

Une puissance de feu pour saisir les opportunités de fusion et d'acquisition

ADD | Fair Value: €8.37 (€8.07) | Current Price: €4.35 | Upside: 93%

Actualisation des recherches

| Millions d'euros | FY19A | FY20A | FY21A | FY22E | FY23E | FY24E | FY25E |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenu total | 33.2 | 22.3 | 28.0 | 35.0 | 44.8 | 54.1 | 61.7 |
| EBITDA | 6.2 | 6.5 | 9.5 | 10.5 | 13.8 | 17.0 | 19.7 |
| <i>marge</i> | 18.7% | 29.1% | 34.0% | 29.9% | 30.8% | 31.4% | 32.0% |
| Bénéfice net | 3.5 | 3.8 | 5.6 | 6.1 | 7.6 | 9.5 | 11.1 |
| <i>marge</i> | 10.7% | 17.1% | 20.1% | 17.3% | 17.1% | 17.6% | 18.0% |
| BPA | n.a. | n.a. | 0.36 | 0.39 | 0.49 | 0.61 | 0.71 |
| PFN | (4.7) | (0.1) | (12.1) | (10.7) | (14.6) | (21.0) | (29.1) |

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

Une rentabilité exceptionnelle, une forte génération de trésorerie et un rendement du dividende intéressant. Conformément aux résultats préliminaires, le chiffre d'affaires de TKO-IT pour l'exercice 2021 a atteint 26,4 millions d'euros, soit une croissance de 24,6 % par rapport à l'exercice précédent (21,2 millions d'euros), grâce à l'assouplissement progressif des restrictions liées à la COVID-19. Les revenus totaux ont atteint 28 millions d'euros au cours de l'exercice 2021 (+24,6 % par rapport à l'année précédente), dont 21,4 millions d'euros (+38 % par rapport à l'année précédente) attribuables à Take Off et 6,6 millions d'euros (-3,4 % par rapport à l'année précédente) attribuables à OverKids. Malgré les restrictions persistantes imposées par la COVID-19, le Groupe a fait preuve d'une forte résilience et a été en mesure d'accroître sa rentabilité grâce à la rotation des stocks, aux activités de réduction des coûts et à l'amélioration du prix de vente moyen dans toutes les unités commerciales (+12,7% et +18,4% par rapport à 2019 pour Take Off et OverKids, respectivement). En outre, grâce à une incidence plus faible que prévu du coût du service et des autres dépenses d'exploitation, l'EBITDA de l'exercice 2021 a bondi à 9,5 millions d'euros (contre 6,5 millions d'euros), atteignant une marge EBITDA exceptionnelle de 34% (+4,9 points de pourcentage en glissement annuel) et presque +4 points de pourcentage par rapport à nos projections (faites avant l'annonce des résultats préliminaires de TKO-IT). Le bénéfice net a fait un bond à 5,6 millions d'euros (+47,8% par rapport à l'année précédente), dépassant de près de 14% nos prévisions (faites avant l'annonce des résultats préliminaires de TKO-IT). La position de trésorerie nette s'est améliorée, passant de 0,1 million d'euros en 2020

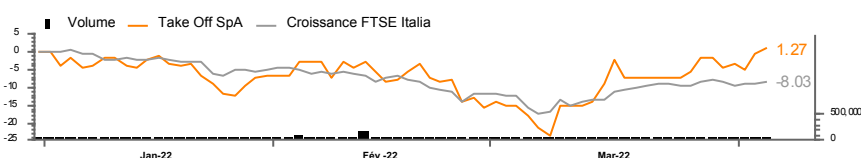
à 12 millions d'euros en 2021. 12 millions d'euros pour l'exercice 2021, principalement en raison de 11,2 millions d'euros d'AUCAP de l'introduction en bourse (ajustés pour les coûts de l'introduction en bourse) et d'une forte génération de cash avec 6,3 millions d'euros de flux e trésorerie d'exploitation (FTE/EBITDA de 67% contre 31% en 2020) et FTD/EBITDA de 54% (contre 18% en 2020). Enfin, le CA de TKO-IT a proposé aux assemblées d'actionnaires un dividende de 0,18 € par action (rendement du dividende de 4,1%), ce qui se traduit par un ratio de distribution de 72,3% (ou 50% sur la base du résultat net du groupe).

Le point sur le développement de l'entreprise. En 2021, malgré le ralentissement causé par la COVID-19, la société a pu ouvrir 17 nouveaux magasins (dont 1 Take Off et 16 Overkids), pour atteindre 143 magasins en Italie à la fin de l'année. Selon la direction de TKO-IT, 12 nouvelles ouvertures de magasins (nettes des fermetures prévues) sont attendues d'ici le premier semestre 2022, dont 10 magasins Take Off et 2 Overkids (15 ouvertures et 13 fermetures). Plus précisément, 6 des 10 nouvelles ouvertures de la marque Take Off sont basées dans le nord de l'Italie, poursuivant le plan d'expansion du réseau de vente annoncé lors de l'introduction en bourse.

Révision des estimations. Sur la base des résultats financiers de l'exercice 2021, nous avons revu nos estimations pour la période 2022-24 légèrement à la baisse, en tenant compte : i) des revenus des ventes d'Overkids inférieurs aux prévisions pour l'exercice 2021 ; ii) du ralentissement des ventes au premier trimestre de l'année causé par l'épidémie de la variante COVID-19 (Omicron) ; et iii) de la hausse des prix de l'énergie, du coût du transport et des pénuries mondiales de matières premières. En conséquence, nous prévoyons désormais que les revenus de l'exercice 2022 s'élèveront à 35 millions d'euros, puis à 54,1 millions d'euros pour l'exercice 2024. En outre, malgré une marge d'EBITDA plus élevée que prévu pour l'exercice 2021, nous avons prudemment maintenu la même rentabilité que celle prévue dans nos estimations précédentes. Nous nous attendons à ce que la société reste positive en termes de trésorerie tout au long de la période de prévision et nous pensons donc qu'elle dispose d'une solide puissance de feu pour se développer par le biais de fusions et acquisitions (qui ne sont toutefois pas incluses dans nos estimations).

Juste valeur à €8,37 par action. Notre évaluation - basée sur les modèles de flux de trésorerie actualisé et VE/EBITDA - donne une valeur d'équité de 130,9 millions d'euros ou 8,37ps, avec une note ADD et une hausse de +93% par rapport au prix actuel du marché.

Graphique de la performance relative depuis le cumul annuel



7 avril 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

gtrapani@ktepartners.com

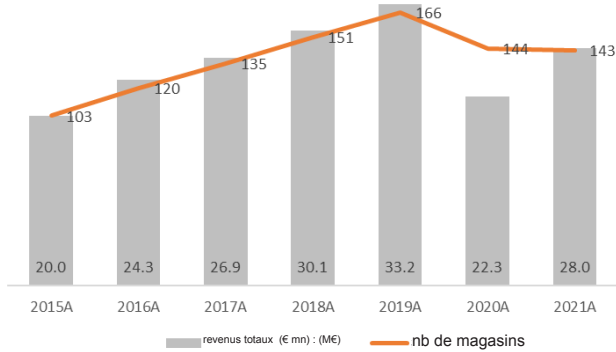
Chiffres-clés – Take Off S.p.A.

| | Prix actuel (€) | Juste valeur (€) | | | | Secteur | Capital flottant (%) | | |
|--|-----------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|--------------|--------------|
| | 4.35 | 8.37 | | | | Apparel | 20.0% | | |
| Données par action | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Total des actions en circulation (mn) | | | n.m. | n.m. | 15.62 | 15.62 | 15.62 | 15.62 | 15.62 |
| BPA | | | n.m. | n.m. | 0.36 | 0.39 | 0.49 | 0.61 | 0.71 |
| Dividende par action (ord) | | | n.a. | n.m. | 0.18 | 0.10 | 0.12 | 0.15 | 0.18 |
| Ratio de distribution des dividendes (%) | | | 28% | 178% | 50% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| Profits et pertes (millions d'euros) | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Revenu total | | | 33.2 | 22.3 | 28.0 | 35.0 | 44.8 | 54.1 | 61.7 |
| EBITDA | | | 6.2 | 6.5 | 9.5 | 10.5 | 13.8 | 17.0 | 19.7 |
| EBIT | | | 4.6 | 5.0 | 7.7 | 8.0 | 10.7 | 13.4 | 15.6 |
| EBT | | | 5.1 | 5.0 | 7.2 | 8.5 | 10.8 | 13.4 | 15.7 |
| Taxes | | | (1.5) | (1.2) | (1.6) | (2.5) | (3.1) | (3.9) | (4.5) |
| Taux d'imposition | | | 30% | 23% | 22% | 29% | 29% | 29% | 29% |
| Revenu net | | | 3.5 | 3.8 | 5.6 | 6.1 | 7.6 | 9.5 | 11.1 |
| Bilan (en millions d'euros) | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Total des actifs immobilisés | | | 9.9 | 10.2 | 8.5 | 11.9 | 14.1 | 15.1 | 15.0 |
| Fonds de roulement net (FRN) | | | (1.3) | 2.2 | 4.0 | 5.7 | 6.2 | 7.0 | 8.5 |
| Provisions | | | (0.5) | (0.7) | (1.0) | (1.4) | (1.9) | (2.5) | (3.2) |
| Total Capital net investi | | | 8.1 | 11.7 | 11.5 | 16.2 | 18.5 | 19.7 | 20.3 |
| Position financière nette/(Trésorerie) | | | (4.7) | (0.1) | (12.1) | (10.7) | (14.6) | (21.0) | (29.1) |
| Total des fonds propres | | | 12.8 | 11.8 | 23.7 | 26.9 | 33.0 | 40.7 | 49.4 |
| Flux de trésorerie (en millions d'euros) | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Flux de trésorerie net d'exploitation | | | n.a. | 5.3 | 8.0 | 8.1 | 10.7 | 13.1 | 15.2 |
| Variation du FRN | | | n.a. | (3.5) | (1.9) | (1.6) | (0.6) | (0.8) | (1.5) |
| Dépenses en capital | | | n.a. | (0.7) | (1.3) | (1.5) | (1.5) | (1.5) | (1.5) |
| Autres éléments de trésorerie/Utilisations des fonds | | | n.a. | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| Flux de trésorerie disponible | | | n.a. | 1.3 | 5.1 | 5.4 | 9.1 | 11.4 | 12.9 |
| Valeur d'entreprise (millions d'euros) | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Cap. boursière | | | n.m. | n.m. | 68.0 | 67.9 | 67.9 | 67.9 | 67.9 |
| Minorités | | | - | - | - | - | - | - | - |
| Position financière nette/(Trésorerie) | | | (4.7) | (0.1) | (12.1) | (10.7) | (14.6) | (21.0) | (29.1) |
| Valeur d'entreprise | | | n.m. | n.m. | 55.8 | 57.2 | 53.3 | 46.9 | 38.8 |
| Ratios (%) | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Marge EBITDA | | | 18.7% | 29.1% | 34.0% | 29.9% | 30.8% | 31.4% | 32.0% |
| Marge EBIT | | | 13.9% | 22.5% | 27.5% | 22.9% | 24.0% | 24.7% | 25.2% |
| Ratio Dettes/Fonds propres | | | -36.8% | -1.2% | -51.3% | -39.8% | -44.1% | -51.6% | -58.9% |
| Couverture des intérêts sur l'EBIT | | | -9.7% | 0.8% | 6.4% | -0.2% | -0.3% | -0.4% | -0.6% |
| PFN/EBITDA | | | -75.9% | -2.2% | -127.4% | -102.4% | -105.5% | -123.4% | -147.4% |
| RCE | | | 57.0% | 43.0% | 66.7% | 49.6% | 58.1% | 68.0% | 76.6% |
| RCP | | | 27.6% | 32.2% | 23.8% | 22.6% | 23.1% | 23.4% | 22.5% |
| VE/Ventes | | | 1.68x | 2.50x | 1.99x | 1.59x | 1.25x | 1.03x | 0.90x |
| VE/EBITDA | | | 8.97x | 8.59x | 5.86x | 5.33x | 4.04x | 3.28x | 2.83x |
| Cours/Bénéfices | | | 19.18x | 17.79x | 12.04x | 11.19x | 8.89x | 7.12x | 6.10x |
| Rendement du flux de trésorerie disponible | | | n.m. | 0.02x | 0.09x | 0.10x | 0.16x | 0.21x | 0.23x |
| Taux de croissance (%) | | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Ventes | | | n.a. | -32.7% | 25.3% | 25.2% | 27.7% | 20.9% | 14.0% |
| EBITDA | | | n.a. | 4.4% | 46.5% | 9.9% | 32.0% | 23.2% | 15.9% |
| EBIT | | | n.a. | 8.8% | 52.9% | 4.5% | 33.6% | 24.5% | 16.5% |
| Revenu net | | | n.a. | 7.8% | 47.8% | 7.6% | 25.9% | 24.7% | 16.7% |

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

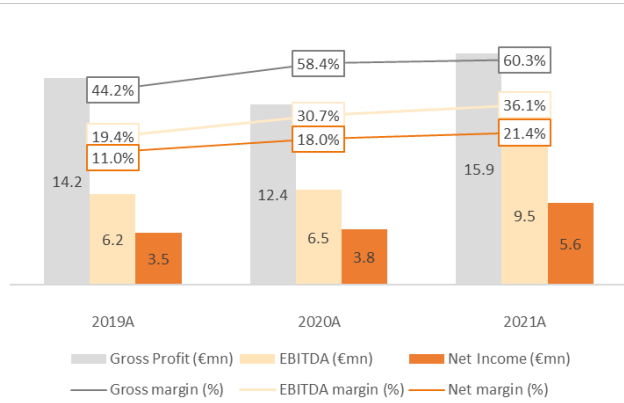
Principaux graphiques

Revenus totaux et ouverture de boutique (M€, #)



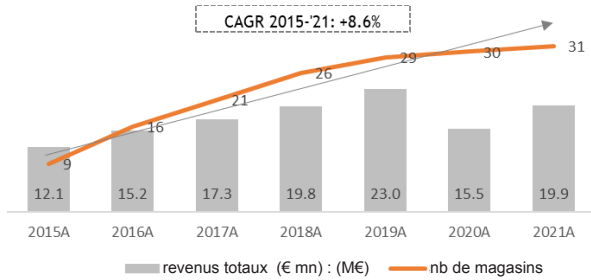
Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

Évolution de la rentabilité (M€, %)



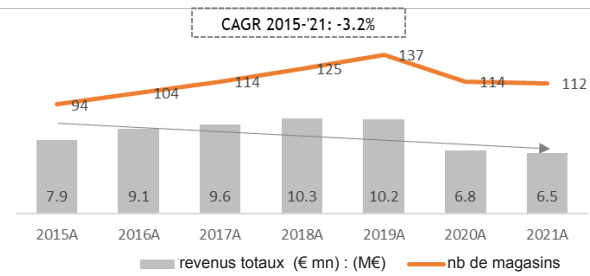
Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

Revenus totaux et ouvertures de magasins Take Off (M€, #)



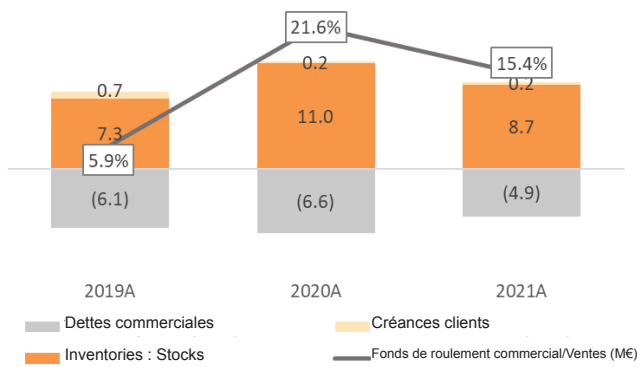
Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

Revenus totaux et ouvertures de magasins OverKids (M€, #)



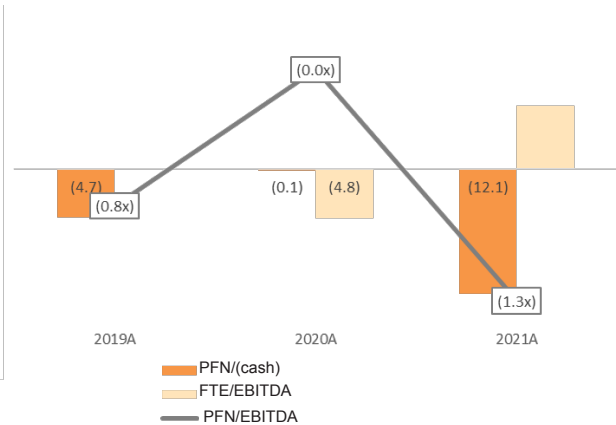
Source : Données de l'entreprise, analyse de KT&Partners

Fonds de roulement commercial (M€, %)



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

PFN et variation des fonds propres totaux (M€, x)



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

Présentation générale

Description de l'entreprise

Le Groupe est un acteur du marché italien de la mode au détail, par le biais d'un réseau de 144 magasins, offrant aux familles une gamme complète de produits allant de l'habillement à prix réduit pour adultes - par le biais de sa marque Take Off, aux vêtements pour enfants, par le biais de sa propre marque OverKids. En ce qui concerne Take Off, le Groupe a développé un modèle commercial innovant basé sur : i) un mélange équilibré de marques propres et de marques tierces ; ii) un réseau de 31 boutiques de mode (dont 27 sont gérées en direct) et une redistribution des stocks entre les magasins afin de réduire les invendus à presque zéro ; et iii) un système innovant de prix réduits basé sur le paradigme « divisé par » (de $\div 2$ à $\div 10$). Le réseau OverKids couvre la majeure partie du territoire italien à travers 113 magasins franchisés, proposant des produits à prix plein. Le groupe envisage maintenant d'étendre son réseau de vente au détail, à la fois en entrant dans d'autres régions italiennes et en augmentant la pénétration sur les marchés déjà couverts.

TKO-IT est entré en bourse sur Euronext Growth Milan (EGM) le 23 novembre 2021, avec une capitalisation boursière de 67,7 millions d'euros et environ 11,2 millions d'euros de capitaux levés (ajustés pour les coûts de l'introduction en bourse). La direction a annoncé que le produit de l'introduction en bourse serait utilisé pour accélérer le développement du réseau de vente au détail en ouvrant environ 40 magasins Take Off's d'ici 2024, dont environ 70 % gérés directement (DOS) et environ 90 magasins Over gérés par des tiers (TPOS). Take Off envisage également d'accélérer son développement en acquérant de petits réseaux de vente au détail non performants déjà existants et en les convertissant en magasins Take Off. Le développement du réseau devrait stimuler les revenus, la rentabilité et la notoriété du groupe.

Cas d'investissement

- **Le modèle commercial innovant de Take Off basé sur les boutiques de mode outlet.** Take Off a développé un modèle commercial innovant en introduisant les boutiques de mode outlet, qui offrent une expérience client de haut niveau dans des magasins raffinés avec une assistance de vente personnelle et un système de prix discount innovant, permettant de capter une large base de clients.
- **Un réseau de vente au détail étendu et capillaire avec une rentabilité élevée et un risque faible.** Le Groupe s'appuie sur l'un des plus grands réseaux de vente au détail, qui exploite 144 magasins, couvrant la plupart des régions italiennes grâce au réseau Over, avec une présence capillaire dans les régions du centre et du sud grâce au réseau Take Off. En outre, le Groupe - selon la direction - supporte un faible risque financier lié au développement du réseau, comme :
 - i) Les investissements nécessaires à l'ouverture de nouveaux magasins Take Off sont limités à 300 000 € de stocks (moins pour OverKids) et 150 000 € de frais d'installation (et environ 5 à 20 000 € pour TPOS ; ii) les coûts de la fermeture éventuelle des magasins non performants sont limités à environ 100 000 € pour DOS (y compris les investissements d'installation non récupérables et les frais de fermeture)- et pratiquement nuls pour TPOS.
- **Une rentabilité élevée assurée par la rotation des stocks dans le réseau.** Le modèle de Take Off est un exemple clair d'économie circulaire, car le réseau de magasins permet une gestion efficace des stocks. En effet, les invendus de chaque saison (11 % en moyenne) sont remaniés vers d'autres magasins afin de maximiser les profits et de signifier que la destruction ou la dépréciation des stocks est proche de zéro. En conséquence, la société a annoncé une marge d'EBITDA de 36,1 % pour l'exercice 2021 (calculée sur le chiffre d'affaires), soit un EBITDA de 9,5 millions d'euros pour l'exercice 2021 (+46,4 % par rapport à l'année précédente).
- **Positionné sur des marchés fortement résilients.** Le Groupe opère sur deux segments - le marché de la mode à bas prix pour adultes et le marché des vêtements pour enfants - qui se sont avérés particulièrement résilients lors des ralentissements du marché.

Développements récents

- **Warrant Take Off 2022-2024.** Le Groupe attribuera des warrants à raison d'un warrant pour chaque action (pour un total de 15 620 000 warrants) à chaque actionnaire lors de l'approbation des états financiers de l'exercice 2021 par l'assemblée des actionnaires. Le warrant pourra être converti en actions nouvelles (période d'exercice en novembre de chaque année entre 2022 et 2024) avec un ratio de quatre warrants par action à un prix d'exercice de : i) +30% sur le prix de la 1ère fenêtre d'introduction en bourse ; ii) dans la seconde fenêtre à un prix d'exercice de +15% par rapport au prix d'exercice de la 1ère fenêtre ; iii) dans la troisième fenêtre à un prix d'exercice de +15% sur le prix d'exercice de la seconde fenêtre.

Résultats financiers de l'exercice 2021

Les principales données financières de Take Off pour l'exercice 2021 sont les suivantes :

- Chiffre d'affaires de 26,4 millions d'euros contre 21,2 millions d'euros pour l'exercice 2020 (+24,6% en glissement annuel), soit -7% de moins que nos prévisions (faites en novembre 2021) et en ligne avec les résultats préliminaires ;
- La marge brute a augmenté de +28,7% en glissement annuel pour atteindre 15,9 millions d'euros, conformément à nos prévisions pour l'exercice 21 faites avant l'annonce des résultats préliminaires de TKO-IT, avec une marge brute de 56,9% (+2pp en glissement annuel) ;
- L'EBITDA a augmenté de 46,5 % par rapport à l'année précédente pour atteindre 9,5 millions d'euros (près de 9 % de plus que nos estimations de novembre 2021), avec une marge d'EBITDA de 34 % (soit 36,1 % du chiffre d'affaires) ;
- Le bénéfice net a fait un bond à 5,6 millions d'euros (+47,8% par rapport à l'année précédente), dépassant de près de 14% nos prévisions (faites avant les résultats préliminaires de TKO-IT) ;
- Position de trésorerie nette à 12 millions d'euros, soit 12 millions d'euros de plus que pour l'exercice 2020.
- Le conseil d'administration de TKO-IT a proposé un dividende de 0,18 euro par action à l'assemblée générale des actionnaires, ce qui implique un rendement du dividende d'environ 4,67 %.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2021 a augmenté de +24,6% par rapport à l'exercice précédent pour atteindre 26,4 millions d'euros (contre 21,2 millions d'euros pour l'exercice 2020) grâce à l'assouplissement progressif des restrictions liées à la pandémie de COVID-19. Le chiffre d'affaires de la Division Take Off a augmenté de 37,5% par rapport à l'exercice précédent, entraînant ainsi la croissance du groupe, tandis qu'OverKids a enregistré un chiffre d'affaires légèrement inférieur à celui de l'exercice 2020 (-3,1% 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, les revenus journaliers moyens ont augmenté de 14,7 % par rapport à l'exercice précédent, pour atteindre 63 K€, en ligne avec les résultats de 2019. Les revenus totaux ont atteint 28 millions d'euros au cours de l'exercice 2021 (+24,6 % par rapport à l'année précédente), dont 21,4 millions d'euros (+38 % par rapport à l'année précédente) attribuables à Take Off et 6,6 millions d'euros (-3,4 % par rapport à l'année précédente) attribuables à OverKids.

Malgré la COVID-19, le Groupe a fait preuve d'une forte résilience et a été en mesure d'accroître sa rentabilité grâce à la rotation des stocks, aux activités de réduction des coûts et à l'amélioration du prix de vente moyen dans toutes les unités commerciales (+12,7% et +18,4% par rapport à 2019 pour Take Off et OverKids, respectivement). En conséquence, TKO-IT a réalisé un bénéfice brut de 15,9 millions d'euros, soit une hausse de 28,7 % par rapport à l'exercice 2020. En outre, grâce à une incidence plus faible que prévu du coût du service et des autres dépenses d'exploitation, l'EBITDA de l'exercice 2021 a bondi à 9,5 millions d'euros (contre 6,5 millions d'euros), atteignant une marge EBITDA exceptionnelle de 34% (+4, 9 points de pourcentage en glissement annuel) et presque +4 points de pourcentage par rapport à nos projections (faites avant les résultats préliminaires).

En ce qui concerne le résultat net, le Groupe a enregistré une augmentation remarquable de la marge nette de l'exercice 2021 de +3,1pp par rapport à l'année précédente, avec un résultat net s'élevant à 5,6 millions d'euros (+47,8% par rapport à l'exercice précédent).

En 2021, les actifs immobilisés ont diminué d'environ 1,8 million d'euros, s'élevant à 8,5 millions d'euros pour l'exercice 2021, tandis que le fonds de roulement net a augmenté de 1,9 million d'euros pour atteindre 4 millions d'euros en 2021. L'incidence du fonds de roulement commercial sur le chiffre d'affaires est passée de 20% en 2020 à 15% en 2021, également grâce aux restrictions plus faibles à la fin de 2021 par rapport à la fin de 2020.

Sur la même période, le PFN s'est amélioré de 12 millions d'euros, ce qui donne une position de trésorerie nette de

12,1 millions d'euros pour l'exercice 2021, contre 0,1 million d'euros de trésorerie nette pour l'exercice 2020. L'évolution de la PFN est principalement due à :

- 11,2 millions d'euros d'augmentation de capital avec l'introduction en bourse (ajustés pour les coûts de l'introduction en bourse) ;
- une forte génération de cash ayant pour résultat 6,3 millions d'euros de flux de trésorerie d'exploitation (FTE/EBITDA de 67 % contre 31% en 2020) et FTD/EBITDA de 54 % (contre 18% en 2020) ;
- 6,8 millions d'euros de paiements de dividendes ;
- 1,9 million d'euros d'absorption de trésorerie NWC due à l'augmentation des autres actifs ;
- et v) 1,3 million d'euros principalement attribuables aux nouveaux contrats de location (ROU IFRS 16).

Enfin, le conseil d'administration a proposé le versement d'un dividende d'environ 2,8 millions d'euros, soit 0,18 euro par action, ce qui représente un rendement d'environ 4,1 % et un ratio de distribution de 72,3 % (ou 49,9 % sur la base du résultat net du groupe). La première date d'enregistrement disponible est prévue le 3 mai 2022.

Compte de résultat de l'exercice 2021 (en M €)

| € Million | FY19 | FY20 | FY21 | YoY % | FY21E Pre- Preliminary | FY21E Post- Preliminary | A vs E % Pre | A vs E % Post |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------------|-------------------------|--------------|---------------|
| Take Off | 22.8 | 14.5 | 19.9 | 37% | 20.7 | 19.9 | -4% | 0% |
| OverKids | 9.3 | 6.7 | 6.5 | -3% | 7.6 | 6.8 | -15% | -4% |
| Sales Revenues | 32.1 | 21.2 | 26.4 | 25% | 28.3 | 26.7 | -7% | -1% |
| Growth % | | -34.0% | 24.6% | | | | | |
| Other Revenues | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 38% | 0.7 | 0.7 | 137% | 137% |
| Total Revenues | 33.2 | 22.3 | 28.0 | 25% | 29.0 | 27.4 | -3% | 2% |
| Growth % | | -32.7% | 25.3% | | | | | |
| Products and Raw materials | (19.0) | (10.0) | (12.1) | | (12.9) | (12.1) | -6% | -1% |
| Gross Profit | 14.2 | 12.4 | 15.9 | 28.7% | 16.1 | 15.2 | -1% | 5% |
| Gross Margin | 42.8% | 55.4% | 56.9% | 2% | 55.6% | 55.6% | | |
| Cost of Services | (2.3) | (1.7) | (1.8) | | (2.3) | (2.1) | | |
| Personnel Expenses | (4.7) | (3.9) | (4.3) | | (4.4) | (3.6) | | |
| Other Operating Expenses | (0.9) | (0.3) | (0.3) | | (0.7) | (0.7) | | |
| EBITDA | 6.2 | 6.5 | 9.5 | 47% | 8.7 | 8.8 | 9% | 8% |
| EBITDA margin | 18.7% | 29.1% | 34.0% | 4.9% | 30.1% | 32.2% | | |
| Growth % | | 4.4% | 46.5% | | | | | |
| D&A and Provisions | (1.6) | (1.5) | (1.8) | | (1.7) | (1.7) | 7% | 7% |
| EBIT | 4.6 | 5.0 | 7.7 | 53% | 7.0 | 7.1 | 10% | 8% |
| EBIT margin | 13.9% | 22.5% | 27.5% | 5% | 24.2% | 25.9% | | |
| Growth % | | 8.8% | 52.9% | | | | | |
| Financial Income and Expenses | 0.5 | (0.0) | (0.5) | | (0.0) | (0.0) | | |
| EBT | 5.1 | 5.0 | 7.2 | 44% | 7.0 | 7.1 | 3% | 2% |
| Taxes | (1.5) | (1.2) | (1.6) | | (2.0) | (2.0) | | |
| Tax Rate | 30.2% | 23.5% | 21.6% | | | | | |
| Net Income | 3.5 | 3.8 | 5.6 | 48% | 4.9 | 5.0 | 14% | 13% |
| Net margin | 10.7% | 17.1% | 20.1% | 3% | 17.1% | 18.3% | | |
| Growth % | | 7.8% | 47.8% | | | | | |

Source : Données de l'entreprise

Bilan de l'exercice 2021 (en M€)

| Millions d'euros | FY19A | FY20A | FY21A |
|--|--------------|--------------|---------------|
| Immobilisations corporelles et incorporelles (actifs ROU - IFRS16) | 9.4 | 9.8 | 8.0 |
| Autres actifs à long terme | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| Immobilisations | 9.9 | 10.2 | 8.5 |
| Créances clients | 0.7 | 0.2 | 0.2 |
| Stocks | 7.3 | 11.0 | 8.7 |
| Dettes commerciales | (6.1) | (6.6) | (4.9) |
| Fonds de roulement commercial | 1.9 | 4.6 | 4.1 |
| Autres actifs et passifs | (3.2) | (2.4) | (0.0) |
| Fonds de roulement net | (1.3) | 2.2 | 4.0 |
| Autres provisions | (0.5) | (0.7) | (1.0) |
| Capital net investi | 8.1 | 11.7 | 11.5 |
| Total des capitaux propres | 12.8 | 11.8 | 23.7 |
| Dettes à court terme / | (11.1) | (12.4) | (22.0) |
| Dettes à long terme | 6.4 | 12.3 | 9.9 |
| Net Fina | (4.7) | (0.1) | (12.1) |
| So | 8.1 | 11.7 | 11.5 |

Source : Données de l'entreprise

Révision des estimations

Sur la base des résultats financiers de la société pour l'exercice 2021 et des tendances de l'économie mondiale et du marché de Take Off, nous avons révisé nos estimations pour la période 2022-24.

En ce qui concerne le chiffre d'affaires, nous avons ajusté nos estimations légèrement à la baisse pour tenir compte i) du chiffre d'affaires d'Overkids plus faible que prévu pour l'exercice 2021 ii) du ralentissement des ventes au premier trimestre de l'année causé par l'épidémie de la variante COVID-19 (Omicron). Toutefois, nous notons que, selon la direction, conformément à la stratégie du groupe, 12 nouvelles ouvertures de magasins (nettes des fermetures prévues), dont 10 Take Off et 2 Overkids (dont 15 ouvertures et 13 fermetures) sont prévues d'ici le premier semestre 2022. Plus précisément, 6 des 10 nouvelles ouvertures de Take Off sont basées dans le nord de l'Italie, poursuivant le plan d'expansion du réseau de vente annoncé lors de l'introduction en bourse. Nous prévoyons désormais un chiffre d'affaires de 35 millions d'euros pour l'exercice 22, qui devrait atteindre 54,1 millions d'euros pour l'exercice 24.

Nous avons également pris en compte les incertitudes liées à la hausse des prix de l'énergie, aux coûts de transport et à la pénurie mondiale de matériaux. Par conséquent, malgré une marge d'EBITDA plus élevée que prévu pour l'exercice 2021, nous avons prudemment maintenu la même rentabilité que celle prévue dans nos estimations précédentes. En termes absolus, nous prévoyons une augmentation de l'EBITDA de +21,4% TCAC2021-24, s'élevant à 17 millions d'euros pour l'exercice 24 (5,3% de moins que nos précédentes estimations en raison du niveau inférieur des revenus), avec une marge EBITDA de 29,9% pour l'exercice 2022, atteignant 31,4% en 2024.

En ce qui concerne le résultat net, nous pensons qu'il augmentera à un TCAC 2021-24 inférieur de 2,7 points aux estimations précédentes en raison d'une projection d'EBITDA plus faible et d'un niveau constant de frais généraux et administratifs. Nous prévoyons désormais un résultat net de 6,1 millions d'euros pour l'exercice 2022 (marge nette de 17,3%) et de 9,5 millions d'euros pour l'exercice 2024 (marge nette de 17,5%).

Enfin, nous prévoyons une position de trésorerie nette de 10,7 millions d'euros pour l'exercice 2022, pour atteindre 21 millions d'euros en 2024. La PFN inclut également le paiement d'un dividende de 2,8 millions d'euros en 2022 (sous réserve de l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires) et nos estimations de dividendes futurs basées sur l'hypothèse d'un ratio de distribution de 25% (comme annoncé par TKO-IT Management lors de l'introduction en bourse).

Les principaux indicateurs financiers peuvent être résumés comme suit

- Chiffre d'affaires de 35 millions d'euros pour l'exercice 2022 (prévision), atteignant 54,1 millions d'euros pour l'exercice 24 (taux de croissance annuel composé de 24,6 % entre l'exercice 2021 et l'exercice 2024 (prévision)) ;
- EBITDA de 10,5 millions d'euros pour l'exercice 2022, en croissance de 17 millions d'euros pour l'exercice 24 (TCAC de 21,4% entre l'exercice 21A et l'exercice 2024) ;
- Résultat net de 6,1 millions d'euros pour l'exercice 2022, atteignant 9,5 millions d'euros pour l'exercice 24 (TCAC de 18,8% entre les exercices 2021 et 2024(prévision)) ;

Révision des estimations

| Millions d'euros | 2019A | 2020A | 2021A | Changement | 2022E | 2022E | Changement | 2023E | 2023E | Changement | 2024E | 2024E | Changement | TCAC précédent | |
|------------------------------|-------|--------|-------|------------|-----------|---------|------------|-----------|---------|------------|-----------|---------|------------|----------------|---------|
| | Réel | Réel | Réel | | Précédent | Nouveau | | Précédent | Nouveau | | Précédent | Nouveau | | Précédent | Nouveau |
| Revenus | 33.2 | 22.3 | 28.0 | 25.3% | 37.3 | 35.0 | -6.1% | 47.5 | 44.8 | -5.8% | 57.2 | 54.1 | -5.3% | 26.9% | 24.6% |
| Chang. Glissement annuel (%) | | -32.7% | 25.3% | | 33.4% | 25.2% | | 35.6% | 27.7% | | 20.3% | 20.9% | | | |
| EBITDA | 6.2 | 6.5 | 9.5 | 46.5% | 11.2 | 10.5 | -6.4% | 14.6 | 13.8 | -5.7% | 18.0 | 17.0 | -5.3% | 23.6% | 21.4% |
| Chang. Glissement annuel (%) | | 4.4% | 46.5% | | 17.4% | 9.9% | | 39.9% | 32.0% | | 22.8% | 23.2% | | | |
| Marge EBITDA | 18.7% | 29.1% | 34.0% | | 29.9% | 29.9% | | 30.8% | 30.8% | | 31.4% | 31.4% | | | |
| EBIT | 4.6 | 5.0 | 7.7 | 52.9% | 8.7 | 8.0 | -8.0% | 11.5 | 10.7 | -6.6% | 14.2 | 13.4 | -5.9% | 22.7% | 20.2% |

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 101,4 millions d'euros, soit 6,49 par action ;
2. L'analyse du Flux de trésorerie actualisé, basée sur un CMPC de 9,5% et une croissance perpétuelle de 1,5%, donne une

La moyenne des deux méthodes donne une juste valeur de 8,37 euros par action une valeur des fonds propres de 130,9 millions d'euros.

Récapitulatif de l'évaluation

| | Valeur des fonds propres M€ | Valeur/action € |
|------------------------------|-----------------------------|-----------------|
| VE/EBITDA | 106.6 | 6.82 |
| Cours/Bénéfices | 96.1 | 6.15 |
| Moyenne- multiples | 101.4 | 6.49 |
| Flux de trésorerie actualisé | 160.3 | 10.26 |
| Moyenne | 130.9 | 8.37 |

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Évaluation des multiples de marché

Après l'analyse des comparaisons, nous avons procédé à la définition des multiples de marché en nous concentrant sur les données 2022-24.

Comparaison avec les pairs - Multiples de marché 2022-24

| Raison sociale | Cours | Marché Cap | 2023 | VE/VENTES 2024 | VE/EBITDA 2022 | VE/EBITDA 2023 | VE/EBITDA 2024 | 2022 | VE/EBIT 2023 | VE/EBIT 2024 | P/E 2022 | P/E 2023 | P/E 2024 | |
|------------------------------|--------|------------|------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|--------------|--------------|----------|----------|----------|-------|
| B&M European Value Retail SA | London | 6,750 | 1.5x | 1.4x | 1.3x | 9.3x | 8.6x | 8.0x | 13.4x | 12.5x | 11.9x | 13.8x | 13.2x | 12.7x |
| Burlington Stores, Inc. | NYSE | 11,285 | 1.6x | 1.5x | 1.3x | 15.5x | 12.7x | 11.1x | 21.8x | 17.5x | 15.2x | 25.5x | 19.2x | 16.4x |
| Dunelm Group plc | | | | | | | | | | | | | | |
| FAST RETAILING CO., LTD. | London | 2,603 | 1.6x | 1.5x | 1.4x | 8.1x | 8.1x | 7.7x | 11.3x | 11.2x | 10.6x | 12.6x | 12.6x | 12.7x |
| Portobello SpA | | | | | | | | | | | | | | |
| Ross Stores, Inc. | Tokyo | 49,165 | 2.7x | 2.5x | 2.3x | 13.1x | 12.2x | 11.8x | 21.5x | 19.4x | 17.7x | 33.4x | 30.6x | 27.9x |
| TJX Companies Inc | | | | | | | | | | | | | | |
| Workman Co., Ltd. | Milan | 127 | 1.0x | 0.7x | n.a. | 5.3x | 3.3x | 3.3x | 6.3x | 4.2x | 3.6x | 8.1x | 5.3x | n.a. |
| | NASDAQ | 29,881 | 1.7x | 1.6x | 1.5x | 11.9x | 10.8x | 10.1x | 14.0x | 12.7x | 11.7x | 18.5x | 16.4x | 14.7x |
| | NYSE | 67,297 | 1.5x | 1.4x | 1.3x | 12.9x | 11.6x | 11.0x | 15.2x | 13.6x | 13.0x | 18.9x | 16.5x | 15.3x |
| | Tokyo | 3,065 | 2.8x | 2.6x | 2.4x | 11.1x | 10.3x | 10.3x | 12.1x | 11.2x | 10.7x | 20.6x | 19.0x | 18.4x |
| Moyenne Groupe de pairs | | 21,272 | 1.8x | 1.6x | 1.7x | 10.9x | 9.7x | 9.2x | 14.4x | 12.8x | 11.8x | 18.9x | 16.6x | 16.9x |
| Médiane Groupe de pairs | | 9,017 | 1.6x | 1.5x | 1.4x | 11.5x | 10.6x | 10.2x | 13.7x | 12.6x | 11.8x | 18.7x | 16.5x | 15.3x |
| Take Off SpA | Milan | 68 | 1.6x | 1.3x | 1.0x | 5.3x | 4.0x | 3.3x | 6.9x | 5.2x | 4.2x | 11.2x | 8.9x | 7.1x |

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Nous avons basé notre évaluation sur nos estimations de l'EBITDA et du revenu net de Take Off pour 2022, 2023 et 2024. 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.

Évaluation de multiples de marché VE/EBITDA

| Évaluation des multiples (en millions d'euros) | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Comp. VE/EBITDA | 11.5x | 10.6x | 10.2x |
| Adj. EBITDA Take Off | 8.7 | 11.6 | 14.4 |
| Valeur d'entreprise | 100.0 | 122.4 | 146.9 |
| Take Off FY21 Net Debt/(Cash) Adj. | (19.1) | (19.1) | (19.1) |
| Valeur des fonds propres | 119.1 | 141.4 | 166.0 |
| Valeur moyenne des fonds propres | | 142.2 | |
| <i>Décote Liquidité/Taille</i> | | 25% | |
| Valeur des fonds propres après décote | | 106.6 | |
| <i>Nombre d'actions (millions)</i> | | 15.6 | |
| Valeur/action € | | 6.82 | |

Source : FactSet, analyse KT&Partners

Évaluation des multiples de marché Cours/Bénéfices

| Évaluation des multiples (en millions d'euros) | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Comp. Cours/Bénéfices | 18.7x | 16.5x | 15.3x |
| Revenu net de Take Off | 6.1 | 7.6 | 9.5 |
| Valeur des fonds propres | 113.4 | 125.7 | 145.4 |
| Valeur moyenne des fonds propres | | 128.2 | |
| <i>Décote Liquidité/Taille</i> | | 25% | |
| Valeur des fonds propres après décote | | 96.1 | |
| <i>Nombre d'actions (millions)</i> | | 15.6 | |
| Valeur/action € | | 6.15 | |

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 actualisé sur quatre ans, basé sur un coût des capitaux propres de 10,5%, un coût de la dette de 3% et un ratio Dette/Trésorerie de 14,2% (Damodaran pour l'habillement). Le coût des fonds propres est une fonction du taux sans risque de 2,34% (BTP 10 ans italien), de la prime de risque des fonds propres de 4,61% (Damodaran pour un marché mature, T12 avec un payout durable), et d'une prime pour la taille et la liquidité de 2,68% (source : Duff&Phelps). Nous avons donc obtenu un CMPC de 9,5%.

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%).

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

| Millions d'euros | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|--------------|------------|-------------|-------------|
| EBIT | 8.0 | 10.7 | 13.4 | 15.6 |
| Taxes | (2.3) | (3.1) | (3.9) | (4.5) |
| D&A | 2.4 | 3.1 | 3.6 | 4.2 |
| Variations du fonds de roulement net | (1.6) | (0.6) | (0.8) | (1.5) |
| Variations des fonds | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| Flux de trésorerie net d'exploitation | 6.9 | 10.6 | 12.9 | 14.4 |
| Dépenses en capital | (1.5) | (1.5) | (1.5) | (1.5) |
| Flux de trésorerie d'exploitation (FCFO) | 5.4 | 9.1 | 11.4 | 12.9 |
| g | 1.5% | | | |
| CMPC | 9.5% | | | |
| Flux de trésorerie d'exploitation (actualisé) | 5.1 | 7.8 | 8.9 | 9.2 |
| Flux de trésorerie d'exploitation cumulé actualisé | 31.0 | | | |
| VT | 164.4 | | | |
| VT (actualisée) | 117.2 | | | |
| Valeur d'entreprise | 148.2 | | | |
| PFN/(Cash) Exercice 2021 | (12.1) | | | |
| Valeur des fonds propres | 160.3 | | | |
| Nombre courant d'actions (millions) | 15.6 | | | |
| Valeur/action (€) | 10.26 | | | |

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

Analyse de sensibilité (en millions d'euros)

| Millions d'euros | | CMPC | | | | |
|--------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 10.0% | 9.7% | 9.5% | 9.2% | 9.0% |
| Taux de croissance perpétuelle | 1.0% | 144.7 | 148.7 | 152.9 | 157.4 | 162.1 |
| | 1.3% | 147.8 | 152.0 | 156.5 | 161.2 | 166.3 |
| | 1.5% | 151.2 | 155.6 | 160.3 | 165.3 | 170.7 |
| | 1.8% | 154.8 | 159.4 | 164.4 | 169.7 | 175.4 |
| | 2.0% | 158.6 | 163.5 | 168.8 | 174.4 | 180.4 |

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

Annexe

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 6,8 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 5,4 milliards d'euros.
- **Burlington Stores, Inc. (BURL-US)** : cotée au NYSE, avec une capitalisation boursière d'environ 11,3 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 2021, les revenus de la société se sont élevés à 7,9 milliards d'euros.
- **Dunelm Group Plc (DNLM-GB)** : cotée à la Bourse de Londres, avec une capitalisation boursière d'environ 2,6 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 2021, les revenus de la société se sont élevés à 1,5 milliard d'euros.
- **Fast Retailing CO., LTD. (9983)** : cotée à la Bourse de Tokyo, avec une capitalisation boursière de 49,1 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 2021, les revenus de la société se sont élevés à 16,6 milliards d'euros.
- **Portobello SpA (POR-IT)** : cotée sur la Bourse italienne (Borsa Italiana), avec une capitalisation boursière d'environ 127 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 2021, les revenus de la société se sont élevés à 85 millions d'euros.
- **Ross Stores, Inc. (ROST-US)** : cotée au NASDAQ, avec une capitalisation boursière d'environ 30 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 d'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 2021, les revenus de la société se sont élevés à 16,1 milliards d'euros.

•**The TJX Cos., Inc. (TJX-US)** : cotée au NASDAQ, avec une capitalisation boursière d'environ 67 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 pour la maison 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 2021, les revenus de la société se sont élevés à 41 milliards d'euros.

•**Workman Co., Ltd. (7564-JP)** : Cotée à la Bourse de Londres avec une capitalisation boursière d'environ 3,1 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 t 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 2021, 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) a connu une croissance TCAC19-21 de +4,2%, tandis que les revenus de Take Off ont enregistré un TCAC19-21 de -9%, inférieur à la croissance comparable en raison des restrictions plus strictes auxquelles le groupe est assujéti rapport aux pairs américains. Sur la période 2021-24, le chiffre d'affaires de Take Off devrait enregistrer un TCAC de 26,4% contre 13,5% pour la moyenne des pairs. En ce qui concerne l'EBITDA, Take Off a enregistré un TCAC19-21 de 24%, dépassant la moyenne des pairs d'env.+ 2pp. Selon nos projections financières, l'EBITDA de Take Off devrait connaître un TCAC21-24 de 21%, contre une croissance moyenne de +9% pour ses pairs.

Comparaison par les pairs - Croissance des ventes et de l'EBITDA 2019-24

| Raison sociale | Ventes | | | | | | TCAC 2019-'21 | TCAC 2021-'24 |
|---------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|------------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | |
| B&M European Value Retail SA | 4,359 | 5,381 | 5,715 | 6,114 | 6,585 | 7,083 | 14.5% | 7.4% |
| Burlington Stores, Inc. | 6,526 | 5,012 | 7,922 | 8,811 | 9,815 | 10,757 | 10.2% | 10.7% |
| Dunelm Group plc | 1,248 | 1,205 | 1,508 | 1,831 | 1,929 | 2,018 | 9.9% | 10.2% |
| FAST RETAILING CO., LTD. | 18,312 | 16,713 | 16,658 | 16,632 | 17,941 | 19,234 | -4.6% | 4.9% |
| Portobello SpA | 45 | 63 | 85 | 134 | 196 | n.a. | 37.3% | n.a. |
| Ross Stores, Inc. | 14,365 | 10,913 | 16,096 | 18,172 | 19,364 | 20,703 | 5.9% | 8.8% |
| TJX Companies Inc | 37,363 | 27,987 | 41,312 | 48,230 | 51,209 | 54,336 | 5.2% | 9.6% |
| Workman Co., Ltd. | 764 | 856 | 864 | 935 | 991 | 1,072 | 6.3% | 7.5% |
| Moyennes des concurrents | 10,373 | 8,516 | 11,270 | 12,607 | 13,504 | 16,458 | 4.2% | 13.5% |
| Take Off SpA | 32 | 21 | 26 | 35 | 44 | 53 | -9.3% | 26.4% |

| Raison sociale | EBITDA | | | | | | TCAC 2019-'21 | TCAC 2021-'24 |
|---------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | |
| B&M European Value Retail SA | 662 | 945 | 986 | 972 | 1,045 | 1,127 | 22.0% | 4.6% |
| Burlington Stores, Inc. | 754 | -91 | 865 | 920 | 1,125 | 1,290 | 7.1% | 14.3% |
| Dunelm Group plc | 189 | 223 | 279 | 358 | 359 | 376 | 21.6% | 10.4% |
| FAST RETAILING CO., LTD. | 2,508 | 2,894 | 3,385 | 3,426 | 3,665 | 3,784 | 16.2% | 3.8% |
| Portobello SpA | 8 | 11 | 17 | 26 | 41 | 42 | 44.5% | 36.2% |
| Ross Stores, Inc. | 2,236 | 691 | 2,292 | 2,562 | 2,818 | 3,021 | 1.2% | 9.6% |
| TJX Companies Inc | 4,723 | 1,218 | 4,692 | 5,587 | 6,216 | 6,577 | -0.3% | 11.9% |
| Workman Co., Ltd. | 170 | 207 | 215 | 233 | 251 | 251 | 12.6% | 5.2% |
| Moyennes des concurrents | 1,406 | 762 | 1,591 | 1,760 | 1,940 | 2,058 | 6.4% | 9.0% |
| Take Off SpA | 6 | 6 | 10 | 10 | 14 | 17 | 23.7% | 21.4% |

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 environ 2 fois supérieure à celle du panel.

Comparaison avec les pairs - Marge EBITDA et Marge nette 2019-24

| Raison sociale | Marge EBITDA | | | | | | Marge Net | | | | | |
|------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| B&M European Value Retail SA | 15.2% | 17.6% | 17.2% | 15.9% | 15.9% | 15.9% | 5.1% | 8.9% | 8.7% | 7.6% | 7.5% | 7.2% |
| Burlington Stores, Inc. | 11.6% | neg | 10.9% | 10.4% | 11.5% | 12.0% | 6.4% | neg | 4.4% | 5.2% | 5.9% | 6.3% |
| Dunelm Group plc | 15.1% | 18.5% | 18.5% | 19.5% | 18.6% | 18.6% | 9.2% | 8.3% | 9.6% | 10.9% | 10.5% | 10.0% |
| FAST RETAILING CO., LTD. | 13.7% | 17.3% | 20.3% | 20.6% | 20.4% | 19.7% | 7.1% | 4.5% | 8.0% | 8.5% | 8.6% | 8.8% |
| Portobello SpA | 17.4% | 16.8% | 19.3% | 19.3% | 21.0% | n.m. | 10.5% | 9.5% | 10.3% | 11.4% | 11.8% | n.a. |
| Ross Stores, Inc. | 15.6% | 6.3% | 14.2% | 14.1% | 14.6% | 14.6% | 10.4% | 0.7% | 9.1% | 8.8% | 9.2% | 9.4% |
| TJX Companies Inc | 12.6% | 4.4% | 11.4% | 11.6% | 12.1% | 12.1% | 7.8% | 0.3% | 6.8% | 7.2% | 7.6% | 7.6% |
| Workman Co., Ltd. | 22.2% | 24.2% | 24.9% | 24.9% | 25.3% | 23.4% | 14.5% | 16.1% | 15.7% | 15.5% | 15.9% | 15.2% |
| Moyennes des concurrents | 15.4% | 15.0% | 17.1% | 17.0% | 17.4% | 16.6% | 8.9% | 6.9% | 9.1% | 9.4% | 9.6% | 9.2% |
| Take Off SpA | 19.4% | 30.7% | 36.1% | 30.3% | 31.3% | 31.9% | 11.0% | 18.0% | 21.4% | 17.6% | 17.3% | 17.9% |

Source : FactSet, analyse KT&Partners

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

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 LE 27/01/2021 UNE MISE À JOUR DE L'ANALYSE SUR LES ACTIONS DE TAKE OFF AVEC UNE JUSTE VALEUR DE 8,07 EUROS PAR 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



Via della Posta, 10 – Piazza Affari, 20123 Milano – Italy
Tel: +39.02.83424007 Fax: +39.02.83424011
segreteria@ktepartners.com