

La rentabilité stimule la croissance

Supp- | Juste valeur : €8,07 (€8,07) | Prix actuel : €3,80 | Hausse : 112,5%

€ Million	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenu total	33,2	22,3	27,4	37,3	47,5	57,2
EBITDA	6,2	6,5	8,8	11,2	14,6	18,0
<i>marge</i>	18,7%	29,1%	32,2%	29,9%	30,8%	31,4%
Bénéfice net	3,5	3,8	5,0	6,5	8,2	10,1
<i>marge</i>	10,7%	17,1%	18,3%	17,5%	17,2%	17,7%
BPA	n.a.	n.a.	0,32	0,42	0,52	0,65

Source : Données de l'entreprise (2019-21), analyse de KT&Partners (2021-24)

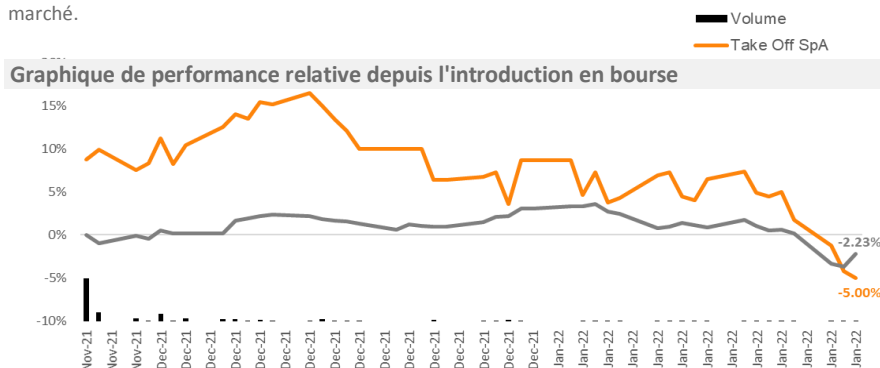
Résultats financiers préliminaires de l'exercice 2021. Le 11 janvier 2022, la société a annoncé un chiffre d'affaires non vérifié de 26,7 millions d'euros, soit 26% de plus que les résultats de 2020. Le chiffre d'affaires de la division Take Off a augmenté de 37% par rapport à l'exercice précédent, menant ainsi la croissance du groupe, tandis que le chiffre d'affaires d'OverKids reste conforme avec l'exercice 2020 (+1% par rapport à l'exercice précédent). Il convient de noter que, par rapport à 2019, le niveau plus faible des ventes de la Division Take Off est principalement associé à un nombre inférieur de jours d'ouverture (316 en 2021 contre 362 en 2019). En effet, la moyenne des ventes journalières de 2021 est en ligne avec les niveaux pré-COVID. Par ailleurs, TKO-IT prévoit une marge d'EBITDA FY21 dans une fourchette de 33%-36% (calculée sur le chiffre d'affaires), soit un EBITDA pour l'exercice fiscal 2021 estimé (FY21E) entre 8,8 M€ et 9,6 M€, démontrant ainsi sa forte résilience et sa capacité à générer de la rentabilité grâce à la rotation des stocks, aux activités de réduction des coûts et à une amélioration du prix de vente moyen dans toutes les divisions (+13% et +18% par rapport à 2019 pour Take Off et OverKids, respectivement).

Révision des estimations Suite aux résultats financiers préliminaires de l'exercice 2021, nous avons légèrement ajusté à la baisse notre chiffre d'affaires estimé pour l'exercice 2021, en prenant en compte : i) le report en 2022 de trois ouvertures de magasins (un magasin Take Off géré directement (DOS) et deux gérés Overkids gérés par des tiers (TPOS)) ; ii) le ralentissement des ventes en fin d'année causé par l'épidémie de la variante COVID-19 (Omicron). En ce qui concerne la rentabilité, nous avons révisé à la hausse l'estimation pour la marge d'EBITDA de l'exercice 2021 (+2,1pp), prévoyant un EBITDA de 8,8 millions d'euros pour l'exercice 2021, conformément au résultat attendu par la société. D'autre part, nous avons laissé inchangées nos projections sur la période 2022-2024, car nous nous attendons à ce que la société poursuive sa croissance, notamment suite à l'impact mineur attendu de la COVID en 2022. Nous rappelons que, conformément à la stratégie annoncée lors de l'introduction en bourse, la société recherche des opérations de fusion et d'acquisition pour saisir des opportunités de croissance en acquérant des chaînes de magasins non performantes.

€ Million	FY19	FY20	FY21	YoY % (glissement annuel)	FY21E Ancien	FY21E nouveau	A vs E %
Take Off	22,8	14,5	19,9	37%	20,7	19,9	-4%
OverKids	9,3	6,7	6,8	1%	7,6	6,8	-11%
Recettes	32,1	21,2	26,7	26%	28,3	26,7	-6%
<i>Croissance %</i>		-34,0%	26,1%				
EBITDA	6,2	6,5	8,8 - 9,6		8,7	8,8	
Marge EBITDA	18,7%	29,1%			30,1%	32,2%	
<i>Croissance %</i>		4,5%					

Source : Données de l'entreprise (2019-21), analyse de KT&Partners (2021)

Juste valeur confirmée à €8,07 par action. Notre évaluation - basée sur les modèles Flux de trésorerie actualisé et Valeur d'entreprise/EBITDA - confirme une valeur des fonds propres de €126,1 M ou €8,07 par action, avec une note supplémentaire et une hausse de +112,5% sur le prix actuel du marché.



Actualisation des

27 janvier 2022 – 7.00 h

Équipe d'analyse du
marché boursier

connect@ktepartners.com

Mauro IACCINO

miaccino@ktepartners.com

Federica FIORENZA

ffiorenza@ktepartners.com

Gabriele TRAPANI

Market Data

Main Shareholders	
Summit S.p.A.	72.63%
Aldo Piccarreta	5.53%
Giorgia Lamberti Zanardi	1.84%
Mkt Cap (€ mn)	59.4
EV (€ mn)	52.4
Shares out.	15.6
Free Float	20.0%

Market multiples	2021E	2022E	2023E
EV/EBITDA			
Take Off SpA	6.0x	4.7x	3.6x
Comps Median	12.6x	11.5x	10.7x
Take Off SpA vs Median	-53%	-59%	-67%
P/E			
Take Off SpA	11.9x	9.1x	7.3x
Comps Median	22.0x	19.5x	17.4x
Take Off SpA vs Median	-46%	-53%	-58%

Stock Data

52 Wk High (€)	5.40
52 Wk Low (€)	3.76
Avg. Daily Trading 90d	45,848
Price Change 1w (%)	-11.53
Price Change 1m (%)	-10.69
Price Change YTD (%)	-12.54

Chiffres-clés – Take Off S.p.A.

	Prix actuel (€)	Juste valeur (€)		Secteur		Capital flottant (%)
	3,80	8,07		Habillement		20,0%
Données par action	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Total des actions en circulation (mn)	n.m.	n.m.	15,62	15,62	15,62	15,62
BPA	n.m.	n.m.	0,32	0,42	0,52	0,65
Dividende par action (ord)	n.a.	n.a.	n.a.	0,10	0,13	0,16
Ratio de distribution des dividendes (%)	n.a.	28%	n.a.	25%	25%	25%
Profits et pertes (millions d'euros)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Revenu total	33,2	22,3	27,4	37,3	47,5	57,2
EBITDA	6,2	6,5	8,8	11,2	14,6	18,0
EBIT	4,6	5,0	7,1	8,7	11,5	14,2
EBT	5,1	5,0	7,1	9,2	11,5	14,2
Taxes	(1,5)	(1,2)	(2,0)	(2,7)	(3,3)	(4,1)
Taux d'imposition	30%	23%	29%	29%	29%	29%
Revenu net	3,5	3,8	5,0	6,5	8,2	10,1
Résultat net attribuable au Groupe	3,5	3,8	5,0	6,5	8,2	10,1
Bilan (en millions d'euros)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Total des actifs immobilisés	9,9	10,3	10,6	14,4	16,9	18,1
Fonds de roulement net (FRN)	(1,3)	0,5	1,9	4,1	4,7	5,7
Provisions	(0,5)	(0,7)	(1,0)	(1,4)	(1,9)	(2,5)
Total Capital net investi	8,1	10,1	11,6	17,2	19,8	21,4
Position financière nette/(Trésorerie)	(4,8)	(1,7)	(10,4)	(10,2)	(14,1)	(20,6)
Total des fonds propres	12,8	11,8	22,0	27,3	33,9	41,9
Flux de trésorerie (en millions d'euros)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Flux de trésorerie net d'exploitation	0,1	5,4	6,8	8,6	11,3	13,9
Variation du FRN	-	(1,8)	(1,4)	(2,2)	(0,6)	(1,0)
Dépenses en capital	-	(0,8)	(1,4)	(1,8)	(1,9)	(1,8)
Autres éléments de trésorerie/Utilisations des fonds	-	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Flux de trésorerie disponible	0,1	2,9	4,2	5,0	9,4	11,6
Valeur d'entreprise (millions d'euros)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Cap. boursière	n.m.	n.m.	59,4	59,4	59,4	59,4
Minorités	-	-	-	-	-	-
Position financière nette/(Trésorerie)	(4,8)	(1,7)	(10,4)	(10,2)	(14,1)	(20,6)
Valeur d'entreprise	n.m.	n.m.	48,9	49,2	45,3	38,8
Ratios (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Marge EBITDA	18,7%	29,1%	32,2%	29,9%	30,8%	31,4%
Marge EBIT	13,9%	22,2%	25,9%	23,4%	24,2%	24,8%
Ratio Dettes/Fonds propres	-37,2%	-14,4%	-47,4%	-37,1%	-41,7%	-49,1%
Couverture des intérêts sur l'EBIT	-9,7%	0,0%	0,6%	0,2%	0,0%	-0,2%
PFN/EBITDA	-76,7%	-26,2%	-118,5%	-90,8%	-96,3%	-114,4%
RCE	57,0%	49,1%	61,1%	50,8%	58,2%	66,5%
RCP	27,6%	32,3%	22,7%	23,9%	24,1%	24,1%
VE/Ventes	1.58x	2.35x	1.92x	1.40x	1.10x	0.92x
VE/EBITDA	8.43x	8.07x	5.95x	4.69x	3.58x	2.92x
Cours/Bénéfices	16.77x	15.58x	11.86x	9.08x	7.28x	5.88x
Rendement du flux de trésorerie disponible	0.00x	0.06x	0.08x	0.10x	0.18x	0.22x
Taux de croissance (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventes	n.a.	-32,8%	22,7%	36,4%	27,3%	20,3%
EBITDA	n.a.	4,5%	35,6%	26,8%	31,0%	22,8%
EBIT	n.a.	7,4%	43,0%	23,0%	31,7%	23,6%
Revenu net	n.a.	7,6%	31,4%	30,6%	24,8%	23,8%

Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

Évaluation

Suite à nos projections des finances futures de Take Off, nous avons procédé à l'évaluation de la société en appliquant les méthodes du Flux de trésorerie actualisé et des multiples du marché.

1. Les multiples VE/EBITDA et Cours/Bénéfices permettent d'obtenir une valeur des fonds propres de 94,7 millions d'euros, soit 6,06 par action ;
2. L'analyse du Flux de trésorerie actualisé, basée sur un CMPC de 8,9% et une croissance perpétuelle de 1,5%, donne une valeur des fonds propres de 157,6 millions d'euros, soit 10,09 par action.

La moyenne des deux méthodes donne une juste valeur de 8,07 euros par action une valeur des fonds propres de 126,1 millions d'euros.

Il convient de souligner que, dans l'évaluation de Take Off, nous prenons en considération la PFN ajusté, en tenant compte du cash-in provenant de la levée de fonds de l'introduction en bourse et introduction en bourse du cash-out suite aux paiements de dividendes et aux effets de l'IFRS16 (uniquement pour la méthode des multiples de marché).

Récapitulatif de l'évaluation

	Equity Value €mn	Value per share €
EV/EBITDA	94.4	6.04
P/E	94.9	6.08
Average - multiples	94.7	6.06
DCF	157.6	10.09
Average	126.1	8.07

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Comparaison par les pairs

Afin de définir un échantillon par les pairs de Take Off, nous avons procédé à une analyse approfondie des sociétés cotées en bourse actives sur le marché de l'habillement et prêt-à-porter à prix réduit. Pour sélectionner les concurrents potentiels, nous avons pris en compte l'offre, le modèle d'entreprise, la croissance et le profil de rentabilité de Take Off.

En examinant le marché italien, nous constatons que ne sont pas cotées les sociétés actives sur le marché de la vente au détail à prix cassé, fournissant à la fois des marques de tiers et des marques propres. Parmi les entreprises italiennes, nous avons sélectionné Portobello car, comme Take Off, cette société a développé un modèle d'entreprise qui crée de la valeur à partir de stocks de tiers.

Pour l'analyse par les pairs, nous avons constitué un échantillon de huit sociétés, qui comprend :

- **B&M European Value Retail SA (BME-GB)** : cotée à la Bourse de Londres, avec une capitalisation boursière d'environ 6,7 milliards d'euros, la société est un détaillant discount de marchandises générales. Elle propose des marques de produits de grande consommation et une variété de produits non alimentaires dans différentes catégories et plages de prix. La gamme de produits de l'entreprise s'étend sur plusieurs catégories de marchandises non alimentaires, notamment les articles ménagers, le bricolage, l'électricité, les jouets et les produits pour animaux de compagnie. La société B&M European Value Retail a été créée en 1978 et son siège social est situé au Luxembourg. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 5,3 milliards d'euros.
- **Burlington Stores, Inc. (BURL-US)** : cotée au NYSE, avec une capitalisation boursière d'environ 13,7 milliards d'euros, la société se consacre à la vente au détail de vêtements et de produits pour la maison à prix cassés. Elle propose des vêtements de prêt-à-porter pour femmes, des accessoires, des chaussures, des vêtements pour hommes, des vêtements pour jeunes, pour bébés, des manteaux, des produits de beauté, des jouets et des cadeaux. La société a été créée en 1972 et son siège social est situé à Burlington, NJ. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 5 milliards d'euros.
- **Dunelm Group Plc (DNLM-GB)** : cotée à la Bourse de Londres, avec une capitalisation boursière d'environ 3,1 milliards d'euros, la société est un détaillant d'articles de maison et vend ses produits aux clients dans des magasins, sur Internet et par catalogue. La société a été fondée par William Adderley et Jean Adderley en 1979 et son siège social est situé à Charnwood, au Royaume-Uni. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 1,2 milliard d'euros.
- **Fast Retailing CO., LTD. (9983)** : Cotée à la Bourse de Tokyo, avec une capitalisation boursière de 56,2 milliards d'euros, elle opère en tant que société holding qui s'occupe de la gestion des sociétés de son groupe, qui se concentrent sur les vêtements sportifs et décontractés. La société a été fondée par Hitoshi Yanai en mars 1949 et son siège social est situé à Yamaguchi, au Japon. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 16,7 milliards d'euros.
- **Portobello SpA (POR-IT)** : cotée sur la Bourse italienne (Borsa Italiana), avec une capitalisation boursière d'environ 118 millions d'euros, la société opère par le biais de trois divisions actives dans les secteurs des médias et de la publicité, de la vente au détail et du B2B. La société s'occupe de la revente d'espaces publicitaires, détenus ou achetés par des tiers, pour une contrepartie monétaire ou alternativement par le biais du système de troc. L'entreprise exploite également une chaîne de magasins de marque Portobello, en direct et en franchise, ainsi qu'un canal de commerce électronique (portobelloclub.it). L'entreprise a été fondée par Simone Prete en 2016 et son siège social est situé à Rome, en Italie. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 63 millions d'euros.
- **Ross Stores, Inc. (ROST-US)** : cotée au NASDAQ, avec une capitalisation boursière d'environ 30,3 milliards d'euros, la société exploite des magasins de vêtements et d'accessoires pour la maison à bas prix. Ses produits comprennent des vêtements, des accessoires, des chaussures et des articles de maison de marque et de créateur, sous les marques Dress for Less et dd's DISCOUNTS. La société a été fondée par Stuart G. Moldaw en 1957 et son siège social est situé à Dublin, en Californie. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 10,9 milliards d'euros.
- **The TJX Cos., Inc. (TJX-US)** : cotée au NASDAQ, avec une capitalisation boursière d'environ 72,7 milliards d'euros, l'entreprise est spécialisée dans la vente au détail de vêtements à bas prix et de produits de mode pour la maison. Le segment Marmaxx vend des vêtements pour la famille, notamment des vêtements, des articles

de décoration et autres produits. Le segment HomeGoods offre un vaste assortiment d'articles pour la maison, notamment des meubles, des tapis, des luminaires, des accessoires de décoration, des articles de table et des ustensiles de cuisine, ainsi que des sections étendues pour les animaux de compagnie, les enfants et les aliments gastronomiques. La société a été créée par Bernard Cammarata en 1976 et son siège social est situé à Framingham, USA. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 28 milliards d'euros.

- **Workman Co., Ltd. (7564-JP)** : Cotée à la Bourse de Londres avec une capitalisation boursière d'environ 3,3 milliards d'euros, la société exploite des chaînes de magasins franchisés et des magasins gérés directement qui vendent des vêtements de travail, des vêtements sportifs et décontractés, des vêtements pour la famille, des chaussures et des produits liés au travail. La société a été créée en 1979 et son siège social est situé à Isesaki, au Japon. Au cours de l'exercice 2020, les revenus de la société se sont élevés à 0,86 milliard d'euros.

Nous avons analysé les pairs en considérant la croissance moyenne de leur chiffre d'affaires et de leur EBITDA et les avons comparées aux données financières historiques et prévues de Take Off. En examinant la croissance du chiffre d'affaires 2019-21, la moyenne des pairs (composée de magasins discount, de magasins à prix réduits et de sociétés du secteur de l'habillement) devrait connaître une croissance TCAC19-21 de +5,8%, tandis que les revenus de Take Off devraient enregistrer une croissance TCAC19-21 de -8,8%, inférieure à la croissance comparable en raison des restrictions plus strictes auxquelles le groupe est assujéti rapport aux pairs américains. Sur la période 2020-23, le chiffre d'affaires de Take Off devrait enregistrer un TCAC de 13,1% contre 8,9% pour la moyenne des pairs. En ce qui concerne l'EBITDA, Take Off devrait enregistrer un TCAC19-21 de 19%, dépassant la moyenne des pairs d'env. +10.2pp. Selon notre projection financière, l'EBITDA de Take Off devrait enregistrer un TCAC 2020-2023 de 33%, comparé à la croissance attendue de la moyenne des pairs de +12,4%.

Comparaison par les pairs - Croissance des ventes et de l'EBITDA 2019-23

Raison sociale	Ventes				TCAC 2019- 2021	TCAC 2020- 2023	
	2019	2020	2021 2023	2022			
B&M European Value Retail SA	4 359	5 381	5 691	6 103	6 580	14,3%	6,9%
Burlington Stores, Inc.	6 526	5 012	8 446	9 066	9 984	13,8%	15,2%
Dunelm Group plc	1 248	1 205	1 554	1 799	1 900	11,6%	15,0%
FAST RETAILING CO., LTD.	18 312	16 713	16 113	17 590	19 004	-6,2%	1,2%
Portobello SpA	45	63	88	129	169	39,5%	55,1%
Ross Stores, Inc.	14 365	10 913	16 735	17 851	18 886	7,9%	9,6%
TJX Companies Inc	37 363	27 987	43 325	46 458	49 438	7,7%	9,8%
Workman Co., Ltd.	764	856	918	1 003	1 068	9,6%	11,8%
Moyennes des concurrents	10 373	8 516	11 609	12 500	13 379	5,8%	8,9%
Take Off SpA	32	21	27	36	46	-8,8%	13,1%

Raison sociale	EBITDA				TCAC 2019- 2021	TCAC 2020- 2023	
	2019	2020	2021 2023	2022			
B&M European Value Retail SA	662	945	975	979	1 055	21,3%	3,7%
Burlington Stores, Inc.	754	-91	985	1 034	1 206	14,3%	16,9%
Dunelm Group plc	189	223	283	342	353	22,5%	23,2%
FAST RETAILING CO., LTD.	2 508	2 894	3 225	3 612	3 884	13,4%	15,7%
Portobello SpA	8	11	15	24	35	36,5%	63,8%
Ross Stores, Inc.	2 236	691	2 380	2 599	2 769	3,2%	7,4%
TJX Companies Inc	4 723	1 218	5 228	5 755	6 412	5,2%	10,7%
Workman Co., Ltd.	170	207	229	253	273	16,1%	17,2%
Moyennes des concurrents	1 406	762	1 665	1 825	1 998	8,8%	12,4%
Take Off SpA	6	7	9	11	15	19,0%	33,0%

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Nous avons ensuite comparé les marginalités des pairs avec les marges historiques et prévues de Take Off. L'échantillon de pairs a un niveau de marginalité qui est presque aligné sur les résultats de Take Off pour l'exercice 2019. Cependant, la relocalisation de la production en 2020 a permis à la société d'améliorer ses marges de manière significative, atteignant en 2021 une marge EBITDA presque 2 fois supérieure à celle du panel.

Comparaison avec les pairs - Marge d'EBITDA, Marge d'EBIT et Marge nette 2019-23

Raison sociale	Marge d'EBITDA					Marge d'EBIT					Marge nette				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
B&M European Value Retail SA	15,2%	17,6%	17,1%	16,0%	16,0%	9,9%	13,1%	12,1%	11,0%	11,0%	5,1%	8,9%	8,6%	7,7%	7,6%
Burlington Stores, Inc.	11,6%	neg	11,7%	11,4%	12,1%	8,5%	neg	9,1%	8,7%	9,5%	6,4%	neg	6,6%	6,3%	7,0%
Dunelm Group plc	15,1%	18,5%	18,2%	19,0%	18,6%	12,1%	11,1%	12,2%	13,3%	13,2%	9,2%	8,3%	9,6%	10,3%	10,2%
FAST RETAILING CO., LTD.	13,7%	17,3%	20,0%	20,5%	20,4%	11,6%	8,5%	11,7%	12,5%	12,9%	7,1%	4,5%	8,0%	8,4%	8,6%
Portobello SpA	17,4%	16,8%	16,7%	18,4%	20,6%	14,9%	13,7%	13,2%	15,7%	18,2%	10,5%	9,5%	9,0%	11,0%	12,8%
Ross Stores, Inc.	15,6%	6,3%	14,2%	14,6%	14,7%	13,4%	3,4%	12,2%	12,5%	12,7%	10,4%	0,7%	9,0%	9,3%	9,4%
TJX Companies Inc	12,6%	4,4%	12,1%	12,4%	13,0%	10,6%	1,6%	10,2%	10,5%	11,0%	7,8%	0,3%	7,3%	7,7%	8,1%
Workman Co., Ltd.	22,2%	24,2%	24,9%	25,2%	25,6%	20,8%	22,6%	23,1%	23,0%	23,2%	14,5%	16,1%	15,7%	15,6%	15,8%
Moyennes des concurrents	15,4%	15,0%	16,9%	17,2%	17,6%	12,7%	10,6%	13,0%	13,4%	14,0%	8,9%	6,9%	9,2%	9,5%	9,9%
Take Off SpA	19,4%	30,7%	33,0%	30,6%	31,5%	14,4%	23,4%	26,6%	23,9%	24,7%	11,0%	18,0%	18,8%	17,9%	17,6%

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Remarque : Les marges sont calculées sur les revenus des ventes et non sur les revenus totaux.

Évaluation des multiples de marché

Après l'analyse des comparaisons, nous avons procédé à la définition des multiples de marché pour chaque groupe de pairs, en nous concentrant sur les données 2021-23.

Comparaison avec les pairs - Multiples de marché 2021-23

Raison sociale	Change	Cap. boursière	VE/VENTES	VE/VENTES	VE/VENTES	VE/EBITDA	VE/EBITDA	VE/EBITDA	VE/EBIT	VE/EBIT	VE/EBIT	Cours/Bénéfices	Cours/Bénéfices
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	
B&M European Value Retail SA	Londres	6 692	1.6x	1.5x	1.4x	9.2x	9.2x	8.5x	13.0x	13.4x			
Burlington Stores, Inc.	NYSE	13 720	2.0x	1.8x	1.7x	16.9x	16.1x	13.8x	21.6x				
Dunelm Group plc	Londres	3 094	2.1x	1.8x	1.7x	11.6x	9.6x	9,3					
FAST RETAILING CO., LTD.	Tokyo	56 149	3.2x	2.9x	2.7x	16.0x							
Portobello SpA	Milan	118	1.5x	1.0x	0.8x								
Ross Stores, Inc.	NASDAQ	30 278	1.8x	1,7									
TJX Companies Inc	NYSE	72 669											
Workman Co., Ltd.	JASDAQ												

Moyenne du

groupe de pairs

Médiane du

groupe de pairs

Take Off

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Nous avons basé notre évaluation sur nos estimations de l'EBITDA et du revenu net de Take Off pour 2021,

2022 et 2023. Notre évaluation comprend également une décote de liquidité/taille de 25%.

Pour l'évaluation de la VE/EBITDA, nous avons ajusté les données financières pour tenir compte de l'impact de la norme IFRS 16 (relative aux contrats de location) en: i) ajustant l'EBITDA pour les sorties de trésorerie prévues pour loyer prévues ; ii) ajustant la PFN en excluant la dette liée à la norme IFRS 16. Nous avons également ajusté la PFN de l'exercice 2020 pour tenir compte de la sortie de fonds résultant du paiement du dividende en 2021 (environ 6 millions d'euros) et de l'entrée de fonds provenant du produit de l'introduction en bourse.

Évaluation de multiples de marché VE/EBITDA

Évaluation des multiples (en millions d'euros)	2021E	2022E	2023E
Comp. VE/EBITDA	12.6x	11.5x	10.7x
Adj. EBITDA Take Off	7,3	9,4	12,4
Valeur d'entreprise	92,0	107,7	132,7
Ajust. la dette nette/(liquidités) pour l'exercice 2020 Take Off	(15,0)	(15,0)	(15,0)
Valeur des fonds propres	107,0	122,8	147,7
Valeur moyenne des fonds propres		125,8	
Décote Liquidité/Taille		25%	
Valeur des fonds propres après décote		94,4	
Nombre d'actions (millions)		15,6	
Valeur/action €		6,04	

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Évaluation des multiples de marché Cours/Bénéfices

Évaluation des multiples (en millions d'euros)	2021E	2022E	2023E
Comp. Cours/Bénéfices	22.0x	19.5x	17.4x
Revenu net de Take Off	5,0	6,5	8,2
Valeur des fonds propres	110,3	127,2	142,3
Valeur moyenne des fonds propres		126,6	
Décote Liquidité/Taille		25%	
Valeur des fonds propres après décote		94,9	
Nombre d'actions (millions)		15,6	
Valeur/action €		6,08	

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Évaluation du Flux de trésorerie actualisé

Nous avons également réalisé notre évaluation à l'aide d'un modèle basé sur le flux de trésorerie actualité sur quatre ans, basé sur un coût des capitaux propres de 9,8%, un coût de la dette de 3% et un ratio Dette/Trésorerie de 14,2% (Damodaran pour Appareil). Le coût des fonds propres est une fonction du taux sans risque de 1,36% (BTP 10 ans italien), de la prime de risque des fonds propres de 4,52% (Damodaran pour un marché mature, T12 avec un payout durable), et d'une prime pour la taille et la liquidité de 3,07% (source : Duff&Phelps). Nous avons donc obtenu un CMPC de 8,9%.

Nous avons actualisé les flux de trésorerie annuels estimés pour 2021-2024 et considéré un taux de croissance terminal de 1,5% ; puis nous avons effectué une analyse de sensibilité sur le taux de croissance permanente (+/- 0,25%) et sur le CMPC (+/- 0,25%).

Nous avons ajusté la PFN de l'exercice 20 pour tenir compte des sorties de fonds liées au paiement du dividende en 2021 (env.

6 millions d'euros) et de l'encaissement du produit de l'introduction en bourse.

Évaluation de flux de trésorerie actualisé (en millions d'euros)

Millions d'euros	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	7,1	8,7	11,5	14,2
Taxes	(2,1)	(2,5)	(3,3)	(4,1)
D&A	1,7	2,4	3,1	3,8
Variations du fonds de roulement net	(1,4)	(2,2)	(0,6)	(1,0)
Variations des fonds	0,3	0,4	0,5	0,6
Flux de trésorerie net d'exploitation	5,6	6,9	11,2	13,4
Dépenses en capital	(1,4)	(1,8)	(1,9)	(1,8)
Flux de trésorerie d'exploitation (FCFO)	4,2	5,0	9,4	11,6
g	1,5%			
CMPC	8,9%			
Flux de trésorerie d'exploitation (actualisé)	4,2	4,6	7,9	9,1
Flux de trésorerie d'exploitation cumulé actualisé	25,8			
VT	160,2			
VT (actualisée)	124,9			
Valeur d'entreprise	150,7			
PFN/(Cash) Exercice 2020 - Ajust.	(6,9)			
Valeur des fonds propres	157,6			

Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

Analyse de sensibilité (en millions d'euros)

Millions d'euros		CMPC				
		9,4%	9,1%	8,9%	8,6%	8,4%
Taux de croissance perpétuel	1,0%	140,5	144,7	149,1	153,9	158,9
	1,3%	144,1	148,5	153,2	158,3	163,7
	1,5%	147,9	152,6	157,6	163,0	168,7
	1,8%	152,0	157,0	162,3	168,1	174,2
	2,0%	156,4	161,7	167,4	173,5	180,1

Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

CE DOCUMENT A ÉTÉ PRÉPARÉ PAR MAURO IACCINO - ANALYSTE SENIOR - ET FEDERICA FIORENZA - ANALYSTE SENIOR - ET GABRIELE TRAPANI - ANALYSTE JUNIOR - POUR LE COMPTE DE KT&PARTNERS S.R.L., DONT LE SIÈGE SOCIAL EST SITUÉ VIA DELLA POSTA 10, MILAN, ITALIE, IMMATRICULÉE AU REGISTRE DU COMMERCE DE MILAN SOUS LE NUMÉRO 1926922, SPÉCIALISÉE DANS LA RECHERCHE ET L'ANALYSE FINANCIÈRE (CI-APRÈS, « KT&PARTNERS »).

AUCUNE AUTRE PERSONNE OU SOCIÉTÉ N'A CONTRIBUÉ À LA RECHERCHE. NI LES MEMBRES DE L'ÉQUIPE DE RECHERCHE, NI AUCUNE PERSONNE QUI LEUR EST ÉTROITEMENT LIÉE N'ONT DE RELATIONS OU NE SONT IMPLIQUÉS DANS DES CIRCONSTANCES DONT ON PEUT RAISONNABLEMENT PENSER QU'ELLES POURRAIENT NUIRE À L'OBJECTIVITÉ DE LA RECHERCHE, Y COMPRIS DES INTÉRÊTS OU DES CONFLITS D'INTÉRÊTS, DE LEUR PART OU DE LA PART DE TOUTE PERSONNE PHYSIQUE OU MORALE TRAVAILLANT POUR EUX, QUI A PARTICIPÉ À LA RÉALISATION DE LA RECHERCHE.

À CET EFFET, LES MEMBRES DE L'ÉQUIPE DE RECHERCHE CERTIFIENT QUE : (I) ILS N'ONT PAS REÇU ET NE RECEVRONT PAS DE RÉMUNÉRATION DIRECTE OU INDIRECTE EN ÉCHANGE DES OPINIONS EXPRIMÉES DANS LA RECHERCHE ; (II) ILS NE POSSÈDENT PAS DE TITRES ET/OU D'AUTRES INSTRUMENTS FINANCIERS ÉMIS PAR LA SOCIÉTÉ OU D'INSTRUMENTS FINANCIERS DONT LE PRIX DÉPEND DE, OU EST LIÉ À, DES TITRES ET/OU DES INSTRUMENTS FINANCIERS ÉMIS PAR LA SOCIÉTÉ ; (III) NI LES ANALYSTES, NI AUCUN MEMBRE DU Foyer DE L'ANALYSTE NE SERVENT EN TANT QUE DIRIGEANT, ADMINISTRATEUR OU MEMBRE DE L'ORGANE CONSULTATIF DE LA SOCIÉTÉ.

KT&PARTNERS A MIS EN PLACE UNE POLITIQUE DE RECHERCHE SUR LES ACTIONS, AFIN DE RÉGIR LES SERVICES DE RECHERCHE EN CONFORMITÉ AVEC LE RÈGLEMENT DU PARLEMENT (UE) N°596/2014 ET LE RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ DE LA COMMISSION (UE) N° 958/2016 SUR LES ABUS DE MARCHÉ. CETTE POLITIQUE DÉCRIT ÉGALEMENT LES MÉCANISMES ORGANISATIONNELS ADOPTÉS PAR KT&PARTNERS POUR PRÉVENIR ET GÉRER PROFESSIONNELLEMENT LES CONFLITS D'INTÉRÊTS QUI PEUVENT SURVENIR PENDANT L'EXÉCUTION DE LA RECHERCHE. DANS TOUS LES CAS, DES MURAILLES DE CHINE ET D'AUTRES BARRIÈRES D'INFORMATION SONT EN PLACE POUR ÉVITER L'ÉCHANGE D'INFORMATIONS CONFIDENTIELLES ENTRE LE DÉPARTEMENT DE RECHERCHE SUR LES ACTIONS ET LES AUTRES SERVICES.

KT&PARTNERS A PRÉPARÉ CE DOCUMENT POUR LE COMPTE DE TAKE OFF S.P.A. CONFORMÉMENT À UN ACCORD CONCLU AVEC CETTE DERNIÈRE ET SUR LA BASE DES DONNÉES ET DES INFORMATIONS PUBLIQUES FOURNIES PAR CETTE DERNIÈRE OU PROVENANT DE SOURCES JUGÉES SÉRIEUSES ET FIABLES SUR LE MARCHÉ FINANCIER, MAIS DONT LA FIABILITÉ, L'EXHAUSTIVITÉ ET L'EXACTITUDE ABSOLUES NE PEUVENT ÊTRE GARANTIES. LES HONORAIRES CONVENUS POUR CETTE RECHERCHE NE DÉPENDENT PAS DES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE.

KT&PARTNERS A PUBLIÉ PRÉCÉDEMMENT LE LANCEMENT DE LA COUVERTURE DE TAKE OFF LE 12/01/2021 AVEC UNE JUSTE VALEUR DE €8,07/ACTION.

CE DOCUMENT EST UNE SOURCE D'INFORMATION UNIQUEMENT, ET NE FAIT PAS PARTIE, ET NE DOIT EN AUCUN CAS ÊTRE CONSIDÉRÉ COMME UNE OFFRE DE VENTE, DE SOUSCRIPTION OU DE COMMERCE, OU UNE SOLlicitation D'ACHAT, DE SOUSCRIPTION OU DE COMMERCE D'INSTRUMENTS/PRODUITS FINANCIERS, OU EN GÉNÉRAL D'INVESTISSEMENT, NI COMME UNE FORME DE CONSEIL POUR UN INVESTISSEMENT DANS DES INSTRUMENTS FINANCIERS.

LES INFORMATIONS FOURNIES DANS CE DOCUMENT NE DOIVENT PAS ÊTRE COMPRIS COMME UNE DEMANDE OU UNE SUGGESTION DE RÉALISER OU D'EFFECTUER UNE TRANSACTION SPÉCIFIQUE.

CHAQUE INVESTISSEUR DOIT SE FORGER SA PROPRE OPINION EN SE FONDANT EXCLUSIVEMENT SUR SON APPRÉCIATION DE L'OPPORTUNITÉ D'INVESTIR. TOUTE DÉCISION D'INVESTISSEMENT PRISE SUR LA BASE DES INFORMATIONS ET DES ANALYSES CONTENUES DANS CE DOCUMENT RELÈVE DE LA RESPONSABILITÉ EXCLUSIVE DES DESTINATAIRES DE CE DOCUMENT, QUI DOIVENT CONSIDÉRER CE

DOCUMENT COMME UNE SIMPLE SOURCE D'INFORMATION ET D'ANALYSE POUR ÉTAYER CETTE DÉCISION.

LES OPINIONS, PRÉVISIONS OU ESTIMATIONS CONTENUES DANS CE DOCUMENT CONSTITUENT UN JUGEMENT À LA DATE DU PRÉSENT DOCUMENT, ET RIEN NE GARANTIT QUE LES RÉSULTATS FUTURS DE LA SOCIÉTÉ ET/OU LES ÉVÉNEMENTS FUTURS SERONT CONFORMES À CES OPINIONS, PRÉVISIONS OU ESTIMATIONS.

KT&PARTNERS N'OFFRE AUCUNE GARANTIE EXPLICITE OU IMPLICITE QUANT À LA PERFORMANCE OU AU RÉSULTAT DE TOUT INVESTISSEMENT OU PROJECTION EFFECTUÉ.

PAR CONSÉQUENT, KT&PARTNERS, SES REPRÉSENTANTS ET/OU EMPLOYÉS NE SERONT PAS RESPONSABLES D'AUCUNE CONSÉQUENCE DE L'UTILISATION DE CE DOCUMENT, ET DÉCLINENT TOUTE RESPONSABILITÉ POUR TOUT DOMMAGE DIRECT OU INDIRECT, FINANCIER OU AUTRE, DÉRIVANT DE TOUTE UTILISATION DES INFORMATIONS QU'IL CONTIENT.

KT&PARTNERS A POUR OBJECTIF DE FOURNIR UNE COUVERTURE CONTINUE DE LA SOCIÉTÉ À L'OCCASION DE TOUT ÉVÉNEMENT EXCEPTIONNEL AFFECTANT LA SPHÈRE D'ACTIVITÉ DE L'ÉMETTEUR ET, EN TOUT ÉTAT DE CAUSE, AU MOINS DEUX FOIS PAR AN.

DANS CETTE ÉTUDE, DES MODÈLES DE FLUX DE TRÉSORERIE ACTUALISÉ ET D'ÉVALUATION DE MULTIPLES ONT ÉTÉ UTILISÉS. LES RECOMMANDATIONS SUIVENT LES RÈGLES SUIVANTES :

- MAJORER – POUR UNE JUSTE VALEUR > 15% SUR LE PRIX ACTUEL
- MAINTENIR – POUR UNE JUSTE VALEUR < 15% ou > -15% SUR LE PRIX ACTUEL
- RÉDUIRE – POUR UNE JUSTE VALEUR < -15% SUR LE PRIX ACTUEL

KT&PARTNERS

Via della Posta, 10 – Piazza Affari, 20123 Milan – Italie
Tél. : +39.02.83424007 Fax : +39.02.83424011
segreteria@ktepartners.com