

Soyez prêts à décoller avec « Take Off » !

Ajout- | Juste valeur : €8,07 | Cours actuel 4,33€ | Hausse : 86,4%

Première analyse

1er décembre 2021– 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

Source : Données de l'entreprise (2019–20), analyse de KT&Partners (2021-24)

Présentation générale. Le Groupe est un acteur du marché italien de la mode au détail, par le biais d'un réseau de 143 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 26 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 ± 2 à ± 10). Le réseau OverKids couvre la majeure partie du territoire italien à travers 112 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.

Coup d'œil sur le marché. Le Groupe opère sur deux marchés résilients, le segment des vêtements à prix réduits pour adultes, et celui des vêtements pour enfants qui a également prouvé sa résilience lors des ralentissements économiques. Le marché italien de la vente au détail à prix réduits devrait croître à un TCAC19-24 de +1,6 %, pour atteindre 408 millions d'euros pour l'exercice 2024 (estimations), Take Off étant positionné comme le quatrième acteur du secteur (données 2019) avec une part de marché de 6 %. En ce qui concerne le marché de l'habillement pour enfants, ce segment a fait preuve d'une plus grande résilience en 2020 que le segment des adultes, avec une surperformance de +4,5pp (un ralentissement de 15% contre un ralentissement de 19% pour les adultes), signalant ainsi que les familles sont plus enclines à économiser de l'argent sur d'autres types de dépenses en faveur des vêtements pour enfants, selon les besoins de croissance des enfants.

Chiffres sur exercices précédents du Groupe. Au cours de l'exercice 2020, le chiffre d'affaires du Groupe a diminué de 34% par rapport à l'exercice 2019, passant de 32,1 millions d'euros à 21,2 millions d'euros, principalement en raison de l'épidémie de COVID-19 qui a entraîné une fermeture temporaire forcée des magasins. Cependant, au premier semestre 2021, le groupe a affiché une croissance à deux chiffres de +17 % en glissement annuel, grâce à l'assouplissement progressif des restrictions imposées par la pandémie de COVID-19. La marge d'EBITDA a grimpé en flèche, passant de 18,7% pour l'exercice 2019 à 29,1% pour l'exercice 2020 (environ +10 points en glissement annuel), grâce à la baisse des coûts de production et des droits de douane résultant du transfert de la production de la Chine au Bangladesh (pour OverKids). Au premier semestre 2021, l'EBITDA a grimpé à 3,9 millions d'euros (+50% en glissement annuel) avec une marge remarquable de 32,8%, en hausse de +8,7 points par rapport à l'année précédente.

Logique et performance de l'introduction en bourse. Le 23 novembre 2021, Take Off est entré en bourse sur le marché Euronext Growth de Milan avec un prix d'introduction de 4,00 €, levant ainsi 11,2 millions d'euros (ajustés pour les coûts de l'introduction en bourse). Depuis l'introduction en bourse, le cours de l'action a affiché un rendement de +8,3%, atteignant une capitalisation boursière d'environ 67,7 millions d'euros. 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.

Prévisions pour l'avenir. Selon nos estimations post-money, nous prévoyons que les revenus des ventes s'élèveront à 55,9 millions d'euros pour l'exercice 2024, avec un TCAC19A-pour 2024 estimé à 11,7 %, principalement grâce à : i) l'ouverture de nouveaux magasins, à la fois des magasins exploités directement (DOS) et des magasins exploités par des tiers (TPOS) ; ii) une augmentation du revenu moyen par magasin, également grâce au soutien marketing ; et iii) un mix équilibré entre les marques de tiers et les marques propres, ces dernières représentant environ 60 % des revenus des ventes en 2024 soit environ 60 % du chiffre d'affaires d'ici 2024. Nous prévoyons donc une croissance plus que proportionnelle de l'EBITDA par rapport au chiffre d'affaires (+23,6% de TCAC entre 2019 et 2024(estimations)), bénéficiant également d'économies d'échelle, pour atteindre 18 millions d'euros au cours de l'exercice 2024E, avec une marge d'EBITDA augmentant d'environ +2,3 points, passant de 29,5 % à 29,5 %. La marge d'EBITDA augmentera d'environ +2,3 points, passant de 29,1 % en 2020 à 31,4 % en 2024.

Évaluation. Notre évaluation - basée sur les modèles DCF (flux de trésorerie actualisé) et multiple VE/EBITDA - donne une

valeur des fonds propres de 126,1M€ ou 8,07€ par action, soit +86.4% par rapport au cours actuel du marché.

Market Data

Main Shareholders			
Summit S.p.A.			72.63%
Aldo Piccarreta			5.53%
Giorgia Lamberti Zanardi			1.84%
Mkt Cap (€ mn)			67.7
EV (€ mn)			60.7
Shares out.			15.6
Free Float			20.0%

Market multiples	2021E	2022E	2023E
EV/EBITDA			
Take Off SpA	7.0x	5.4x	4.1x
Comps Median	14.8x	13.3x	12.3x
Take Off SpA vs Median	-53%	-59%	-66%
P/E			
Take Off SpA	13.7x	10.4x	8.3x
Comps Median	22.8x	20.1x	18.0x
Take Off SpA vs Median	-40%	-48%	-54%

Stock Data

52 Wk High (€)	5.40
52 Wk Low (€)	4.10
Avg. Daily Trading 90d	422,667
Price Change 1w (%)	n.a.
Price Change 1m (%)	n.a.
Price Change YTD (%)	n.a.

Chiffres-clés – Take Off S.p.A.

	Prix actuel (€)	Juste valeur (€)		Secteur		Capital flottant (%)		
	4,33	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	29,0	37,3	47,5	57,2
EBITDA			6,2	6,5	8,7	11,2	14,6	18,0
EBIT			4,6	5,0	7,0	8,7	11,5	14,2
EBT			5,1	5,0	7,0	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	4,9	6,5	8,2	10,1
Résultat net attribuable au Groupe			3,5	3,8	4,9	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	2,1	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	11,7	17,1	19,7	21,3
Position financière nette/(Trésorerie)			(4,8)	(1,7)	(10,3)	(10,2)	(14,1)	(20,6)
Total des fonds propres			12,8	11,8	22,0	27,3	33,8	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	6,7	8,6	11,3	13,9
Variation du FRN			-	(1,8)	(1,6)	(2,1)	(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	4,0	5,1	9,4	11,6
Valeur d'entreprise (millions d'euros)			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Cap. boursière			n.m.	n.m.	67,7	67,7	67,7	67,7
Minorités			-	-	-	-	-	-
Position financière nette/(Trésorerie)			(4,8)	(1,7)	(10,3)	(10,2)	(14,1)	(20,6)
Valeur d'entreprise			n.m.	n.m.	57,4	57,5	53,6	47,1
Ratios (%)			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Marge EBITDA			18,7%	29,1%	30,1%	29,9%	30,8%	31,4%
Marge EBIT			13,9%	22,2%	24,2%	23,4%	24,2%	24,8%
Ratio Dettes/Fonds propres			-37,2%	-14,4%	-46,9%	-37,2%	-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%	-118,3%	-90,9%	-96,4%	-114,5%
RCE			57,0%	49,1%	60,1%	51,0%	58,4%	66,7%
RCP			27,6%	32,3%	22,5%	24,0%	24,1%	24,1%
VE/Ventes			1.83x	2.72x	2.10x	1.63x	1.28x	1.06x
VE/EBITDA			9.77x	9.34x	6.96x	5.43x	4.15x	3.38x
Cours/Bénéfices			19.12x	17.76x	13.69x	10.35x	8.30x	6.70x
Rendement du flux de trésorerie disponible			0.00x	0.05x	0.07x	0.08x	0.15x	0.19x
Taux de croissance (%)			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventes			n.a.	-32,8%	29,9%	28,8%	27,3%	20,3%
EBITDA			n.a.	4,5%	34,2%	28,2%	31,0%	22,8%
EBIT			n.a.	7,4%	41,2%	24,6%	31,7%	23,6%
Revenu net			n.a.	7,6%	29,8%	32,3%	24,8%	23,8%

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

Sommaire

Cas d'investissement	4
Présentation de la société	6
Le Groupe Take Off	6
L'histoire du Groupe	13
Propriété et Structure du groupe	15
Figures-clés	15
Modèle commercial	16
Design et planification de projets	16
Approvisionnement	16
Production	17
Logistique et Entrepôts	17
Ventes, Distribution et Marketing	17
Aperçu du marché	18
Concurrence	22
Informations financières historiques	24
Ventilation des recettes	24
Analyse de la rentabilité	25
Analyse de la structure du capital	26
Résultats financiers du premier semestre 2021	27
Stratégie du Groupe	29
Logique de l'IPO et utilisation du produit	30
Décodage des prévisions	31
Évaluation	34
Comparaison par les pairs	34
Évaluation des multiples de marché	37
Évaluation par Actualisation du Flux de trésorerie	37

Cas d'investissement

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 143 magasins, couvrant la plupart des régions italiennes grâce au réseau Over (112 magasins en franchise), avec une présence capillaire dans les régions du centre et du sud grâce au réseau Take Off (31 magasins dont 26 gérés directement). 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.

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. Take Off offre un assortiment équilibré de marques tierces et de marques propres à un rapport qualité-prix élevé, touchant une vaste clientèle grâce à un modèle de remise basé sur le paradigme « divisé par » (de ± 2 à ± 10). 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.

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. En analysant le marché américain, une étude de Technavio montre que lors des ralentissements du marché, les opérateurs du segment « *off price* » (prix réduits) ont moins souffert que les acteurs full-price, car pendant les périodes économiques difficiles, les clients ont tendance à se tourner vers les options à bas prix. Il convient de noter que, selon l'analyse, le chiffre d'affaires des détaillants à prix réduits en 2019 a plus que doublé par rapport à 2005, tandis que les ventes globales de vêtements et d'accessoires ont maintenu un niveau constant. En ce qui concerne les vêtements pour enfants, ceux-ci se sont avérés plus résistants que le segment italien des adultes, car au cours de l'année 2020, ils ont ralenti de 15% alors que le marché des adultes a chuté de plus de 19%, ce qui indique que les familles sont plus enclines à économiser sur d'autres types de dépenses en faveur de l'achat de vêtements pour enfants, répondant ainsi aux besoins de croissance des enfants.

Une rentabilité exceptionnelle et une situation financière saine. Le Groupe a bénéficié d'un TCAC 2015- 19 de 13% et d'une grande rentabilité atteignant une marge EBITDA de 33% au 1er semestre 2021 grâce à son modèle économique basé sur : i) un mélange équilibré de marques propres et de marques tierces distribuées par un réseau capillaire de boutiques ; ainsi que ii) des politiques d'achat efficaces et économes. La forte rentabilité, combinée à un modèle à faible intensité capitalistique, a permis à la Société de maintenir une position de trésorerie nette positive (hors dette IFRS 16) de 7,8 M€ à la fin du 1er semestre 2021 (contre 11,6 M€ en 2019), malgré 3,8 M€ de distribution de dividendes au cours de la période 2020-11er semestre 2021 et 4 M€ d'augmentation des stocks associée à l'épidémie de COVID- 19 en 2020 et à la saisonnalité (entrée de la collection automne-hiver 21/22) au 1H21A.

Introduction en bourse sur Euronext Growth Milan. Le 23 novembre 2021, Take Off a été admis avec succès sur l'Euronext Growth Milan (anciennement AIM Italia), avec une levée de fonds brute de 12,5 millions d'euros (ou 11,21 millions d'euros nets des coûts de l'IPO) et atteignant une capitalisation boursière de 62,5 millions d'euros. La structure de cette introduction en bourse était basée sur une offre primaire avec une durée de blocage de 12 mois. En outre, le Groupe attribuera 1 warrant - sur les 15 625 000 warrants émis - à chaque actionnaire lors de l'approbation des états financiers de l'exercice 2021 par l'assemblée générale 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. Le produit de l'introduction en bourse sera utilisé pour accélérer le développement du réseau de vente au détail en ouvrant environ

40 magasins Take Off d'ici 2024, dont environ 70 % sous forme de DOS (gestion directe) et environ 90 magasins Over gérés pas des tiers (TOPS). En outre, la société prévoit de renforcer la notoriété de la marque en investissant dans le marketing social et en soutenant les nouvelles ouvertures par un marketing local dédié. Enfin, l'introduction en bourse renforcerait également la notoriété de la société auprès des marques de mode, en lui permettant d'acheter directement des produits sans passer par des intermédiaires.

Déclaration des risques. La stratégie du Groupe, basée sur le développement du réseau de magasin,- comporte un risque d'exécution lié à la nécessité de trouver le bon emplacement pour les nouveaux magasins et aux performances financières des nouvelles ouvertures. Toutefois, le Groupe atténue ces risques grâce à : i) un solide savoir-faire en matière de gestion du marché de la vente au détail ; ii) des accords pour le loyer de l'emplacement qui comprennent un droit de retrait en cas de mauvaises performances du magasin dans les premiers mois suivant l'ouverture ; iii) de faibles investissements de mise en place pour les nouvelles ouvertures, 150 000 € pour les DOS (partiellement récupérables en cas de fermeture du magasin) et 5 000 à 20 000 € pour les TPOS ; iv) pratiquement aucun risque en termes de stocks nécessaires dans les nouveaux magasins (environ 300 000 € pour les magasins Take Off et un montant inférieur pour les TPOS). 300 000 € pour Take Off et un montant inférieur pour Over) car les produits peuvent être redistribués au sein du réseau en cas de fermeture du magasin suite à de mauvaises performances.

Présentation de la société

Le Groupe Take Off

Le Groupe Take Off est un acteur du marché de la mode au détail, 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. Le groupe dispose d'un réseau de 143 magasins, dont 26 sont exploités directement.

Take Off SpA a innové le secteur italien de la mode à prix cassés en introduisant le concept de *boutique* outlet de mode, des magasins raffinés avec des ventes assistées qui les différencient des magasins outlet traditionnels, offrant ainsi une expérience client exceptionnelle à des prix abordables. En outre, les produits sont triés par « sexe » et « taille » pour faciliter l'expérience d'achat.

Magasin Take Off



Source : Site Web de la Société

La société a développé l'une des plus grandes chaînes de produits pour la personne à prix réduits en Italie, avec 26 magasins en gestion directe (DOS) et 5 magasins gérés par des tiers (TPOS), principalement situés dans le sud de l'Italie. Au fil des ans, le groupe a développé une approche innovante et exclusive qui s'appuie sur : i) un portefeuille de produits composé de **marques de luxe tierces** et de **marques propres**, qui permet d'**augmenter la rentabilité** et les volumes par rapport aux détaillants traditionnels ; ii) un système de prix innovant basé sur le paradigme « divisé par » (de ÷2 à ÷10) ; et iii) une **redistribution des stocks entre les magasins**, réduisant les invendus à presque zéro - ce qui favorise la rentabilité - et rendant la gestion des **flux d'entrepôt plus efficace**.

Le Groupe complète son offre avec **OverKids, une marque propre « à prix plein » pour le marché des vêtements pour enfants**, gérée par Over SpA. La société a complètement internalisé chaque activité stratégique, du design à la création de prototypes (300 prototypes pour chaque saison) et externalisé chaque phase à faible valeur ajoutée du processus de production. Depuis 2015, ses produits sont distribués par le biais de TPOS, qui sont aujourd'hui au nombre de 112 dans 14 régions italiennes. Bien qu'un tiers gère les magasins, le Groupe en garde un contrôle strict, gérant le positionnement des produits, l'aménagement des magasins et la gestion des entrepôts.

Pour soutenir les ventes et la notoriété de la marque, le groupe a lancé des canaux de distribution en ligne : takeoffoutlet.com au début de 2021 et www.overkids.it en 2019.

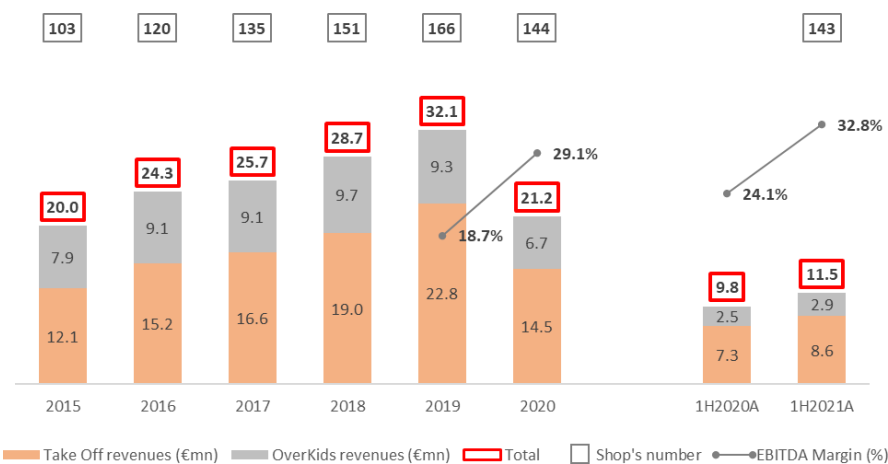
En misant sur un mix équilibré de marques propres et de marques tierces, depuis 2015, le chiffre d'affaires du Groupe a progressé à un TCAC2015A-19A de +12,6 %, s'élevant à 32,1 M€ pour l'exercice 2019. Une performance positive a été enregistrée par Take Off SpA et Over SpA, qui ont augmenté à un TCAC2015A-19A de 17,4% et 6,6%, atteignant 22,8 M€ et 9,3 M€, respectivement.

La tendance à la croissance des revenus s'est interrompue en 2020 en raison de l'épidémie de COVID-19 et des restrictions de fermeture qui en découlent. Malgré le ralentissement du chiffre d'affaires en 2020 - dû à la fermeture temporaire des magasins - le Groupe a pu augmenter son EBITDA - de 6,2 millions d'euros à 6,5 millions d'euros - avec une marge d'EBITDA de +10,4 points, atteignant 29,1%. Au cours de l'exercice 20, la croissance de la rentabilité a été principalement due à une réduction des coûts moyens d'acquisition des produits.

- également associée à la délocalisation de la Chine au Bangladesh pour la production d'OverKids (la production de Take Off était déjà située au Bangladesh) - combinée à des prix de vente plus élevés (remises plus faibles).

Le premier semestre 2021 a montré une croissance à deux chiffres des lignes supérieures, ce qui suggère un retour aux niveaux de 2019 en termes de revenus. Par ailleurs, l'essor de la rentabilité connu au cours de l'année 2020 s'est également confirmé au 1S21A, le Groupe enregistrant une marge EBITDA significative de 32,8%.

Ventes, rentabilité et croissance du réseau du groupe (en millions d'euros, en %, en unités)



Source : Présentation de l'analyste, analyses de KT&Partners

Il convient de noter que l'EBITDA 2018 et antérieur n'est pas disponible ou comparable car les normes IFRS n'ont pas été appliquées.

Les 4P du succès : Produit, Prix, Point de vente, Personnes

Le secret de la croissance de l'activité et de la rentabilité de Take Off repose sur un modèle commercial novateur dans l'écosystème de la vente au détail d'articles de mode, qui s'appuie sur : i) un mix équilibré de marques tierces et de marques propres ; ii) une politique de rabais efficace ; iii) une redistribution des stocks entre les magasins du réseau ; et iv) une haute direction riche d'une grande expérience.

Produit : Un mélange équilibré de marques tierces et de marques propres

Le Groupe a développé un portefeuille équilibré de marques tierces et de marques propres (respectivement 29% et 71% des ventes du Groupe pour l'exercice 2020), ce qui lui a permis de stimuler les **ventes croisées** ou *cross-selling* et d'enregistrer un niveau de rentabilité supérieur à celui des chaînes de mode traditionnelles (marge EBITDA de 29% pour l'exercice 2020).

Take Off SpA est une référence sur le marché de la mode à prix réduits, car elle propose hors saison des marques de qualité (42 % des ventes de Take Off SpA pour l'exercice 2020) - vêtements, accessoires et chaussures - ainsi qu'un portefeuille de marques propres pour hommes et femmes (58 % des ventes de Take Off SpA pour l'exercice 2020), conçues pour répondre aux besoins non satisfaits du marché. Les collections de marques propres sont développées en fonction des rapports périodiques préparés par les magasins qui recueillent les commentaires des clients concernant leur expérience client et leurs intérêts et besoins en matière de vêtements. À ce jour, Take Off a lancé **six marques propres** :

- Marques pour hommes, 26% des ventes totales du groupe pour l'exercice 2020 :
 - **Andrea Maggi** (4,7%) est la ligne haut de gamme pour hommes, caractérisée par un design exclusif, des matières de grande qualité et un prix élevé ;
 - **Henry Smith** (15,9%) est la ligne de vêtements pour hommes destinée au public masculin adulte, offrant des vêtements plus raffinés et élégants ;
 - **One Two One** (5,4 %) est la marque de vêtements décontractés dont les prix sont les plus bas parmi les marques propres de Take Off pour hommes.
- Marques pour femmes, 14% des ventes totales du groupe pour l'exercice 2020 :
 - **Gaia Galli** (3,1 %) est la marque haut de gamme au sein du portefeuille propriétaire pour les femmes, caractérisée par un design exclusif, des matières de grande qualité (c'est-à-dire comprenant du cachemire et du cuir) et des prix élevés ;
 - **Stella Berg** (6,7%) est la ligne de vêtements pour femmes caractérisée non seulement par une coupe plus confortable mais aussi par des coupes et des couleurs plus sophistiquées ;
 - **Yuko Hayate** (3,9 %) est la ligne décontractée pour jeunes femmes dont le prix est le plus bas de l'offre pour femmes.

Quelques marques tierces

GUCCI

PRADA

GIORGIO ARMANI

Church's

GIVENCHY

FENDI

RALPH LAUREN

MIU MIU

Marques propres (% sur les ventes totales du Groupe)

For Men...

Andrea Maggi
MILANOHenry Smith
LONDON121
ONE TWO ONE

Price ●●●●●

% on revenues

4.7%

15.9%

5.4%

For Women...

GAIA GALLI
MILANO

Stella Berg

YUKO HAYATE

Price ●●●●●

% on revenues

3.1%

6.7%

3.9%

Source : Site Web de la Société, Présentation de l'analyste

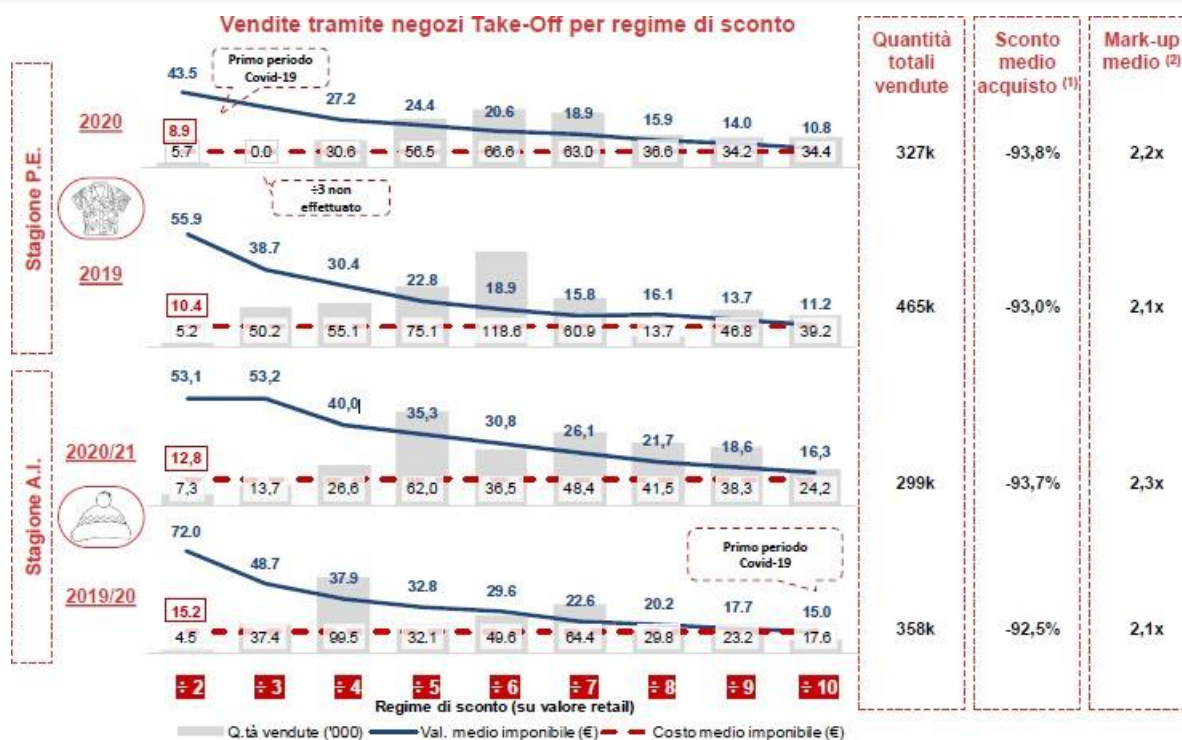
Pour répondre aux besoins des familles, le Groupe, par le biais de sa filiale Over SpA, complète son offre avec sa ligne propriétaire de vêtements pour enfants : OverKids. L'offre, conçue en interne mais produite par externalisation, comprend des vêtements, des chaussures et des accessoires pour les enfants de 0 à 14 ans. Tous les produits sont fabriqués en coton et en fibres naturelles et sont testés avant d'être vendus en passant dans une machine à laver et un sèche-linge, ce qui garantit une qualité élevée à des prix abordables.

Prix : une politiques de rabais efficaces

Pour tous les articles vendus par Take Off SpA (marques tierces et marques propres), la société a adopté le paradigme du « divisé par », en réduisant tous les articles en partant de ÷2, qui divise le prix de l'étiquette par deux, jusqu'à ÷10. Historiquement, le plus haut niveau de volume a été enregistré dans la fourchette de ÷5/÷6. La progression du rabais ne suit pas un calendrier planifié, mais elle est adaptée aux performances financières enregistrées par chaque magasin, pour optimiser la vente des articles. **Chaque saison** (printemps-été / automne-hiver) est **exposée pendant 10 mois**. Une fois que les 10 mois se sont écoulés, les **articles invendus à ÷10** (en moyenne 11% des soldes des magasins) sont transférés à l'entrepôt central où ils sont **reconditionnés et envoyés à un autre magasin en fonction de l'analyse des préférences des clients**. Dans ce cas, le prix revient au niveau « divisé par 2 », ce qui permet d'obtenir une plus grande rentabilité et une **gestion efficace des stocks**. La moyenne des invendus diminue pour atteindre presque 0 % après deux ou trois saisons.

Il convient de noter que sur la période 2019-1S2021, Take Off SpA a enregistré une **marge commerciale moyenne de 2,2x** en comparant les prix de vente et les coûts d'acquisition moyens. Ceci est le résultat d'une politique d'achat efficace qui lui permet de contribuer positivement à la marge brute même au niveau « divisé par 10 ».

Take Off SpA : Marge commerciale moyenne 2019-2020 par saison

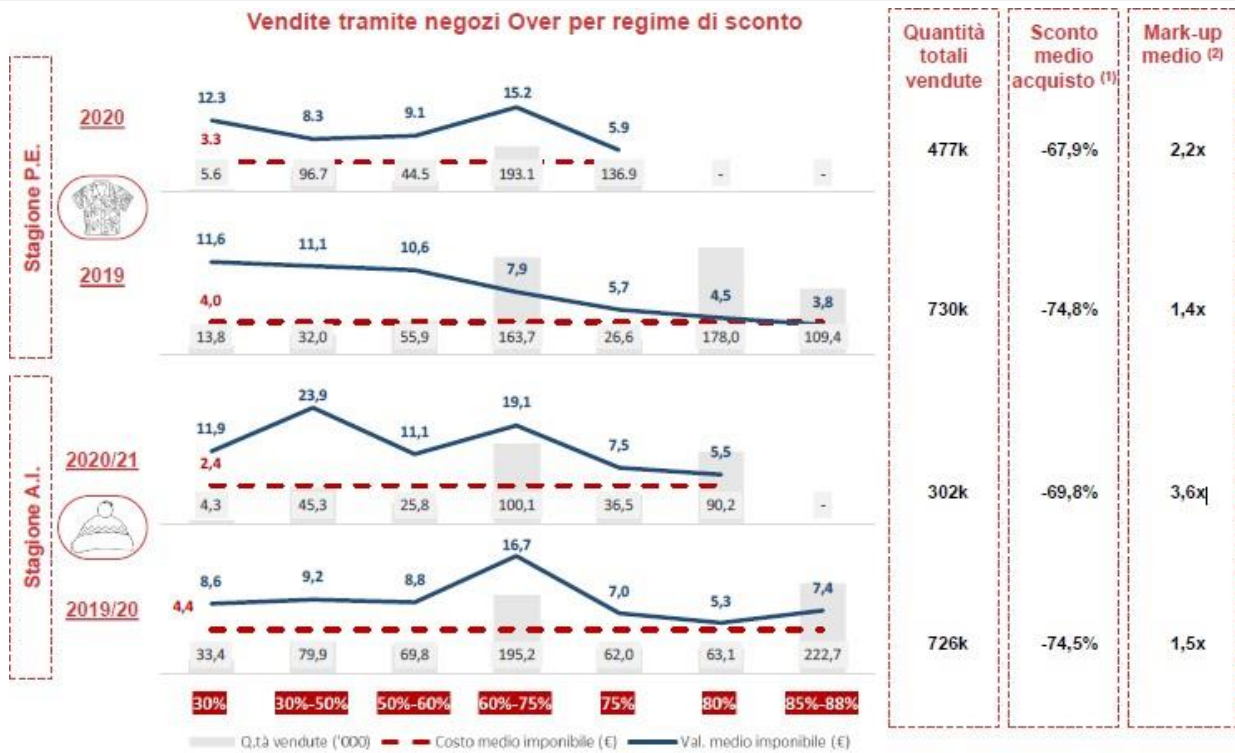


(1) Sconto su valore retail medio (2) Valore medio imponibile su costo medio imponibile

Source : Présentation de l'analyste

Quant à OverKids, une politique traditionnelle de rabais est adoptée, de 30% à 80%-85%. Dans ce cas aussi, une contribution positive à la marge brute est enregistrée au niveau de remise le plus élevé. En 2019, le taux de marge moyen était d'environ 1,5x. Suite à la relocalisation de la production de la Chine au Bangladesh et à des prix de vente légèrement plus élevés (remises plus faibles), la **marge commerciale** moyenne de la saison printemps-été 2020 était de **2,2x** (contre 1,4x de l'année précédente) et de **3,6x** pour la saison automne-hiver 2020-21 (contre 1,5x de l'année précédente).

Over SpA : Marge commerciale moyenne 2019-2020 par saison



(1) Sconto su valore retail medio (2) Valore medio imponibile su costo medio imponibile

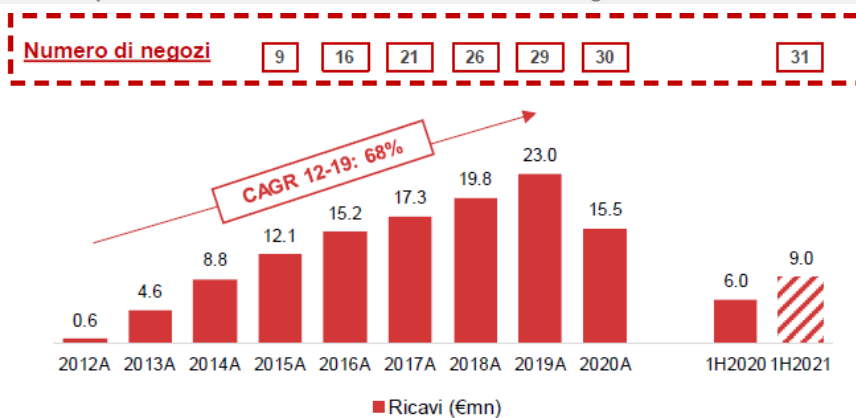
Source : Présentation de l'analyste

Points de vente : expérience d'achat de type boutiques de mode et reistribution des stocks entre les magasins.

Au fil des ans, la croissance du Groupe a été portée par l'expansion de son réseau, atteignant 143 magasins (DOS et TPOS) au 1^{er} semestre 2021 (contre 103 en 2015).

Depuis 2015, Take Off SpA a plus que triplé le nombre de ses magasins - passant de 9 à 31 magasins au 1^{er} semestre 2021 (dont 26 DOS) d'une taille moyenne de 200-250m², avec un chiffre d'affaires moyen par magasin d'environ 0,8M€. Au cours de l'exercice 2020, le chiffre d'affaires moyen par magasin a diminué à 0,5 million d'euros, pénalisé par des restrictions et les fermetures suite à l'apparition de la pandémie de COVID-19.

Take Off SpA : Évolution du chiffre d'affaires total et des magasins

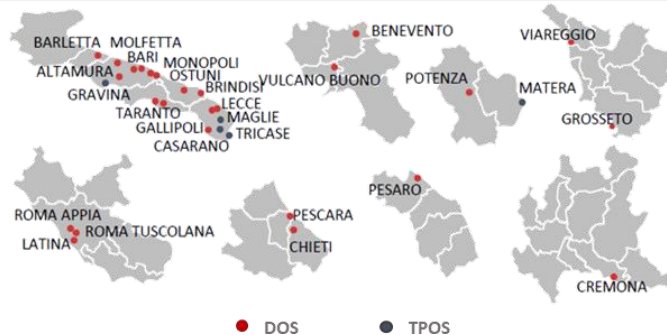


Source : Présentation de l'analyste

Selon la direction, l'investissement nécessaire à l'ouverture d'un nouveau magasin exploité directement (DOS) est d'environ 150 000 €, pour le mobilier du magasin, la restructuration, les systèmes, la formation des employés, le marketing et d'autres dépenses. Il est important de noter que, selon la direction, le coût moyen encouru pour fermer un magasin non performant est d'environ 10 à 15 000 € (en plus des investissements initiaux), tandis que les stocks sont déplacés vers d'autres magasins du réseau.

À ce jour, les magasins Take Off sont principalement situés dans des zones à forte fréquentation ou dans les centres-villes du sud de l'Italie et sont réapprovisionnés chaque semaine à partir de l'entrepôt central. Le groupe a pour objectif de se développer comme une traînée de poudre, en renforçant sa présence dans le centre et le nord de l'Italie.

Take Off SpA : Magasins en gestion directe et gérés par des tiers par Région



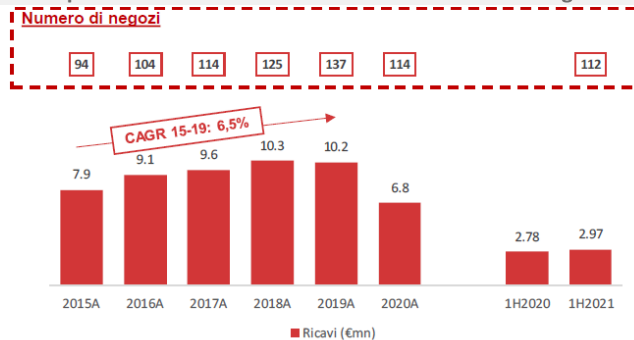
Source : Présentation de l'analyste

Les points forts du modèle économique de Take Off SpA reposent sur :

- la capacité à offrir une **expérience de shopping de type boutique de mode** dans des magasins raffinés et avec une assistance personnelle à la vente. En outre, la disposition des magasins est basée sur le sexe et la taille, facilitant le processus d'achat des produits en se différenciant des points de vente traditionnels qui offrent généralement des expériences chaotiques ;
- la **redistribution des stocks entre les magasins du réseau**, transformant les invendus en opportunités et permettant une meilleure gestion des stocks. Le réapprovisionnement est effectué par une équipe logistique interne afin de garantir un service efficace et rapide.

Contrairement à Take Off SpA, Over SpA bénéficie d'une plus vaste présence en Italie, s'appuyant sur un réseau de 112 TPOS (magasins gérés par des tiers) au 1er semestre 2021 (contre 94 en 2015), d'une taille moyenne de 80 à 120 m², situés dans des centres commerciaux ou des centres-villes de près de 10 000 habitants. Sur les 112 TPOS, près de **60% sont en partenariat avec Over depuis près de 3 ans**, ce qui souligne la capacité de la Société à verrouiller son réseau d'affiliés, surtout si l'on considère que le nouveau modèle économique basé sur un réseau d'affiliés et des marques propres n'a démarré qu'en 2015. Sur la période 2015-19, le chiffre d'affaires moyen par magasin était d'environ 80 000 €, avant de diminuer à environ 60 000 € au cours de l'exercice 2020 en raison de la pandémie de la COVID-19.

Over SpA : Évolution du chiffre d'affaires total et des magasins Over SpA : Magasin gérés par des tiers (TPOS) par région



Source : Présentation de l'analyste

Le développement du réseau TPOS a peu de besoins financiers, car : i) les nouvelles ouvertures ne nécessitent qu'un faible investissement unique d'environ 5 000 € ; ii) les faibles performances éventuelles sont supportées par les tiers.

Le groupe signe généralement un contrat de trois ans avec les magasins franchisés, avec renouvellement automatique pour les trois années suivantes. Les accords prévoient un objectif de chiffre d'affaires mensuel, et si l'affilié n'atteint pas ce seuil pendant deux mois consécutifs, le Groupe a le droit de mettre fin au contrat de franchise. Le siège supervise en permanence chaque TPOS, et gère également leurs stocks (les TPOS sont réapprovisionnés chaque semaine avec des articles sélectionnés par le siège) et des politiques de remises.

Les personnes : Une ressource clé pour une expérience révolutionnaire du client

Le groupe est dirigé par une équipe de direction très expérimentée qui, en s'appuyant sur ses compétences consolidées, a mis en place un modèle commercial innovant et rentable, modifiant les paradigmes des chaînes de magasins de mode.

Bien qu'il s'agisse d'un modèle commercial « à forte intensité humaine », le personnel est une ressource essentielle pour garantir une expérience client exceptionnelle. À ce jour, le Groupe compte 237 employés, avec une moyenne d'âge de 37 ans, dont 77% de femmes. Les vendeurs, après une sélection rigoureuse, participent à 10 jours de formation au siège et à une période d'observation en magasin.

L'histoire du Groupe

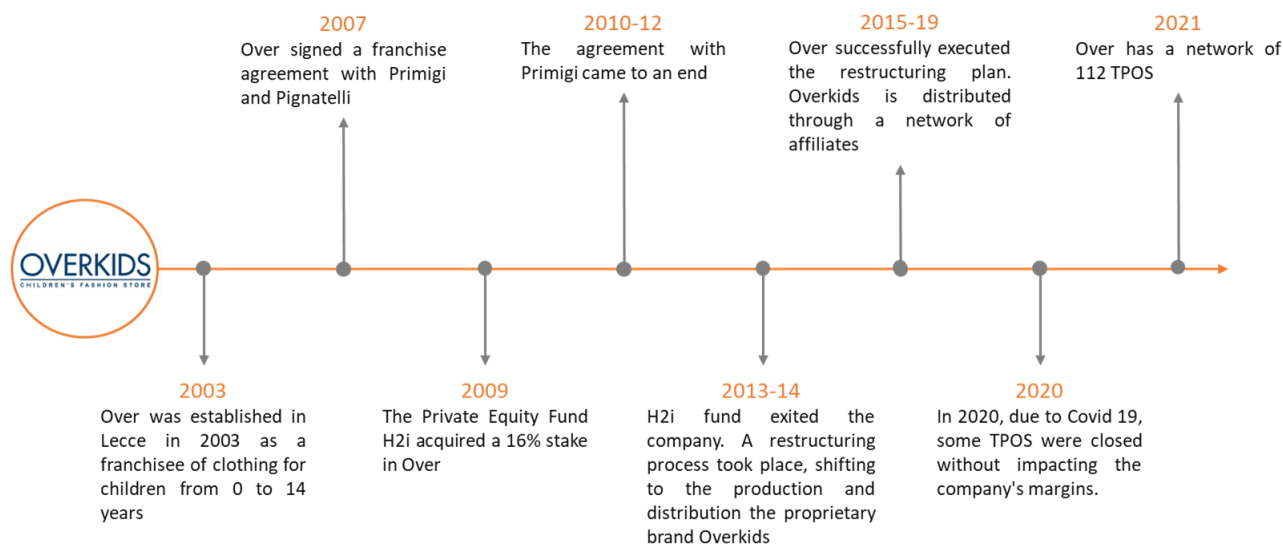
Fort de son expérience sur le marché de la distribution, Aldo Piccarreta a créé Over S.p.A. en 2003 et, avec Giorgia Lamberti Zanardi, a créé Take Off S.p.A. en 2012.

Over S.p.A.

Over est présente sur le marché des vêtements pour enfants depuis 2003. La société a commencé à opérer sur le marché en tant que franchisé de marques tierces comme Primigi et Pignatelli. En 2009, le fonds de capital-investissement H2i a acquis une participation de 16 % dans Over, dont il s'est retiré cinq ans plus tard. En raison d'une réduction de la rentabilité, la société Over a été contrainte de conclure un accord de restructuration en 2014. Pour relancer l'activité, Over est passée en 2015 d'un modèle de distribution de marques tierces à la production de sa marque propre OverKids, commercialisée uniquement par un réseau de magasins affiliés. La société a mené à bien ce plan de restructuration en avril 2019.

À ce jour, Over est largement présent sur le territoire italien, en s'appuyant sur un réseau de 112 magasins gérés par des tiers (TPOS).

Chronologie OverKids



Source : Présentation de l'analyste

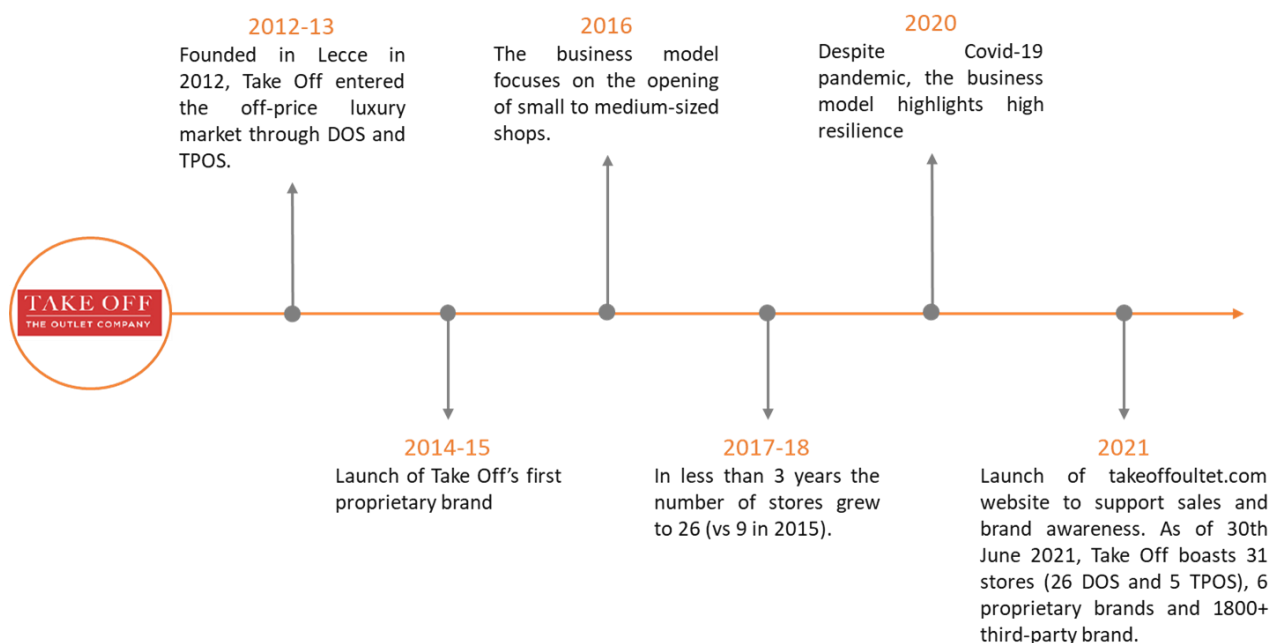
Take Off S.p.A.

Fondée à Lecce en 2012, Take Off S.p.A. est née comme une chaîne de magasins à prix réduits capable d'offrir à ses clients une expérience de boutique de mode. Depuis sa fondation, la croissance de la société est passée par l'ouverture de DOS et TPOS et l'adoption d'une gestion circulaire de l'entrepôt.

En 2014, la direction a eu l'idée de lancer ses premières marques propres pour satisfaire la demande non satisfaite du marché.

Au 30 juin 2021, Take Off dispose d'un réseau de 31 magasins situés principalement dans le centre sud de l'Italie, dont 26 DOS (magasins en gestion directe) et 5 TPOS (magasins gérés par des tiers) et d'un portefeuille de produits composé de plus de 1 800 marques de tiers et de 6 marques propres.

Pour soutenir les ventes et la notoriété de la marque, Take Off SpA a lancé début 2021 son canal de distribution en ligne : takeoffoutlet.com.

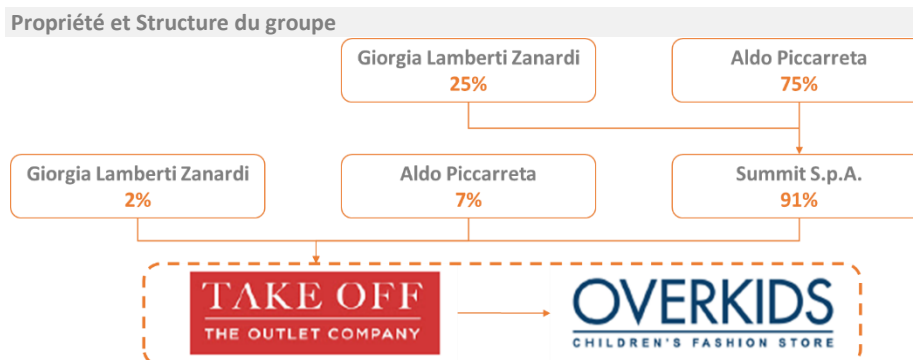
Chronologie de Take Off

Source : Présentation de l'analyste

Propriété et Structure du groupe

Take Off est un groupe familial, détenu par Aldo Piccarreta (fondateur et PDG) et Giorgia Lamberti Zanardi (Administrateur). Ils contrôlent indirectement (91%) Take Off SpA par le biais de Summit SpA, la société immobilière qui gère les actifs du groupe. Les 7% et 2% restants sont détenus directement par Aldo Piccarreta et Giorgia Lamberti Zanardi, respectivement.

À la suite d'un processus de réorganisation, Take Off SpA (l'émetteur) (active sur le marché de la vente au détail à prix réduits) contrôle désormais 100 % de Over SpA (active sur le marché des vêtements pour enfants).



Source : Présentation de l'analyste

Figures-clés

Take Off est dirigé par des professionnels ayant acquis une longue expérience dans le domaine de la vente au détail, ce qui permet au Groupe d'offrir à ses clients une expérience de shopping unique et innovante.



Aldo Piccarreta - PDG

Aldo Piccarreta est le fondateur et le PDG du groupe Take Off. Il a plus de 20 ans d'expérience dans la production et la vente de vêtements pour enfants. Avant de fonder sa propre entreprise, il a travaillé de 1998 à 2001 chez Gimel S.r.l.



Giorgia Lamberti Zanardi - Directrice exécutive et responsable des achats et des RH

Giorgia Lamberti Zanardi a rejoint le Groupe en 2008, travaillant initialement pour Over SpA. En 2012, Giorgia a fondé, avec Aldo, Take Off SpA. Aujourd'hui, elle supervise les activités d'approvisionnement et de gestion des ressources humaines du groupe. De 1992 à 2008, elle a acquis une expérience dans le secteur bancaire au sein du groupe MPS.



Pierluca Mezzetti - Directeur exécutif et directeur financier

Pierluca Mezzetti est directeur financier de Take Off depuis 2011. Avant de rejoindre Take Off, il a travaillé dans la division Corporate Finance d'Ernst & Young Corporate Finance. Actuellement, il occupe également des postes à responsabilité dans des entreprises opérant dans les secteurs de la vente au détail, de l'immobilier et de l'alimentation et des boissons.



Fulvio Conti - Administrateur indépendant

Fulvio Conti a occupé des postes de direction chez Enel, Telecom, Ferrovie dello Stato et Exxon Mobil Europe. Il a également été membre des conseils d'administration de RCS, Barclays et vice-président de Confindustria. Il est actuellement président de FIEE SGR et membre des conseils d'administration d'Aon, d'Unidad Editorial et de l'Istituto Italiano di Tecnologia.



Valentino Fabbian – Administrateur indépendant

Il a été membre du conseil d'administration de Cremonini jusqu'en 2016 et le président-directeur général de Chef Express et Roadhouse jusqu'en 2016. Depuis 2016, il est actionnaire et président d'Alibert 1967 S.p.A.

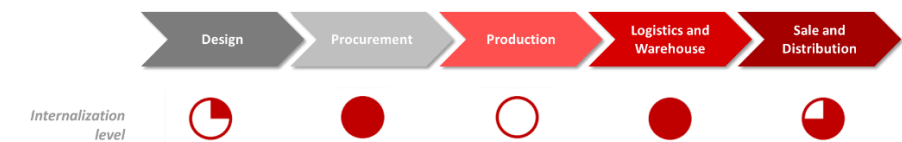
Modèle commercial

Actif sur le marché des détaillants à prix réduits pour adultes et enfants, le groupe a développé un modèle commercial novateur dans l'écosystème de la vente au détail du prêt-à-porter qui lui a également permis d'obtenir de bons résultats en période de ralentissement économique.

Le groupe est actif dans presque toutes les phases de la chaîne de la vente au détail à un bon rapport qualité-prix, car celui-ci a internalisé toutes les activités stratégiques et à valeur ajoutée (conception, approvisionnement, logistique et gestion des entrepôts) tout en externalisant la production. Les produits du groupe sont commercialisés par le biais de magasins gérés directement (DOS) ou par des tiers (TPOS) et, plus récemment, du commerce électronique.

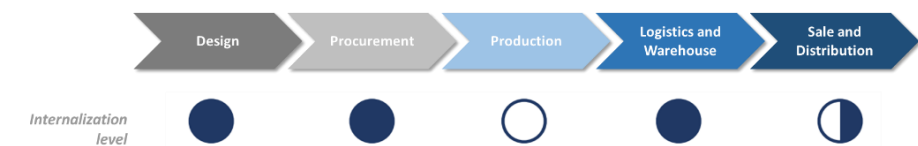
L'approvisionnement, le tri, la distribution et la gestion des stocks sont suivis à l'aide du système ERP « BestStore » pour garantir un contrôle strict de toute la chaîne de valeur.

Le modèle commercial de Take Off SpA



Source : Présentation de l'analyste

Le modèle commercial d'Over SpA



Source : Présentation de l'analyste

Design et planification de projets

Au fil des ans, le Groupe a développé un portefeuille de produits de marques propres pour :

- i. satisfaire les besoins non satisfaits des clients en termes de taille, de couleurs et de modèles (Take Off SpA) ;
- ii. offrir des articles de très bonne qualité à des prix abordables (Over SpA).

Les marques propres de Take Off SpA sont conçues, 6 mois avant chaque saison, par plus de 30 fournisseurs externes. Les articles dits de « prêt-à-porter » sont en revanche conçus sous la supervision de Giorgia Zanardi Lamberti (directrice exécutive et responsable des achats et des RH) sur la base d'études de marché qui recueillent les commentaires des clients.

La ligne de vêtements pour enfants, OverKids, est conçue et contrôlée par une équipe interne (5 employés) qui crée plus de 300 prototypes pour chaque saison, en collaboration avec le PDG, Aldo Piccarreta, qui contrôle personnellement la qualité du produit. Le design est également mis à jour en permanence en fonction des commentaires en retour des magasins et des tests de qualité effectués sur les vêtements.

Approvisionnement

La phase d'approvisionnement est gérée en interne, tant pour les marques tierces que pour les marques propres. Toutes les commandes sont suivies et enregistrées par le service Achats via le logiciel de gestion de la vente au détail "Beststore".

Les marques tierces sont achetées par des grossistes autorisés lors d'enchères (à ce jour, le nombre d'articles acquis directement par les marques est presque nul). Le processus est directement supervisé par Aldo Piccarreta (PDG du groupe) qui, fort de son expérience de plus de 20 ans sur le marché de la mode, est capable de conclure de bonnes affaires et d'éviter d'acheter des produits contrefaits.

Le processus d'achat des marques propres de Take Off SpA est effectué par la Société, qui identifie au début de chaque saison les articles à acquérir.

En ce qui concerne la ligne de vêtements pour enfants, Over SpA fait appel à plus de 30 fournisseurs, avec au moins 3-4 fournisseurs pour chaque type de tissu. Les achats se font par le biais d'une vente aux enchères pour accepter la meilleure offre tout en restant dans le budget décidé par le PDG.

Production

La production des marques propres est sous-traitée à des partenaires fiables en Italie, en Albanie et en Extrême-Orient. La relation avec les partenaires est directement gérée par le Groupe sans aucune intermédiation de tiers. En 2019, le Groupe a également délocalisé la production de la ligne de vêtements pour enfants de la Chine au Bangladesh afin de bénéficier de coûts de production et de droits de douane moins élevés tout en garantissant des matériaux de haute qualité (coton et fibres naturelles).

Logistique et Entrepôts

Le Groupe gère en interne les activités de logistique et d'entreposage. Take Off SpA et Over SpA disposent de deux entrepôts distincts, tous deux situés à Monopoli (Pouilles), d'une superficie totale d'environ 7 000 m². Selon la direction, avec la capacité d'entreposage actuelle, le groupe serait en mesure de couvrir tous les nouveaux magasins qui devraient être ouverts selon le plan de préfinancement.

Une fois acquises, les marques tierces et propriétaires sont étiquetées avec un code-barres et divisées selon qu'elles sont destinées aux hommes ou aux femmes et selon le type de produit. Les articles sont enregistrés dans le système « Beststore » uniquement s'ils correspondent effectivement aux exigences de la commande correspondante.

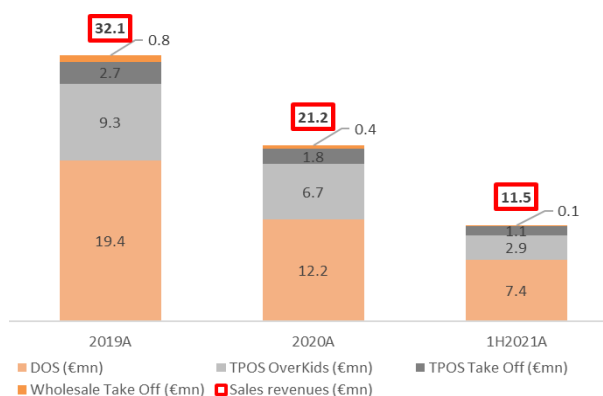
Dans le cas de Take Off SpA, les invendus reviennent à l'entrepôt central où ils sont reconditionnés avant d'être réacheminés vers un nouveau magasin du réseau (« **gestion circulaire des entrepôts** »). Over SpA suit plutôt un système de gestion d'entrepôt traditionnel, le stock étant vendu d'abord à des détaillants discount puis à des détaillants étrangers.

Les articles de Take Off SpA sont expédiés par des véhicules propriétés de la société afin de garantir un service efficace, tandis que l'expédition des produits de Over SpA se fait par courrier express.

Ventes, Distribution et Marketing

Le Groupe commercialise ses produits par le biais de magasins gérés directement (DOS) ou par des tiers (TPOS) et, plus récemment, du commerce électronique. En 2020, le principal canal de vente en termes de revenus était les DOS avec 12,2 millions d'euros générés en 2020. La réorganisation des DOS et des TPOS est effectuée sur une base hebdomadaire par le siège.

2019A-1H2021A Ventilation des revenus par canal (M€)



Source : Données de l'entreprise

Historiquement, le groupe a peu investi dans la publicité, car les ventes ont été principalement alimentées par le **bouche à oreille** et les **activités de vente incitative** (ou *upselling*) auprès des clients actuels, qui sont directement touchés par le marketing entrant (c'est-à-dire les messages, les e-mails). À l'heure actuelle, le groupe compte **plus de 400 000 clients profilés**.

Aperçu du marché

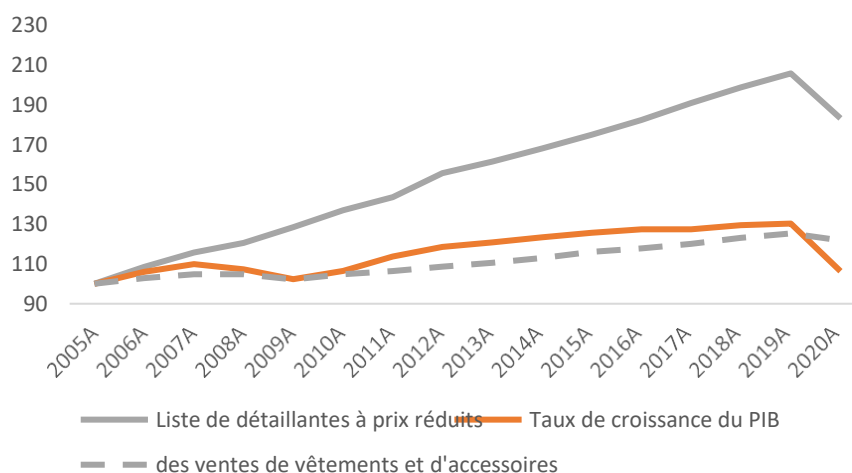
Après la pandémie de COVID-19, la 2021 a été caractérisée par des sentiments positifs grâce à la campagne de vaccination. Toutefois, un certain degré d'incertitude persiste en raison : i) de l'évolution du scénario de pandémie dans différentes régions du monde ; ii) de la question liée à la pénurie mondiale de matières premières qui a un impact négatif sur les coûts de production et les retards dans la chaîne d'approvisionnement ; et iii) de la forte hausse des prix de l'énergie.

Malgré les difficultés macroéconomiques, le Groupe a été en mesure de limiter l'impact économique, car il est actif dans deux segments du marché de la vente au détail - la vente au détail à prix réduit et les vêtements pour enfants - qui se sont avérés historiquement résistants pendant les périodes de ralentissement.

Le marché de la vente au détail à prix réduit

En analysant le marché américain, une étude de Technavio montre que lors des ralentissements du marché, les opérateurs du segment « *off price* » (prix réduits) ont moins souffert que les acteurs *full-price* (prix plein) car pendant les périodes économiques difficiles, les clients ont tendance à se tourner vers les options à bas prix. Il convient de noter que, selon l'analyse, le chiffre d'affaires des détaillants à prix réduits en 2019 a plus que doublé par rapport à 2005, tandis que les ventes de vêtements et d'accessoires ont maintenu un niveau constant.

Ventes globales 2005-20 : Détaillants à prix réduits aux États-Unis et magasins de vêtements aux États-Unis (2005 = 100)

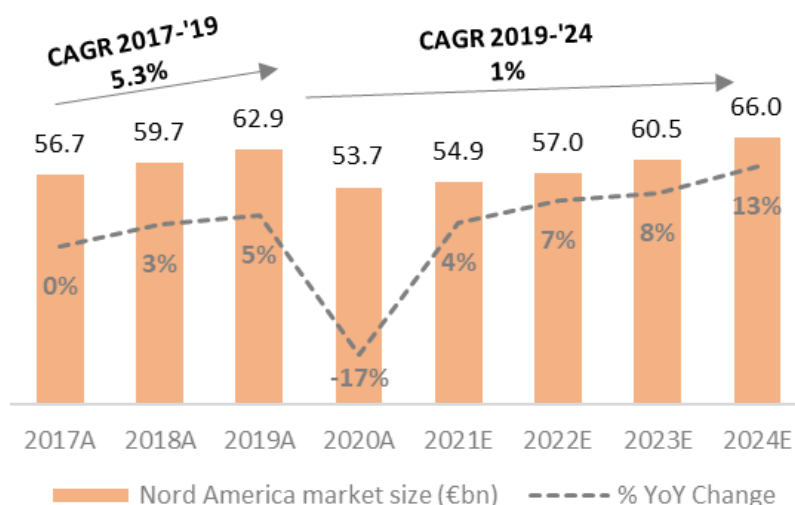


Source : Technavio, Présentation de l'analyste

Ces dernières années, les préférences d'achat des consommateurs se sont de plus en plus orientées vers des produits de qualité à des prix abordables. Selon la National Retail Federation, en 2018, environ 45 % des adultes aux États-Unis préféraient acheter des vêtements auprès de détaillants à prix réduits.

Le marché américain des détaillants à prix réduits a augmenté à un TCAC2017-19 de 5,3 %, atteignant environ 63 milliards d'euros en 2019. En 2020, le marché a chuté de 15 % en raison de l'épidémie de COVID-19. Dans les prochaines années, le marché américain de la vente au détail à prix réduits devrait croître à un rythme plus lent de +1% TCAC2019-24, pour atteindre une taille de marché de 66 milliards d'euros en 2024.

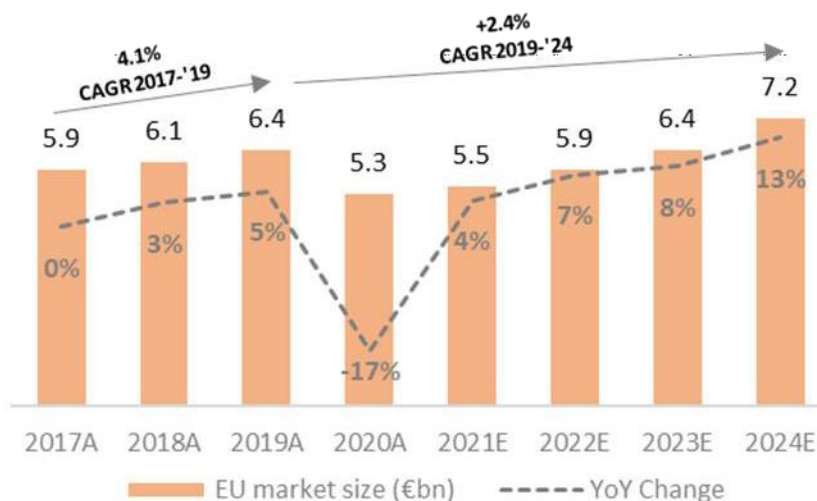
2017-24 Taille du marché nord-américain de la vente au détail à prix réduits (milliards d'euros)



Source : Technavio, Présentation de l'analyste

En Europe, le marché du commerce de détail à prix réduits est passé de 5,9 milliards d'euros en 2017 à 6,4 milliards d'euros en 2019 (+4,1% TCAC2017-19). En 2020, les pays européens ont enregistré un ralentissement légèrement plus marqué que l'Amérique du Nord (-17% vs -15% en glissement annuel). Cependant, sur la période 2019-24, le marché européen devrait croître à un rythme plus élevé, dépassant le marché nord-américain d'env. +1,4pp par an. Un catalyseur de la croissance future pourrait être les règles récemment introduites au niveau de l'UE et des États membres visant à empêcher la destruction des vêtements invendus, conduisant à une augmentation prévisible de l'offre de stocks aux détaillants à prix réduits.

2017-24 Taille du marché européen de la vente au détail à prix réduits (milliards d'euros)



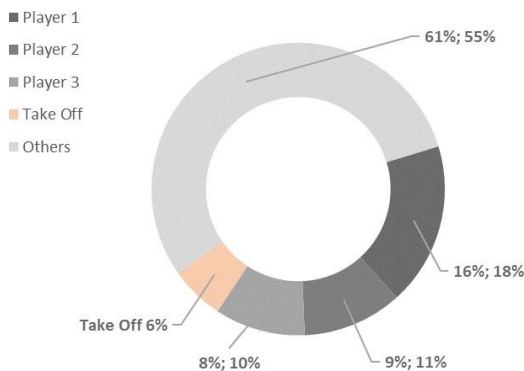
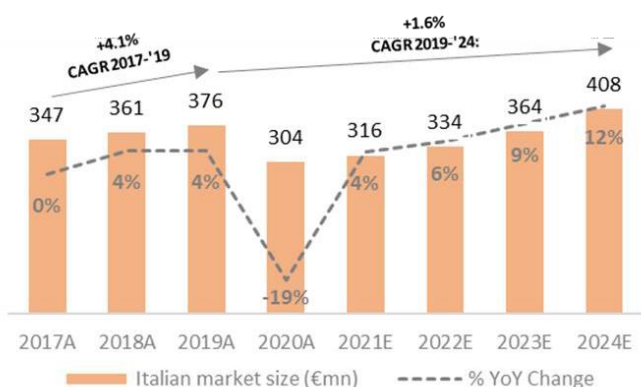
Source : Technavio, Présentation de l'analyste

Si l'on se concentre sur l'Italie, en 2019, le marché de la vente au détail à prix réduits valait 0,4 milliard d'euros et Take Off SpA était le quatrième acteur le plus important avec une part de marché de 6%. En 2020, le marché italien a reculé de -19% par rapport à l'année précédente et il devrait atteindre 0,3 Md€ en 2021 et revenir au niveau de 2019 seulement entre 2023 et 2024, tandis que le groupe Take Off devrait atteindre les niveaux de 2019 entre 2021 et 2022. Selon Sistema Moda Italia, en 2021, le secteur italien du textile et de l'habillement a été fortement affecté par les augmentations du prix des matières premières, telles que le coton (+31,2%), la laine (+42,0%), les fibres synthétiques (+51,6%) et la soie brute (+30). Les augmentations ont également touché plusieurs produits chimiques utilisés dans la production textile, notamment pour le finissage des fils et des tissus. Malheureusement, les approvisionnements de base proviennent de pays qui n'ont pas encore retrouvé une activité à 100% après les arrêts dus à la pandémie. Cela a entraîné de fortes hausses de prix, tant pour les fibres que

pour les produits chimiques et les services liés à la logistique et au transport face à une demande excessive de produits made in Italy par rapport à la capacité réelle d'approvisionnement.

Au cours de la période 2019-24, le marché italien devrait augmenter à +1,6% TCAC2019- 24, pour atteindre 0,4 milliard d'euros en 2024.

2017-24 Taille du marché italien de la vente au détail à prix réduit (Md€) 2019 Part de marché de Take Off SpA.



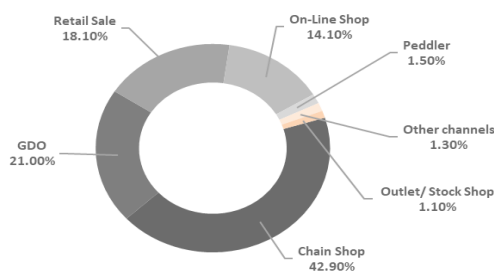
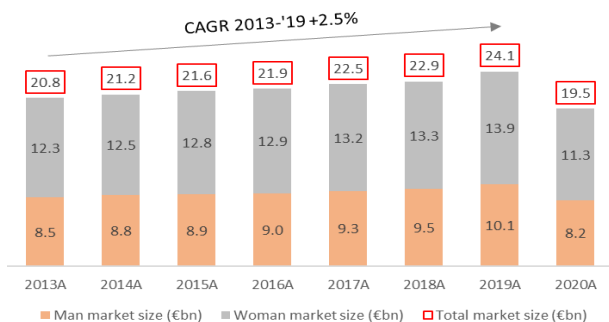
Source : Technavio, Présentation de l'analyste

Le segment des vêtements pour adultes en Italie

En 2020, le segment des vêtements pour adultes a chuté de 19,2 % pour atteindre 19,5 milliards d'euros, un chiffre inférieur à la taille du marché de 2013, avec des exportations en baisse de 15,3 %. En 2020, l'industrie italienne de la mode masculine a enregistré une baisse de -19,5% par rapport à 2019, montrant toutefois une plus grande résilience par rapport au segment féminin avec une incidence sur le chiffre d'affaires total de 42,9%, pratiquement alignée sur le sell-out des chaînes enregistré sur le marché de l'habillement en 2019. Le commerce électronique a gagné du terrain en 2020 sur le segment des hommes, avec une incidence de 14,1%.

Les segments de l'habillement pour hommes et pour femmes ont également enregistré un ralentissement au cours des premiers mois de 2021, avec une baisse des importations et des exportations. Cependant, une croissance significative du marché a été enregistrée en mars, signalant une lente reprise de l'industrie.

2013-20 Segment italien de l'habillement pour adultes (milliards d'euros) 2020 Marché de la mode masculine par canal (%)



Source : Sistema Moda Italia, Confindustria Moda

Le segment des vêtements pour enfants en Italie

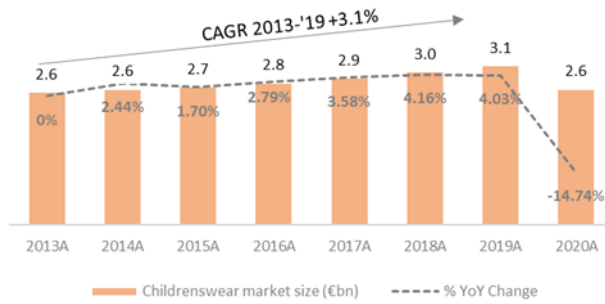
En 2020, le secteur des vêtements pour enfants a chuté de -14,7% pour atteindre 2,6 milliards d'euros, retrouvant ainsi la taille du marché de 2015. Les importations et les exportations ont toutes deux enregistré une performance négative, diminuant de 15,9 % et 13,7 %, respectivement. Le segment des vêtements pour enfants s'est toutefois avéré plus résilient que le segment italien des adultes, ce qui indique que les familles sont plus enclines à économiser sur d'autres types de dépenses en faveur des vêtements pour enfants, selon la croissance de ces derniers au fil des ans.

En ventilant le chiffre d'affaires par canal de distribution, les chaînes ont continué d'être le premier canal pour les ventes directes, avec une incidence de 46,2%, malgré la forte baisse des ventes directes de 22,4% par rapport

à 2019. Le canal en ligne a enregistré une performance remarquable boostée par la pandémie de COVID-19 avec une augmentation de +33,1% des sell-outs, atteignant une part de marché de 9,7%.

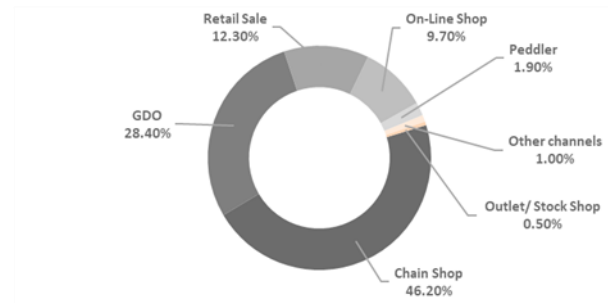
Contrairement au segment des adultes, le 1er trimestre 21 a commencé sur une note positive pour le marché des vêtements pour enfants, bénéficiant de la croissance enregistrée par les importations (+0,5%) et les exportations (+0,7%).

2013-20 Marché italien des vêtements pour enfants (Md€)



Source : Sistema Moda Italia, Confindustria Moda

2020 Marché italien des vêtements pour enfants



La concurrence

Grâce à son modèle d'entreprise innovant, le groupe a modifié les paradigmes des chaînes de magasins de mode, bénéficiant d'un bon positionnement sur les marchés des vêtements pour adultes et pour enfants.

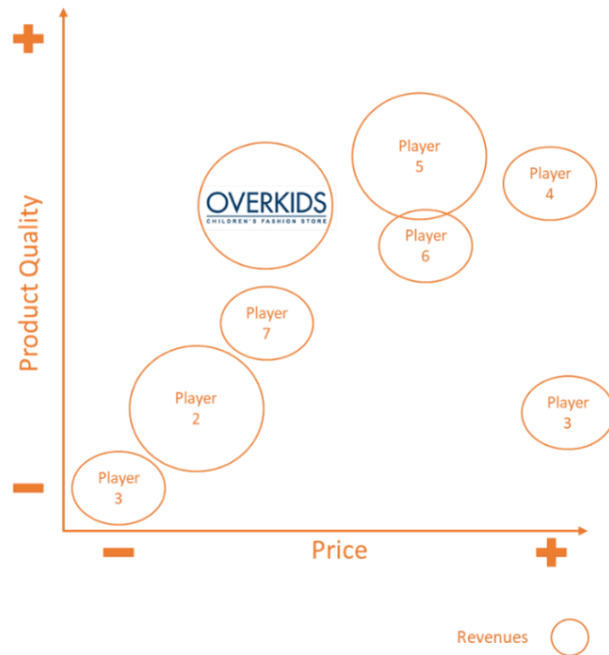
Segment des vêtements pour enfants

Les principales marques franchisées opérant sur le segment des vêtements pour enfants sont Original Marines, Brums, Primigi et Cycleband. En plus de celles-ci, il existe des acteurs opérant à la fois sur le segment des adultes et sur celui des enfants comme Benetton, OVS et Piazza Italia.

La position concurrentielle sur le marché des vêtements pour enfants est principalement déterminée par la qualité et le prix.

Over SpA, avec sa marque OverKids, offre des articles avec un rapport qualité-prix supérieur, bénéficiant d'un fort avantage concurrentiel par rapport aux autres acteurs du marché.

La concurrence sur le marché des vêtements pour enfants en Italie



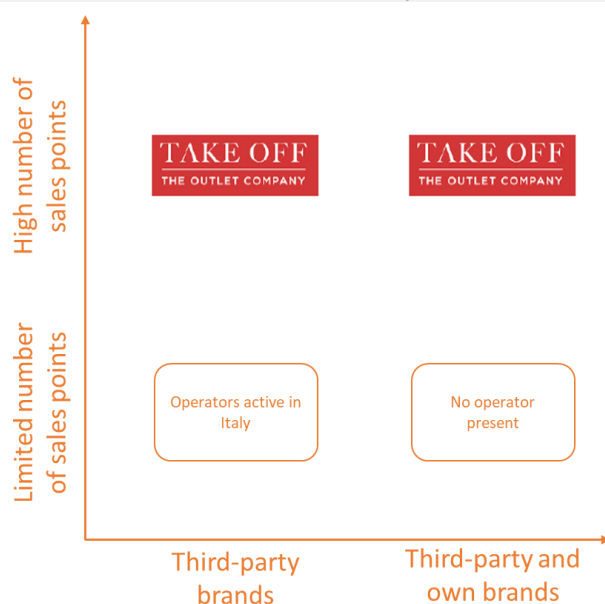
Source : Présentation de l'analyste

Détaillants à prix réduits

Take Off SpA jouit d'un positionnement concurrentiel fort par rapport aux détaillants traditionnels de produits à prix réduits grâce à son modèle commercial innovant. En effet, en Italie, il n'existe pas d'acteurs proposant à la fois des marques propres et des marques tierces et adoptant un système circulaire pour gérer leurs stocks. En outre, les détaillants traditionnels à prix réduits offrent généralement une expérience client chaotique, tandis que les magasins Take Off sont raffinés et proposent une assistance commerciale personnelle, offrant une expérience client de type boutique de mode.

En 2019, Take Off était le quatrième acteur principal sur le marché italien des prix réduits, avec une part de marché de 6 %.

Concurrence dans le secteur de la vente au détail à prix réduits en Italie



Source : Présentation de l'analyste

Le modèle économique de Take Off est unique sur le marché de la vente au détail, ce qui lui permet d'enregistrer des performances financières supérieures à celles des autres acteurs.

Exemples d'autres groupes et chaînes de vêtements

	Raison sociale	Chiffre d'affaires (M€)		EBITDA (M€)		Marge EBITDA (%)		Résultat net (PFN (M€)			
		2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020		
Habille	Benetton Group S.r.l.	877,53	554,37	4,27	-79,91	0,5%	-14,4%	-143,22	-325,70	-16,3%	-58,8%	120,46	91,51
	OVS S.p.A.	1374,78	1457,15	98,62	260,10	7,2%	17,8%	25,54	-140,39	1,9%	-9,6%	374,54	306,18
	Piazza Italia S.p.A.	363,19	247,23	15,52	4,00	4,3%	1,6%	2,61	-22,98	0,7%	-9,3%	27,24	46,16
	IMAC S.p.A.	<u>244,28</u>	<u>257,55</u>	<u>28,38</u>	<u>20,76</u>	<u>11,6%</u>	<u>8,1%</u>	<u>19,72</u>	<u>12,41</u>	<u>8,1%</u>	<u>4,8%</u>	<u>-3,30</u>	<u>-3,14</u>
Vêtements pour enfants	Original Marines S.p.A.	161,08	127,72	-0,27	1,69	-0,2%	1,3%	-7,26	-8,89	-4,5%	-7,0%	47,44	57,97
	Tessival S.r.l. (Cycle Band)	26,92	12,37	-2,22	-3,58	-8,2%	-28,9%	0,25	-2,40	0,9%	-19,4%	9,75	9,62
	Preca Brummel S.p.A.	43,27	n.a.	-8,67	n.a.	-20,0%	n.a.	-7,43	-22,13	-17,2%	n.a.	0,57	n.a.
	Take Off SpA	32,09	21,18	6,22	6,50	19,4%	30,7%	3,54	3,81	11,0%	18,0%	-4,77	-1,70

Source : Analyse de Leanus et KT&Partners

Informations financières historiques

Les principales données financières de Take Off pour l'exercice 2020 sont les suivantes :

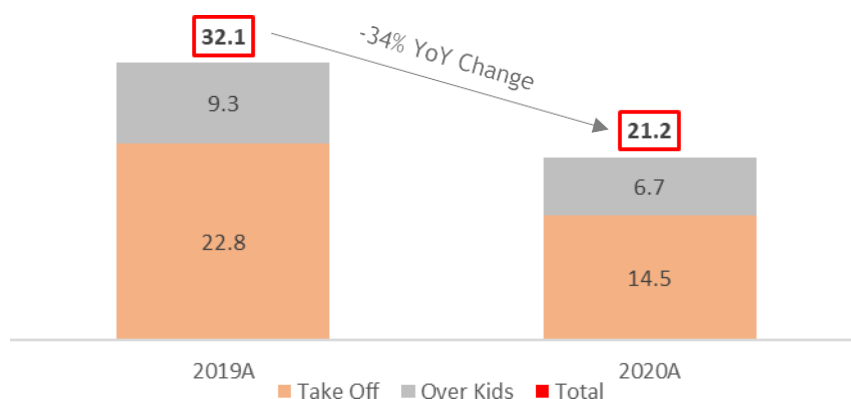
- Chiffre d'affaires de 21,2 M€ contre 32,1 M€ pour l'exercice 2019 (-34 % par rapport à l'exercice précédent) ;
- EBITDA à 6,5 M€ (+4,5% par rapport à l'année précédente), avec une marge d'EBITDA de 29,1% ;
- EBIT à 5 M€ (+7,4 % par rapport à l'année précédente) ;
- Résultat net à 3,8 M€ (+7,6 % par rapport à l'année précédente) ;
- Position de trésorerie nette à 1,7 M€, soit - 3,9 M€ par rapport à l'exercice 2019.

Ventilation des recettes

Le groupe exerce ses activités par l'intermédiaire de Take Off SpA - active dans le secteur des points de vente de mode pour adultes -et Over SpA - active sur le marché de la mode pour enfants.

Au cours de l'exercice 2020, le chiffre d'affaires du Groupe a diminué de 34% par rapport à l'exercice 2019, passant de 32,1 millions d'euros à 21,2 millions d'euros, principalement en raison de l'épidémie de COVID-19 qui a entraîné une fermeture temporaire forcée des magasins.

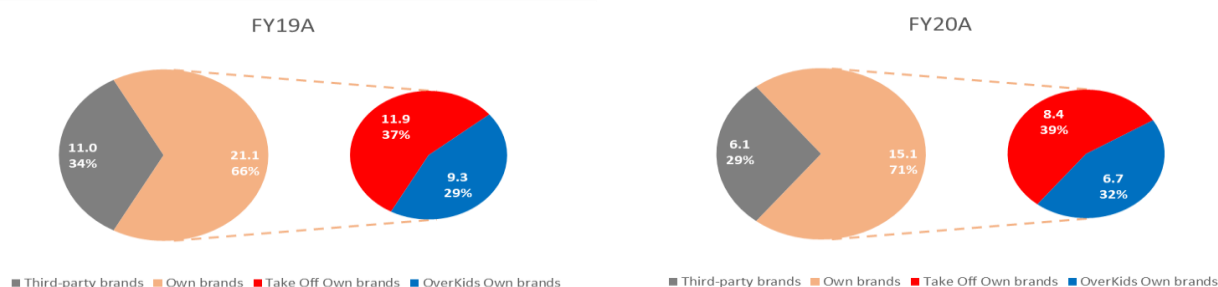
2019-20 Ventilation des revenus par division (M€)



Source : Données de l'entreprise

En examinant la ventilation du chiffre d'affaires par marque, nous constatons que les marques propres ont représenté la majeure partie du chiffre d'affaires tant pour l'exercice 2019 que pour l'exercice 2020, avec une contribution moyenne d'environ 70 %. Les revenus de l'exercice 2020 provenant des marques propres ont atteint 15,1 M€, dont 8,4 M€ (-29,3 % par rapport à l'exercice précédent) et 6,7 M€ (-27,7 %) provenant de Take Off et OverKids, respectivement.

Ventilation du chiffre d'affaires 2019-20 par marque (M€)



Source : Données de l'entreprise

Analyse de la rentabilité

Malgré l'épidémie de COVID-19, le Groupe a pu augmenter sa marge brute de 12pp grâce : i) au transfert de la production de la Chine vers le Bangladesh pour OverKids (coûts de production et droits de douane moins élevés) ; et ii) à des prix de vente moyens plus élevés. En 2020, grâce à l'amélioration de la marge brute de 43% à 55%, le bénéfice brut a diminué moins que proportionnellement par rapport aux revenus (-13% contre -34%), atteignant 12,3 millions d'euros (contre 14,2 millions d'euros pour l'exercice 2019).

L'augmentation de la marge brute, combinée aux économies réalisées sur les frais généraux, a porté l'EBITDA à 6,5 millions d'euros, soit un montant supérieur à celui de l'exercice précédent (6,2 millions d'euros). En conséquence, la marge d'EBITDA a grimpé en flèche, passant de 18,7 % pour l'exercice 2019 à 29,1 % pour l'exercice 2020 (environ +10 points par an). En ce qui concerne la ventilation de l'EBITDA, Take Off a contribué à hauteur de 3,2 millions d'euros (contre 5,0 millions d'euros pour l'exercice 2019) et Over 3,3 millions d'euros (contre 1,2 million d'euros pour l'exercice 2019).

Au cours de l'exercice 2020, le Groupe a enregistré une augmentation significative de sa marge nette d'environ +6pp par rapport à l'exercice précédent, s'élevant à 3,8 millions d'euros (+7,6% en glissement annuel) contre 3,5 millions d'euros pour l'exercice précédent.

Compte de résultat consolidé 2019-2020 (en M €)

Millions d'euros	FY19A	Exercice 2020A	% YoY 19-20
Take Off	22,8	14,5	-36,6%
Over Kids	9,3	6,7	-27,7%
Recettes	32,1	21,2	-34,0%
Autes revenus	1,1	1,1	1,3%
Revenu total	33,2	22,3	-32,8%
Produits et matières premières	(19,0)	(10,0)	-47,4%
Bénéfice brut	14,2	12,3	-13,4%
<i>Marge brute</i>	42,8%	55,2%	12,4%
Frais de service	(2,3)	(1,7)	-28,3%
Frais de personnel	(4,7)	(3,9)	-18,8%
Autres charges d'exploitation	(0,9)	(0,3)	-68,1%
EBITDA	6,2	6,5	4,5%
<i>Marge EBITDA</i>	18,7%	29,1%	10,4%
D&A et Provisions	(1,6)	(1,5)	-3,8%
EBIT	4,6	5,0	7,4%
<i>Marge EBIT</i>	13,9%	22,2%	8,3%
Produits et charges financiers Produits extraordinaires	0,5 -	- -	m.n.
EBT	5,1	5,0	-2,2%
Taxes	(1,5)	(1,2)	-24,8%
<i>Taux d'imposition</i>	30,2%	23,2%	-7,0%
Revenu net	3,5	3,8	7,6%
<i>Marge nette</i>	10,7%	17,1%	6,4%

Source : Données de l'entreprise

Analyse de la structure du capital

Sur la période 2019-20, les immobilisations ont augmenté d'environ 0,4 million d'euros, s'élevant à 10,3 millions d'euros pour l'exercice 2020A, dont 3,4 millions d'euros d'effets de l'essaiage de Horizon S.r.l de Take Off SpA à Summit S.p.A. (la holding contrôlant Take Off SpA). L'objectif était de séparer les activités immobilières du cœur de métier du groupe.

Le fonds de roulement net (FRN) a augmenté de 1,8 M€ pour atteindre 0,5 M€ en 2020. L'incidence du FRN sur le chiffre d'affaires est passée de -4,1% en 2019 à 2,4% en 2020, en raison d'une incidence plus élevée des stocks suite à la contraction du chiffre d'affaires causée par les fermetures de magasins.

Sur la même période, la PFN s'est dégradée de 3,1 millions d'euros, passant d'une trésorerie nette de 4,8 millions d'euros en 2019 à une trésorerie nette de 1,7 million d'euros en 2020. La détérioration de la PFN est principalement due à : i) au paiement de 1 million d'euros de dividendes ; ii) à l'absorption de la trésorerie de FRN par l'augmentation des stocks ; et iii) à 4,3 millions d'euros de dépenses d'investissement, dont 1,9 million d'euros en immobilisations corporelles et 2,5 millions d'euros en nouveaux contrats de location (ROU IFRS 16). Enfin, grâce à l'amélioration de l'EBITDA, le ratio PFN/EBITDA s'est élevé à environ 0,2x en 2020.

Bilan consolidé 2019A-20A (en M€)

Millions d'euros	Exercice 2019A	Exercice 2020A
Immobilisations	9,9	10,3
Créances clients	0,7	0,2
Stocks	7,3	11,0
Dettes commerciales	(6,1)	(6,6)
Fonds de roulement commercial	1,9	4,6
Autres actifs et passifs	(3,2)	(4,1)
Fonds de roulement net	(1,3)	0,5
Autres provisions	(0,5)	(0,7)
Capital net investi	8,1	10,1
Total Capitaux propres	12,8	11,8
Dettes à court terme / Liquidités (-)	(11,1)	(12,4)
Dettes à long terme	6,3	10,7
Position financière nette	(4,8)	(1,7)
Sources	8,1	10,1

Source : Données de l'entreprise

Résultats financiers du premier semestre 2021 (1H21)

Le chiffre d'affaires du 1er semestre 2021 a augmenté de 17,3% par rapport au 1er semestre 2020, passant de 9,8 millions d'euros à 11,5 millions d'euros, grâce à l'assouplissement progressif des restrictions imposées par la pandémie de COVID-19. Les revenus totaux ont atteint

11,9 millions d'euros au premier semestre 2021 (+10,2% en glissement annuel), dont 9 millions d'euros pour Take Off et 3,0 millions d'euros pour OverKids.

Suite à l'amélioration des coûts de production en 2020, la marge brute du premier semestre 2021 a augmenté d'environ 11 points par rapport à l'année précédente pour atteindre 56,3%.

L'EBITDA a grimpé à 3,9 millions d'euros (+50% en glissement annuel) avec une marge remarquable de 32,8%, en hausse de +8,7 points par rapport à l'année précédente. Ceci est le résultat de l'amélioration de la marge brute, malgré l'augmentation de l'incidence des frais généraux d'environ 2 points de pourcentage. L'EBIT s'est élevé à 3 millions d'euros (+57,9% par rapport à l'année précédente), contre 1,9 million d'euros au premier semestre 2020. Le résultat net a augmenté de 23,5% à 2,1 millions d'euros au premier semestre 2021 contre 1,7 million d'euros au premier semestre 2020, en dépit de la hausse des impôts.

Malgré la performance positive de l'EBITDA, la position de trésorerie nette au premier semestre 2021 s'est établie à 0,4 million d'euros, contre 1,7 million d'euros au premier semestre 2020.

1,7 million d'euros au cours de l'exercice 20A, principalement en raison d'une sortie de fonds de 2,8 millions d'euros pour le paiement des dividendes.

Compte de résultat du 1er semestre 2021A (en millions d'euros)

Millions d'euros	1H20A	1H21A	YoY % (glissement annuel %)
Recettes	9,8	11,5	17,3%
Autes revenus	1,0	0,4	-64,3%
Revenu total	10,8	11,9	10,2%
Produits et matières premières	(5,9)	(5,2)	-12%
Bénéfice brut	4,9	6,7	36,7%
<i>Marge brute</i>	45,4%	56,3%	10,9%
Frais de service	(0,6)	(0,7)	17%
Frais de personnel	(1,6)	(2,0)	25%
Autres charges d'exploitation	(0,1)	(0,1)	0%
EBITDA	2,6	3,9	50,0%
<i>Marge EBITDA</i>	24,1%	32,8%	8,7%
D&A et Provisions	(0,7)	(0,9)	29%
EBIT	1,9	3,0	57,9%
<i>Marge EBIT</i>	17,6%	25,2%	7,6%
Produits et charges financiers	(0,1)	(0,2)	m.n.
Produits extraordinaires	-	-	
EBT	1,8	2,8	55,6%
Taxes	(0,1)	(0,7)	m.n.
<i>Taux d'imposition</i>	5,6%	25,0%	19,4%
Revenu net	1,7	2,1	23,5%
<i>Marge nette</i>	15,7%	17,6%	1,9%

Source : Données de l'entreprise

**Bilan de l'exercice du premier semestre 2021
(en M€)**

Millions d'euros	FY20A	1H21A
Immobilisations	10,3	9,0
Créances clients	0,2	0,1
Stocks	11,0	10,6
Dettes commerciales	(6,6)	(4,1)
Fonds de roulement commercial	4,6	6,7
Autres actifs et passifs	(4,1)	(5,8)
Fonds de roulement net	0,5	0,9
Autres provisions	(0,7)	(0,8)
Capital net investi	10,1	9,1
Total Capitaux propres	11,8	9,5
Dettes à court terme / Liquidités (-)	(12,4)	(9,2)
Dettes à long terme	10,7	8,8
Position financière nette	(1,7)	(0,4)
Sources	10,1	9,1

Source : Données de l'entreprise

Stratégie du Groupe

La stratégie du groupe, tant pour Take Off que pour OverKids, est principalement basée sur le **développement du réseau de distribution au détail** qui pourrait être renforcé par l'acquisition de chaînes de distribution déjà existantes.

Développement du réseau de vente au détail

Au cours des prochaines années, le Groupe prévoit d'étendre son réseau de distribution, tant pour Take Off que pour OverKids. L'idée est de reproduire le succès déjà obtenu avec le réseau actuel en :

- **pénétrant dans de nouvelles zones géographiques** en Italie afin de saisir les opportunités de nouveaux marchés, de diversifier la contribution aux revenus et d'optimiser davantage la redistribution des stocks entre les magasins. La stratégie du Groupe est de tester la nouvelle zone avec un nouveau magasin, puis de s'étendre rapidement ;
- Pénétrer davantage les zones déjà couvertes pour **renforcer la capillarité de l'activité**.

Nous notons que la stratégie d'expansion ne comporte pas de risque financier élevé car - selon la direction - les magasins nécessitent des investissements limités - par rapport aux magasins traditionnels

- et ont un faible impact financier lorsqu'ils doivent être fermés parce qu'ils ne sont pas aussi performants que prévu (en particulier pour les magasins gérés par des tiers, TPOS).

Développement du réseau Take Off

Le Groupe prévoit d'étendre le réseau **Take Off** à 50 magasins d'ici 2024, contre 31 magasins au premier semestre 2021, en ouvrant 6 nouveaux magasins par an (déduction faite des fermetures éventuelles de magasins), dont 4 nouveaux magasins à gestion directe (DOS) et 2 nouveaux magasins gérés par des tiers (TPOS).

L'objectif est également d'étendre le réseau Take Off dans le nord de l'Italie où la société opère actuellement avec peu de magasins, en suivant les **directives** actuelles : i) sélection de l'emplacement en fonction de l'attrait commercial (analyse du trafic basée sur le chiffre d'affaires des magasins adjacents) ; et ii) des magasins d'une superficie de 200 à 300 m² en fonction des besoins de la zone.

L'ouverture d'un nouveau DOS nécessite, selon la direction, un **investissement initial d'environ 150 000 €** pour l'aménagement du magasin et environ 300 000 € de produits, tandis qu'une nouvelle ouverture de magasin TPOS nécessite un petit investissement pour l'installation du magasin et la même quantité de produits.

Enfin, selon le groupe, **l'impact financier de la fermeture d'un magasin se limite à** : i) 10 à 15 000 euros de frais de fermeture ; ii) environ 50 000 euros de frais de mise en place ; iii) environ 50 000 euros de frais de gestion. 50 000 euros de frais d'installation, la plupart des investissements pouvant être transférés dans un nouveau magasin ; iii) les pertes éventuelles subies par les magasins, même si, selon la direction, les magasins fermés ont atteint le seuil de rentabilité ; iv) aucune perte sur les produits, car ils seraient redistribués dans le réseau de la société ; et v) des pertes limitées sur les coûts de location, la société signant généralement un accord avec les droits de retrait dans les premiers mois suivant l'ouverture. Dans le cas de TPOS, l'impact financier serait vraiment limité car les investissements sont réalisés par des franchisés.

Développement du réseau Over

En ce qui concerne Over, le Groupe a pour objectif d'étendre le réseau, pour atteindre 170 magasins d'ici 2024 - contre 112 magasins au premier semestre 2021 - en suivant la stratégie actuelle basée uniquement sur les TPOS. Les nouveaux TPOS seraient sélectionnés conformément aux directives de la société : i) sélection de l'emplacement en fonction du trafic de la clientèle dans le centre de la ville ou dans les zones commerciales des petites et moyennes villes ; ii) magasins d'une superficie de 60 à 80 m² en fonction des besoins de la zone ; et iii) approche fondée sur la conversion de magasins existants à un prix d'installation - financé par le tiers - inférieur à celui des concurrents.

Selon la direction, **l'ouverture d'un nouveau TPOS ne nécessite que** : i) 5 000 € d'investissements et ii) les produits à placer dans le magasin - un investissement inférieur à celui de Take Off car les produits pour enfants ont un coût moyen inférieur à celui des produits pour adultes.

Pour les magasins du réseau Over, **le risque financier lié aux magasins non performants est pratiquement nul** dans la mesure où les investissements sont réalisés par le partenaire et où le contrat de franchise prévoit généralement un droit de retrait lorsque certains seuils financiers ne sont pas atteints.

Investissements par fusion et acquisition

Take Off envisage également d'accélérer son développement en acquérant de petits réseaux de distribution non performants déjà existants et en les convertissant en magasins Take Off.

Il convient de noter que nous n'avons pas tenu compte de l'apport des fusions-acquisitions dans nos prévisions financières.

Logique de l'introduction en bourse et utilisation du produit de l'opération

Avec une levée de fonds de 12,5 M€ (ou 11,2 M€ en tenant compte des frais d'introduction en bourse), le Groupe prévoit d'accélérer sa croissance grâce à :

- **L'accélération du développement du réseau de distribution** (environ 6 M€) pour arriver à environ 70 magasins Take Off (environ 50 dans le plan pre-money) et environ 200 magasins Over (environ 170 dans le plan pre-money) ;
- **Consolidation la notoriété de la marque** en investissant environ 2 M€ dans des campagnes de marketing sur les médias sociaux qui devraient contribuer à la croissance du groupe ;
- **Soutien aux fusions et acquisitions** provenant de chaînes de mode non performantes.

En outre, la cotation en bourse, associée à une grande notoriété de la marque, renforcerait la fiabilité du groupe en lui permettant de traiter directement avec les marques de mode, en contournant les intermédiaires, créant ainsi des opportunités de croissance plus importantes et soutenant la rentabilité.

Décodage des prévisions

Nos projections financières sur la période 2021-24 sont basées sur le modèle économique et la stratégie de Take Off. Aucun impact des futures fusions et acquisitions n'a été pris en compte.

En commençant par le chiffre d'affaires, nous prévoyons une croissance des ventes à un TCAC19A-24E de 11,7%, pour atteindre 55,9 millions d'euros au cours de l'exercice 2024. Nous estimons les ventes en tenant compte de : i) l'ouverture de nouveaux magasins, à la fois DOS et TPOS ; et ii) une augmentation du revenu moyen par magasin à partir des données de 2020, également grâce au support marketing. Si l'on considère les deux divisions :

- **Take Off** devrait atteindre un TCAC19A-24E de 13,8%, pour atteindre 43,6 M€ au cours de l'exercice 2024. La croissance sera principalement stimulée par : i) env. 30 nouvelles ouvertures (hors fermetures) d'ici 2024, dont environ 20 DOS et 10 TPOS ; ii) une augmentation du chiffre d'affaires moyen par magasin, atteignant presque 0,8 million d'euros par magasin d'ici 2024 (en phase avec le niveau de 2019) ; et iii) un mélange équilibré entre les marques tierces et les marques propres, ces dernières représentant environ 60 % du chiffre d'affaires d'ici 2024. 60 % du chiffre d'affaires en 2024 ;
- La branche d'activité **OverKids** devrait atteindre 12,3 M€ au cours de l'exercice 2024, avec un TCAC19A-24E de 5,9%, principalement grâce à : i) environ 60 nouvelles ouvertures de TPOS (hors fermetures) d'ici 2024 ; et ii) un retour aux niveaux de 2019 en termes de revenus par magasin.

Nous prévoyons que la marge brute s'élèvera à 16,1 millions d'euros au cours de l'exercice 21E et atteindra 31,8 millions d'euros au cours de l'exercice 2024, soit un taux de croissance annuel composé de +17,5% entre 2019 et 2024. En effet, nous prévoyons que la marge brute restera assez stable et cohérente avec 2020, également suite à la relocalisation de la production de la Chine au Bangladesh effectuée sur la période 2019-20. Nous nous attendons donc à ce que la marge brute passe de 55,2% au cours de l'exercice 20A à 55,7% au cours de l'exercice 2024E.

Au niveau de l'EBITDA, nous nous attendons à ce que : i) les coûts des services restent à des niveaux historiques ; et ii) les charges de personnel augmentent suite au développement de l'activité, même si c'est à un rythme plus lent que les revenus grâce aux économies d'échelle. Nous prévoyons donc une croissance de l'EBITDA plus que proportionnelle à celle du chiffre d'affaires, avec un TCAC19A-24E de +23,6%, pour atteindre 18 M€ sur l'exercice 2024E, la marge d'EBITDA augmentant d'env. La marge EBITDA augmente d'environ +2,3 pp, passant de 29,1 % en 2020 à 31,4 % en 2024.

En ce qui concerne le résultat net, nous prévoyons un bénéfice net de 10 millions d'euros en 2024, avec un TCAC19A-24E de +23,1%, et une marge nette de 17,5% pour l'exercice 2024E (+0,4pp par rapport à l'exercice 2020A). Il convient de noter que nous incluons 0,5 M€ de crédit d'impôt sur les frais d'introduction en bourse pour l'exercice 22E dans nos projections.

Compte de résultat consolidé 2019A-24E

Millions d'euros	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	TCAC 2019A-24E
Take Off	22,8	14,5	20,7	27,1	35,7	43,6	13,8%
Over Kids	9,3	6,7	7,6	9,4	10,8	12,3	5,9%
Recettes	32,1	21,2	28,3	36,5	46,5	55,9	11,7%
Autes revenus	1,1	1,1	0,7	0,8	1,0	1,2	2,1%
Revenu total	33,2	22,3	29,0	37,3	47,5	57,2	11,5%
Produits et matières premières	(19,0)	(10,0)	(12,9)	(16,6)	(21,1)	(25,3)	
Bénéfice brut	14,2	12,3	16,1	20,7	26,4	31,8	17,5%
<i>Marge brute</i>		55,2%	55,6%	55,5%	55,6%	55,7%	
Frais de service	(2,3)	(1,7)	(2,3)	(3,2)	(3,9)	(4,5)	
Frais de personnel	(4,7)	(3,9)	(4,4)	(5,5)	(6,7)	(7,9)	
Autres charges d'exploitation	(0,9)	(0,3)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(1,4)	
EBITDA	6,2	6,5	8,7	11,2	14,6	18,0	23,6%
<i>Marge EBITDA</i>	18,7%	29,1%	30,1%	29,9%	30,8%	31,4%	
D&A et Provisions	(1,6)	(1,5)	(1,7)	(2,4)	(3,1)	(3,8)	
EBIT	4,6	5,0	7,0	8,7	11,5	14,2	25,2%
<i>Marge EBIT</i>	13,9%	22,2%	24,2%	23,4%	24,2%	24,8%	
Produits et charges financiers	0,5	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Produits extraordinaires	-	-	-	0,5	-	-	
EBT	5,1	5,0	6,9	9,1	11,4	14,1	22,7%
Taxes	(1,5)	(1,2)	(2,0)	(2,6)	(3,3)	(4,1)	
<i>Taux d'imposition</i>	30,2%	23,2%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Revenu net	3,5	3,8	4,9	6,5	8,1	10,0	23,1%
<i>Marge nette</i>	10,7%	17,1%	16,9%	17,3%	17,0%	17,5%	

Source : Données de l'entreprise, analyse de

En ce qui concerne le bilan du groupe, nous prévoyons que le FRN augmentera de 0,5 M€ au cours de l'exercice 2020 à 5,7 M€ au cours de l'exercice 2024, principalement en raison de la croissance de l'activité.

Nous prévoyons une augmentation des actifs immobilisés de 10,3 M€ pour l'exercice 20A à 18,1 M€ pour l'exercice 2024, principalement liée aux actifs IFRS 16. Les dépenses d'investissement comprennent principalement des investissements pour : i) l'ouverture de nouveaux magasins (150 000 € pour DOS et environ 5 à 20 000 € pour TPOS) ; ii) les éventuelles activités de restructuration des magasins existants ; et iii) l'impact des actifs IFRS 16 liés aux contrats de location des nouveaux magasins.

En ce qui concerne la solidité financière du groupe, nous nous attendons à ce que la PFN s'améliore progressivement au cours de la période 2020-24, avec une augmentation de la trésorerie nette de 1,7 M€ pour l'exercice 2020 à 20,3 M€ pour l'exercice 2024 (32 M€ de trésorerie nette si l'on exclut les dettes liées à l'IFRS 16), principalement grâce à la croissance du groupe, à l'amélioration de la rentabilité et à une meilleure gestion du fonds de roulement.

Il convient de noter que la position de trésorerie nette de l'exercice 2021E devrait se détériorer par rapport à l'exercice 2020A, principalement en raison du paiement d'environ 6 M€ de dividendes aux actionnaires existants, dont 2 M€ ont déjà été versés et le reste - déjà approuvé - sera distribué d'ici la fin de 2021. Pour les années 2022 et suivantes, nos prévisions reflètent l'intention du Groupe de continuer à verser des dividendes et nous supposons un ratio de distribution d'environ 25%, pratiquement au même niveau que les années précédentes.

Bilan consolidé 2019A-24E

Millions d'euros	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Immobilisations corporelles et incorporelles (actifs ROU - IFRS16)	9,4	9,8	10,1	13,9	16,4	17,6
Autres actifs à long terme	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Immobilisations	9,9	10,3	10,6	14,4	16,9	18,1
Créances clients	0,7	0,2	0,5	0,6	0,8	0,9
Stocks	7,3	11,0	8,3	12,0	13,8	15,5
Dettes commerciales	(6,1)	(6,6)	(5,0)	(6,3)	(7,5)	(8,5)
Fonds de roulement commercial	1,9	4,6	3,8	6,3	7,0	8,0
Autres actifs et passifs	(3,2)	(4,1)	(1,7)	(2,2)	(2,3)	(2,2)
Fonds de roulement net	(1,3)	0,5	2,1	4,1	4,7	5,7
Autres provisions	(0,5)	(0,7)	(1,0)	(1,4)	(1,9)	(2,5)
Capital net investi	8,1	10,1	11,7	17,1	19,7	21,3
Capitaux propres du Groupe	12,8	11,8	21,9	27,2	33,6	41,6
Fonds propres des actionnaires minoritaires	-	-	-	-	-	-
Total Capitaux propres	12,8	11,8	21,9	27,2	33,6	41,6
Dettes à court terme / Liquidités (-)	(11,1)	(12,4)	(19,7)	(21,7)	(26,7)	(33,2)
Dettes à long terme	6,3	10,7	9,5	11,6	12,7	12,9
Position financière nette/(Trésorerie)	(4,8)	(1,7)	(10,3)	(10,0)	(13,9)	(20,3)
Sources	8,1	10,1	11,7	17,1	19,7	21,3

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 102,4 millions d'euros, soit 6,56 € par action ;
2. L'analyse du Flux de trésorerie actualisé, basée sur un CMPC de 9,2% et une croissance perpétuelle de 1,5%, donne une valeur de fonds propres de 149,8 m€ ou 9,59 € 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

	Valeur des fonds propres M€	Valeur/action €
VE/EBITDA	107,3	6,87
Cours/Bénéfices	97,6	6,24
Moyenne- multiples	102,4	6,56
Flux de trésorerie actualisé	149,8	9,59
Moyenne	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 prenons 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 7,4 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 17,4 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 3,2 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 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 58,4 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 112 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 vente 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 35,2 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 75,4 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 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 3,9 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 +5,7%, tandis que les revenus de Take Off devraient enregistrer une croissance TCAC19-21 de -6,1%, 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 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 18,4%, dépassant la moyenne des pairs d'env. +9.8pp. Selon notre projection financière post-money, l'EBITDA de Take Off devrait enregistrer un TCAC 2020-2023 de 33%, comparé à la croissance attendue de la moyenne des pairs de +12,6%.

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

Raison sociale	Ventes					TCAC	TCAC
	2019	2020	2021 2023	2022	2021	2020- 2023	
B&M European Value Retail SA	4 359	5 381	5 620	6 045	6 524	13,6%	6,6%
Burlington Stores, Inc.	6 526	5 012	8 409	9 004	9 919	13,5%	15,0%
Dunelm Group plc	1 248	1 205	1 554	1 724	1 821	11,6%	13,4%
FAST RETAILING CO., LTD.	18 312	16 713	16 113	17 646	19 148	-6,2%	1,5%
Portobello SpA	45	63	88	132	167	39,6%	54,3%
Ross Stores, Inc.	14 365	10 913	16 740	17 869	18 954	8,0%	9,7%
TJX Companies Inc	37 363	27 987	43 331	46 499	49 432	7,7%	9,8%
Workman Co., Ltd.	764	856	927	1 013	1 081	10,1%	12,3%
Moyennes des concurrents	10 373	8 516	11 598	12 491	13 381	5,7%	8,9%
Take Off SpA	32	21	28	36	46	-6,1%	13,1%

Raison sociale	EBITDA					TCAC	TCAC
	2019	2020	2021 2023	2022	2021	2020- 2023	
B&M European Value Retail SA	662	945	927	941	1 006	18,3%	2,1%
Burlington Stores, Inc.	754	-91	989	1 046	1 225	14,5%	17,5%
Dunelm Group plc	189	223	283	314	328	22,5%	20,2%
FAST RETAILING CO., LTD.	2 508	2 894	3 225	3 669	3 949	13,4%	16,4%
Portobello SpA	8	11	15	24	34	38,0%	62,5%
Ross Stores, Inc.	2 236	691	2 373	2 641	2 840	3,0%	8,3%
TJX Companies Inc	4 723	1 218	5 224	5 755	6 416	5,2%	10,8%
Workman Co., Ltd.	170	207	230	256	278	16,5%	17,9%
Moyennes des concurrents	1 406	762	1 658	1 831	2 010	8,6%	12,6%
Take Off SpA	6	7	9	11	15	18,4%	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 2020 une marge EBITDA qui est presque 2x par rapport au 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%	16,5%	15,6%	15,4%	9,9%	13,1%	11,2%	10,3%	10,4%	5,1%	8,9%	7,9%	7,2%	7,1%
Burlington Stores, Inc.	11,6%	neg	11,8%	11,6%	12,3%	8,5%	neg	9,1%	8,9%	9,6%	6,4%	neg	6,6%	6,4%	7,1%
Dunelm Group plc	15,1%	18,5%	18,2%	18,2%	18,0%	12,1%	11,1%	12,2%	12,7%	12,6%	9,2%	8,3%	9,6%	9,9%	9,9%
FAST RETAILING CO., LTD.	13,7%	17,3%	20,0%	20,8%	20,6%	11,6%	8,5%	11,7%	12,5%	13,1%	7,1%	4,5%	8,0%	8,4%	8,8%
Portobello SpA	17,4%	16,8%	16,9%	18,3%	21,1%	14,9%	13,7%	13,9%	15,9%	18,8%	10,5%	9,5%	9,4%	10,7%	12,8%
Ross Stores, Inc.	15,6%	6,3%	14,2%	14,8%	15,0%	13,4%	3,4%	12,1%	12,6%	12,8%	10,4%	0,7%	8,9%	9,3%	9,5%
TJX Companies Inc	12,6%	4,4%	12,1%	12,4%	13,0%	10,6%	1,6%	10,2%	10,6%	11,0%	7,8%	0,3%	7,3%	7,7%	8,1%
Workman Co., Ltd.	22,2%	24,2%	24,9%	25,3%	25,7%	20,8%	22,6%	23,0%	23,0%	23,2%	14,5%	16,1%	15,6%	15,6%	15,8%
Moyennes des concurrents	15,4%	15,0%	16,8%	17,1%	17,6%	12,7%	10,6%	12,9%	13,3%	13,9%	8,9%	6,9%	9,2%	9,4%	9,9%
Take Off SpA	19,4%	30,7%	30,8%	30,6%	31,5%	14,4%	23,4%	24,7%	23,9%	24,7%	11,0%	18,0%	17,5%	17,9%	17,6%

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 pour chaque groupe de pairs, en nous concentrant sur les données 2021-23.

Comparaison avec les pairs - Multiples de marché 2021-23

Raison sociale	VE/VENTES Bourse	VE/VENTES Cap. boursière	VE/EBITDA			VE/EBIT			Cours/Bénéfices		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
B&M European Value Retail SA	Londres	7 384	1.7x	1.6x	1.5x	10.4x	10.3x	9.6x	15.3x	15.5x	
Burlington Stores, Inc.	NYSE	17 382	2.4x	2.3x	2.0x	20.5x	19.4x	16.5x	26.4x		
Dunelm Group plc	Londres	3 242	2.2x	2.0x	1.9x	12.1x	10.9x				
FAST RETAILING CO., LTD.	Tokyo	58 401	3.2x	2.9x	2.7x	15.8x					
Portobello SpA	Milan	112	1.4x	0.9x	0						
Ross Stores, Inc.	NASDAQ	35 213	2.1x								
TJX Companies Inc	NYSE	75 417									
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	14.8x	13.3x	12.3x
Adj. EBITDA Take Off	7,2	9,4	12,4
Valeur d'entreprise	106,6	124,9	152,7
Ajust. la dette nette/(liquidités) pour l'exercice 2020 Take Off	(15,0)	(15,0)	(15,0)
Valeur des fonds propres	121,7	140,0	167,7
Valeur moyenne des fonds propres		143,1	
<i>Décote Liquidité/Taille</i>		25%	
Valeur des fonds propres après décote		107,3	
<i>Nombre d'actions (millions)</i>		15,6	
Valeur/action €		6,87	

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	22.8x	20.1x	18.0x
Revenu net de Take Off	4,9	6,5	8,2
Valeur des fonds propres	112,7	131,1	146,5
Valeur moyenne des fonds propres		130,1	
<i>Décote Liquidité/Taille</i>		25%	
Valeur des fonds propres après décote		97,6	
<i>Nombre d'actions (millions)</i>		15,6	
Valeur/action €		6,24	

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 10,4%, un coût de la dette de 3% et un ratio Dette/Trésorerie de 18,2% (Damodaran for Apparel). Le coût des fonds propres est une fonction du taux sans risque de 1,06% (BTP 10 ans italien), de la prime de risque des fonds propres de 5,39% (Damodaran pour un marché mature), et d'une prime pour la taille et la liquidité de 3,41% (source : Duff&Phelps). Nous avons donc obtenu un CMPC de 9,2%.

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 du Flux de trésorerie actualisé

Millions d'euros	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	7,0	8,7	11,5	14,2
Taxes	(2,0)	(2,5)	(3,3)	(4,1)
D&A	1,7	2,4	3,1	3,8
Variations du fonds de roulement net	(1,6)	(2,1)	(0,6)	(1,0)
Variations des fonds	0,3	0,4	0,5	0,6
Flux de trésorerie net d'exploitation	5,5	7,0	11,2	13,4
Dépenses en capital	(1,4)	(1,8)	(1,9)	(1,8)
Flux de trésorerie d'exploitation (FCFO)	4,0	5,1	9,4	11,6
g	1,5%			
CMPC	9,2%			
Flux de trésorerie d'exploitation (actualisé)	4,0	4,7	7,8	8,9
Flux de trésorerie d'exploitation cumulé actualisé	25,4			
VT	154,0			
VT (actualisée)	117,5			
Valeur d'entreprise	142,9			
PFN/(Cash) Exercice 2020 - Ajust.	(6,9)			
Valeur des fonds propres	149,8			

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

Analyse de sensibilité

Millions d'euros		CMPC				
		9,7%	9,4%	9,2%	8,9%	8,7%
Taux de croissance perpétuel	1,0%	134,1	138,0	142,1	146,5	151,1
	1,3%	137,4	141,5	145,8	150,5	155,4
	1,5%	140,9	145,2	149,8	154,7	160,0
	1,8%	144,6	149,2	154,1	159,3	165,0
	2,0%	148,5	153,4	158,6	164,2	170,3

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 PUBLIE CE DOCUMENT À TITRE DE PREMIÈRE ANALYSE DE TAKE OFF S.P.A. AUCUN AUTRE DOCUMENT N'A ÉTÉ RENDU PUBLIC AUPARAVANT.

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