux moteurs du marché de la vente au détail de vêtements restera la commodité d'achat associée à la recherche d'une qualité accessible : si, d'une part, cela pourrait donner un coup de fouet au secteur des prix bas, d'autre part, cela pourrait également favoriser la croissance de l'économie de l'occasion (selon l'Osservatorio Non-Food de GS1 Italie, le chiffre d'affaires de l'occasion en 2020 s'élevait à 23 milliards d'euros, 54% des Italiens achetant/vendant des articles d'occasion), en particulier le commerce électronique de la mode (46% du total, environ 10,8 milliards d'euros de ventes). Le succès mondial de Depop, une place de marché animée par une communauté permettant d'acheter et de vendre des articles de mode d'occasion uniques, avec des ventes brutes de 650 millions de dollars en 2020, prouve l'attrait de ce nouveau canal en ligne.

Habituellement, une réduction des dépenses due à une crise économique crée une catégorie de consommateurs qui veulent économiser de l'argent et acheter des produits moins chers. Les perspectives sont donc peu prometteuses pour le secteur de l'habillement, car les performances des marques de mode dépendent de la demande des consommateurs. Les fabricants ont dû se tourner vers des produits moins chers, à l'exception des entreprises de vêtements haut de gamme, bien que certaines d'entre elles, comme l'entreprise américaine Coach, vendent des lignes moins chères ou offrent des rabais importants, abandonnant ainsi partiellement le prestige de leur marque. Même les fabricants de vêtements bon marché de la mode rapide seront également touchés, car ils devront réduire leurs prix ou s'engager dans des promotions pour attirer de nouveaux clients et conserver les anciens.

Le temps des fusions et acquisitions

La tendance pourrait être de fusionner avec d'autres entreprises pour mieux lutter contre la concurrence : malgré la tentative de certaines multinationales et fonds de capital-investissement de regrouper les marques et les activités, ce secteur reste extrêmement fragmenté, frappé par des conjonctures économiques défavorables et dont le principal moteur est la réputation de la marque. Toutefois, malgré la concurrence intense, de nombreuses entreprises sont parvenues à s'imposer sur une niche de marché. Pour les créateurs et les grands magasins, cela signifie repenser la stratégie de marketing et de vente pour aller là où vont les acheteurs.

La mode durable, un impératif ESG pour l'avenir proche

Le modèle actuel de l'industrie de la mode « *see now, buy now* » (achète maintenant ce que tu vois maintenant) est la célébration du « tout et tout de suite » qui, d'une part, donne à une marque la possibilité de faire connaître son produit à tout le monde sans avoir besoin d'intermédiaires, mais qui, d'autre part, oblige les détaillants à rendre ce produit immédiatement disponible, éventuellement ajusté en fonction des besoins des différents marchés, ce qui fait tourner en bourrique les logiques de production. Cela a des conséquences négatives. Selon l'Alliance des Nations unies pour une mode durable, l'industrie de la mode est responsable de 8 à 10 % des émissions mondiales de carbone chaque année. Dans le rapport de la Fondation Ellen Macarthur, on estime que 1,2 milliard de tonnes d'émissions de gaz à effet de serre proviennent de la production textile (source : Ellen Macarthur, *A New Textiles Economy: Redesigning fashion's future*, 2017). Les plateformes d'achat en ligne proposant des politiques de retour gratuit encouragent la consommation et contribuent en même temps à l'augmentation des émissions mondiales de carbone : un tiers des achats de vêtements retournés en ligne sont envoyés à la poubelle,

L'évolution de la clientèle

Une nouvelle industrie de la mode, au nom de la durabilité

car les articles retournés nécessitent généralement un processus coûteux (inspection, nettoyage et reconditionnement) ce qui réduit considérablement les bénéfices (source : ACTA - Australasian Circular Textile Association). Par conséquent, selon l'Agence de protection de l'environnement, 12,8 milliards de tonnes de vêtements sont envoyés chaque année dans des décharges (source : Agence de protection de l'environnement, Biens non durables - Produit : Vêtements et chaussures, 2018). En raison du volume élevé d'eau nécessaire à la production de vêtements, l'industrie représente également 20 % des eaux usées mondiales chaque année. En plus des conséquences environnementales catastrophiques, il a été démontré que l'industrie de l'habillement viole souvent les droits humains fondamentaux : pour maximiser les profits, les entreprises de fast fashion emploient souvent leurs travailleurs avec un minimum, voire aucun égard pour leur santé et leur sécurité, en échange de salaires extrêmement bas. La sensibilisation croissante aux questions d'environnement et de durabilité, qui occupent une place de plus en plus importante dans le processus d'achat des consommateurs, a accru la pression exercée sur les marques de vêtements pour qu'elles bouleversent radicalement leur chaîne d'approvisionnement. Elle incite les marques à repenser leur relation avec leurs partenaires afin de remodeler la fabrication des vêtements, ouvrant ainsi la voie à des pratiques et des méthodes de production plus durables. Si la fast fashion a eu le vent en poupe au cours des deux dernières décennies, le phénomène décline lentement.

Numérique mais pas trop

En 2020, le commerce électronique a connu une forte progression, la croissance des pure players du secteur érodant la part de marché du commerce physique. Les ventes en ligne italiennes dans le secteur de l'habillement ont atteint la même part de marché que les magasins spécialisés dans l'habillement et la chaussure. Les acteurs spécialisés devront donc essayer de se lancer dans le numérique, en formulant une stratégie omnicanal et des services en ligne bien définis, tout en étant conscients de ne pas pouvoir rivaliser sur les prix avec les acteurs en ligne et leurs capacités logistiques. Parallèlement aux clients du commerce électronique, une partie de la clientèle continuera à préférer le canal physique. Selon une étude réalisée par Ipsos sur six marchés différents (États-Unis, France, Italie, Royaume-Uni, Hong Kong et Japon), dans 80 % des cas, l'achat d'un produit de luxe est planifié ou du moins guidé par le fait d'avoir vu quelque chose en ligne (points de contact numériques tels que les réseaux sociaux et les bannières publicitaires). En outre, le numérique intervient également dans la phase de décision : en Europe, 77 % des personnes qui achètent des articles de mode de luxe consultent leur smartphone lorsqu'elles sont en magasin (Source : Ipsos MORI, *Global Report : Understanding Luxury Consumers*, commandé par Facebook, juin 2019).

La personnalisation est le nouveau luxe

La personnalisation des produits de luxe est une tendance croissante dans l'industrie du luxe. La tendance des produits sur mesure répond à l'affirmation d'un statut social, tandis que l'achat de produits de marque de luxe, dans l'habillement et au-delà, répond à l'affirmation d'un statut économique. La croissance de ce segment de marché ces dernières années répond donc à un phénomène à la fois social et économique, et qui pourrait conduire à une progression des ventes de produits de luxe, notamment pour les marques qui pourront faire valoir leur savoir-faire artisanal, tout en pénalisant celles proposant des produits de luxe plus consuméristes.

5. MODÈLE COMMERCIAL ET STRATÉGIE

Convertir les surplus de stocks de vêtements en *chasse au trésor*.

Le modèle économique de Take Off est basé sur la commercialisation de vêtements, d'accessoires et de chaussures pour hommes, femmes et enfants par le biais de magasins physiques et d'un site de commerce électronique lancé récemment. En plus des marques de créateurs reconnus, l'activité de Take Off est complétée par ses propres marques (environ 70% des ventes de l'exercice 2020). Les offres de Take Off s'adressent à des clients soucieux de la valeur et à la recherche d'une expérience d'achat de type *chasse au trésor*.

À la recherche d'une plus grande valeur marchande

Le segment de l'industrie de l'habillement à valeur ajoutée joue un rôle complémentaire par rapport aux détaillants verticaux dits *frontline* (en français, littéralement, en première ligne), ceux qui ciblent les amateurs de mode et de *lifestyle*. Les deux segments utilisent le réseau traditionnel « *brick-and-mortar* » (en français : « brique et mortier »), c'est-à-dire des magasins physiques où les clients peuvent directement toucher, comparer et essayer les vêtements.

La stratégie de prix des détaillants des *frontline* est le *cost plus*, où la marge initiale moyenne de vente au détail provient d'un prix plein compte tenu de la nouveauté, de l'exclusivité, de la qualité des collections toujours renouvelées. La contrepartie est que des volumes de stocks importants sont nécessaires pour enrichir l'offre sans pouvoir prédire le sort de chaque collection en fin de saison.

Les détaillants « *value* » (proposant un bon rapport qualité-prix) et « *off-price* » (à bas prix) profitent des surplus de stocks des détaillants *frontline* et des fournisseurs. En achetant à prix réduit hors saison et en ciblant une clientèle moins exigeante, ils disposent généralement de stocks réduits par rapport aux commerçants traditionnels, tout en maintenant une variété de marchandises et un bon niveau de service.

Portefeuille de produits et de marques

Le portefeuille de marques est équilibré entre les marques propres et les marques de créateurs :

- Take Off - Vêtements, accessoires et chaussures pour hommes et femmes sous les marques propres *121*, *Stella Berg Apparel*, *Henry Smith*, *Andrea Maggi*, *Yuko Hayate*, *Gaia Galli*, *Massimo Moresco* et sous des marques internationales de mode et autres grandes marques.
- Overkids - Vêtements et accessoires pour nouveau-nés, bébés et enfants sous la marque propre *Overkids*

Portefeuille de marques propres

Take Off - Vêtements pour hommes et femmes

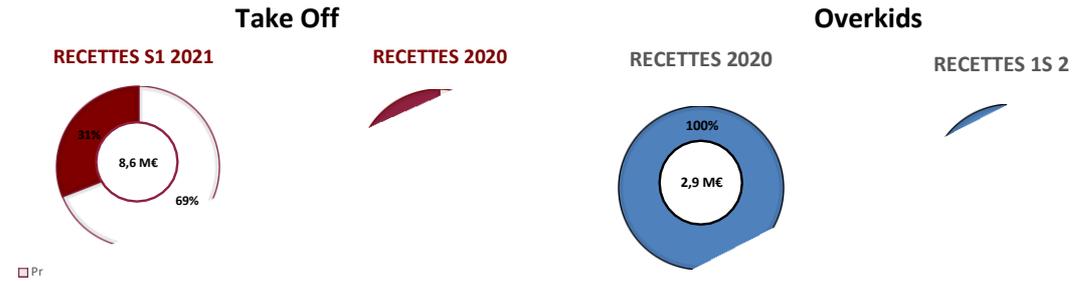


Source : Données de l'entreprise

Overkids - Vêtements pour enfants

OVERKIDS
CHILDREN'S FASHION STORE

Répartition des ventes par marque

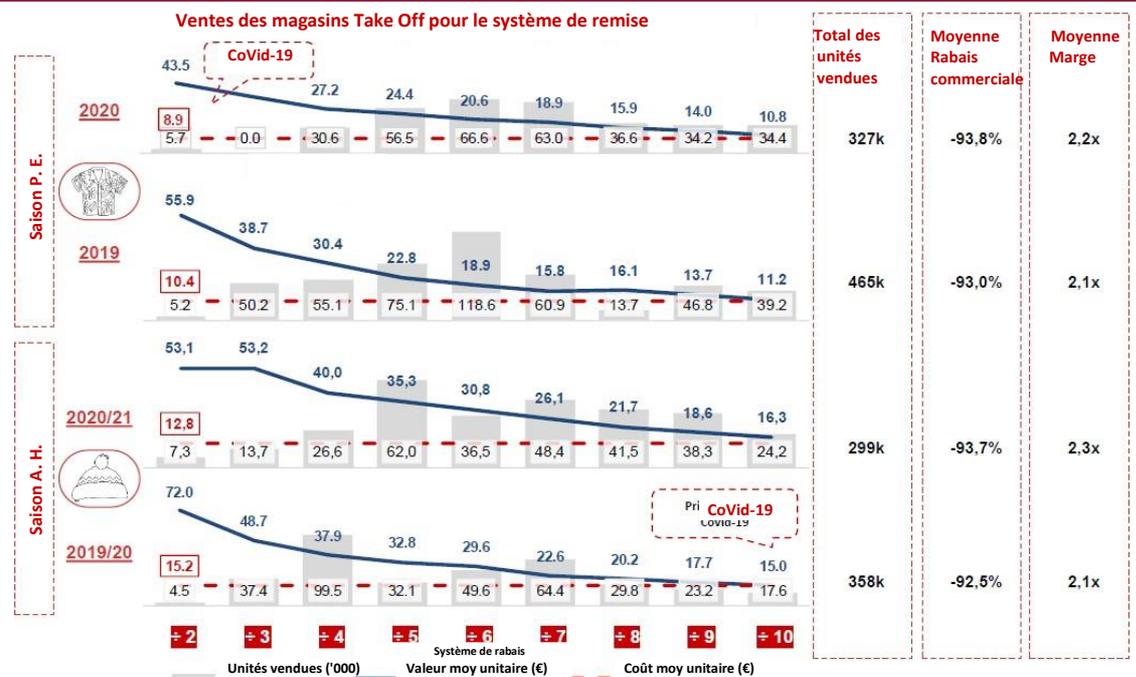


Source : Données de l'entreprise

Modèle de détermination des prix

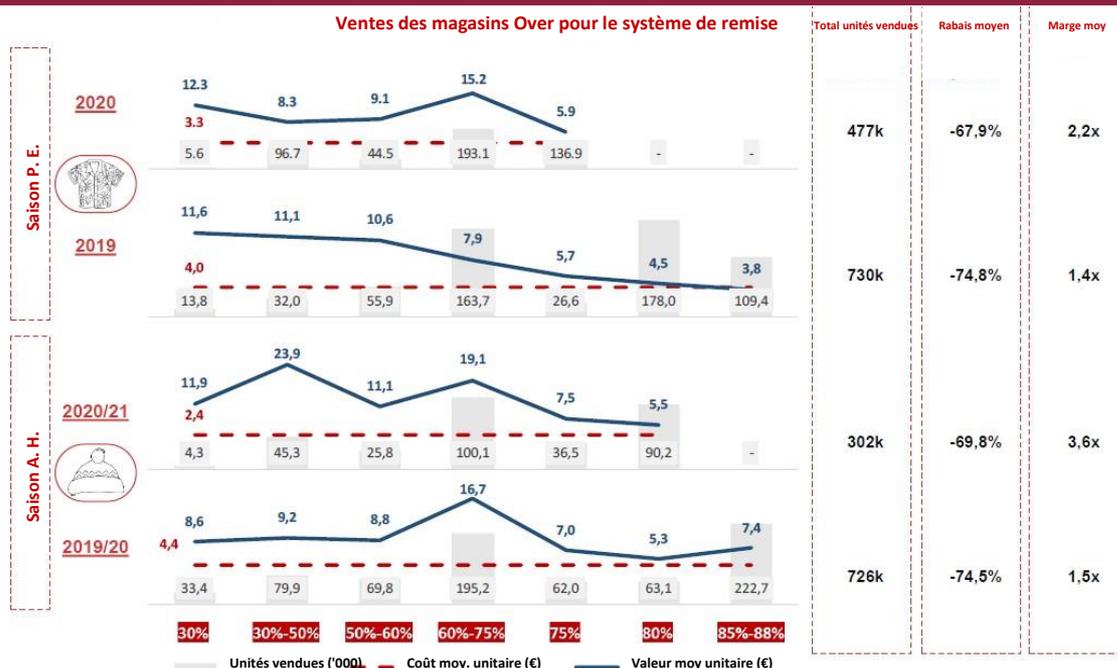
- Take Off - Format de démarque progressif breveté commençant à *divisé par 2* jusqu'à *divisé par 10*, les remises étant proposées tout au long de l'année sans tenir compte des occasions spécifiques mais en s'adaptant aux performances financières de chaque magasin. Les collections saisonnières sont étendues jusqu'à 10 mois, avec des collections préalablement exposées en avant-première et remises en fin de saison. Les articles invendus au niveau *divisé par 10* sont transférés au magasin central pour être reconditionnés et recodés. Après ce processus, ils sont envoyés à un magasin différent, en fonction de l'analyse des préférences des clients. Dans ce dernier cas, le prix de l'article reconditionné revient au niveau *divisé par 2*, ce qui garantit une gestion efficace du stock.
- Overkids - Collections à plein prix. Modèle de remise traditionnel conforme aux périodes de vente nationales/régionales avec une fourchette de remise de 30 à 80 %. À la fin de la saison, la marchandise restante retourne à l'entrepôt central où elle est recodée et redistribuée entre les magasins.

Take Off - Marge moyenne par saison



Source : Données de l'entreprise

Overkids - Marge moyenne par saison



Source : Données de l'entreprise

Acquisition de la marchandise

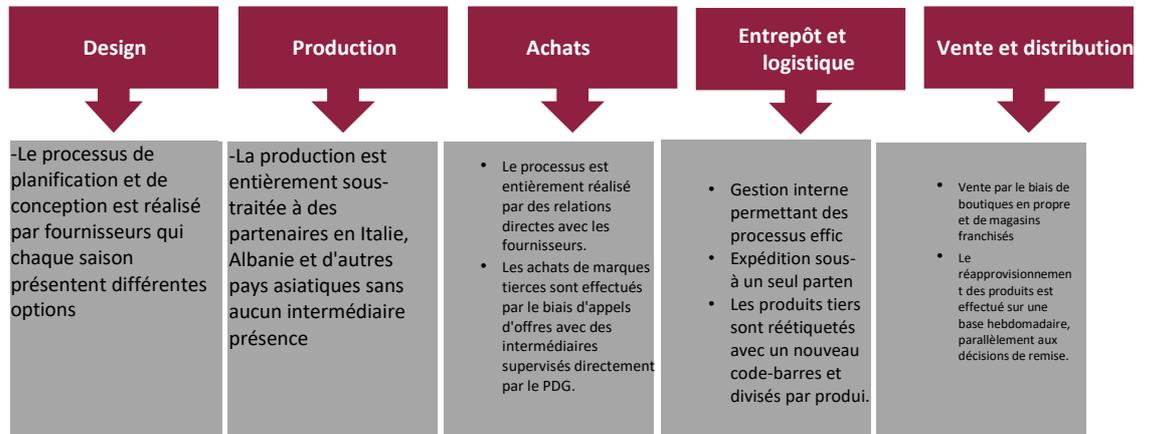
- **Marques de créateurs** - Les marques de créateurs sont achetées aux enchères auprès de vendeurs autorisés. Les marchandises acquises proviennent régulièrement des flux de production et d'inventaire des marques de vêtements, d'invendus, de liquidations, de productions spéciales, d'annulations de commandes, de surplus des fabricants. Les fournisseurs sont plus de 30, ce qui permet un accès continu à un stock de qualité. Large assortiment en termes de catégories et de choix, malgré une disponibilité limitée en termes de tailles. Offres saisonnières de marques très recherchées.
- **Marques propres - Take Off** - Le processus est presque entièrement géré par des relations directes avec les fournisseurs.
- **Marques propres - Overkids** - Les achats sont effectués par le biais d'appels d'offres, avec des politiques d'achat planifiées et réglementées.

Chaîne d'approvisionnement

- Le processus de fabrication des marques propres est confié à des sous-traitants basés en Italie pour les produits de haute qualité ou, pour certains articles, dans des pays à faible coût comme l'Albanie, la Chine, l'Inde ou le Bangladesh.
- Over dispose d'un réseau étendu de plus de 30 fournisseurs de tissus, avec au moins 3-4 fournisseurs pour chaque type de tissu. Les tissus bruts des collections Overkids sont principalement du coton et des fibres naturelles.
- Les vêtements pour Overkid sont créés en interne.
- Les principales phases de la chaîne d'approvisionnement (approvisionnement, logistique et gestion des stocks, vente et distribution) sont réalisées en interne.
- L'approvisionnement, le tri, la distribution et la gestion des stocks sont gérés en interne grâce au système ERP BestStore

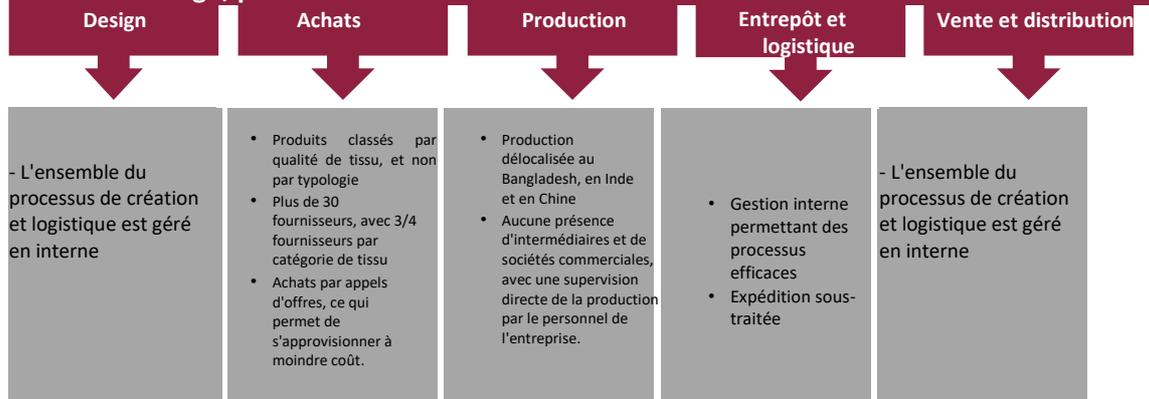
- En ce qui concerne la logistique et l'entrepôt gérés en interne, la société dispose de deux Entrepôts/centres de distribution distincts pour Take Off et Overkids, d'une superficie totale d'environ 7 000 m², situés dans les Pouilles.

Take Off - Design, planification et flux de vente au détail



Source : Données de l'entreprise

Overkids - Design, planification et flux de vente au détail



Source : Données de l'entreprise

Vente et distribution

- Take Off - 31 magasins de taille moyenne (200-250 m²) situés dans des zones urbaines du centre et du sud de l'Italie, dont 26 magasins gérés directement et 5 magasins affiliés.
- Overkids - 112 magasins affiliés de petite taille (80-120 m²) situés principalement dans les villes du sud de l'Italie.

Modèle de franchise

En plus de ses propres magasins, Take Off opère grâce à un réseau de 117 magasins franchisés : 5 magasins Take Off et 112 magasins Over franchisés.

La durée moyenne des contrats est de six mois, 60% des franchisés étant engagés pendant plus de trois ans, selon la société. Le partage moyen des ventes est de 33% des revenus provenant

des affiliés. La marchandise est fournie en consignation par Take Off/Over. Les frais de location, de personnel et autres coûts directs des magasins sont à la charge de l'affilié. Les contrats prévoient un renouvellement automatique avec droit de rétractation pour les deux parties. Il est prévu une obligation de réaliser un chiffre d'affaires minimum (15 000 € par mois dans la quasi-totalité des cas), dont le non-respect pendant deux mois consécutifs donne à Over le droit de se retirer, et une incitation variable pour l'affilié, accordée en fonction des objectifs de vente atteints

Les affiliés sont sélectionnés parmi les entrepreneurs locaux possédant déjà une expérience dans le secteur et une clientèle fidèle, préférant la reconversion de magasins existants avec un investissement initial plus faible.

La sélection des produits, la dynamique des entrepôts, les prix et les remises sont gérés de manière centralisée par Take Off.

Stratégie

Expansion du réseau

Take Off a l'intention de saisir les opportunités qui se présentent sur les marchés actuels et dans les zones géographiques inexplorées, en particulier dans les régions du nord de l'Italie, notamment par l'acquisition de petits réseaux de magasins de mode. Les objectifs globaux à moyen terme pourraient être de doubler le nombre de magasins Take Off et Over.

Take Off a fait ses preuves en matière d'expansion avec de nouveaux magasins, sa base de magasins étant passée de 9 magasins en 2015 à 31 en juin 2021 et pour Over de 94 en 2015 à 112 en juin 2021.

6. CONCURRENCE

Un secteur de l'habillement très fragmenté et concurrentiel

Le secteur de la vente au détail de vêtements est très fragmenté et varié. Il est possible d'analyser ses acteurs en fonction de différents facteurs : prix bas vs. prix plein, monomarque vs. multimarque, hors ligne vs. en ligne.

**Un
multiformat**

secteur

Dans le secteur de la vente au détail de vêtements et de mode, il n'existe pas de modèle commercial standard : les principaux modèles comprennent les détaillants multimarques tels que les grands magasins, les détaillants spécialisés et les détaillants à bas prix, les marques verticales et les marques de vente en gros traditionnelles.

**Des approches du
marché et des
modèles
commerciaux en
constante évolution**

Les détaillants adaptent constamment leurs modèles commerciaux, leurs activités promotionnelles et leurs stratégies de prix pour faire face à l'évolution du contexte. De nouveaux concurrents, tels que les marques nées du numérique, sont entrés dans l'arène du marché et répondent aux attentes des consommateurs en matière de commodité, d'engagement et de valeurs partagées, entraînant du même coup le déclin du *brick-and-mortar*, c'est-à-dire des magasins physiques traditionnels. Dans le même temps, les grands magasins développent leurs activités de vente à bas prix, comme Nordstrom Rack aux États-Unis, et d'autres détaillants traditionnels développent des concepts de vente à bas prix.

Take Off doit faire face à la concurrence d'une série de détaillants de mode en ligne et hors ligne. Les concurrents directs sont les détaillants de produits à bas prix, les magasins d'usine appartenant à des fabricants, les magasins discount, mais, au sens large, les concurrents devraient inclure tous les détaillants de vêtements, en particulier ceux qui, à divers moments pendant toutes les saisons, offrent des articles de marque avec des démarques importantes et des ventes promotionnelles, avec des prix proches de ceux offerts par les magasins à bas prix.

Les facteurs de concurrence

Les principaux facteurs concurrentiels sont :

- Fixer les prix et offrir des remises importantes sur les produits de marque reconnaissables.
- L'assortiment
- L'étendue du portefeuille de la marque
- Qualité et style des marchandises proposées
- Mix-produits et disponibilité
- Expérience d'achat en magasin et environnement de magasin facilitant le shopping
- Niveau de service à la clientèle
- Image de marque
- Évolutivité

**La mode, la qualité,
la marque et le prix
déterminent les
décisions d'achat.**

Les pouvoirs de marché

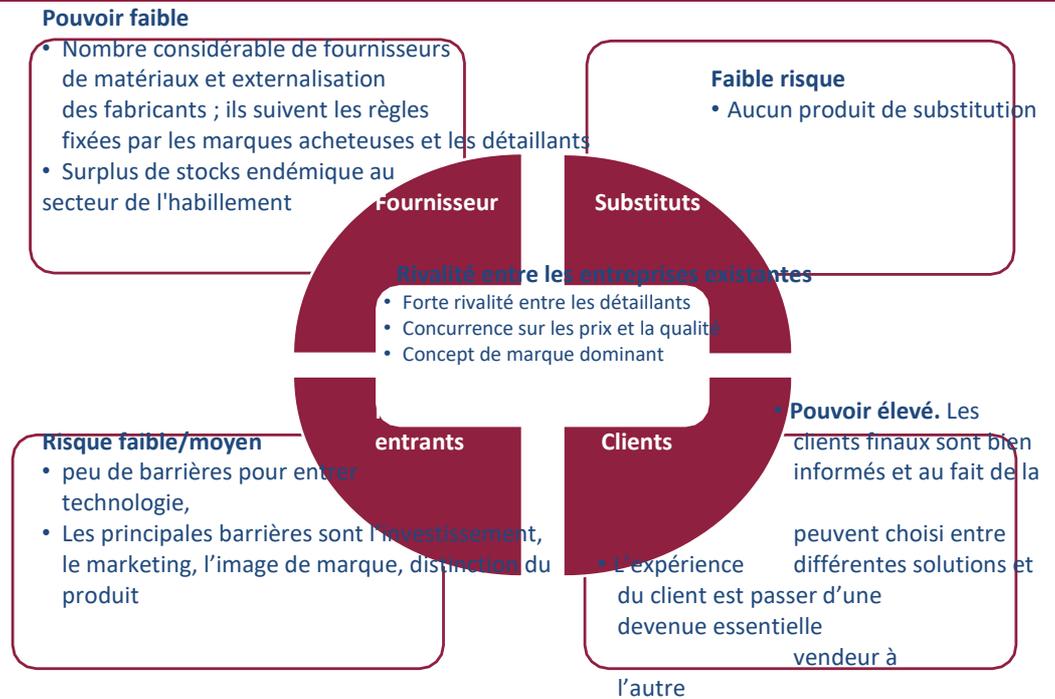
- Le pouvoir du client final est élevé, car les achats sont motivés par des impulsions ou des besoins, la taille est un problème, la saisonnalité est importante, les articles de mode peuvent avoir une courte durée de vie. Le pouvoir de négociation des clients est élevé car ils peuvent choisir parmi plusieurs alternatives et changer facilement de détaillants et de marques, compte tenu de la faible fidélité typique du secteur. Les marques de mode et les détaillants se font concurrence pour attirer et retenir les clients, en recourant également à des stratégies de fidélisation, notamment les remises et les adhésions.

**Le pouvoir est entre
les mains des clients
finaux**

Vaste disponibilité des approvisionnements

- Le pouvoir des fournisseurs est faible. Les matières et les procédés de fabrication sont largement disponibles à des prix compétitifs. En règle générale, dans l'industrie des prix cassés, il n'existe pas d'engagements ou d'accords d'achat à long terme avec les fournisseurs, de sorte qu'il n'y a pas de véritable dépendance entre eux. Les fabricants, souvent basés dans des pays *low-cost*, c'est-à-dire à faible coût de main d'œuvre, doivent suivre les règles fixées par les acheteurs. L'engagement des acheteurs consiste à acheter de bons produits à un prix avantageux, à interagir avec les fournisseurs et à évaluer les tendances du marché auxquelles les clients répondraient.
- Les barrières à l'entrée sont faibles, bien que la menace de nouveaux entrants soit moyenne à faible, en raison de la concurrence intense et des problèmes critiques concernant les tailles. Sans économies d'échelle, les nouveaux entrants ont peu de chances de réussir. En outre, ils doivent avoir un niveau significatif de différenciation de l'offre pour réussir dans l'industrie.
- Les produits de substitution - les vêtements - ne représentent pas une menace au sens strict. Cependant, même si les vêtements n'ont pas de substituts, les marques en ont beaucoup : pour ceux qui ne peuvent pas s'offrir des marques de luxe, il existe des substituts qui peuvent rendre les styles haut de gamme disponibles à des prix plus bas. En outre, des facteurs tels que la disponibilité de différentes options d'achat et de différents types de conditions de paiement, de retour et de modification peuvent être considérés comme des catalyseurs pour des substituts.

Forces concurrentielles



Source : Analyse EnVent

Avantages concurrentiels

Facteurs tangibles

- Lieux
- Économies d'échelle
- Couverture multirégionale de zones de chalandise et de plates-formes logistiques à fort trafic
- Qualité des magasins
- Canaux de vente

Facteurs intangibles

- Compétences des employés des magasins

- Politiques de prix dynamiques
- Achats, logistique et chiffre d'affaires
- Programmes de service et de fidélisation de la clientèle
- Communication efficace

Vue d'ensemble de la concurrence et indicateurs de performance

Segmentation des acteurs du secteur

Les détaillants de la filière habillement peuvent être segmentés comme suit :

- **Magasins d'usine**, spécialisés dans les stocks de marques à bas prix, comme Diffusione Tessile (groupe Max Mara).
- **Détaillants à bas prix**, détaillants basés aux États-Unis spécialisés dans la mode et les des stocks à prix réduits, tels que Tk Maxx, Marshall's, Ross, Nordstrom Rack et Burlington.
- **Détaillants de mode multiservice à bon rapport qualité-prix**, tels que OVS (marques propres et marques internationales récemment ajoutées au marché OVS), Piazza Italia et Original Marines.
- **Détaillant mode intégré verticalement** dont les activités hors ligne et en ligne sont axées sur leur propre marque, comme H&M, Zara (Inditex), Uniqlo, Gap,
- **E-tailers de ventes flash** qui vendent des marques connues à bas prix lors d'événements/campagnes de shopping, comme Veepee, Showroomprivée, Zalandoprivé.
- **Détaillants de mode en ligne pure-players**, tels que Zalando (multimarques), Farfetch (multimarques), Asos (multimarques), Yoox (multimarques), Next, Bohoo (marque propre), AboutYou (multimarques, marques propres et créateurs). Ils achètent des stocks de produits de la saison en cours et les conservent pour faire face aux commandes passées sur leurs plateformes.
- **Applications de mode d'occasion** pour la mode d'occasion, friperie et artisanale, comme Depop, Vinted, Vestiaire Collective.

Acteurs internationaux										
Société	Statut	Présence	Produits de base	Propres	Multi-	Canaux de distribution			Nb de magasins	
						DOS	Franchise	Online	Italie	Monde
Take Off	Publique	Italie	Habillement	●	●	●	●	●	143	0
TJX	Publique	USA-Europe	Habillement, Décoration intérieure	●	●	●	●	●	0	4 572
Ross Stores	Publique	USA	Habillement, Décoration intérieure	●	●	●	●	●	0	1 859
Burlington Stores	Publique	USA	Habillement, Décoration intérieure	●	●	●	●	●	0	761
Fashion Market	Privée	Italie	Habillement	●	●	●	●	●	8	0
Inditex (Zara)	Publique	Mondial	Habillement, Décoration intérieure	●	●	●	●	●	357	6 654
Gap	Publique	Mondial	Habillement	●	●	●	●	●	9	3 100
H&M	Publique	Mondial	Habillement, Décoration intérieure	●	●	●	●	●	174	5 018
Uniqlo	Publique	Mondial	Habillement	●	●	●	●	●	1	1 379
OVS	Publique	Italie	Habillement	●	●	●	●	●	900	1 285
Original Marines	Privée	Italie	Habillement - Vêtements pour enfants	●	●	●	●	●	●	450
Piazza Italia	Privée	Italie	Habillement	●	●	●	●	●	290	60
Diffusione Tessile	Privée	Italie	Habillement	●	●	●	●	●	22	6
Showroomprivé	Publique	En ligne	Habillement, Décoration intérieure, autres	●	●	●	●	●	na	na

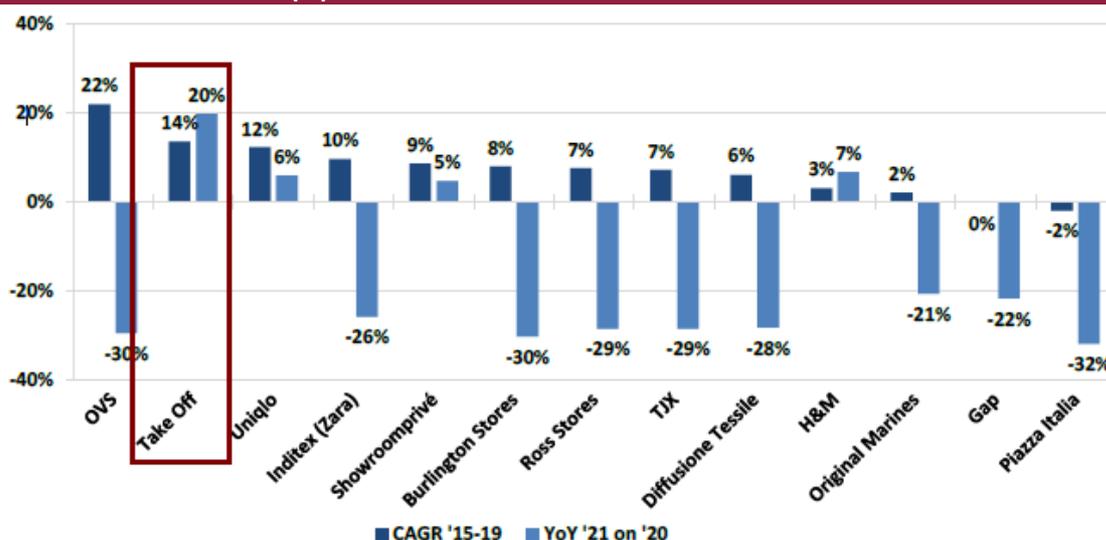
Source : Analyse EnVent sur les informations publiques disponibles

Secteur - Performance financière - Données de consensus 2021

Company	Revenues 2021E (€m)	YoY '21E on '20	Rev. CAGR '15-19	EBITDA % 2021E	EBITDA % Avg. '15-19	Net debt/Revenues '20
Take Off	27	20%	14%	33%	na	-0.3x
Off-price retailers						
TJX	26,893	-29%	7%	5%	14%	0.2x
Ross Stores	10,341	-29%	7%	7%	16%	0.1x
Burlington Stores	4,576	-30%	8%	-2%	10%	0.4x
Mean		-29%	8%	3%	13%	0.3x
Median		-29%	7%	5%	14%	0.2x
One-stop value-for-money fashion retailers						
OVS	1,004	-30%	22%	22%	12%	0.9x
Piazza Italia (FY20)	247	-32%	-2%	-5%	3%	0.1x
Original Marines (FY20)	128	-21%	2%	5%	6%	0.5x
Mean		-27%	7%	7%	7%	0.5x
Median		-30%	2%	5%	6%	0.5x
Vertically-integrated fashion retailers						
Inditex (Zara)	20,973	-26%	10%	23%	22%	-0.04x
H&M	19,491	7%	3%	19%	15%	0.3x
Uniqlo	16,808	6%	12%	20%	12%	-0.1x
Gap	11,565	-22%	0%	-1%	14%	0.4x
Mean		-9%	6%	15%	16%	0.1x
Median		-8%	6%	19%	14%	0.1x
Factory outlets						
Diffusione Tessile (FY20)	141	-28%	6%	0%	0%	-0.03x
Flash sales e-tailers						
Showroomprivé	730	5%	9%	4%	4%	-0.001x

Source : Analyse EnVent sur S&P Capital IQ et AIDA - états financiers des sociétés. Note : pour Take Off 2021PC ; pour états financiers Piazza Italia, Original Marines et Diffusione Tessile 2020A

Croissance des recettes (%)



Lourd impact pour le secteur à l'échelle mondiale, mais récupérable

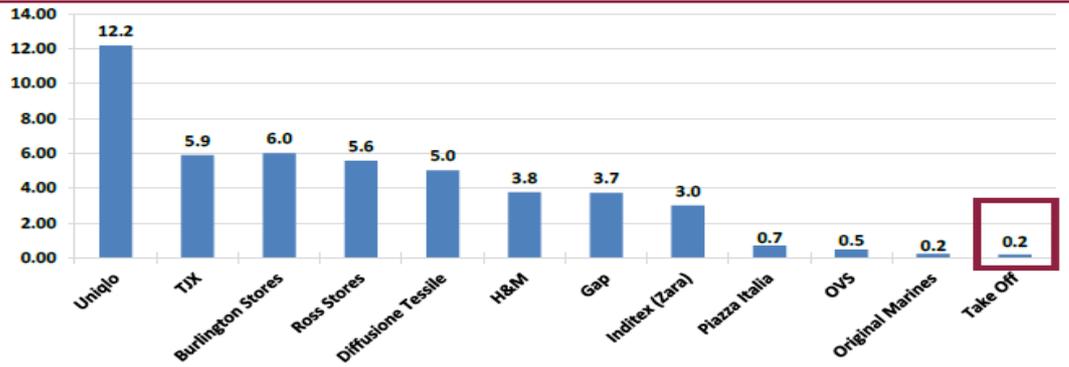
Trois entreprises avec une croissance inférieure à leur moyenne

Meilleure performance de Take Off

Source : Analyse EnVent sur S&P Capital IQ et AIDA - états financiers des sociétés. Note : pour Take Off 2021PC ; pour états financiers Piazza Italia, Original Marines et Diffusione Tessile 2020A

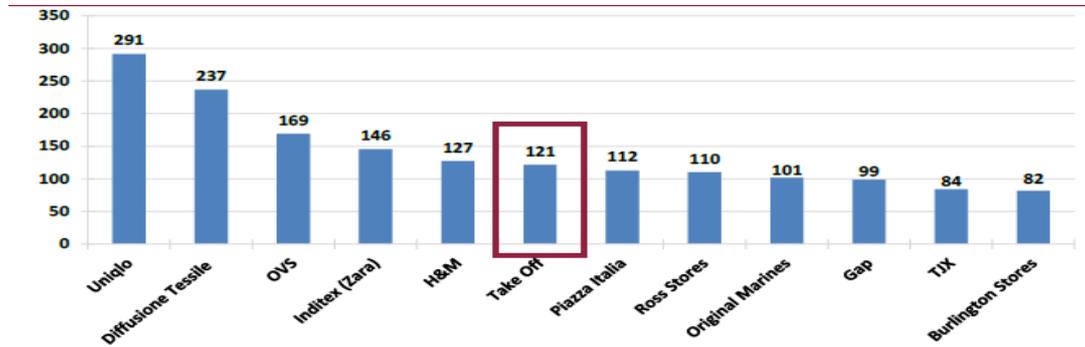
Taille des magasins et e-commerce font la différence

Revenus par magasin (M€)



Source : Analyse EnVent sur S&P Capital IQ, états financiers des sociétés AIDA, informations publiques disponibles. Note : pour chaque entreprise, dernières données disponibles

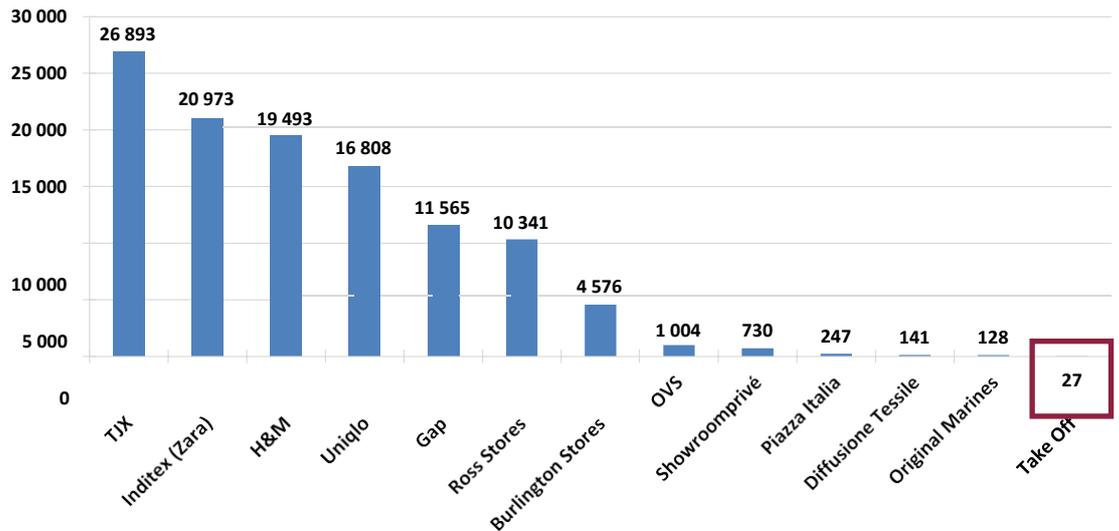
Recettes par employé (k€)



Source : Analyse EnVent sur S&P Capital IQ, états financiers des sociétés AIDA, informations publiques disponibles. Note : pour chaque entreprise, dernières données disponibles. Les données de Take Off sont influencées par la reconnaissance partielle des comptes des affiliés.

Géants américains et mondiaux contre entreprises locales

Recettes 2021E (M€)



Source : Analyse EnVent sur S&P Capital IQ et AIDA - états financiers des sociétés. Note : pour Take Off 2021PC, pour Piazza Italia, Original Marines et Diffusione Tessile 2020A

Marge EBITDA 2019 (%) chiffres avant la pandémie

Rentabilité
constante sans
prendre le risque
d'investissement
élevé
du segment du luxe.



Source : Analyse EnVent sur états financiers des sociétés S&P Capital IQ et AIDA

7. INDICATEURS DU MARCHÉ

Paramètres d'évaluation du secteur de la vente au détail d'articles de mode

Critères de sélection

- Vente au détail de vêtements
- Positionnement dans les couches de produits de milieu de gamme

Segmentation de l'industrie

Nous avons regroupé les entreprises du secteur de la vente au détail de vêtements en groupes homogènes afin de détecter les cohérences de performance et autres particularités qui pourraient aider à comprendre le sentiment du marché et sa pertinence avec les valeurs du marché.

- **Détaillants prix bas** : TJX, Ross Stores, Burlington Stores
- **Détaillants mode intégrés verticalement** : H&M, Inditex, Fast Retailing, Gap, OVS

Comparaison des données clés avec celles des pairs

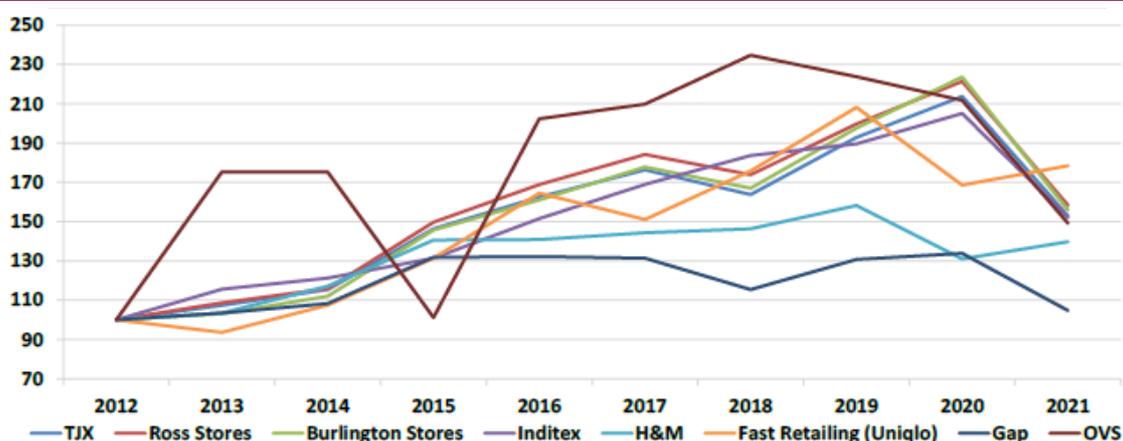
Company	Revenues 2021E (€m)	YoY '21E on '20	YoY '20 on '19	Rev. CAGR '15-19	EBITDA % 2020	EBITDA % 2021E	EBITDA % Avg '15-19	EBIT % 2020	EBIT % 2021E	EBIT % Avg '15-19
Take Off	27	72%	-32%	17%	21%	33%	13%	12%	27%	12%
Off-price retailers										
TJX	26,893	-29%	11%	7%	13%	5%	14%	11%	2%	12%
Ross Stores	10,341	-29%	11%	7%	16%	7%	16%	13%	4%	14%
Burlington Stores	4,576	-30%	13%	8%	12%	-2%	10%	9%	-6%	7%
Mean		-29%	12%	8%	13%	3%	13%	11%	0%	11%
Median		-29%	11%	7%	13%	5%	14%	11%	2%	12%
Vertically-integrated fashion retailers										
Inditex	20,973	-26%	8%	10%	21%	23%	22%	17%	9%	17%
H&M	19,491	7%	-17%	3%	7%	19%	15%	2%	7%	10%
Fast Retailing (Uniqlo)	16,808	6%	-19%	12%	10%	20%	12%	9%	11%	11%
Gap	11,565	-22%	2%	-0.2%	10%	-1%	14%	7%	-5%	10%
OVS	1,004	-30%	-5%	22%	11%	22%	12%	6%	1%	8%
Mean		-13%	-6%	9%	12%	16%	15%	8%	5%	11%
Median		-22%	-5%	10%	10%	20%	14%	7%	7%	10%

Source : Recherche EnVent sur S&P Capital IQ

Pairs du secteur - Évolution recettes %

Tendance à la croissance des recettes pour la plupart des sociétés jusqu'en 2020 avec une baisse des recettes en 2021 en raison de la pandémie

Tendance plus erratique pour OVS et Gap

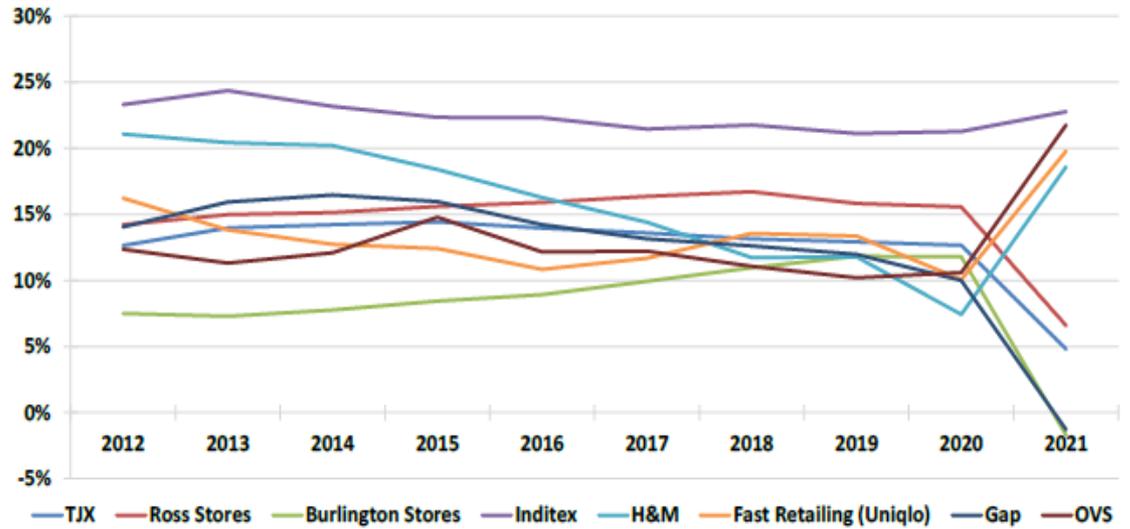


Source : Recherche EnVent sur S&P Capital IQ. Remarque : 2012=100.

Marge EBITDA
Entre 10 et 16%
régulièrement au
cours
des années

Indicateur au-dessus
de la moyenne du
secteur
à plus de 20%

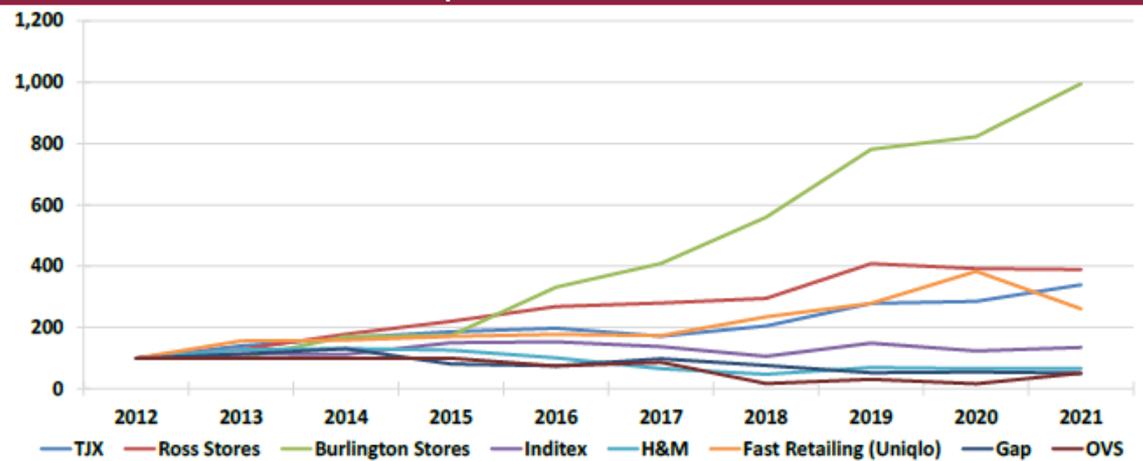
Pairs du secteur - Évolution marge EBITDA %



Source : Recherche EnVent sur S&P Capital IQ

Burlington Stores
surpasse le marché
américain

Pairs du secteur - Évolution de la cap. Boursière %



Analyse de comparabilité

Principaux points à retenir :

- Manque d'entreprises parfaitement comparables
- Les modèles d'entreprise varient entre le prix normal et le prix réduit, hors ligne et en ligne.
- La croissance est alimentée par les mêmes facteurs et dynamiques
- Certains pairs ayant des activités hors ligne investissent dans des magasins de détail exploités directement.

Le principal problème de comparabilité est que la plupart des pairs sont des sociétés privées. Les sociétés sélectionnées présentent des différences en termes de modèles commerciaux et de distribution, de taille, de rentabilité et de capitalisation boursière. La plupart des sociétés comparables sont des entreprises mondiales qui vendent leurs produits à l'échelle internationale, alors que Take Off est un acteur national. Les pairs s'intéressent au même profil de client, utilisent des canaux de marketing et des logiques de communication similaires, ont une stratégie ciblée. Ils affichent des taux de croissance et une rentabilité d'exploitation constants. Bien qu'il n'y ait pas de pairs listés partageant avec Take Off suffisamment de

caractéristiques et de paramètres, une comparaison avec ces sociétés pourrait fournir des indicateurs de performance et de valeur pertinents.

Multiples du marché

Société	VE/REVENUS												Moy. 2012-
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
TJX	1.3x	1.7x	1.9x	1.7x	1.6x	1.3x	1.6x	1.9x	2.0x	3.2x	1.9x	1.8x	1.6x
Ross Stores	1.3x	1.6x	2.1x	2.0x	2.2x	2.1x	2.3x	2.8x	2.6x	3.5x	1.9x	1.8x	2.1x
Burlington Stores	0.4x	0.9x	1.2x	1.0x	1.4x	1.5x	2.1x	2.4x	2.6x	4.4x	2.0x	1.9x	1.4x
Inditex	4.5x	4.4x	4.2x	5.2x	4.6x	3.6x	2.5x	3.5x	2.8x	4.1x	2.9x	2.7x	4.1x
Gap	1.0x	1.1x	1.2x	0.6x	0.6x	0.7x	0.6x	0.4x	0.8x	0.9x	0.7x	0.7x	0.8x
H&M	3.0x	3.7x	3.4x	2.7x	2.2x	1.4x	1.0x	1.4x	1.9x	1.7x	1.5x	1.4x	2.3x
Fast Retailing (Uniqlo)	1.8x	3.3x	2.9x	2.5x	2.1x	2.2x	2.6x	2.5x	4.6x	2.9x	2.8x	2.6x	2.5x
OVS	na	na	na	3.2x	1.0x	1.1x	0.4x	0.6x	1.0x	2.0x	1.5x	1.4x	1.3x
Moyenne	1.9x	2.4x	2.4x	2.4x	2.0x	1.7x	1.7x	1.9x	2.3x	2.8x	1.9x	1.8x	2.0x
Médiane	1.3x	1.7x	2.1x	2.3x	1.8x	1.5x	1.9x	2.2x	2.3x	3.0x	1.9x	1.8x	1.8x
	VE/EBITDA												Moy. 2012-
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
TJX	10.3x	12.1x	13.2x	11.5x	11.4x	9.3x	12.5x	14.8x	15.6x	mn	15.6x	14.3x	11.9x
Ross Stores	9.4x	10.6x	14.0x	13.0x	13.8x	12.6x	13.8x	17.6x	16.7x	mn	13.0x	12.0x	13.1x
Burlington Stores	5.4x	12.0x	15.1x	11.3x	16.2x	15.4x	19.3x	20.6x	22.0x	neg	17.1x	16.1x	14.4x
Inditex	19.4x	18.2x	18.0x	23.4x	20.5x	16.9x	11.5x	16.5x	13.3x	17.8x	10.6x	9.9x	18.1x
Gap	7.2x	6.9x	7.4x	3.9x	4.2x	5.6x	5.1x	3.3x	7.9x	neg	8.7x	7.8x	5.4x
H&M	14.1x	18.1x	16.7x	14.7x	13.5x	9.9x	8.9x	11.8x	25.4x	9.0x	7.9x	7.5x	13.5x
Fast Retailing (Uniqlo)	11.1x	23.5x	22.5x	20.2x	19.3x	18.5x	18.8x	18.9x	46.1x	14.4x	13.6x	12.7x	19.1x
OVS	na	na	na	21.9x	8.1x	9.0x	3.6x	5.4x	9.6x	9.0x	6.3x	8.2x	9.6x
Moyenne	11.0x	14.5x	15.3x	15.0x	13.4x	12.1x	11.7x	13.6x	19.6x	12.5x	11.6x	11.1x	13.1x
Médiane	10.3x	12.1x	15.1x	13.9x	13.6x	11.2x	12.0x	15.7x	16.2x	11.7x	11.8x	10.9x	13.3x
	VE/EBIT												Moy. 2012-
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
TJX	12.3x	14.1x	15.4x	13.4x	13.3x	10.9x	14.8x	17.7x	18.7x	mn	18.6x	16.9x	14.0x
Ross Stores	10.8x	12.2x	16.1x	15.0x	16.1x	14.8x	15.9x	20.4x	19.5x	mn	15.2x	13.9x	15.2x
Burlington Stores	10.2x	23.3x	26.7x	17.8x	24.8x	22.1x	26.6x	27.5x	28.8x	neg	22.0x	21.2x	22.4x
Inditex	24.7x	22.7x	22.7x	29.6x	25.8x	20.8x	14.3x	21.0x	16.7x	45.1x	16.9x	15.2x	22.7x
Gap	10.1x	8.9x	9.3x	4.9x	5.8x	7.8x	7.0x	4.7x	11.9x	neg	14.0x	11.5x	7.3x
H&M	16.4x	21.6x	20.0x	18.2x	17.7x	13.8x	14.2x	18.6x	mn	23.2x	16.8x	14.9x	17.6x
Fast Retailing (Uniqlo)	13.3x	26.9x	26.4x	23.7x	23.1x	21.9x	21.7x	21.6x	54.2x	25.3x	22.5x	20.2x	22.3x
OVS	na	na	na	29.7x	12.1x	13.5x	5.4x	9.3x	16.7x	mn	18.7x	17.2x	14.0x
Moyenne	14.0x	18.5x	19.5x	19.0x	17.3x	15.7x	15.0x	17.6x	23.8x	31.2x	18.1x	16.4x	16.9x
Médiane	12.3x	21.6x	20.0x	18.0x	16.9x	14.3x	14.6x	19.5x	18.7x	25.3x	17.7x	16.0x	16.4x
	Cours/Bénéfices								2020	2021	2022E	2023E	Moy. 2012-
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019					
TJX	20.7x	23.6x	24.6x	22.3x	22.0x	18.7x	23.0x	24.6x	22.7x	mn	24.1x	21.5x	22.4x
Ross Stores	18.3x	20.4x	26.2x	24.5x	26.0x	24.4x	24.6x	26.9x	23.9x	mn	20.3x	18.6x	23.9x
Burlington Stores	0.0x	nm	nm	51.0x	40.8x	34.6x	31.0x	37.0x	22.3x	64.8x	23.1x	20.6x	31.1x
Inditex	34.0x	31.6x	31.1x	39.5x	35.1x	28.6x	20.7x	28.4x	19.5x	neg	13.2x	9.5x	13.0x
Gap	17.9x	15.4x	15.5x	8.2x	10.0x	17.4x	12.6x	6.7x	mn	28.5x	20.0x	17.6x	22.8x
H&M	22.2x	28.9x	26.4x	24.1x	23.0x	17.5x	16.7x	23.6x	mn	38.5x	35.4x	na	45.0x
Fast Retailing (Uniqlo)	26.8x	37.8x	56.7x	41.1x	83.1x	37.1x	38.0x	39.1x	neg	neg	17.6x	13.0x	23.7x
OVS	na	na	na	neg	12.5x	16.2x	48.4x	17.8x	24.4x	43.9x	22.4x	17.9x	26.8x
Moyenne	20.0x	26.3x	30.1x	30.1x	31.6x	24.3x	26.9x	25.5x	22.7x	38.5x	21.7x	18.6x	23.8x
Médiane	20.7x	26.3x	26.3x	24.5x	24.5x	21.6x	23.8x	25.7x					

Source : Recherche de EnVent sur données de S&P Capital IQ, mise à jour du 02/02/2022

Un regard sur les multiples des sociétés EGM

Dans le but de trouver quelques indices sur le potentiel de valeur des petites capitalisations italiennes ayant une taille similaire et étant exposées au même marché boursier, nous avons observé les multiples boursiers également pour les sociétés cotées sur le marché Euronext Growth Milan et opérant dans des segments industriels proches du Take Off.

Société	VE/REVENUS			VE/EBITDA			VE/EBIT			Cours/ Bénéfi ces		
Take Off	2.5x	1.7x	1.3x	7.7x	5.7x	4.4x	9.6x	7.3x	5.5x	13.6x	9.8x	7.8x
Portobello	1.6x	1.0x	0.7x	8.9x	5.4x	4.1x	mn	6.1x	3.9x	neg	8.3x	5.3x
Monnalisa	0.7x	0.6x	0.5x	neg	8.6x	6.1x	mn	mn	11.3x	neg	mn	11.0x

Source : Recherche de EnVent sur données de S&P Capital IQ, mise à jour du 02/02/2022

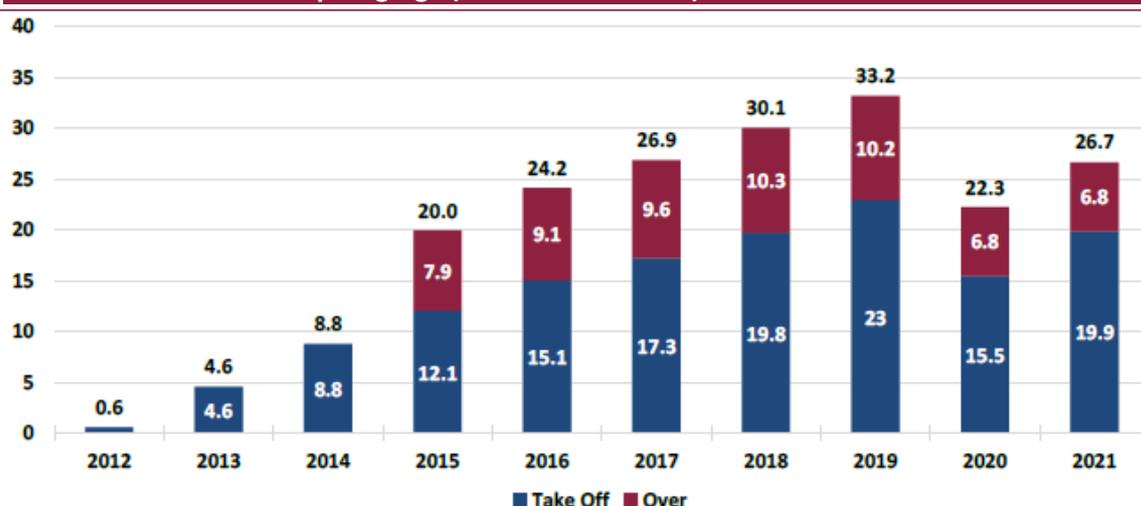
Compte tenu des divergences entre les valeurs de marché, les performances financières et les modèles économiques, nous n'avons pas utilisé ce pôle dans notre évaluation par les multiples.

8. ANALYSE FINANCIÈRE ET PROJECTIONS

Une trajectoire rapide interrompue par la pandémie et reprise en 2021.

Les revenus de Take Off ont augmenté de 5 fois entre 2013 et 2019, jusqu'au déclenchement de la pandémie de Covid-19. Les revenus de l'exercice 20 ont chuté de 34 % en glissement annuel, passant de 33 à 22 millions d'euros, en raison de la fermeture temporaire forcée des magasins. Les revenus de l'exercice 21, avant la fermeture, s'élèvent à 27 millions d'euros, soit une augmentation de 20 % par rapport à l'année précédente.

Chiffre d'affaires historique agrégé (en millions d'euros)



Source : Données de l'entreprise

Au cours des cinq dernières années, le nombre de magasins pour Take Off a triplé, passant de 9 en 2015 à 30 en 2020,

et pour Over, le nombre de magasins a augmenté de 20 unités au cours de la même période, passant de 94 à 114 en 2020, déduction faite de la fermeture de magasins peu performants, ce qui est dans une certaine mesure prévisible.

Les revenus agrégés de l'exercice 2020 s'élèvent à 22 millions d'euros. L'analyse des revenus indique que les marques propres (15 M€ pour l'exercice 2020, 21 M€ pour l'exercice 2019) représentent 66 % des revenus pour l'exercice 19 et 71 % pour l'exercice 2020, dont 8,4 M€ provenant de Take Off (-29% par rapport à l'année précédente) et 6,7 M€ provenant de Over (environ -28% par rapport à l'année précédente).

La pandémie et les fermetures de magasins ont eu un effet non seulement sur les revenus mais aussi sur les coûts : une réduction des coûts de personnel (-18% par rapport à l'année précédente), du réseau (-35% par rapport à l'année précédente) et d'autres coûts d'exploitation (-41% par rapport à l'année précédente). Une réduction du coût des marchandises a été aussi constatée ; celle-ci a été possible en raison du transfert de la production des vêtements Over de la Chine au Bangladesh d'où la réduction conséquente du coût de production et des droits de douanes. Compte tenu également de l'augmentation du prix de vente moyen, tout ceci a conduit à une amélioration de l'EBITDA et de l'EBITDA ajusté malgré la pandémie : respectivement de

Analyse du chiffre d'affaires

Analyse de la rentabilité

L'activité courante au 1er semestre 2021

Le premier semestre 2021 affiche une meilleure performance que le premier semestre 2020 : la réouverture des magasins et l'assouplissement des restrictions ont permis une amélioration des ventes (revenus du premier semestre 2021 : 11,9 M€ contre 9,8 M€ au premier semestre 2020, +22 %) et, malgré l'augmentation limitée des coûts d'exploitation qui en découle, les mesures de réduction des coûts mises en œuvre en 2020 ont également permis d'améliorer l'EBITDA et l'EBITDA ajusté, qui s'élèvent respectivement à 4 M€ (+147% en glissement annuel, marge en hausse à 33,2%) et 3,2 M€ (+215% en glissement annuel, marge en hausse à 26,7%).

La position de trésorerie nette du premier semestre 2021 s'est établie à 0,4 M€, contre 1,7 M€, pour l'exercice 2021, principalement en raison d'une sortie de fonds de 2,8 millions d'euros pour le paiement des dividendes.

Nos estimations

Déterminer l'ampleur des opportunités du marché

Il est prouvé que la consommation d'articles de mode est déterminée par des facteurs sociaux, culturels et psychologiques, ainsi que par les conditions financières individuelles ou générales. Les marchés de l'habillement à bas prix ont connu une forte croissance au cours de la dernière décennie et nous pensons qu'ils continueront à surperformer, les acheteurs exigeant des prix plus bas et demandant une meilleure qualité, en particulier en période d'incertitude où délaissier les détaillants plus chers peut être un choix attrayant. La demande des consommateurs pour des produits à bon rapport qualité-prix est restée importante, même en période de ralentissement économique, et il est raisonnable de penser que les consommateurs pourraient avoir tendance à reporter les achats coûteux ou à se tourner vers des produits à bon rapport qualité-prix.

Du côté de l'offre, les fabricants et les détaillants *frontline* doivent encore faire face à la capacité de planifier les volumes de vente d'avant-saison et de prendre des engagements en matière de stocks, de sorte que les opportunités pour les détaillants d'articles à un bon rapport qualité-prix et les détaillants à bas prix sont et seront permanentes.

Facteurs-clés

- L'expérience d'achat des clients dans un format de boutique de prêt-à-porter contribue à l'expansion interne par le bouche-à-oreille et peut améliorer les visites régulières en magasin.
- Organisation légère et modèle commercial flexible, avec des achats opportunistes, une gestion intelligente des stocks et de la logistique.
- Frais indirects et frais généraux et administratifs équilibrés, gestion prudente des coûts et du capital.
- Bilan léger, rentrées d'argent immédiates, pas de créances, investissement uniquement dans les stocks, dépenses d'investissement limitées à l'ouverture de nouveaux magasins.
- Format réussi dans la couverture géographique actuelle, possibilités de pénétration plus large dans d'autres régions.

Postulats

Recettes	<ul style="list-style-type: none"> - Ventes : 25% TCAC 2020-24E, basé sur deux segments de recettes. - Objectif de doublement du nombre total de magasins à moyen terme - Rythme d'ajout de 10 magasins Take Off et 20 Over par an, ajusté à l'ETP en raison du temps de préparation et du calendrier d'ouverture.
Coûts d'exploitation	<ul style="list-style-type: none"> - Marchandises 50-53% des ventes - Coût de la vente au détail et des crédits-bails : 5 % des ventes

	<ul style="list-style-type: none"> - Personnel en hausse de 80% 2020A-24E - Services et autres frais d'exploitation en moyenne 5% du chiffre d'affaires
Impôts sur le revenu	- Impôt sur les sociétés (IRES) : 24% ; Impôt régional (IRAP) : 3,90%
Fonds de roulement	<ul style="list-style-type: none"> - Fonds de roulement commercial conforme aux données historiques : - normalisation progressive du délai moy de stockage (DOI) de 179 (2020A) à 150 (2024E) - Délai moy de paiement client(DSO) immatériel car limité à la fin de l'année - Normalisation progressive de délai de paiement factures (DPO) de 186 (2020A) à 90 (2024E) - Autres actifs (passifs) conformes aux données historiques
Dépenses en capital	<ul style="list-style-type: none"> - 150 000 € par nouveau magasin, soit un total d'environ 1,6 M€ par an. - Autres dépenses d'investissement stables à 0,8 M€.
Dettes financières	- Aucune hypothèse de remboursement à court terme
Fonds propres	- Pas de distribution de dividendes

Source : Analyse EnVent

Projections financières

Profits et pertes agrégés						
M€	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventes	32,1	21,2	26,7	33,1	46,7	54,9
Revenus divers	1,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Revenu total	33,1	22,3	26,7	33,1	46,7	54,9
<i>Glissement annuel%</i>	-	-32,6%	19,5%	24,1%	41,1%	17,5%
Coût des ventes	(19,0)	(10,0)	(11,9)	(14,7)	(20,5)	(24,1)
Marge commerciale	14,1	12,4	14,8	18,4	26,2	30,8
<i>Marge</i>	42,6%	55,4%	55,4%	55,7%	56,1%	56,1%
Personnel	(4,7)	(3,9)	(4,0)	(4,3)	(6,5)	(7,1)
Prix de détail	(2,1)	(1,3)	(1,3)	(1,7)	(2,3)	(2,7)
Marge du magasin avant bail	7,3	7,2	9,5	12,5	17,3	21,0
<i>Marge</i>	22,1%	32,0%	35,4%	37,7%	37,1%	38,1%
Services	(0,5)	(0,4)	(0,8)	(1,7)	(2,3)	(2,7)
Autres coûts d'exploitation	(0,7)	(0,2)	(0,2)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
FVGA	(1,1)	(0,7)	(1,0)	(2,1)	(2,8)	(3,2)
EBITDA	6,2	6,5	8,4	10,4	14,5	17,7
<i>Marge</i>	18,7%	29,1%	31,6%	31,3%	31,1%	32,3%
Baux commerciaux	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(1,7)	(2,3)	(2,7)
Ajust. EBITDA	4,8	5,3	7,1	8,7	12,2	15,0
<i>Marge</i>	14,6%	23,7%	26,6%	26,3%	26,1%	27,3%
D&A	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(1,4)	(1,8)
EBIT	4,6	5,0	6,6	7,8	10,8	13,2
<i>Marge</i>	14,0%	22,5%	24,9%	23,6%	23,2%	24,0%
Intérêt	0,5	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
EBT	5,1	5,0	6,5	7,7	10,7	13,0
<i>Marge</i>	15,3%	22,3%	24,3%	23,1%	22,8%	23,7%
Impôts sur le revenu	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(2,1)	(3,0)	(3,6)
Résultat net	3,5	3,8	4,7	5,5	7,7	9,4
<i>Marge</i>	10,7%	17,1%	17,5%	16,7%	16,4%	17,1%

Source : Données de l'entreprise 2019-2020, Analyse EnVent 2021-2024E

Bilan agrégé						
€m	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Stocks	7.3	11.0	12.4	15.0	19.2	22.6
Créances clients	0.7	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9
Dettes Fournisseurs	(6.1)	(6.6)	(5.2)	(5.6)	(7.0)	(8.2)
Fonds de roul. commercial	1.9	4.6	7.7	9.9	13.0	15.3
Autres actifs (passifs)	(2.7)	(3.5)	(4.2)	(5.2)	(7.3)	(8.6)
Fonds de roulement net	(0.8)	1.1	3.5	4.7	5.6	6.7
Immobilisations incorporelles	0.0	0.0	1.2	1.1	1.0	0.8
Baux commerciaux	6.7	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
Immobilisations corporelles	2.7	2.0	2.2	3.8	4.9	5.6
Actifs à long terme	9.5	9.8	11.1	12.6	13.7	14.3
Provisions	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(1.2)	(1.3)
Capital investi	8.1	10.1	13.9	16.5	18.1	19.6
Résultat net	(4.7)	(1.7)	(13.8)	(16.7)	(22.8)	(30.7)
Fonds propres	12.8	11.8	27.7	33.2	40.9	50.3
Sources	8.1	10.1	13.9	16.5	18.1	19.6

Source : Données de l'entreprise 2019-2020, Analyse EnVent 2021-2024E

Flux de trésorerie						
M€	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	
EBIT	5,0	6,6	7,8	10,8	13,2	
Impôts courants	(1,2)	(1,8)	(2,1)	(3,0)	(3,6)	
D&A	0,3	0,5	0,9	1,4	1,8	
Provisions	0,2	0,0	0,1	0,4	0,1	
Flux de trésorerie des opérations P&L	4,3	5,3	6,6	9,6	11,5	
Fonds de roulement commercial	(2,7)	(3,1)	(2,2)	(3,1)	(2,3)	
Autres actifs et passifs	0,8	0,7	1,0	2,1	1,3	
Dépenses en capital	(0,6)	(0,6)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	
Flux de trésorerie d'exploitation après fonds de roulement et dépenses en capital	1,8	2,3	3,0	6,3	8,0	
Intérêts	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	
Dépenses d'investissement - coûts d'introduction en bourse	0,0	(1,3)	0,0	0,0	0,0	
Capital versé - Produit de l'introduction en bourse 2021	0,6	11,2	0,0	0,0	0,0	
Dividendes	(5,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Flux de trésorerie net	(3,0)	12,1	2,8	6,1	7,9	
Liquidité nette (dette) - Au début	4,7	1,7	13,8	16,7	22,8	
Liquidité nette (dette) - À la fin	1,7	13,8	16,7	22,8	30,7	
Variation de la (dette) liquidité nette	(3,0)	12,1	2,8	6,1	7,9	

Source : Données de l'entreprise 2020, Analyse EnVent 2021-2024E

Analyse des ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	28%	32%	17%	17%	19%	19%
ROS (EBIT/Revenues)	14%	23%	25%	24%	23%	24%
DSO	7	2	5	5	5	5
DPO	91	186	120	100	90	90
DOI	81	179	170	165	150	150
TWC/Revenues	6%	20%	29%	30%	28%	28%
NWC/Revenues	-3%	5%	13%	14%	12%	12%
Net Debt / EBITDA	cash	cash	cash	cash	cash	cash
Net Debt / Equity	cash	cash	cash	cash	cash	cash
Net Debt / (Net Debt+Equity)	cash	cash	cash	cash	cash	cash
Cash flow from P&L operations / EBITDA	na	67%	63%	64%	66%	65%
FCF / EBITDA	na	28%	27%	29%	43%	45%

Source : Données de l'entreprise 2019-2020, Analyse EnVent 2021-2024E

9. ÉVALUATION

Les clients sensibles au coût et le réseau de distribution sont des atouts essentiels dans le secteur fragmenté de la mode en Italie.

Thèmes clés de l'évaluation

Take Off a construit en sept ans un réseau de 143 magasins générant près de 27 millions d'euros de revenus, renforçant ainsi sa position sur le marché italien fragmenté de la vente au détail de vêtements, composé de multinationales et de magasins indépendants.

Étant toujours dans une phase de croissance du cycle de vie commercial et dans son cycle d'investissement, Take Off consacrera le produit de l'introduction en bourse et d'autres ressources à l'expansion du réseau et au renforcement de la notoriété et de l'image de ses marques.

Les attentes de Take Off en matière de valeur reposent sur sa capacité à accroître sa présence, à s'étendre dans des régions non couvertes et à progresser en termes de parts de marché pour devenir une marque de référence pleinement reconnue par les acheteurs italiens soucieux de leur valeur.

Facteurs de valeur et utilisation des données du marché

- Possibilité de consolidation de la tendance
- Valeurs immatérielles du réseau et de la clientèle profilée
- Modèle de remise original et breveté
- Les pairs du secteur affichent une croissance constante et régulière, avec des multiples alignés sur les 8 années de la période pré-pandémique.
- Les performances attendues de Take Off sont cohérentes avec le haut de la fourchette des multiples du marché de l'industrie, qui reflètent les attentes de croissance et un profil de risque moyen-faible.
- L'VE/EBIT est considéré comme le multiple le plus fiable du secteur, ainsi que l'VE/Recettes, qui ne sont pas affectés par la comptabilisation des baux commerciaux

Marques de comptabilité et d'évaluation

- Méthode de comptabilité hybride, de deux modèles commerciaux distincts - magasins exploités directement et magasins affiliés.
- EBITDA ajusté tenant compte des baux commerciaux pour vente au détail - comptabilisé parmi les D&A.
- Pas d'information sectorielle

Critères d'évaluation

L'évaluation de Take Off a été réalisée à l'aide de la méthode des flux de trésorerie actualisés et des multiples du marché.

Nous considérons que le flux de trésorerie actualisé prend en compte de manière appropriée la croissance attendue de la société au cours des trois prochaines années et fournit une indication des multiples implicites qui sont généralement appropriés pour simuler les multiples de marché de sociétés relativement comparables.

Flux de trésorerie actualisés

Principales hypothèses :

- Taux sans risque : 1,0 % (taux d'intérêt des obligations d'État italiennes à 10 ans - moyenne sur 3 ans. Source : Bloomberg, Février 2022)
- Retour sur le marché : 12,4% (Moy. sur 3 ans. Source : Bloomberg, Février 2022)
- Prime de risque du marché : 11,3%
- Bêta : 1 (chiffre discrétionnaire en l'absence d'enregistrements de la volatilité du marché)
- Coût des fonds propres 12,4%
- Coût de l'endettement 3%
- Taux d'imposition : 24% IRES
- 40% de dette/(dette + fonds propres) comme structure de capital cible
- CMPC calculé à 8,3%, selon les données ci-dessus
- Taux de croissance perpétuel après projections explicites : 2% basé sur la tendance à long terme de l'industrie
- La valeur finale suppose une marge EBITDA de 22,5%.

Évaluation du Flux de trésorerie actualisé

M€	2019	2020	2021E	2022E	2023E	Perpétuité	
Recettes	33,1	22,3	26,7	33,1	46,7	54,9	56,0
Ajust. EBITDA	4,8	5,3	7,1	8,7	12,2	15,0	12,6
<i>Marge</i>	<i>14,6%</i>	<i>23,7%</i>	<i>26,6%</i>	<i>26,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>27,3%</i>	<i>22,5%</i>
EBIT	4,6	5,0	6,6	7,8	10,8	13,2	10,6
<i>Marge</i>	<i>14,0%</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,9%</i>	<i>23,6%</i>	<i>23,2%</i>	<i>24,0%</i>	<i>19,0%</i>
Taxes	(1,3)	(1,4)	(1,9)	(2,2)	(3,0)	(3,7)	(3,0)
NOPAT	3,3	3,6	4,8	5,6	7,8	9,5	7,7
D&A				0,9	1,4	1,8	2,0
Provisions				0,1	0,4	0,1	0,0
Flux de trésorerie d'opérations				6,6	9,6	11,4	9,6
Fonds de roulement commercial				(2,2)	(3,1)	(2,3)	(1,1)
Autres actifs et passifs				1,0	2,1	1,3	0,0
Dépenses en capital				(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,0)
Flux de trésorerie sans effet de levier				3,0	6,3	8,0	6,6
CMPC	8,3%						
Croissance à long terme (G)	2,0%						
Flux de trésorerie actualisés				2,7	5,3	6,3	
Somme des flux de trésorerie actualisés	14,4						
Valeur finale							105,4
VT actualisée	82,9						
Valeur d'entreprise	97,3						
Trésorerie au 31/12/2021E	13,8						
Valeur des fonds propres	111,1						

Flux de trésorerie actualisés - Multiples implicites	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
VE/Recettes	4.4x	3.6x	2.9x	2.1x	1.8x
VE/EBITDA	18.3x	13.7x	11.2x	8.0x	6.5x
VE/EBIT	19.4x	14.6x	12.4x	9.0x	7.4x
Cours/Bénéfices	29.1x	23.8x	20.1x	14.5x	11.8x

Source : Analyse EnVent

Valorisation basée sur les multiples du marché

La cohérence des indicateurs du secteur de la mode et les performances rémunératrices constituent une base fiable pour identifier les corrélations au sein du secteur. Les fondamentaux montrent que les taux de croissance ont surpassé les indices généraux de consommation au cours des années troublées et que les actions ont également surperformé. Les bénéfices d'exploitation avant pandémie ont toujours été de l'ordre de 15% pour la plupart des pairs et les multiples sont eux aussi constants dans le temps.

Nous avons appliqué :

- à nos estimations pour 2021, la moyenne avant pandémie 2015-19 des VE/Recettes, VE/EBITDA, VE/EBIT, Cours/Bénéfices des groupes de pairs
- à nos estimations pour 2022-23, les V/Recettes, V/EBITDA, VE/EBIT, Cours/Bénéfices correspondants des groupes de pairs

Pour l'évaluation de Take Off par les multiples, nous avons utilisé le score le plus bas pour chaque multiple en tenant compte des fausses déclarations possibles dues au ralentissement du secteur qui, dans de nombreux cas, a entraîné des baisses de revenus importantes et, par conséquent, des multiples anormaux.

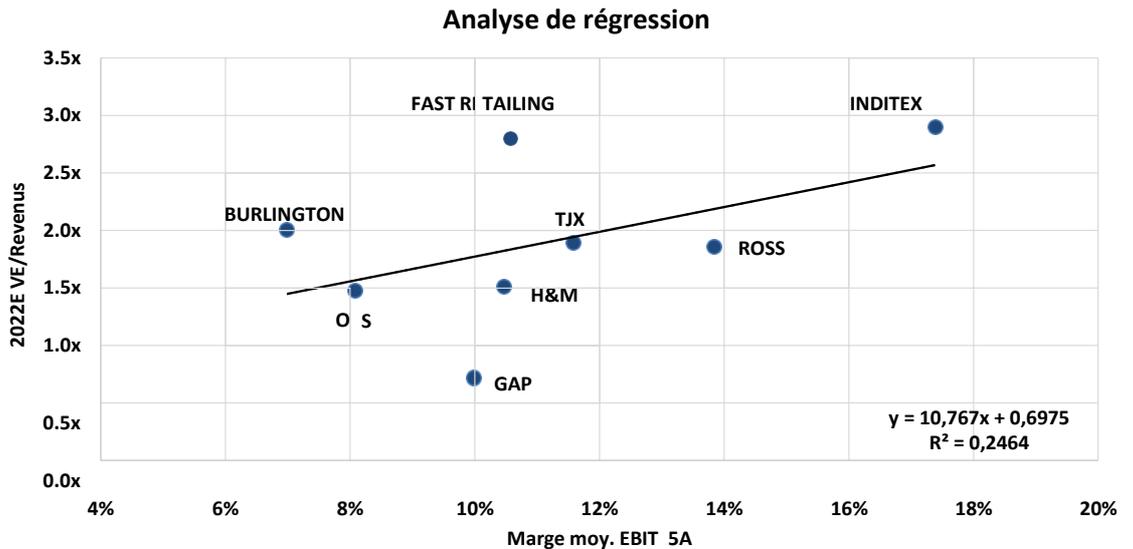
Application des multiples						
2021E	Recettes	26,7	1.8x	49,0	13,8	62,8
2022E	Recettes	33,1	1.9x	62,2	13,8	76,0
2023E	Recettes	46,7	1.8x	82,3	13,8	96,1
Moyenne						78,3
2021E	EBITDA Ajust	7,1	13.3x	94,2	13,8	108,1
2022E	EBITDA Ajust	8,7	11.8x	102,5	13,8	116,3
2023E	EBITDA Ajust	12,2	10.9x	133,3	13,8	147,1
Moyenne						123,8
2021E	EBIT	6,6	16.4x	108,7	13,8	122,5
2022E	EBIT	7,8	17.7x	139,0	13,8	152,8
2023E	EBIT	10,8	16.0x	173,5	13,8	187,3
Moyenne						154,2
2021E	Bénéfices	4,7	23.8x			111,0
2022E	Bénéfices	5,5	21.7x			119,9
2023E	Bénéfices	7,7	18.6x			143,1
Moyenne						124,7

Source : Analyse EnVent

Évaluation par analyse de régression

L'analyse de régression combinant VE/Recettes et marge EBITDA montre un R2 faible et une faible corrélation entre les pairs. Nous publions donc cette analyse qui, quoiqu'il en soit, n'est pas appliquée parmi les critères d'évaluation

Un secteur attrayant avec des performances satisfaisantes pour la plupart des pairs.

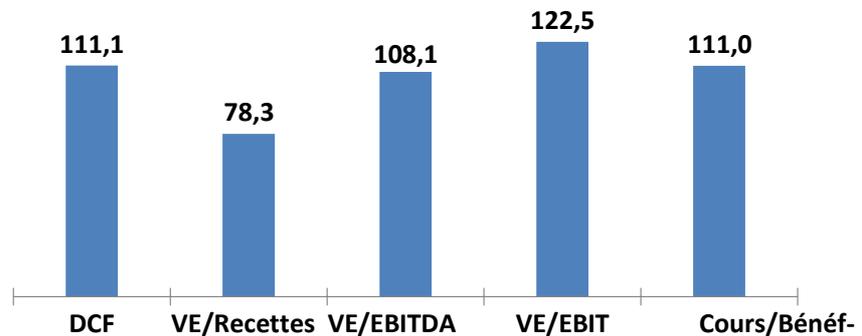


Source : Recherche EnVent sur S&P Capital IQ

Synthèse de l'évaluation

Notre évaluation de Take Off, basée sur les flux de trésorerie actualisés et les multiples industriels à terme, donne les résultats suivants :

Fourchette de valeur des fonds propres (en M€)



Source : Analyse EnVent

Objectif de cours

Nous considérons le résultat du modèle de flux de trésorerie actualisés comme une référence appropriée de la fourchette de valeurs représentée.

Le modèle appliqué à nos estimations donne un cours cible de 7,11 € par action, +78% par rapport au prix d'introduction en bourse

de 4,00 € par action et une hausse potentielle de 75% par rapport au cours actuel de l'action. Nous commençons l'analyse de Take Off avec une recommandation **OUTPERFORM** sur le titre.

Merci de vous référer aux informations importantes à la fin de ce rapport.

Paix par action Take Off	€
Objectif de cours	7,11
Cours de l'action courant (02/02/2022)	4,07
Prime (Décote)	75%

Source : Analyse EnVent

AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ (pour en savoir plus, consulter www.ventcapitalmarkets.co.uk sous « Disclaimer »)

Cette publication a été préparée par Franco Gaudenti, Responsable de la division Analyse, et Luigi Tardella, co-responsable la division Analyse, pour le compte de la division Recherche & Analyse d'EnVent Capital Markets Limited (« EnVentCM »). EnVent Capital Markets Limited est autorisée et régie par la Financial Conduct Authority (référence n° 651385).

Conformément à l'article 35, alinéa 2b des Règles d'Euronext Growth Milan pour les sociétés (Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan), EnVentCM a été chargé de produire une analyse sur les actions, et en particulier la présente publication, pour la Société en accord avec MIT SIM, le spécialiste de l'émetteur engagé par la Société.

Cette publication ne représente pas, et ne peut être interprétée comme étant, une offre ou une sollicitation d'achat, de souscription ou de vente de produits ou d'instruments financiers, ou d'exécution de quelque opération que ce soit concernant ces produits ou instruments. Cette publication n'est en aucun cas destinée à être distribuée au grand public. Par conséquent, ce document est uniquement destiné aux personnes qui sont des contreparties éligibles ou des clients professionnels, c'est-à-dire des personnes ayant une expérience professionnelle en matière d'investissements qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du Financial Services and Markets Act 2000 et du COBS 4.12 du New Conduct of Business Sourcebook de la FCA. Pour les résidents en Italie, ce document est destiné à être distribué uniquement aux clients professionnels et aux contreparties qualifiées tels que définis dans le Règlement Consob n° 16190 du 29 octobre 2007, tel que modifié et complété par la suite.

Cette publication, ainsi que toute copie de celle-ci, ne peut être apportée, transmise ou distribuée aux États-Unis d'Amérique, au Canada, au Japon ou en Australie. Tout manquement à ces restrictions peut constituer une violation des lois sur les valeurs mobilières prévues par les États-Unis d'Amérique, le Canada, le Japon ou l'Australie.

EnVentCM ne garantit aucun résultat spécifique en ce qui concerne les informations contenues dans la présente publication, et n'accepte aucune responsabilité quant à l'issue des transactions qui y sont recommandées ou aux résultats obtenus par ces transactions. Toute décision d'investissement ou de désinvestissement relève de la seule responsabilité de la partie qui reçoit les conseils et les recommandations, qui est libre de décider de les mettre en œuvre ou non. Le prix des investissements et les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi. Par conséquent, EnVentCM et/ou le(s) auteur(s) de la présente publication ne peuvent en aucun cas être tenus responsables des pertes, dommages ou baisses de revenus que la partie utilisant la publication pourrait subir suite à l'exécution de transactions sur la base des informations et/ou recommandations contenues dans celle-ci.

L'objectif de cette publication est uniquement de fournir des informations actualisées et aussi précises que possible. Les informations et chaque éventuelle estimation et/ou opinion et/ou recommandation contenues dans cette publication sont basées sur des sources considérées comme fiables. Bien qu'EnVentCM fasse tout son possible pour obtenir des informations de sources qu'elle juge fiables, elle n'accepte aucune responsabilité quant à l'exhaustivité, l'exactitude ou la précision de ces informations et sources. Les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs.

Les principales sources d'information utilisées pour la préparation de cette publication sont la documentation publiée par la société (états financiers annuels et intermédiaires, communiqués de presse, présentations de la société, prospectus d'introduction en bourse), les informations fournies par les fournisseurs d'informations commerciales et de crédit (comme Bloomberg, S&P Capital IQ, AIDA) et les rapports sectoriels.

EnVentCM n'a aucune obligation de mettre à jour, de modifier ou d'amender cette publication ou d'informer autrement un lecteur ou un destinataire de cette publication dans le cas où une question, une opinion, une prévision ou une estimation contenue dans cette publication, change ou devient ultérieurement inexacte, ou si la recherche sur la société concernée est retirée. Les estimations, opinions et recommandations exprimées dans cette publication peuvent être modifiées sans préavis, sur la base d'informations nouvelles et/ou complémentaires.

EnVentCM a l'intention de fournir une analyse continue de la société et de l'instrument financier faisant l'objet de la présente publication, avec une fréquence semestrielle et, dans tous les cas, avec une fréquence cohérente avec le calendrier des rapports financiers périodiques de la société et de tout événement exceptionnel survenant dans sa sphère d'activité.

Une version préliminaire de cette publication peut être envoyée à la société concernée pour information et examen (sans évaluation, objectif de cours ni recommandation), afin de corriger toute grave inexactitude involontaire. EnVentCM n'a pas communiqué la notation à l'émetteur avant la publication et la diffusion du présent document.

DÉCLARATIONS DES ANALYSTES

Pour chaque société mentionnée dans cette publication, toutes les opinions exprimées dans cette publication reflètent fidèlement les opinions personnelles

des analystes financiers sur tout ou partie de la (des) société(s) ou des titres concernés.

Ni les analystes ni aucun membre du foyer des analystes n'ont d'intérêt financier dans les titres de la société concernée. Ni les analystes ni aucun membre du ménage des analystes n'occupent de poste de direction, d'administrateur ou de membre du conseil consultatif de la société concernée. La rémunération des analystes n'a pas été, n'est pas et ne sera pas liée, directement ou indirectement, à des opérations d'investissement spécifiques pour compte propre ou à des opérations de marché dans lesquelles EnVentCM a joué un rôle (en tant que conseiller d'Euronext Growth, par exemple) ou à la recommandation ou l'opinion spécifique dans cette publication. EnVentCM a adopté des procédures internes et un code de conduite interne visant à assurer l'indépendance de ses analystes financiers. Les analystes de recherche d'EnVentCM et les autres membres du personnel impliqués dans l'émission et la diffusion des rapports de recherche opèrent indépendamment des activités d'EnVentCM. EnVentCM, au sein de la division Recherche & Analyse, peut collaborer avec des professionnels externes. Elle peut, directement ou indirectement, avoir un conflit d'intérêt potentiel avec la Société et,

pour cette raison, EnVentCM adopte des mesures organisationnelles et procédurales pour la prévention et la gestion des conflits d'intérêts.

(pour en savoir plus www.enventcapitalmarkets.co.uk sous « Disclaimer », « Procedures for prevention of conflicts of interest »).

INFORMATIONS SELON LA DIRECTIVE MIFID 2

Take Off S.p.A. (l'« Émetteur » ou la « Société ») est une société cliente d'EnVent Capital Markets. Le présent document, qui est payé par une société émettrice, constitue un avantage non monétaire mineur au sens de l'article 12 (3) de l'acte délégué de la Commission (C2016) 2031.

Cette note est une communication marketing et non une recherche indépendante. En tant que telle, elle n'a pas été préparée conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et cette note n'est pas soumise à l'interdiction de traiter en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

CONFLITS D'INTÉRÊTS

Afin de signaler ses éventuels conflits d'intérêts, EnVentCM déclare qu'elle agit ou a agi au cours des 12 derniers mois en tant que Conseiller Euronext Growth et Coordinateur global de la société concernée sur le marché Euronext Growth Milan, un système multilatéral de négociation réglementé par Borsa Italiana (pour en savoir plus, consulter www.enventcapitalmarkets.co.uk sous « Disclaimer », « Potential conflicts of interest »).

CONFIDENTIALITÉ

Ni cette publication ni aucune partie de celle-ci (y compris, sans s'y limiter, toute conclusion relative aux valeurs ou à toute personne associée à cette publication ou aux associations ou organisations professionnelles auxquelles elles sont affiliées) ne doit être reproduite à l'intention de tiers par quelque moyen que ce soit sans le consentement écrit préalable et l'approbation d'EnVentCM.

MÉTHODES D'ÉVALUATION

La division Recherche et Analyse d'EnVentCM calcule la fourchette de valeurs et les justes valeurs des sociétés analysées en utilisant des méthodologies d'évaluation professionnelles, telles que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF), le modèle d'actualisation des dividendes (DDM) et les modèles à base multiple (par exemple, VE/Recettes, VE/EBITDA, VE/EBIT, Cours/Bénéfices, Cours/BV). D'autres méthodes d'évaluation peuvent être utilisées, en fonction des circonstances ou de l'appréciation de l'inadéquation des méthodes les plus utilisées. L'objectif de cours peut également être influencé par les conditions ou les événements du marché et les particularités de l'entreprise ou de l'action.

NOTATIONS DES ACTIONS

Les recommandations « OUTPERFORM », « NEUTRE », et « UNDERPERFORM » sont basées sur les attentes dans une période de 12 mois à partir de la date de notation indiquée en première page de cette publication.

Les notations et évaluations des actions sont émises en termes absolus, et non par rapport aux performances du marché. Système de notation et raisonnement (horizon de 12 mois) :

OUTPERFORM : les actions devraient avoir un rendement total supérieur à 10% ;

NEUTRE : les actions devraient avoir une performance comprise entre -10% et +10%, conforme à la tendance du marché ou du secteur, et semblent moins attrayantes que les actions notées OUTPERFORM (surperformantes) ;

UNDERPERFORM : les actions sont parmi les moins attractives d'un groupe de pairs, avec un objectif de cours inférieur de 10% au cours actuel du marché ; À L'ÉTUDE : l'objectif de cours est à l'étude, dans l'attente de données financières actualisées, ou d'autres informations clés telles que des transactions importantes concernant le capital social ou le financement ;

SUSPENDUES : pas de notation/objectif de cours attribué, en raison d'incertitudes importantes ou d'autres problèmes qui compromettent sérieusement nos précédentes notations d'investissement, nos objectifs de cours et nos estimations de bénéfices ;

SANS NOTATION : aucune note ni aucun objectif de cours n'a été attribué.

Une certaine flexibilité sur les limites des fourchettes de notation du rendement total est autorisée, en particulier pendant les cycles de forte volatilité du marché.

Le cours de l'action indiqué dans le rapport est le dernier cours de clôture du jour indiqué comme « Date du cours » dans le tableau de la première page de cette publication.

EnVentCM distribue cette publication à partir de la date indiquée sur la page de garde de cette publication.

DÉTAILS SUR LA RECOMMANDATION D'ACTIONS ET L'OBJECTIF DE COURS

Date	Recommandation	Objectif de cours (€)	Cours de l'action (€)
02/02/2022	OUTPERFORM	7,11	4,07

DISTRIBUTION DES RECOMMANDATIONS D'ENVENTCM (2 février 2022)

Nombre de sociétés analysées	20	OUTPERFORM	NEUTRES	UNDERPERFORM	SUSPENDUES	À L'ÉTUDE	SANS NOTATION
Couverture totale de l'analyse des actions (%)		75%	20%	0%	0%	0%	5%
dont clients EnVentCM % *		100%	100%	0%	0%	0%	100%

* Note : Entreprises auxquelles des services liés aux entreprises et aux marchés de capitaux ont été fournis au cours des 12 derniers mois.

Cette clause de non-responsabilité est constamment mise à jour sur le site web www.enventcapitalmarkets.co.uk sous « Disclaimer ». Informations supplémentaires disponibles sur demande.

© Copyright 2022 par EnVent Capital Markets Limited - Tous droits réservés.