

EQUITY RESEARCH

TAKE OFF INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT, OC 7.6€
Potentiel: 82%

Attachez vos ceintures

La mode devient accessible à tous

Be ready to Take Off

Take off est la première boutique de mode à prix outlet. Elle offre l'expérience des meilleures marques de mode au meilleur prix du marché. Le groupe opère à travers ses deux divisions : **Take Off**, dédiée à l'habillement, aux chaussures et aux accessoires pour adultes, vend des marques de mode propres et internationales à prix outlet ; **Over**, spécialisée dans l'habillement pour enfants servie par un vaste réseau d'affiliés.

Un business model à l'épreuve des crises

Dans un marché actuel perturbé, où les niveaux de consommation n'ont jamais été aussi bas et où les consommateurs sont devenus plus sensibles aux prix, Take Off se distingue en offrant le meilleur prix du marché. Son modèle économique unique est basé sur une méthode de promotion innovante, qui donne au client la sensation de la "bonne affaire". Take Off a développé la méthode du "divisé par", qui applique une réduction sur une base progressive. Le produit est affiché en commençant par le prix de détail "divisé par 2" jusqu'à atteindre "divisé par 10". Le mécanisme de division permet au client de remarquer facilement l'ampleur de la réduction et d'avoir une meilleure perception de l'avantage offert.

Best in Class Profitability

Le succès de Take Off repose également sur une politique d'achat unique et une gestion active des stocks, garantissant au groupe les marges les plus élevées du marché. En 2021, Take Off a atteint une marge d'EBITDA de 36,1%, supérieure à la fois aux plus grands " détaillants classiques ", H&M, Inditex, FAST Retailing et aux plus grands acteurs de la mode " Off-Price " tels que TJX, Ross, Burlington, Nordstrom.

Une valorisation attractive

Soutenu par des perspectives positives sur le marché de la mode Off-price, Take Off devrait être en mesure de générer une croissance des revenus CAGR d'environ 19% sur la période 21-26E. Notre analyse nous a permis d'établir une valorisation de **7,6 €/action**, soit une VE/CA 2022E de 3,2x, une VE/EBITDA 2022E de 10,9x et un ratio PER 2022E de 20,7x. Nous sommes convaincus que la valorisation actuelle de la société est inférieure à sa valeur intrinsèque réelle. Sur la base de ce fort potentiel de hausse, nous initions notre couverture avec une **recommandation d'Achat**.

Key data

Prix actuel (€)	4,2
Secteur	Retailers
Ticker	TKO-IT
Nb d'actions (M)	15,625
Capitalisation boursière	65,6
Prochain événement	1-22 - 30 September 2022

Actionnaires (%)

Summit S.p.A.	64,1
A. Piccarreta	5,5
G. L. Zanardi	1,8
Free float	28,5

BPA (€)

	12/22e	12/23e	12/24e
Estimation	0,37	0,51	0,60
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	-4,5	-4,5	-3,3
Rel FTSE Italy	-4,5	-1,8	21,1



TP ICAP Midcap Estimates	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	Valuation Ratio	12/22e	12/23e	12/24e	Consensus FactSet - Analystes: 1	12/22e	12/23e	12/24e
Chiffre d'affaires (m €)	26,4	33,4	43,1	48,5	VE/Sales	1,5	1,1	0,9	CA	35,0	44,8	54,1
ROC (m €)	7,7	7,9	10,8	12,6	VE/EBITDA	5,2	3,8	3,0	ROC	8,0	10,7	13,4
MOC (%)	29,1	23,6	25,1	26,0	VE/EBIT	6,5	4,5	3,5	RNpg	6,1	7,6	9,5
BPA (publié) (€)	0,36	0,37	0,51	0,60	PER	11,4	8,2	7,0				
Dividende (€)	0,18	0,18	0,26	0,30								
Dividend Yield (%)	4,3	4,4	6,1	7,1								
FCF (m €)	6,1	5,0	6,8	8,6								

Analyst
Simone Mieli
simone.mieli@tpicap.com
33149241833



ATTACHEZ VOS CEINTURES	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
OVERVIEW	4
LA MODE ACCESSIBLE À TOUS	5
UN MODÈLE DE RÉDUCTION BREVETÉ	7
UNE MARGE PERPÉTUELLE	8
BEST IN CLASS IN TERMS OF PROFITABILITY	10
LA CRÉATION DE VALEUR NÉCESSITE UNE BONNE RECETTE	11
UNE EXPÉRIENCE CENTRÉE SUR LE MAGASIN	13
L'ÉTAT DE LA MODE	16
LE MARCHÉ OFF-PRICE MAÎTRISE LA MODE	20
EN REMPLISSANT UN POSTE VACANT TAKE OFF DEVIENT LE CHEF DE FILE	22
CASH IS KING	24
BUSINESS PLAN	28
OUTLOOK	29
VALORISATION : N'ATTENDEZ PLUS	33
SHARE PRICE AND WARRANTS	37
ANNEXES	38
FINANCIAL DATA	42

Description

Take Off S.p.A. est une société italienne, basée à Monopoli (Bari), active dans le secteur du commerce de détail de la mode. Elle opère à travers ses deux divisions : Take Off, dédiée à l'habillement, aux chaussures et aux accessoires pour adultes vendus à prix d'usine ; Over, spécialisée dans l'habillement pour enfants, servie par un vaste réseau d'affiliés. Elle a une présence consolidée sur le territoire italien, avec 170 magasins, dont 131 en affiliation. Son succès repose sur une méthode de rabais innovante, une structure de coûts flexible et une gestion active des stocks, ce qui lui permet de dégager les marges les plus élevées du marché.

SWOT Analysis

Strengths

- Marges les plus élevées du marché
- Position financière positive
- Structure de coûts flexible et efficace
- Gestion active des stocks permettant de ne pas avoir d'inventus et d'avoir une marge constante.

Weaknesses

- Petite taille par rapport aux acteurs du secteur off-price
- Faible notoriété de la marque
- Stratégie d'achat opportuniste

Opportunities

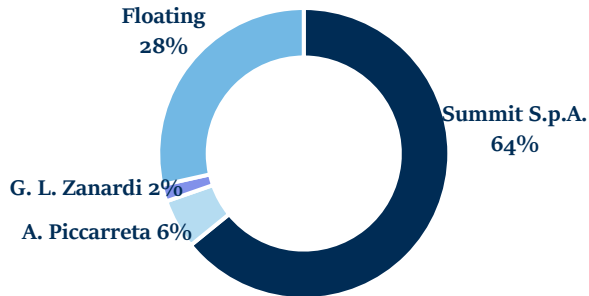
- Des perspectives positives pour le marché hors prix
- Fort potentiel d'expansion du réseau de magasins
- La réduction du niveau de consommation amène le consommateur à choisir le meilleur rapport qualité-prix

Threats

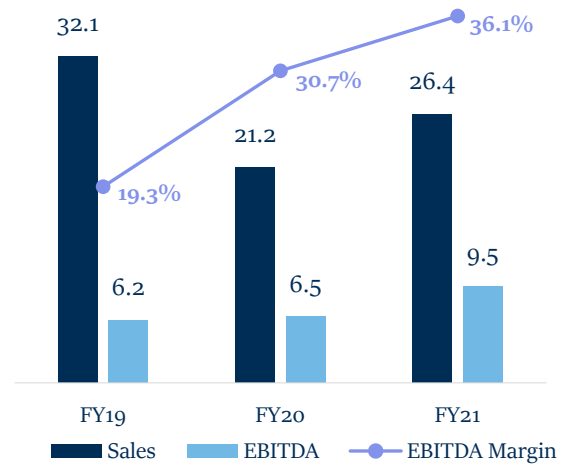
- Perturbation du marché
- Covid-19 : nouvelles vagues provoquant des arrêts d'activité

Overview

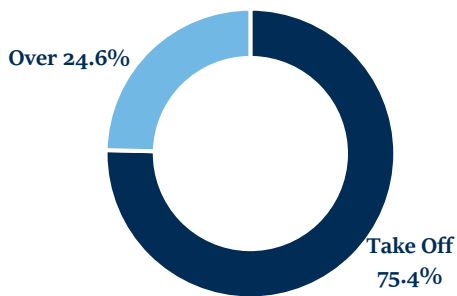
Shareholders



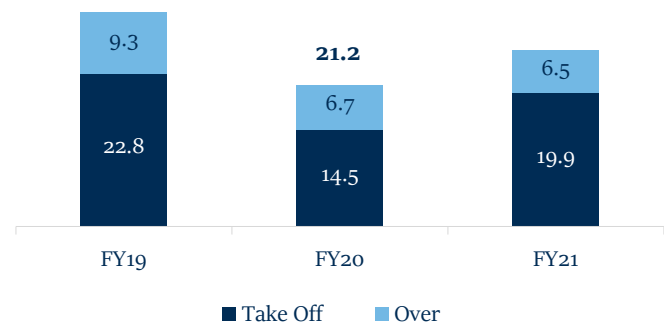
Revenues and EBITDA evolution



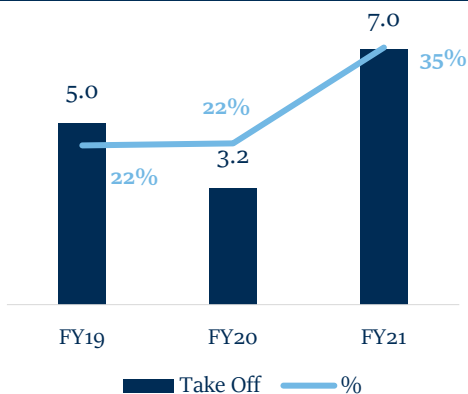
2021 Revenue breakdown by business unit



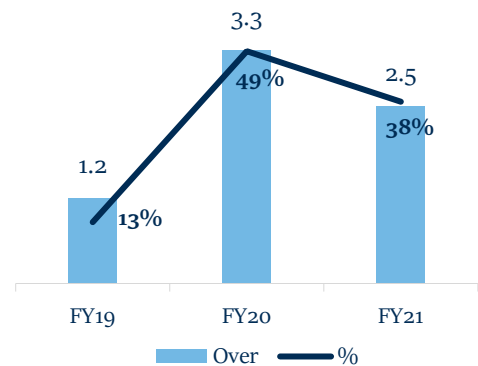
Revenue evolution by segment (€M)



Take Off EBITDA evolution



Over EBITDA evolution



Source: Company, TP ICAP Midcap

La mode accessible à tous

Take off est la première fashion boutique à prix outlet. Elle offre l'expérience des meilleures marques de mode au meilleur prix du marché.

Le groupe opère à travers ses deux divisions : **Take Off**, dédiée aux vêtements, chaussures et accessoires pour adultes, proposés avec le format outlet ; **Over**, spécialisée dans les vêtements pour enfants servis par un vaste réseau d'affiliés.

Take off (75% du CA en 2021) **TAKE OFF** THE OUTLET COMPANY

C'est la division représentative du groupe. Elle propose des articles de mode pour adultes à des prix imbattables, à travers le format outlet. Elle s'enorgueillit d'un business model particulier basé sur le discount et une gestion innovante des stocks pour offrir le meilleur rapport qualité-prix du marché.

Elle a une présence consolidée dans toute l'Italie avec un réseau de 46 magasins, dont 39 points de vente directs et 7 affiliés.

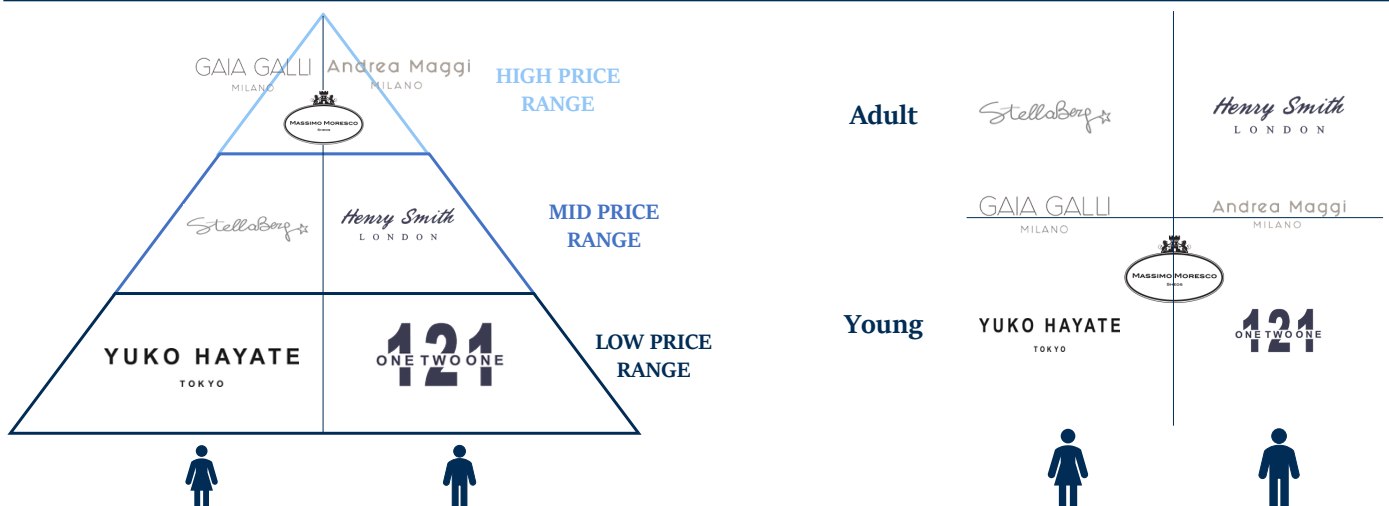
Take off proposition



Source: Company

Elle offre une large gamme de solutions sous ses **propres marques** et sous des **marques tierces**, y compris les **meilleures marques de mode internationales** (par exemple Prada, Burberry, Givenchy, Fendi, Valentino). Elle dispose d'un **portefeuille de 7 marques propres**, bien diversifiées en termes de style, de prix, afin d'atteindre différents segments cibles.

Take off own brand portfolio



Source: Company, TP ICAP Midcap

Over (25% du CA en 2021)

OVERKIDS
CHILDREN'S FASHION STORE

C'est la division qui couvre le segment des enfants (0-14 ans), offrant des produits sous sa propre marque "Overkids". Elle propose un produit à un excellent prix, à travers un modèle de vente traditionnel avec des remises et des offres sur une base annuelle.

Elle est largement présente sur le marché italien, grâce à un réseau de 124 magasins, gérés selon le modèle d'affiliation (franchise). La formule d'affiliation permet de maintenir une structure économique très légère et flexible, la plupart des coûts de gestion du magasin étant supportés par le franchisé.

Over complète l'offre du groupe, lui permettant d'atteindre tout le spectre des clients de la mode.

Over proposition

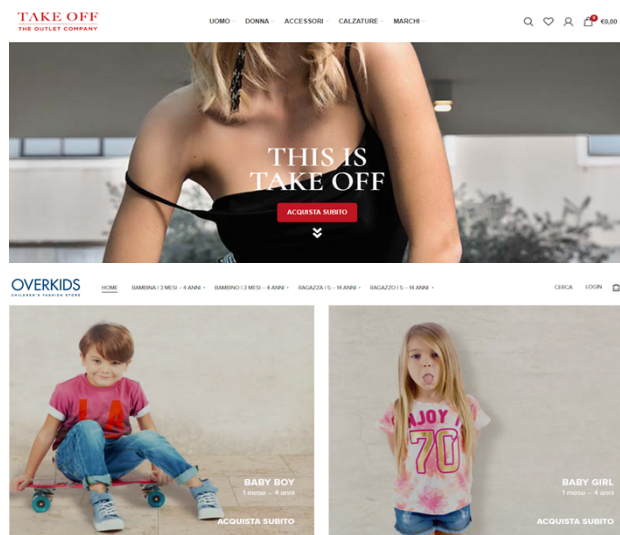


Source: Company

Le groupe a également développé une offre en ligne pour les deux divisions, afin de fournir aux clients une solution d'achat supplémentaire. L'e-commerce et le développement d'une stratégie omnicanale seront un levier important pour la croissance du groupe, lui permettant d'élargir encore sa clientèle cible et de renforcer la notoriété de sa marque.

Actuellement, le canal de vente en ligne ne représente qu'environ 1 % des revenus du groupe, ce qui laisse un grand potentiel de croissance pour l'avenir.

E-commerce offer



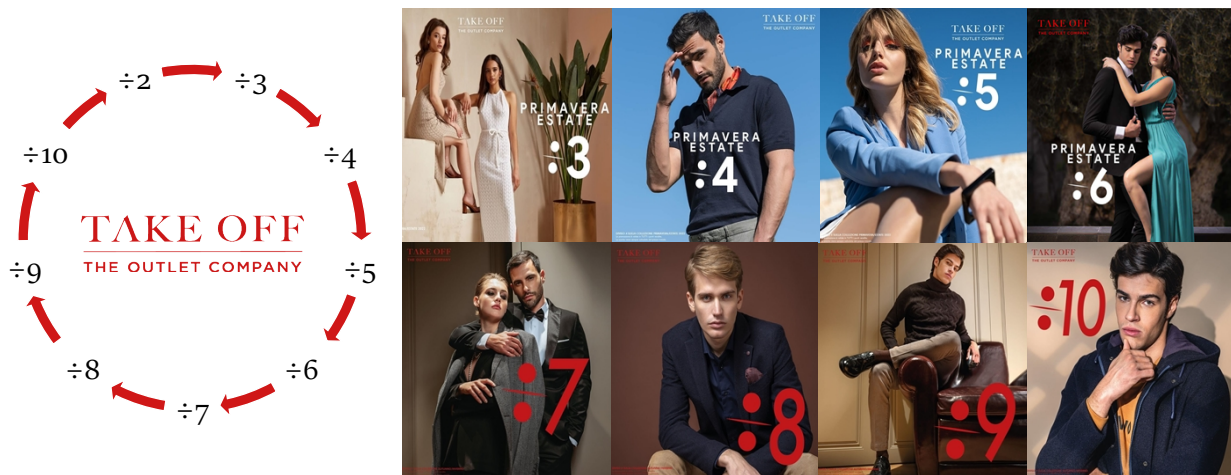
Source: Company

Un modèle de réduction breveté

Le business model de Take Off est basé sur une méthode de remise innovante, qui donne au client la sensation de la "bonne affaire".

Contrairement aux détaillants et aux points de vente traditionnels qui appliquent une remise classique avec des pourcentages variables, Take Off a développé la méthode "divisé par", qui applique une remise sur une base progressive. Le produit est alors exposé dans le magasin à partir du prix de détail "divisé par 2" (50% de remise). Après une période de temps qui varie en fonction de la demande, le prix est encore fractionné, passant à "divisé par 3", jusqu'à atteindre "divisé par 10". Le mécanisme de fractionnement permet au client de remarquer facilement l'ampleur de la réduction et de mieux percevoir l'avantage offert. Ce modèle innovant a été validé et récompensé par l'obtention récente du brevet.

"Divided by" discount method



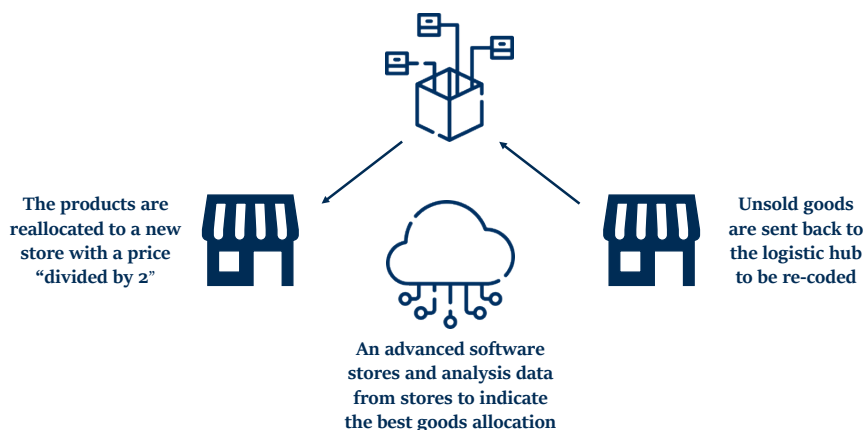
Source: Company, TP ICAP Midcap

Aucun invendu par le biais d'un "inventaire circulaire"

Le succès de son système de vente est également attribuable à une gestion active de la logistique. La campagne de rabais progressifs permet de minimiser la quantité de produits invendus. Une fois le niveau de remise maximal atteint, les produits sont soigneusement réenregistrés et réaffectés aux magasins où ils n'ont jamais été exposés, à partir d'un prix "divisé par 2". De cette façon, Take Off parvient à écouler les invendus et à maintenir en permanence de bonnes marges sur les produits.

La bonne gestion des stocks est facilitée par l'utilisation du logiciel propriétaire "BestStore". Ce dernier, grâce au flux continu d'informations en provenance des magasins (par exemple, le chiffre d'affaires, la rotation des marchandises, etc.) est en mesure de suggérer la meilleure affectation des marchandises. La collecte de données permet également un suivi constant de la demande pour chaque produit, pour chaque magasin, ce qui permet de développer des stratégies personnalisées.

Circular inventory



Source: Company, TP ICAP Midcap

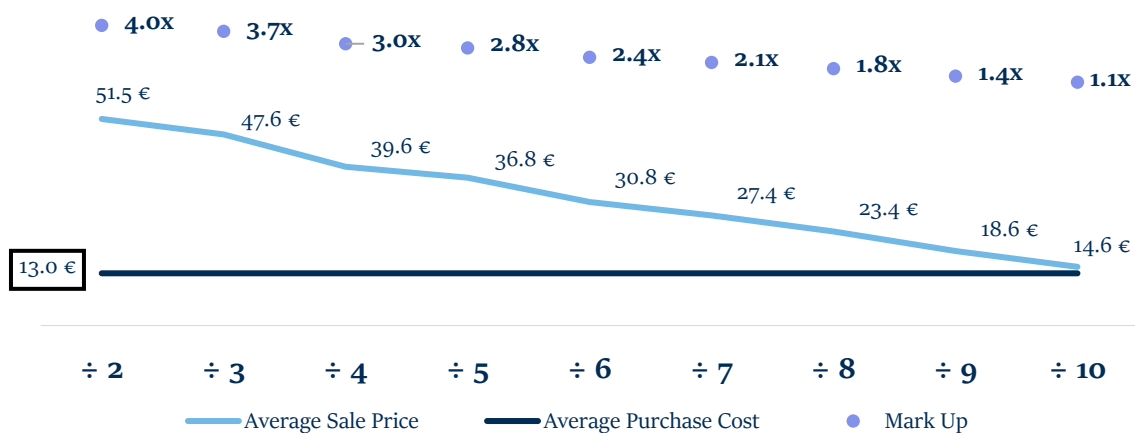
Une marge perpétuelle

L'un des facteurs essentiels du succès de Take Off réside dans sa politique d'achat astucieuse et sa flexibilité en matière de coûts. En ce qui concerne l'approvisionnement de marque tierces, la stratégie consiste à n'acheter que des articles dont le prix se situe entre 6 % et 9 % du coût d'achat au détail, ce qui garantit une marge importante quel que soit le niveau de remise.

Comme nous pouvons facilement le voir sur le graphique, Take Off parvient à maintenir un mark-up >2x, à chaque saison, malgré la forte remise moyenne sur la valeur au détail (>90%).

L'avantage de Take Off repose sur le choix stratégique de s'approvisionner auprès de fournisseurs tiers, plutôt que de marques directes. Les vendeurs (généralement des petits détaillants/destockeurs) ont des problèmes récurrents d'inventus dont ils doivent se débarrasser, évitant ainsi des amortissements importants. Take Off peut bénéficier de sa plus grande flexibilité et de son plus fort pouvoir de négociation pour obtenir toujours les meilleures conditions.

Take Off third-party brands mark-up evolution

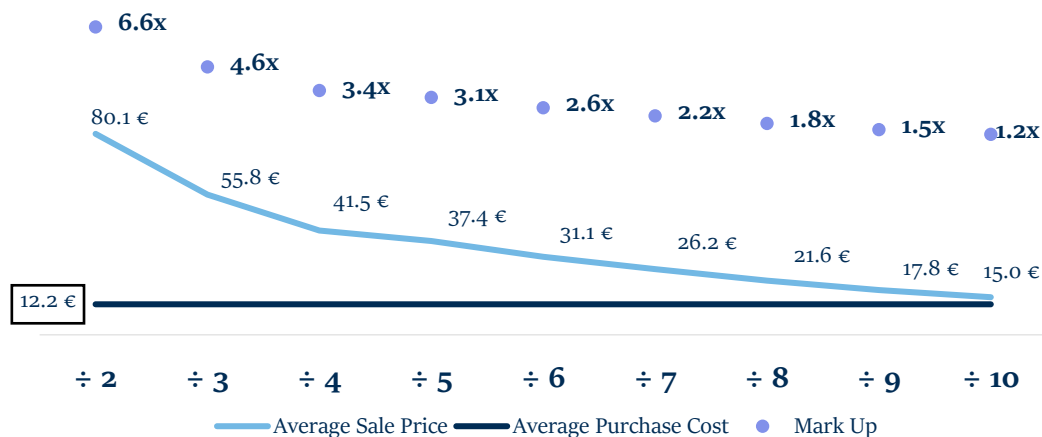


Please note that the graph has only an indicative purpose. It has been realised using data referred to a random item from Take Off fall collection 2022

Source: Company, TP ICAP Midcap

En ce qui concerne les marques propres, le groupe peut compter sur un réseau de plus de 30 fournisseurs différents, ce qui permet non seulement un plus grand choix de vêtements, mais aussi une forte maîtrise des coûts. En fait, la choix du fournisseur se fait par un mécanisme d'enchères, par lequel le groupe propose la réalisation d'un même projet à plusieurs fournisseurs, en sélectionnant l'offre la moins chère. Grâce à cette politique d'achat, le groupe parvient toujours à maintenir un mark up >2 avec ses propres marques, quel que soit le niveau de remise appliqué.

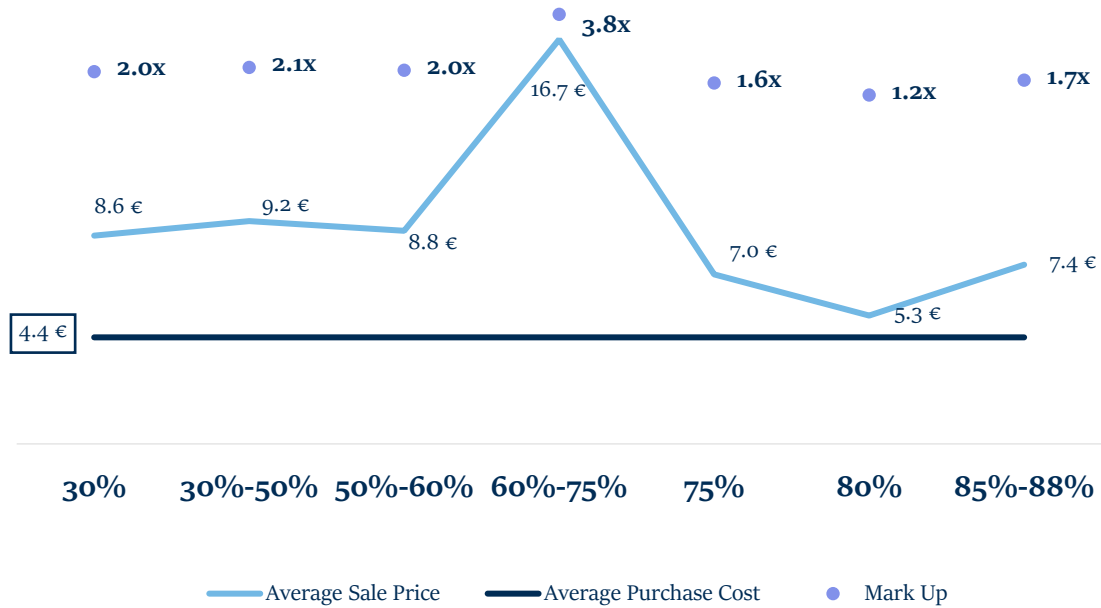
Take Off own brands mark-up evolution



Please note that the graph has only an indicative purpose. It has been realised using data referred to a random item from Take Off fall collection 2022

Source: Company, TP ICAP Midcap

Overkids mark-up evolution



Please note that the graph has only an indicative purpose. It has been realised using data referred to a random item from Overkids fall-winter collection 2019-2020

Source: Company, TP ICAP Midcap

En plus, la division Over dispose d'un business model entièrement basé sur l'affiliation. Ce modèle simple mais efficace permet à l'entreprise de disposer d'une structure de coûts extrêmement flexible et légère. Grâce au système d'affiliation, la majeure partie des coûts (par exemple, le personnel, le loyer) est en effet transférée au "franchisee" (affilié), ce qui permet de dégager des marges élevées.

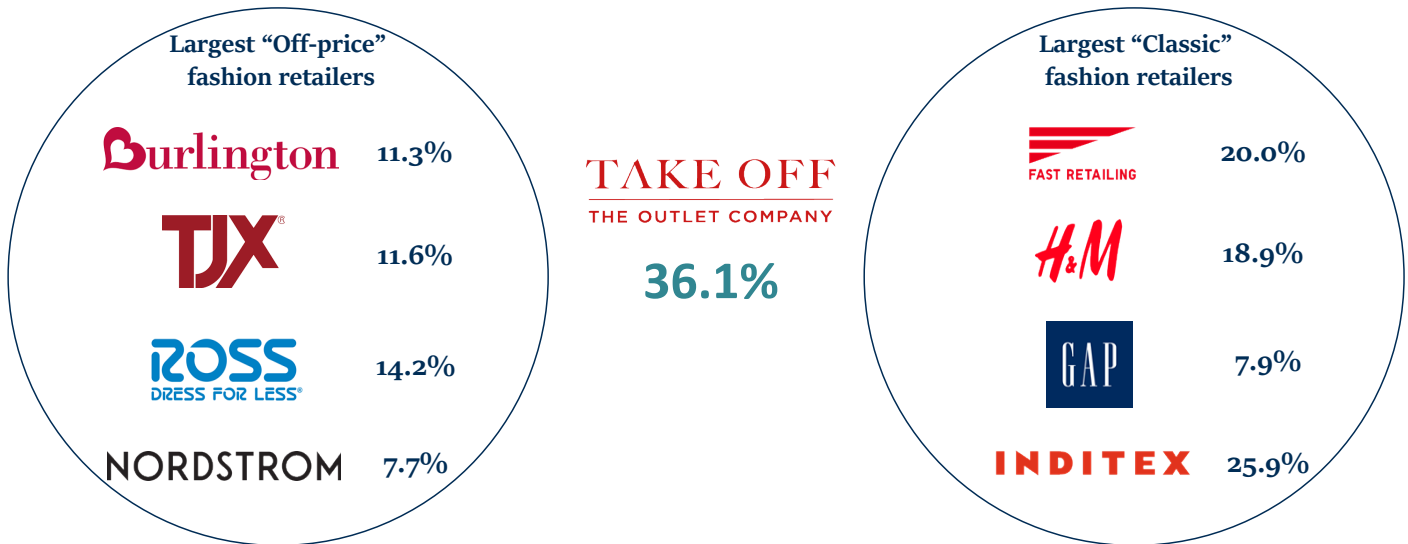
Best in class in terms of profitability

La politique d'achat attentive et la structure de coûts optimisée permettent au groupe d'avoir les marges les plus élevées du marché. En 2021, Take Off a atteint une marge EBITDA de 36,1%.

Comme on peut le voir ci-dessous, Take Off a des marges d'EBITDA plus élevées que les "détaillants classiques", même les plus grandes chaînes de magasins de vêtements et de mode telles que H&M, Inditex, FAST Retailing.

Le résultat est similaire lorsqu'on le compare aux plus grands acteurs de la mode Off-price tels que TJX, Ross, Burlington, Nordstrom.

EBITDA margins of leading fashion retailers vs Take Off

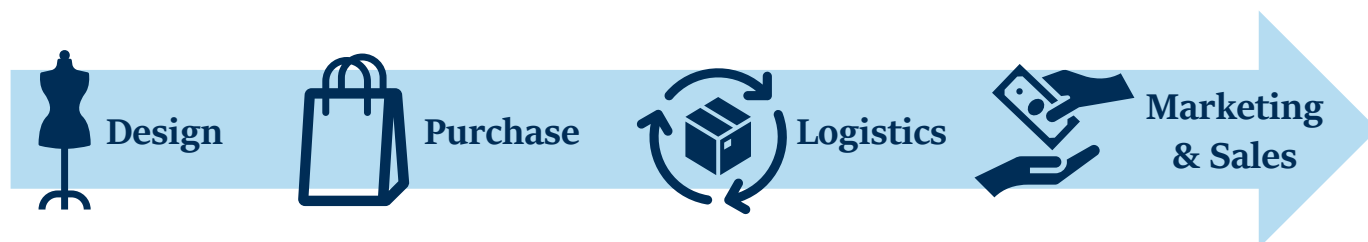


Source: Company, TP ICAP Midcap, Companies annual reports

La création de valeur nécessite une bonne recette

Les deux divisions, Take Off et Over, ont deux modèles d'affaires différents et sont donc gérées avec deux approches ad hoc.

Value creation cycle



Source: Company, TP ICAP Midcap

Au-delà de l'activité de revente de vêtements de marque internationales, le groupe propose des collections de 7 marque propres.

Design

La création de valeur commence par une conception bien pensée. Pour Take Off, la conception de ses vêtements est confiée à plus de 30 designers externes, sous le contrôle strict de l'entreprise, qui dictent les critères et les styles à suivre. Le design sert à délimiter le style de chaque marque du groupe, et à créer sa propre identité.

Take Off conçoit et produit actuellement 7 marques propres (Gaia Galli, Andrea Maggi, Stella Berg, Henry Smith, Yuko Hayate, One Two One, Massimo Moresco), chacune visant un segment de clientèle différent et complémentaire.

Pour Over, l'activité de conception est réalisée en interne par une équipe de 4 stylistes expérimentés, qui développent des vêtements pour la marque "Overkids". Une attention particulière est portée au choix des matières afin de garantir une qualité optimale pour une clientèle " exigeante " comme celle des enfants. Les vêtements sont donc principalement fabriqués en fibres naturelles pour une durabilité maximale.

Le développement des marques est un élément indispensable de la stratégie du groupe, comme en témoigne la contribution significative des marques propres au chiffre d'affaires total, qui atteindra 63% en 2021.

Purchase

Une fois que le design approprié a été choisi, les collections sont mises en production.

La production des marques propres Take Off et Overkids est sous-traitée à des partenaires locaux et internationaux (en Italie, en Albanie et au Bangladesh), sous le contrôle strict du groupe. Le groupe collabore actuellement avec plus de 30 fournisseurs différents, ce qui permet non seulement un plus grand choix de vêtements de qualité, mais aussi **une forte optimisation des coûts**. En fait, la choix du fournisseur se fait par un mécanisme d'enchères, par lequel le groupe propose la réalisation d'un même projet à plusieurs fournisseurs, en sélectionnant l'offre la moins chère.

En plus des produits de sa propre marque, Take Off propose une large gamme de vêtements de marques tierces, uniquement des marques de mode de renommée internationale (Gucci, Moschino, Ferragamo, Burberry, Prada, Ralph Lauren, Valentino, Cavalli et bien d'autres).

Les marques tierces sont achetées par le biais d'un mécanisme d'enchères directement auprès de distributeurs tiers, sans passer par les marques de mode. De cette façon, le groupe est en mesure d'avoir un meilleur pouvoir de négociation, et d'obtenir des produits toujours aux meilleures conditions. Sur la base de ce modèle, le groupe a défini sa politique d'achat, selon laquelle le coût d'achat par vêtement ne doit pas dépasser 9% de son coût au détail.

Un facteur clé est la complémentarité entre les produits de marque propre et ceux de marque tierce. En effet, Take Off utilise ses propres marques pour combler un manque de marques tierces. En d'autres termes, lorsqu'un vêtement d'une marque tierce manque

d'une taille ou d'une couleur, il est rapidement remplacé par une de ses marques propres, au même prix. Ainsi, le groupe est en mesure de toujours répondre à la demande et d'accroître la notoriété de la marque.

Logistics

La logistique de l'entrepôt est entièrement gérée par le logiciel propriétaire "BestStore", qui analyse les données de chaque magasin et suggère le bon moment et la bonne répartition de chaque produit.

Comme expliqué précédemment, l'une des forces de la division Take Off est la particularité de la gestion de son entrepôt, qui est parfaitement intégrée à son modèle de remise. En fait, l'entrepôt est géré activement. Les produits invendus sont renvoyés à l'entrepôt central, recodés et réassortis dans un nouveau magasin à un prix " divisé par 2 ", ce qui permet de toujours maintenir des marges élevées.

Pour la division Over, la logistique est gérée de manière traditionnelle et le risque d'inventaire est résolu par des remises importantes en fin de saison.

Marketing and Sales

Les activités de promotion et de marketing sont basées sur l'analyse du comportement d'achat des clients. Le groupe dispose d'une base de données de plus de 5 000 clients, profilés sur la base de leurs préférences et de leurs décisions d'achat. Le profilage minutieux des clients permet une communication plus ciblée (email, SMS), et encourage leur fidélité.

Les ventes sont gérées différemment pour les deux divisions.

La division outlet profite du modèle de remise innovant "divisé par", qui vise à attirer les clients grâce à son rapport qualité-prix imbattable.

Un autre facteur gagnant de son modèle de vente est l'extension de la collection jusqu'à 10 mois, au lieu des 6 mois classiques. La nouvelle collection est présentée "avant" le début de la saison et elle est prolongée au-delà de la date de clôture en appliquant de fortes remises, ce qui permet de maintenir l'intérêt des clients.

Le système de vente d'Over est entièrement basé sur l'accord de franchise. Les magasins sont gérés individuellement par des tiers, selon les directives du groupe. Chaque magasin doit suivre la stratégie commerciale (prix, niveaux de remise) élaborée par le groupe. Ce dernier se réserve une visibilité et un contrôle maximal sur la gestion du magasin, et la possibilité de se retirer si le magasin n'est pas performant. Le franchisé est enfin rémunéré avec un pourcentage moyen de 33% du chiffre d'affaires.

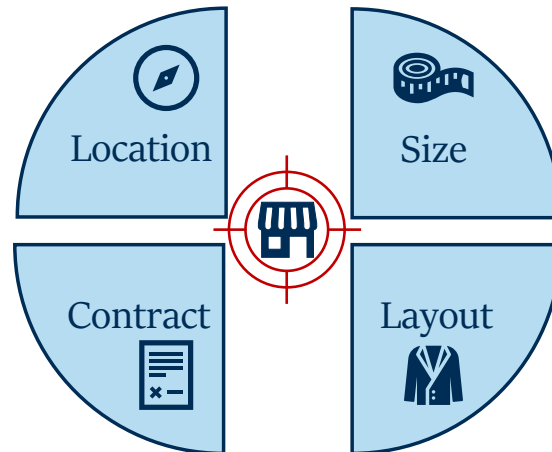
Le modèle de la franchise permet non seulement une expansion rapide du réseau de vente au détail, et les avantages qui en découlent en termes de volume et d'économies d'échelle, mais garantit également un haut degré de flexibilité. La flexibilité et l'adaptabilité sont des éléments clés sur un marché aussi volatile.

Une expérience centrée sur le magasin

Le business model de Take Off est centré sur le magasin. Afin d'offrir la meilleure expérience d'achat et de maximiser le potentiel de vente, la sélection des magasins doit passer par un processus de sélection élaboré.

La stratégie du groupe comprend donc un certain nombre de paramètres pour définir le magasin optimal, notamment l'emplacement, la taille, la formule de contrat et l'agencement. Les critères diffèrent entre les deux divisions.

Store parameters



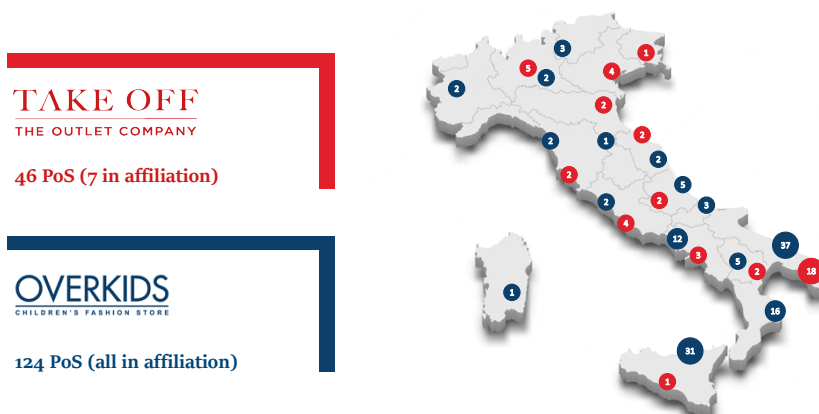
Source: Company, TP ICAP Midcap

Location

Pour les deux divisions, les magasins sont situés dans les lieux les plus fréquentés de la ville. Cela signifie généralement les centres-villes dans le sud de l'Italie et les centres commerciaux dans le nord. Cette décision stratégique permet certainement une plus grande visibilité et encourage les achats impulsifs. En fait, les gens vont souvent dans les centres commerciaux ou se promènent dans les centres-villes, non pas avec l'achat comme intention première, mais simplement comme une activité sociale. **La proximité du magasin déclenche l'envie d'acheter.** Un autre élément clé est la proximité des magasins les uns par rapport aux autres. Celle-ci favorise l'efficacité du personnel, qui peut plus facilement tourner entre les magasins, et optimise les coûts de transport. L'intention du groupe est précisément d'étendre le réseau de magasins "à tache d'huile", en créant des synergies plutôt qu'en subissant des problèmes logistiques dus à de longues distances.

Le Groupe compte actuellement 170 magasins dans toute l'Italie, y compris les récentes ouvertures (juillet 2022) des nouveaux 4 points de vente Take Off et 3 point de vente Over.

Store location



Source: Company, TP ICAP Midcap

Size

La taille du magasin est cruciale afin de maximiser son potentiel de vente et d'offrir la meilleure expérience d'achat aux clients.

Les points de vente Take Off ont une surface moyenne de 200-250 m², ce qui est nécessaire pour présenter une offre de produits plus importante. Les magasins Over ont une surface moyenne de 100 m².

Layout

Rien n'est laissé au hasard, Take Off s'occupe de chaque détail. L'agencement est une autre particularité du groupe.

En effet, pour les magasins Take Off, les vêtements sont présentés par taille et non par modèle. Cette astuce stratégique facilite l'achat du client en lui permettant de trouver immédiatement l'ensemble de l'offre par taille souhaitée, et stimule ainsi l'activité de *cross-selling*. Il faut souligner que l'agencement a été soigneusement conçu pour offrir aux clients la meilleure expérience d'achat possible, une véritable expérience de *fashion boutique*.

Take Off store layout



Source: Company

Les magasins Over ont plutôt une disposition traditionnelle avec des vêtements présentés par modèle et non par taille, en veillant toujours à la plus grande qualité, à l'ordre et à la propreté pour offrir une excellente expérience d'achat.

Over store layout



Source: Company

Formule de contrat

L'ouverture de nouveaux magasins directs se poursuit à un rythme soutenu grâce à un modèle flexible et peu coûteux.

Tous les points de vente Take Off sont ouverts par le biais de contrats de location, d'une durée de 6 ans, avec renouvellement automatique pour 6 années supplémentaires et une clause de résiliation pour les 6 premiers mois. Cette clause peut être déclenchée en cas de mauvaise performance du point de vente.

Le groupe bénéficie également d'un environnement de marché favorable dans lequel les coûts de location ont baissé en moyenne de 25-30% par rapport aux niveaux d'avant Covid, garantissant des accords à long terme particulièrement avantageux.

Le coût moyen de location d'un magasin Take Off est d'environ 60 000 € par an.

En outre, les ouvertures de nouveaux magasins nécessitent un investissement relativement faible dans le modèle Take Off. Hors loyer, l'investissement total est d'environ 100 000 € par magasin (surface moyenne de 250 m²). L'investissement consiste approximativement en : 50 % pour les marchandises et l'ameublement ; 25 % pour toute rénovation éventuelle (par exemple, les installations) ; 10 % pour la formation du personnel ; 10 % pour le marketing et la promotion ; et 5 % pour l'alignement informatique et autres.

Le modèle Over est entièrement basé sur des accords d'affiliation. Selon cet accord, tous les coûts d'exploitation (par exemple, le personnel, le loyer) restent à la charge du franchisé. Le groupe n'a à supporter que les frais d'ouverture, estimés à environ 10 000 € par magasin (surface moyenne de 100 m²), et le coût de la marchandise. Les frais d'énergie et transport sont supportés par le groupe mais presque entièrement répercutés sur le client.

Ce modèle bénéficie d'une flexibilité maximale, grâce à une clause de résiliation du contrat dans les 6 premiers mois, déclenchée en cas d'objectif de chiffre d'affaires non atteint ou de non-paiement du loyer.

Il convient de souligner la différence entre la franchise classique et le contrat d'affiliation de Take Off. L'affiliation est définitivement plus flexible, plus facile et plus adaptée au marché. En effet, elle a des barrières d'entrée et de sortie moins élevées que la franchise. Elle prévoit des solutions de sortie en cas de sous-performance et ne requiert qu'un simple dépôt de la part du franchisé, plutôt que des garanties personnelles, pour démarrer. En outre, le groupe ne recevra pas la commission habituelle, comme c'est le cas dans les accords de franchise, mais pourra conserver l'intégralité du chiffre d'affaires du magasin, déduction faite d'un pourcentage de 33 % à verser au franchisé.

La flexibilité et les faibles coûts sont donc les éléments gagnants qui ont permis et, selon nous, permettront l'expansion rapide du réseau de magasins et les résultats impressionnants du groupe.

Take Off flexible contract formula

TAKE OFF THE OUTLET COMPANY

- Direct Point of Sales (exc. #7)
- 6 year maturity
- 6 months termination clause
- Investment €100.000/store
- 250 sqm average size



OVERKIDS CHILDREN'S FASHION STORE

- Affiliation agreements
- 6 months maturity
- 6 months termination clause
- Investment €10.000/store
- 100 sqm average size



Source: Company, TP ICAP Midcap

L'état de la mode

Pour réaliser réellement l'avantage concurrentiel de Take Off, il est pertinent d'examiner la dynamique de l'industrie de la mode en Europe et en Italie, où le Groupe opère principalement.

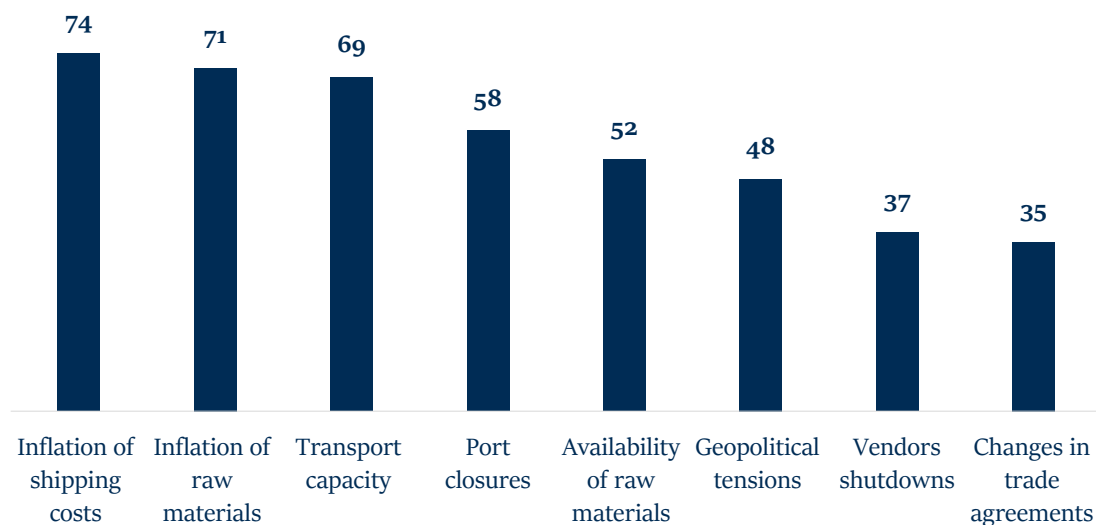
Se démarquer dans un marché perturbé

Après les problèmes dues à la pandémie, le marché de la mode rencontre de nouvelles difficultés liées à l'environnement de marché compliqué actuel. La combinaison de facteurs locaux et mondiaux, la pénurie de matériaux et les goulots d'étranglement dans les transports posent de sérieux problèmes à l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. Selon une enquête lancée par McKinsey au début de l'année 2022, les principaux facteurs conduisant à une rupture de la chaîne d'approvisionnement sont la forte inflation des coûts d'expédition et des matières premières. On estime qu'un conteneur de la Chine vers l'Europe coûtera six fois plus cher qu'en 2019. *Source : Rapport McKinsey - The State of Fashion 2022*

Take Off, contrairement à la plupart des acteurs du marché, est marginalement impacté. En effet, en ce qui concerne les coûts de transport, le groupe a déjà rompu ses relations avec les fournisseurs chinois et s'approvisionne désormais principalement auprès de partenaires locaux (>60%), ce qui permet de réduire drastiquement les coûts. En outre, l'expansion du réseau de distribution de Take Off se fait par proximité, ce qui facilite la logistique.

Quant à l'augmentation des coûts de l'énergie et des matières premières, le groupe parvient à les répercuter presque entièrement sur les clients, tout en restant à un prix attractif pour ces derniers.

Supply chain disruption factors 2022 (% of survey respondents)

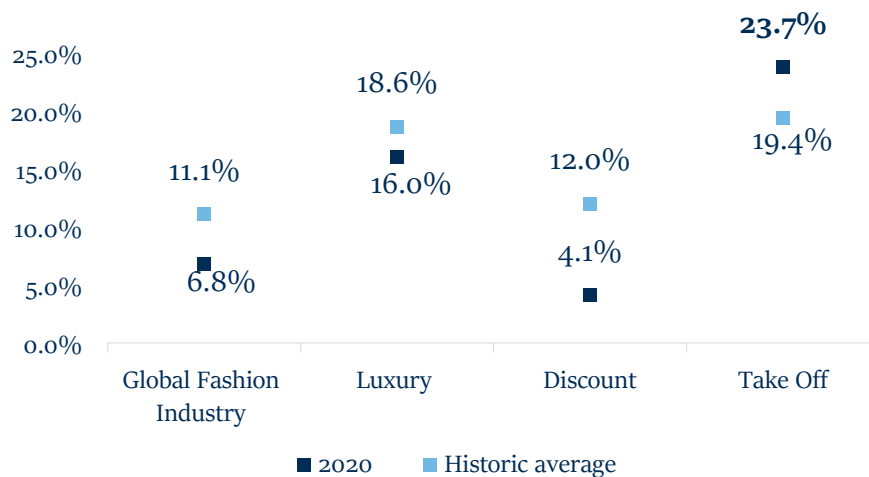


Source: TP ICAP Midcap, McKinsey Report 2022 – the State of Fashion 2022

Extrême résilience des marges

Dans un marché aussi perturbé, Take Off a prouvé sa résilience, en parvenant à maintenir des marges et une rentabilité solides. Si l'on compare les données du rapport McKinsey " The state of Fashion 2022 ", nous constatons que les acteurs mondiaux de l'industrie de la mode ont déclaré en 2020 une marge d'EBITA moyenne de 6,9%, inférieure à la moyenne historique de 11%. Il en va de même pour le segment du discount (4,1%) et le segment du luxe (16%). Take Off, grâce à la flexibilité et à l'efficacité de son business model, a pu maintenir une marge d'EBITA de 23,7% en 2020, un niveau exceptionnel dans un scénario aussi négatif.

Extremely margin resiliency vs global fashion industry (EBITA margin %)

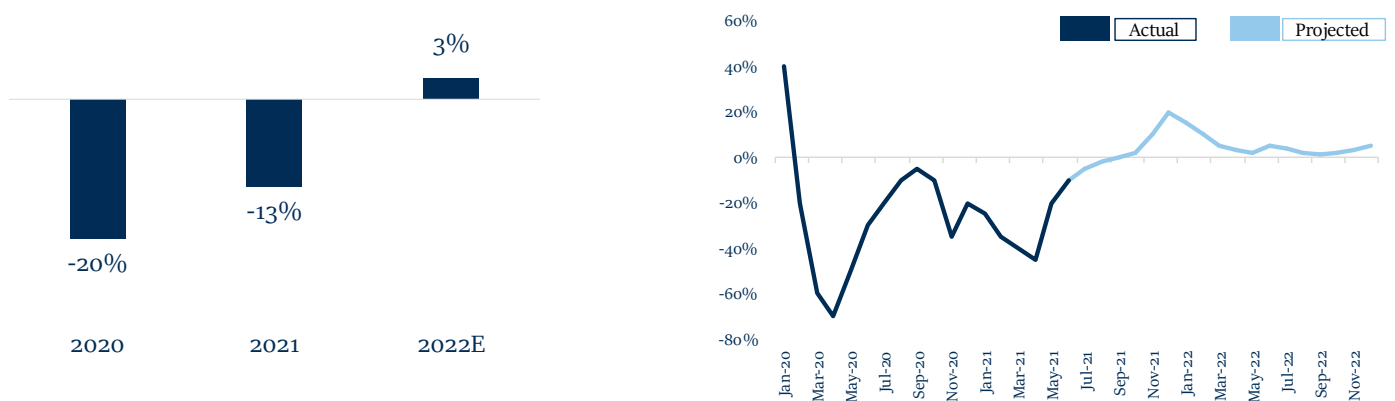


Source: Company, TP ICAP Midcap, McKinsey Report 2022 – the State of Fashion 2022

L'état de la mode en Europe

Dans le contexte d'une chaîne d'approvisionnement perturbée, l'industrie de la mode en Europe se redresse à un rythme plus lent. Les données d'Eurostat sur les ventes au détail de "vêtements et chaussures" dans l'UE27 montrent toutefois une augmentation de 12,1 % au T1-22 (par rapport au T1-21), mais pas encore aux niveaux pré-pandémiques (-15 % par rapport au T1-20). Selon le rapport 2022 de McKinsey, la reprise sera en effet très légère. En 2022, les ventes du secteur de la mode hors luxe devraient croître d'environ 3% par rapport à 2019. Le marché européen est alors estimé à une croissance prudente de ~3% CAGR 2022-2026.

Non-luxury fashion sales 2022 in Europe (growth % compared to 2019)



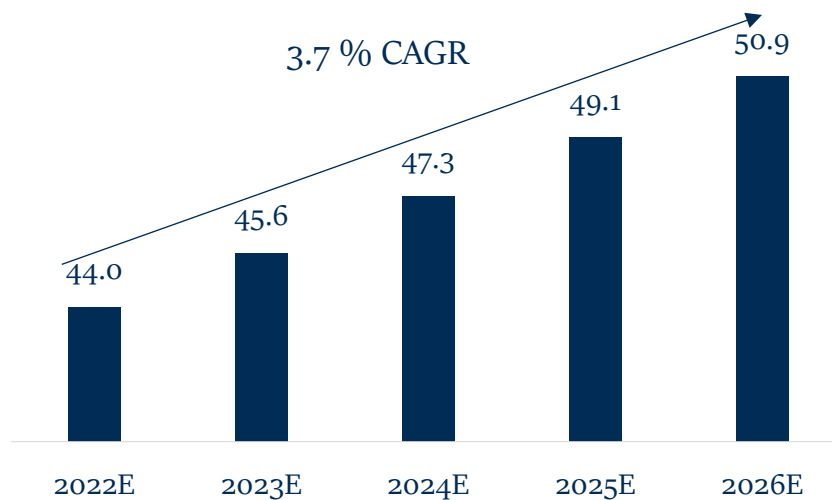
Source: TP ICAP Midcap, Eurostat, Statista, McKinsey Report 2022 - Mastering off-price fashion in an omnichannel world

L'état de la mode en Italie

L'industrie de la mode en Italie connaît une tendance similaire à celle de l'Europe. Une bonne reprise par rapport à la période Covid, mais pas encore aux niveaux pré-pandémiques. Le contexte inflationniste et les difficultés logistiques freinent la consommation et la croissance. Les données d'Eurostat sur les ventes au détail de "vêtements et chaussures" en Italie, montrent un bon S1-22, en hausse de 20% (par rapport au S1-21), mais toujours en dessous des niveaux pré-pandémie (-15% par rapport au S1-19). Bien que la croissance semestrielle puisse sembler très positive, nous devons considérer avec prudence qu'elle est fortement influencée par la période des ventes de janvier et juin. En fait, pour avoir une idée plus large du scénario actuel du marché, nous avons examiné les données des ventes de la fédération italienne de la mode. Selon ces données, les premiers mois de 2022 ont montré une rechute. Les ventes au T1-22 ont chuté en moyenne de 10% en glissement annuel (janvier -9% yoy, février -16%, mars -5%). Malgré les difficultés

mentionnées, un fort rebond est attendu pour les années suivantes, conduisant à une croissance à long terme CAGR de 3,7% 2022-2026.

Italian Apparel and footwear market evolution (€bn)



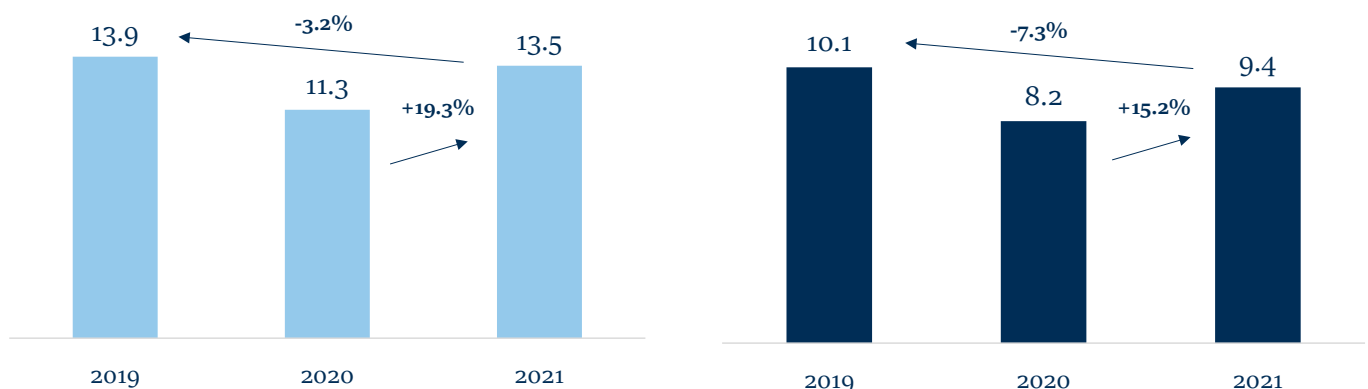
Please note that figures are estimated, and the constant growth yoy has just an illustrative purpose

Source: TP ICAP Midcap, Eurostat, Statista, Federazione Moda Italia

La mode adulte en Italie

Dans la mode adulte, le segment des femmes est sans doute celui qui tire la croissance du marché italien. En 2021, il enregistre une croissance de +19,3% de son chiffre d'affaires par rapport à 2020, pour atteindre 13,5 Md€, sans pour autant atteindre les niveaux pré-pandémiques (-3% par rapport à 2019). Le segment des hommes s'est également redressé à un rythme élevé avec une croissance de 15% vs 2020, atteignant en 2021 un chiffre d'affaires de plus de 9 Md€. Un écart subsiste encore avec les performances de 2019 (-7% vs 2019). Des chiffres qui confortent Take Off, dont la meilleure contribution en termes de revenus provient justement du segment féminin (60- 70% des revenus totaux). Source: Ansa, Sistema ModaItalia, Confindustria Moda

Women Fashion (left) and Men Fashion (right) in Italy (€bn)



Source: TP ICAP Midcap, Ansa, Sistema Modalitalia, Confindustria Moda

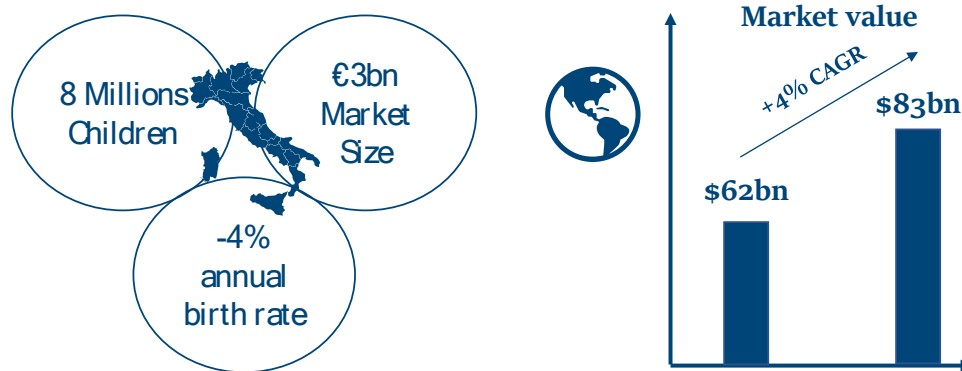
La mode pour enfants

Le marché de la mode enfant est certainement plus dynamique et plus résilient que celui de la mode adulte. Le marché mondial était évalué à 62 milliards de dollars en 2019, et la bonne reprise post Covid nous permet de confirmer les estimations de 83 milliards de dollars à atteindre d'ici 2027, avec un CAGR de 4,2%.

L'Italie aussi, après les difficultés liées à Covid, montre une nette reprise, ce qui est de bon augure pour l'avenir. Selon les données de Confindustria Moda (association professionnelle italienne de la mode), la mode junior a enregistré des revenus annuels de 3 milliards d'euros, en hausse de 15,5 % par rapport à 2020, retrouvant ainsi les niveaux de 2019.

Toutefois, le taux de croissance attendu du marché italien est inférieur aux estimations du marché mondial, en raison d'un faible taux de natalité. Selon les données du ministère des Affaires étrangères CBI (Centre de promotion des importations en provenance des pays en développement), le taux de natalité national en 2019 est de -4% yoy et le taux de croissance annuel moyen pour le groupe d'âge a diminué à un CAGR 14-19 de -1,2%, inférieur à la moyenne européenne de 0,14%. L'Italie a toujours le quatrième plus grand nombre d'enfants dans l'Union européenne avec environ 8 millions, ce qui laisse des certitudes quant au développement du marché des vêtements pour enfants.

Global Children's wear market value (€bn)



Source: TP ICAP Midcap, CBI, Businesscout, Confindustria Moda, ILsole24ore

Le marché Off-Price maîtrise la mode

Dans un contexte de marché où le modèle de vente au détail traditionnel rencontre de nombreuses difficultés, le modèle Take Off peut vraiment faire la différence.

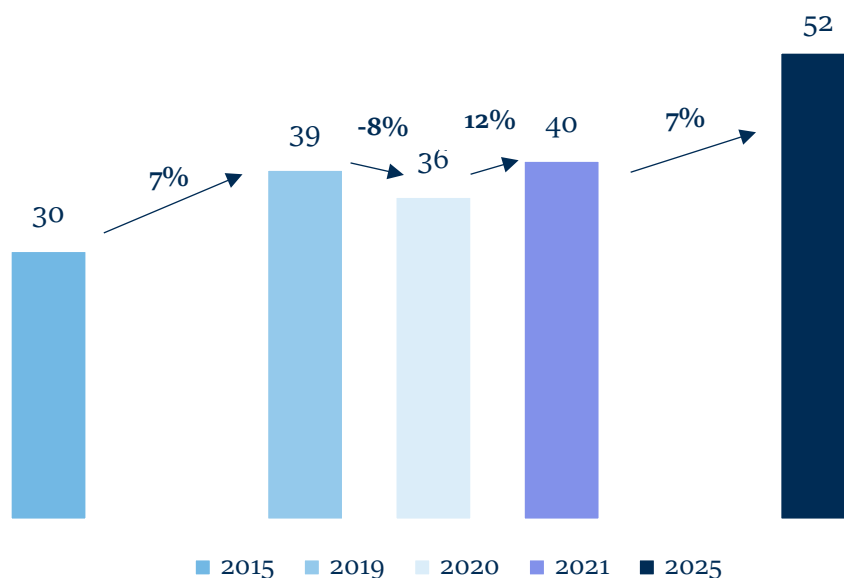
Le modèle Take Off s'inscrit parfaitement dans un marché à fort potentiel qui gagne rapidement du terrain dans l'industrie de la mode, le marché Off-price.

Off-price fait référence au segment du marché de la mode vendu par des acteurs dédiés au off-price ou par des points de vente de marque dédiés. Ce segment est adjacent au marché de la mode à prix réduit, mais notre définition du marché off-price n'inclut pas les ventes en cours de saison et de fin de saison réalisées par des acteurs à prix plein ou des marques directement. *Source: Report McKinsey 2022 – Mastering off-price fashion in an omnichannel world*

La forte tendance à la croissance qui caractérise ce segment le rend difficile à ignorer. Selon le rapport McKinsey 2022 "Mastering off-price fashion in an omnichannel world", le segment Off-price représente environ 40 milliards d'euros, soit environ 11 % de l'ensemble du secteur de la mode dans l'UE, ce qui équivaut à 368 milliards d'euros de ventes totales en 2021. Nous estimons que cette part atteindra 12 % en 2025.

Le segment Off-price connaît une croissance impressionnante par rapport au segment traditionnel. Ce dernier se maintient à un niveau stable de 1 à 3 % par an, tandis que le Off-price devrait connaître un CAGR de 7 % jusqu'en 2025.

Off-Price fashion market size and growth (€bn – CAGR %)



Source: Company, TP ICAP Midcap, McKinsey Report – Mastering off-price fashion in an omnichannel world

Off-price en ligne: une opportunité

La popularité croissante du marché off-price est particulièrement visible dans le canal en ligne, en raison de sa plus grande commodité, de la simplicité du filtrage et de l'étendue de l'assortiment. Le canal off-price en ligne a connu une croissance impressionnante ces dernières années, comme en témoignent les revenus qui ont augmenté à un CAGR de 16 % sur la période 2015-2019, pour représenter 40 % du marché off-price en 2020. Selon l'analyse de McKinsey, ce canal devrait connaître une croissance CAGR de 13 % au cours de la période 2021-2025.

Pour cette raison, Take Off développe au mieux son offre *e-commerce* et peut ainsi exploiter un important levier concurrentiel.

Une solution durable

Le Off-price se distingue pour deux autres raisons, la durabilité et la liquidité. La durabilité est un sujet de plus en plus important pour les fabricants et les marques. Le canal Off-price devient une solution ESG valable, car il empêche la destruction d'une offre excédentaire potentielle. Le cycle de vie des produits peut être prolongé, ce qui garantit que l'énergie investie dans la chaîne d'approvisionnement n'est pas gaspillée, et réduit également les émissions qui seraient émises pour détruire les marchandises inutilisées.

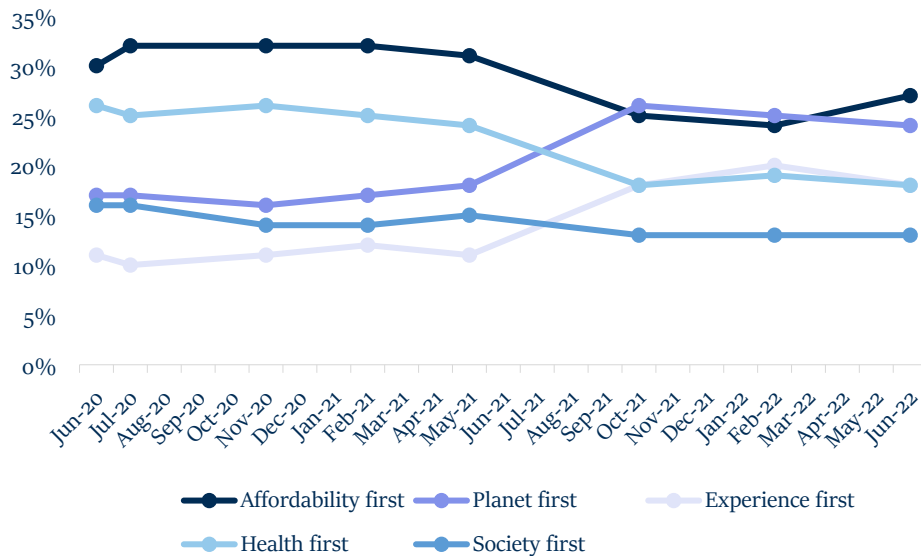
Le Off-price donne également aux marques et aux détaillants la possibilité de se débarrasser de leurs stocks excédentaires et de maintenir une bonne disponibilité de trésorerie. La vente de marchandises invendues permet de récupérer des liquidités qui seraient autrement immobilisées. *Source: McKinsey Report – Mastering off-price fashion in an omnichannel world, InTurn.*

La sensibilité du client au prix favorise le marché Off-price et Take Off

Avec une inflation qui a atteint le niveau record de 8 % en juin 2022 en Italie, le niveau des dépenses de consommation a chuté radicalement. Les données de l'Istat montrent au premier trimestre 2022, une baisse des ventes au détail de 0,5% en valeur et de 0,6% en volume. En juin, en revanche, on observe une baisse de 3,8% en volume par rapport à juin 2021 et de 1,8% par rapport à mai 2022. Ce scénario ne peut que favoriser des acteurs tels que Take Off, qui proposent des solutions de qualité aux prix les plus bas du marché. *Source: ilfattoquotidiano, ilsole24ore, Istat*

En plus la pandémie et les tensions géopolitiques ont radicalement changé le comportement des consommateurs. Une étude menée par EY en juin 2022 - "Future Consumer Index" - montre comment les consommateurs ont modifié leurs priorités en réponse aux perturbations émergentes. Les consommateurs sont en effet devenus plus sensibles aux prix et se concentrent désormais sur l'accessibilité financière. Néanmoins, ils ont toujours besoin de “ se faire plaisir ”, c'est pour ça qu'ils recherchent le meilleur rapport qualité-prix. Le canal Off-Price est certainement la meilleure alternative à prix bas et Take Off offre certainement le meilleur rapport qualité-prix, avec son expérience de la haute couture à un prix imbattable. *Source: EY report 2022 – Future Consumer Index: In crisis, but in control*

Consumers priorities favour Take Off



Source: TP ICAP Midcap, EY report 2022 – Future Consumer Index: In crisis, but in control

En remplissant un poste vacant Take Off devient le chef de file

Le marché Off-price est désormais une réalité établie sur la scène mondiale de la mode. Il sera l'un des principaux moteurs de croissance à moyen et long terme.

Dans ce contexte florissant, l'Italie devient également de plus en plus riche en outlets. La particularité du marché italien est la présence d'outlets gérés le plus souvent individuellement, donc avec **un nombre limité d'emplacements**, et **l'offre de produits uniquement de marques tierces**.

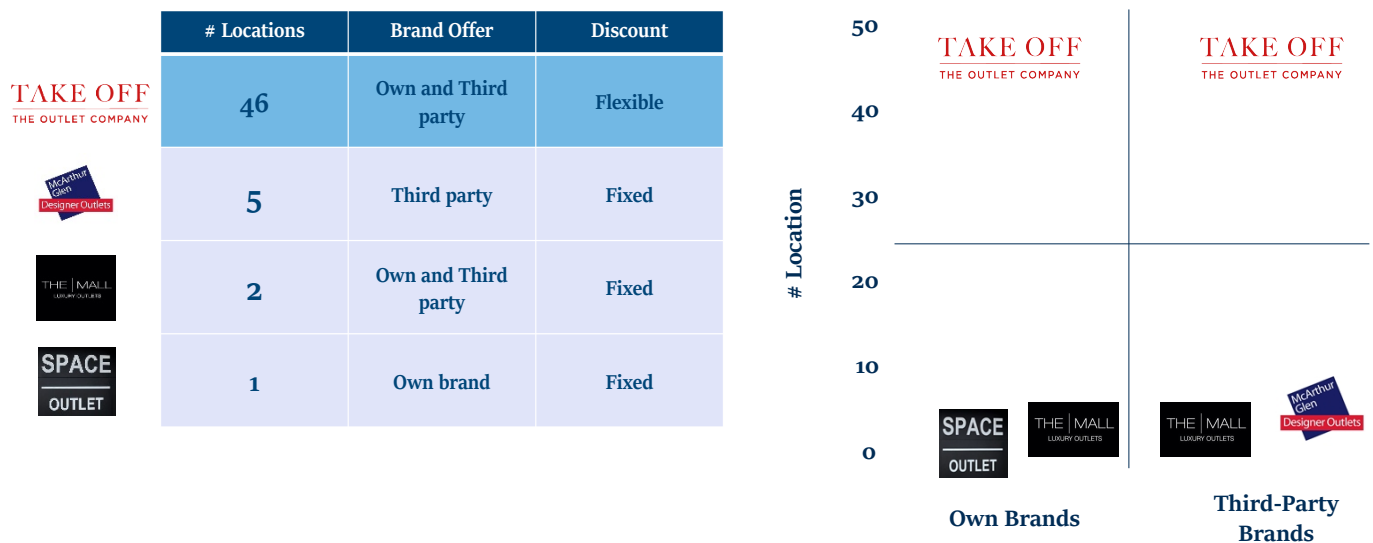
Parmi les plus importants sur la scène italienne, citons le McArthurGlen Designer Outlet, qui compte 5 magasins vendant uniquement des marques tierces, et le Mall Luxury Outlet (Kering), qui propose ses propres marques et des marques tierces, mais dont la présence est limitée à 2 magasins seulement.

Prada est l'une des rares marques à avoir créé son propre outlet, qui ne vend que des produits de ses propres marques. Cependant, elle n'est présente qu'à un seul endroit, le "Space Outlet" à Montevarchi (Toscane).

Il n'y a actuellement aucun acteur sur le marché italien qui offre une expérience d'outlet avec des produits de marques propres et de marques tierces avec une présence aussi étendue sur le territoire italien (46 points de vente). Take Off parvient donc à exploiter une opportunité de marché, en comblant cette lacune.

De plus, aucun des concurrents sur le territoire ne dispose d'un modèle de réduction aussi élaboré. Le modèle de Take Off jouit d'un haut degré de flexibilité qui lui permet de s'adapter à n'importe quel environnement de marché, en garantissant toujours des marges élevées. Les concurrents, en revanche, utilisent simplement un modèle de réduction fixe, ce qui ne leur permet pas de tirer pleinement parti des opportunités et des difficultés du marché.

Take Off outlet unique positioning



Source: Company, TP ICAP Midcap

En ce qui concerne le marché de la mode enfant en Italie, l'environnement concurrentiel est très fragmenté. En effet, plusieurs acteurs opèrent, se distinguant par leur taille, leur prix, leur qualité et leur présence territoriale. Over parvient à maintenir un excellent positionnement concurrentiel grâce à son rapport qualité/prix enviable et à ses marges élevées.

Over vise à satisfaire une clientèle exigeante en proposant des vêtements réalisés principalement en fibres naturelles, garantissant une qualité et une sécurité maximales.

Toutefois, l'élément qui distingue Over de tous ses concurrents est son modèle d'affiliation unique. Ce modèle est beaucoup plus flexible et comporte beaucoup moins de contraintes que la franchise traditionnelle. Ce modèle permet d'optimiser les coûts d'exploitation (loyer, personnel), en les transférant au franchisé, et surtout de réduire les risques, grâce à une clause de retrait en cas de mauvais résultats.

La structure de coûts allégée et la flexibilité permettent à Over d'offrir des vêtements de qualité à des prix très bas et de maintenir une marge élevée.

Il est également important de souligner le rôle clé d'Over pour le groupe. En ajoutant le segment de la mode enfant, il complète l'offre du groupe, en améliorant sa proposition de vente et sa clientèle, tandis que le système d'affiliation permet une expansion plus rapide du réseau de magasins. Le groupe peut ainsi consolider sa position de leader sur le marché italien.

Over unique positioning



Source: Company, TP ICAP Midcap

Cash is King

Key Financials*

€ - m	FY19	FY20	FY21
Net Sales	32.1	21.2	26.4
<i>Growth</i>	<i>n.a.</i>	<i>-34.0%</i>	<i>24.6%</i>
Take Off	22.8	14.5	19.9
Over	9.3	6.7	6.5
EBITDA	6.2	6.5	9.5
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19.3%</i>	<i>30.7%</i>	<i>36.1%</i>
Net Income	3.5	3.8	5.6
FCF	4.6	(0.2)	6.1
Capex	2.3	2.0	0.4
<i>% Sales</i>	<i>7.2%</i>	<i>9.3%</i>	<i>1.6%</i>
Net Debt/(Cash)	(4.8)	(0.1)	(12.1)
Net debt/EBITDA	-0.8x	0.0x	-1.3x
<i>Net Gearing</i>	<i>-37.1%</i>	<i>-1.2%</i>	<i>-51.3%</i>

Source: Company, TP ICAP Midcap

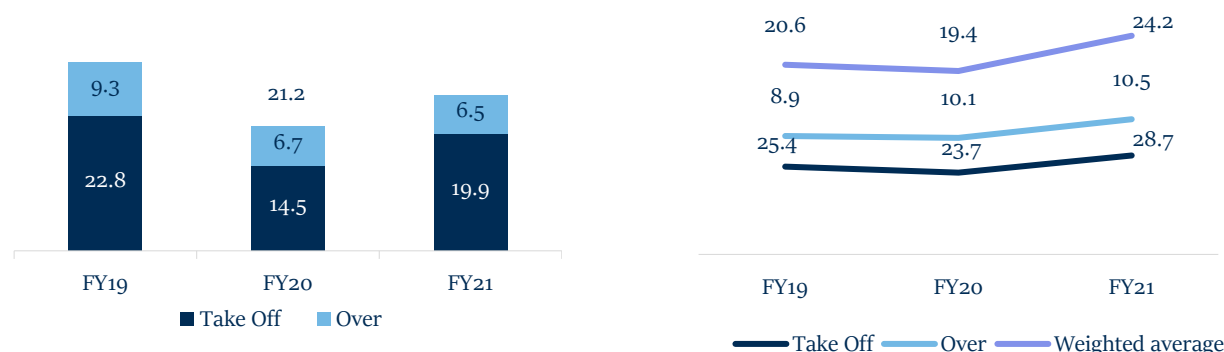
*Veuillez noter que les valeurs de l'exercice 2019 et de l'exercice 2020 représentent les chiffres agrégés de Take Off S.p.A. et Over S.p.A. et ne tiennent pas compte de la consolidation d'Over finalisée en octobre 2021. En outre, l'exercice 2019 comprend les chiffres des sociétés contrôlées Horizon Srl et Vistamare Srl, qui ont fait l'objet d'une scission partielle réalisée en octobre 2020, et qui ne font plus partie du périmètre du groupe.

En 2021 le chiffre d'affaires a augmenté de 25% à 26 M€ (contre 21 M€ en 2020) grâce à la réouverture complète des magasins et à une fréquentation de la clientèle redevenue normale.

La croissance des ventes a été tirée par Take Off, dont le chiffre d'affaires a augmenté de +38% à 20 millions d'euros, et qui a bénéficié de l'augmentation des volumes et d'un effet prix. Le prix de vente moyen est en effet passé à 28,7€ (vs 23,7€ en 2020 et 25,4€ en 2019). Les résultats ont confirmé la validité du business model d'outlet, notamment dans un contexte de crise où les consommateurs sont plus sensibles aux prix.

Over a réalisé un chiffre d'affaires de 6,5 M€ (-3% vs. 6,7 M€ en 2020). Légère baisse due à des volumes qui n'ont pas augmenté autant que prévu, dans un business model traditionnel, qui n'ayant pas le levier prix comme pour l'outlet, il faut un peu plus de temps pour se redresser.

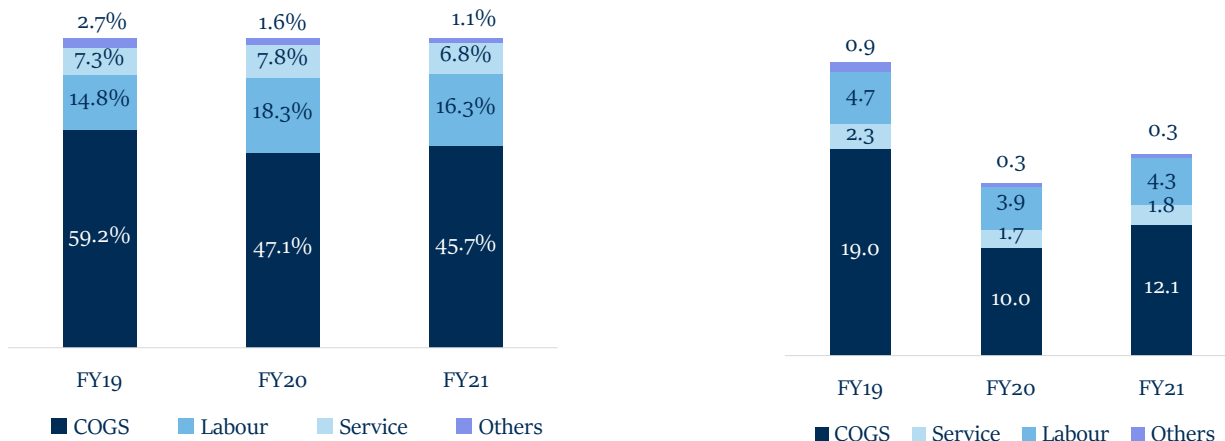
Sales breakdown 2021 (left) and sales evolution 2019-2021 (right)



Source: Company, TP ICAP Midcap

Take off a été très attentif à l'efficacité des coûts. Malgré l'augmentation des prix de l'énergie et du coût du personnel en raison de l'inflation et de la réouverture des magasins, l'entreprise a réussi à optimiser les autres coûts, ce qui a entraîné une moindre incidence sur les ventes. En particulier, l'entreprise a réduit de manière drastique les achats de marchandises (- 4 millions d'euros), compte tenu du stock existant accumulé en 2020, ce qui a permis d'augmenter la capacité de vente à moindre coût.

Cost incidence on sales (left) and Cost evolution 2019-2021 (right)

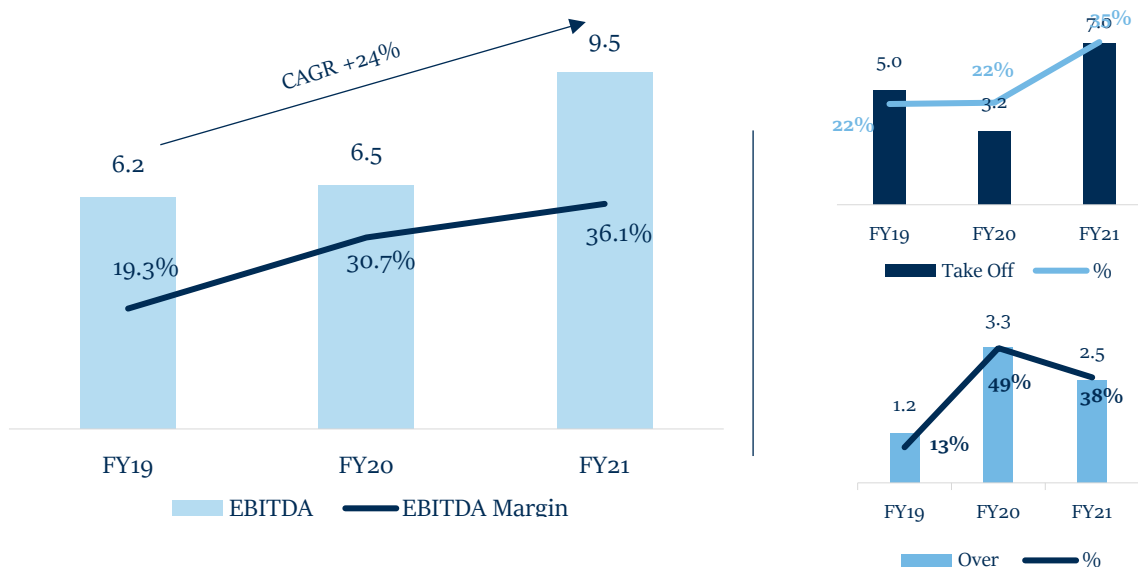


Source: Company, TP ICAP Midcap

La croissance significative du chiffre d'affaires, grâce à l'augmentation des volumes et du prix de vente moyen, ainsi que la baisse de l'incidence des coûts, ont permis de dynamiser la marge d'EBITDA. L'EBITDA a atteint 9,5 millions d'euros (+47% par rapport à 6,5 millions en 2020), confirmant une fois de plus la grande résilience du groupe dans un contexte de crise. Il convient de souligner que le business model de Take off, grâce à sa méthode de tarification particulière (" divisé par ") et à ses économies de coûts, est en mesure de dégager des marges plus élevées que celles d'un " détaillant " ordinaire. La marge EBITDA a en effet augmenté pour atteindre 36,1 % (contre 30,7 % pour l'exercice 2020).

Comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-dessous, les deux divisions ont des marges EBITDA très élevées (>30%). Take off peut compter sur sa politique d'achat efficace (le prix d'achat de chaque article doit être compris entre 6 % et 9 % de son coût au détail), tandis qu'Over peut se targuer d'une structure de coûts flexible garantie par le système d'accords d'affiliation (c'est l'affilié qui supporte la plupart des coûts).

EBITDA evolution (left) and EBITDA breakdown by division (right)



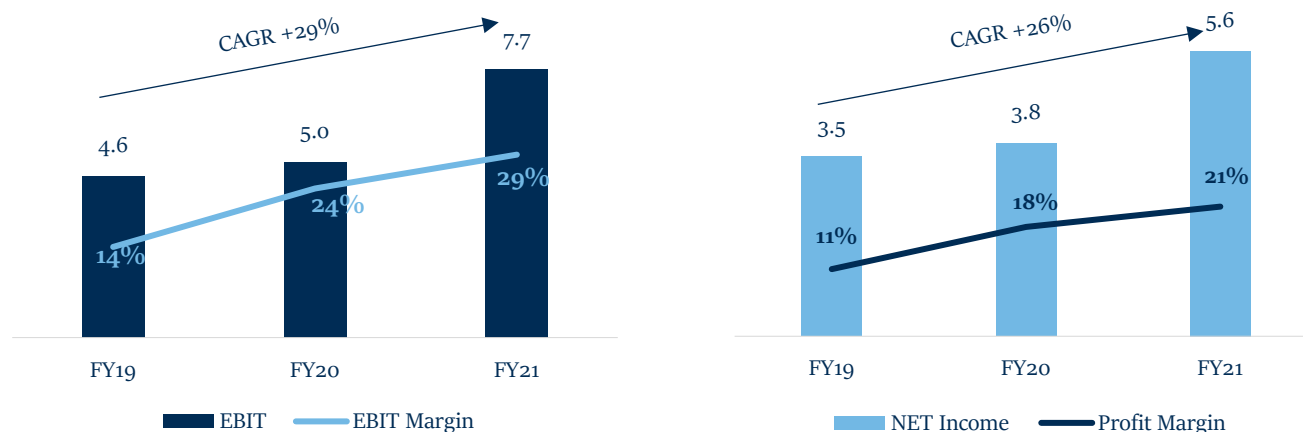
Source: Company, TP ICAP Midcap

Suite à l'augmentation de l'EBITDA et à une dynamique D&A sensiblement stable, l'EBIT a grimpé à 7,7 M€ (vs. 5 M€ pour l'exercice 2020), avec une marge de 29,1 % (vs. 23,7 % pour l'exercice 2020).

Le résultat net s'est établi à 5,6 millions d'euros, en hausse de 48 % (contre 3,8 millions d'euros pour l'exercice 2020), grâce à l'augmentation de l'EBITDA, qui n'a été que partiellement compensée par une charge financière plus élevée (due à de nouveaux financements et leases) et les impôts.

Il convient de souligner que Take off a toujours été en mesure d'être rentable et d'augmenter historiquement ses marges, prouvant ainsi sa force et confirmant son grand potentiel de croissance.

EBIT evolution (left) and Net Income evolution (right)



Source: Company, TP ICAP Midcap

En 2021, le groupe a confirmé sa capacité à générer du cash. La génération de cash a bénéficié d'une performance opérationnelle exceptionnelle, d'une meilleure gestion du BFR, de faibles investissements et de l'augmentation de capital.

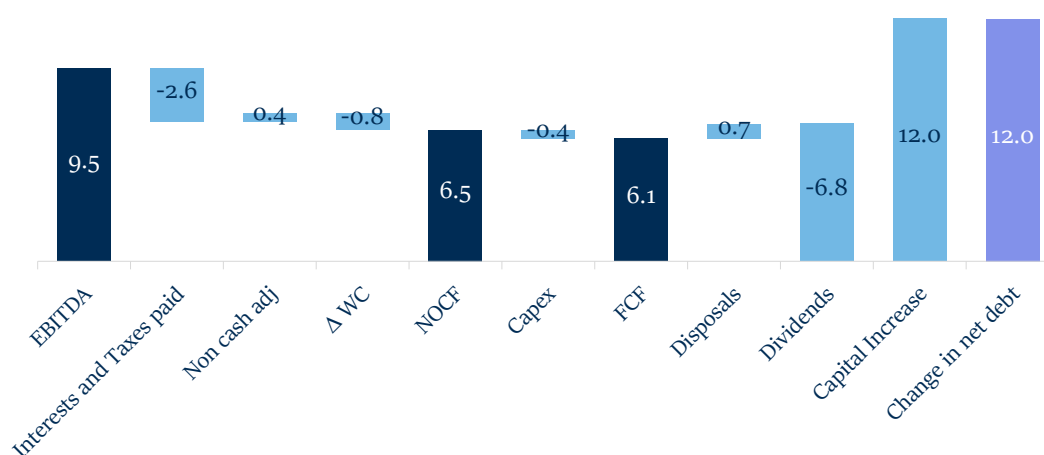
La variation du BFR s'est améliorée, passant de - 3,5 millions d'euros en 2020 à - 1 million d'euros en 2021. Cette dynamique positive est principalement due à (i) une diminution des stocks (+2 M€), grâce à la reprise de la consommation, compensée par (ii) une diminution des dettes commerciales (-2 M€), liée à moins d'achats effectués au cours de l'année (le stock étant déjà complet à la fin de 2020) et (iii) d'autres créances liées au processus de cotation (-1 M€).

Le flux de trésorerie net d'exploitation s'est élevé à 6,5 millions d'euros et a été affecté par :

- **Capex pour 0,4 M€.** Un montant inférieur après les niveaux d'investissement élevés des dernières années pour suivre l'expansion des magasins ;
- **Dividende de €7 M€** (0.18/action, rendement 4.4%), dont environ €4m se réfère à la distribution des réserves extraordinaires ;
- **Augmentation de capital de 12 millions d'euros**, suite au succès de l'introduction en bourse en novembre 2021.

En conséquence, le groupe a pu augmenter encore sa trésorerie nette à 12,1 M€ (contre 0,1 M€ positif en 2021).

Net debt bridge at YE21



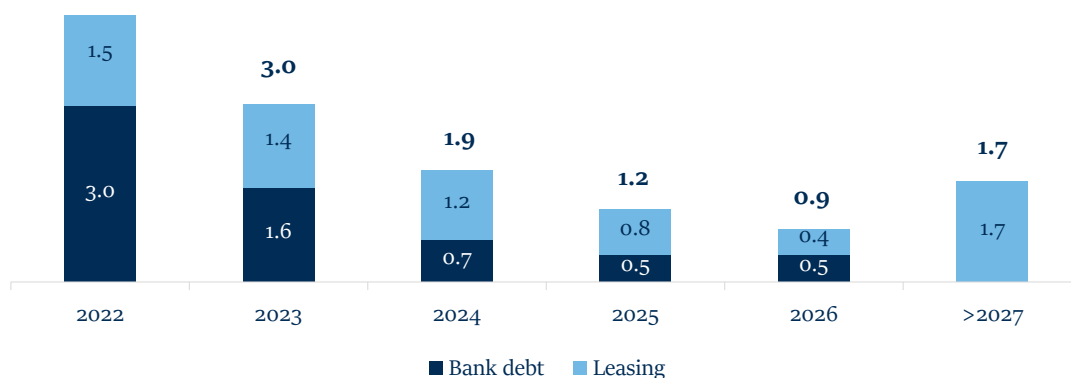
Source: Company, TP ICAP Midcap

La dette brute s'élève à 14 M€ (contre 15 M€ à l'exercice 2020). Réduction liée au remboursement progressif de la dette existante.

Le groupe a confirmé un profil de crédit solide, avec une structure de dette légère (seulement €14m de dette contre €27m de trésorerie et €24m de fonds propres à l'exercice 2021) et un profil d'échéances très étalé. Le risque de taux d'intérêt est bien maîtrisé grâce à une structure de dette équilibrée, composée à 50% de prêts à taux fixe.

Il convient de souligner la qualité de la structure de financement du groupe, avec une forte position de trésorerie nette de 12 millions d'euros et un ratio d'endettement brut (dette brute/fonds propres) de 61 %. Ces ratios montrent que le groupe est tout à fait capable de financer l'expansion du réseau de magasins et les opportunités d'acquisition en ne recourant qu'à ses propres ressources.

Debt Maturity Profile at YE21



Source: Company, TP ICAP Midcap

Business plan

Les importantes réserves de liquidités seront rapidement investies dans la croissance du groupe. La croissance se fera, comme cela a été le cas depuis le début, par l'expansion du réseau de magasins. L'expansion est un élément clé pour le développement du groupe, car elle permettrait non seulement d'augmenter les volumes et de générer d'importantes économies d'échelle, mais surtout de renforcer la notoriété et la réputation de la marque Take Off sur le territoire.

Comme déjà démontré au S1-2022, le groupe avance à grands pas dans l'ouverture de nouveaux magasins. Au S1-22, il a déjà ouvert 15 magasins Take Off et 12 Over, pour atteindre un total de 170 points de vente (46 Take Off et 124 Over). Le groupe s'étant historiquement concentré sur les nouvelles ouvertures en début d'année, nous estimons prudemment qu'il pourrait atteindre un total de 48 Take Off et 128 Over d'ici la fin de l'année 2022.

En tenant compte de l'investissement nécessaire pour les nouvelles ouvertures, estimé à environ 100 000 € pour Take Off (x 17 nouvelles ouvertures estimées en 2022) et 10 000 € pour Over (x 16 nouvelles ouvertures), nous avons estimé un capex d'environ 2m€ en 2022. (environ 6 % du chiffre d'affaires).

Malgré la génération de trésorerie attendue à long terme, nous maintenons de manière conservatrice un capex stable à environ 5% par an à partir de 2023, estimant une croissance continue du réseau de magasins et des investissements de maintenance.

Comme toujours, les nouveaux magasins seront ouverts selon les critères de coût, de taille et d'emplacement établis par le groupe.

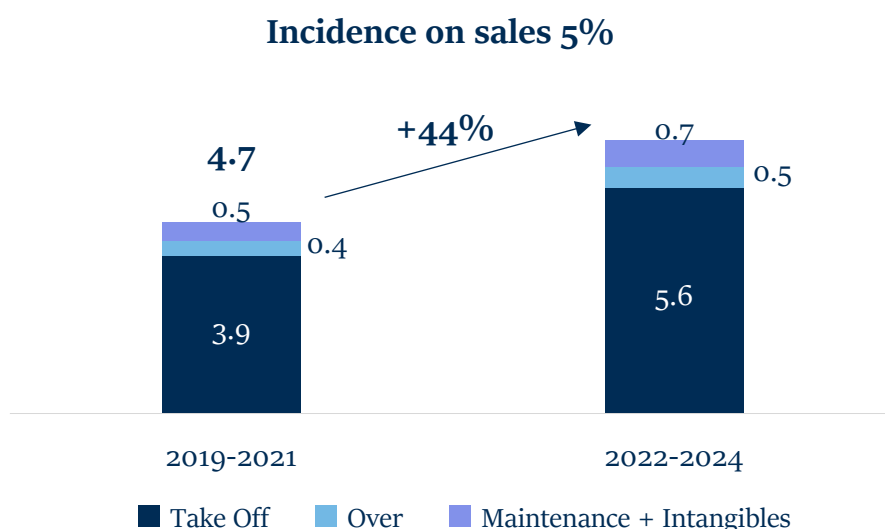
Afin de rendre le transport plus efficace et d'améliorer son efficacité commerciale, le groupe souhaite investir dans une nouvelle plateforme logistique. Ce dernier permettrait une meilleure connexion entre les différents magasins et faciliterait le tri et l'affectation des marchandises, ce qui est crucial dans le business model de Take Off.

L'e-commerce se développera progressivement au fur et à mesure de l'expansion des magasins. Pour l'instant, le canal de vente en ligne ne représente que 1% des revenus du groupe, agissant seulement comme une vitrine pour le client, et est donc estimé ne représenter qu'une partie marginale du Capex.

Nous nous attendons donc à une augmentation importante des capex, passant d'environ 5 M€ sur les années 2019-2021 à environ 7 M€ sur les trois années suivantes.

Le groupe surveille également les opérations potentielles d'acquisition. L'intention est d'accélérer la croissance en intégrant des acteurs établis du même marché. Nous estimons que la cible éventuelle pourrait avoir une taille similaire à celle du groupe (15 M€ à 40 M€ de chiffre d'affaires), ce qui lui permettrait de doubler ses revenus et de consolider sa position de leader du marché.

Business Plan 2022-2024



Source: Company, TP ICAP Midcap

Outlook

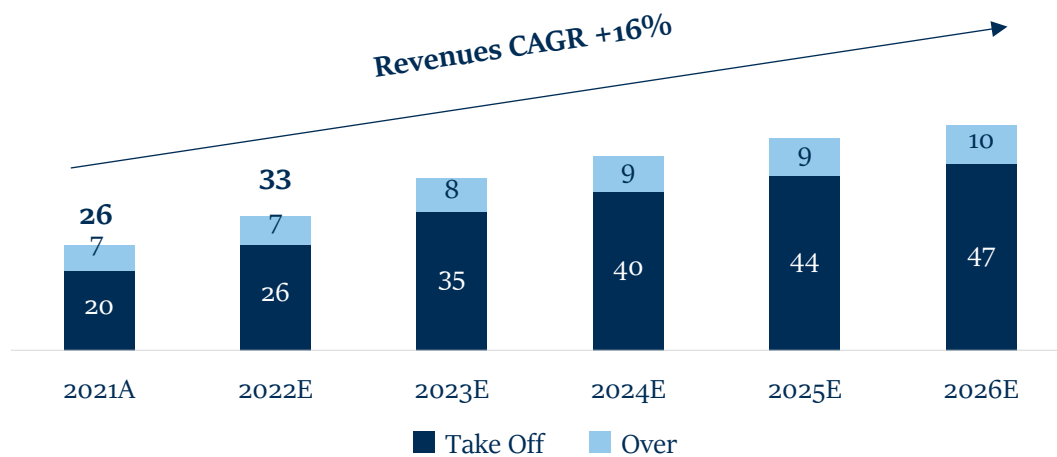
L'environnement de marché difficile a permis au groupe de prouver sa résilience et de faire ressortir encore davantage ses atouts. Son business model possède les caractéristiques nécessaires pour évoluer rapidement en termes de nombre et de présence territoriale.

La forte expansion du réseau de magasins, soutenue par des perspectives de marché Off-price fortement positives, nous amène à estimer les revenus de la division Take Off en 2022 à 26 M€. Nous prévoyons ensuite qu'il atteindra 47 M€ en 2026, à un CAGR de 19%.

Pour Over, nous prévoyons une croissance plus stable. Cependant, nous pensons qu'elle bénéficiera d'une visibilité accrue grâce à l'essor de la division Take Off. Over servira en effet de complément à l'offre du groupe, lui permettant d'étendre et de consolider sa clientèle cible.

Ainsi, en tenant compte de la résilience, du fort potentiel d'expansion et des nombreuses synergies qui peuvent être créées entre les deux marques, nous estimons que le groupe sera en mesure de faire passer ses revenus de 33 millions d'euros en 2022 à 56 millions d'euros en 2026, avec un CAGR de 16 %.

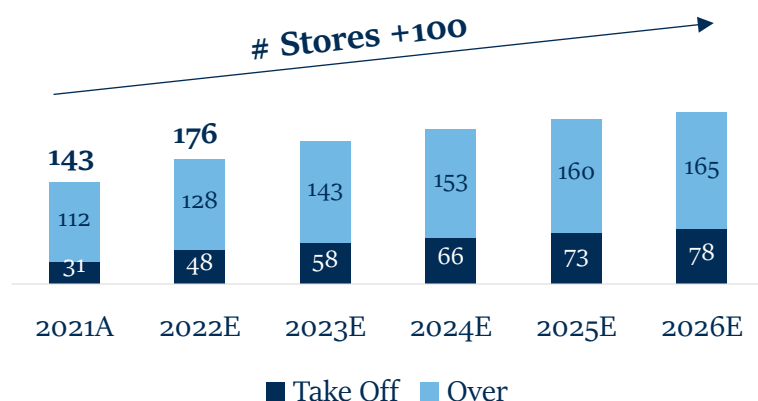
Revenue growth forecast by BU (in €M)



Source: Company, TP ICAP Midcap

La croissance du groupe provient principalement de l'expansion du réseau de magasins. D'importantes réserves de trésorerie et un environnement de marché favorable, dans lequel le prix du loyer est encore relativement bas (-20-25% vs. période pré-pandémique), permettent d'accélérer les nouvelles ouvertures. Nous pensons ainsi que le groupe sera en mesure d'atteindre 176 magasins (déjà 170 en juin 2022) à fin 2022. En retenant des estimations plus prudentes à partir de 2023, nous estimons qu'il pourrait atteindre 243 magasins en 2026.

Store Network forecast (# Stores)



Source: Company, TP ICAP Midcap

Malgré un meilleur chiffre d'affaires, l'environnement inflationniste, qui se traduit par une forte hausse des coûts d'exploitation, devrait exercer une pression sur les marges dans les années à venir, tout en restant à des niveaux supérieurs à ceux des pairs.

En fait, nous avons estimé:

1. Une forte augmentation du coût des marchandises (avec la hausse du coût des matières premières), dont l'incidence sur les ventes devrait passer de 45,7% en 2021 à 46% en 2022. Elle devrait ensuite se réduire à 44,5% en 2026 en raison de l'augmentation de l'efficacité et du pouvoir de négociation obtenus grâce à l'expansion du réseau de magasins.
2. La hausse des coûts des services, principalement due à l'augmentation des coûts de l'énergie et des transports. Leur incidence sur les ventes devrait passer de 6,8% en 2021 à 7% en 2022. Nous pensons qu'elle se stabilisera autour de 6% en 2026, en raison des économies d'échelle générées, des investissements en logistique et d'une normalisation progressive des prix de l'énergie.
3. Une augmentation des coûts de la main-d'œuvre, compte tenu de l'inflation à des niveaux historiques et de l'expansion progressive du nombre de magasins. Nous avons donc estimé une incidence croissante de 16,5% en 2022 (contre 16,3% en 2021), qui restera stable les années suivantes.

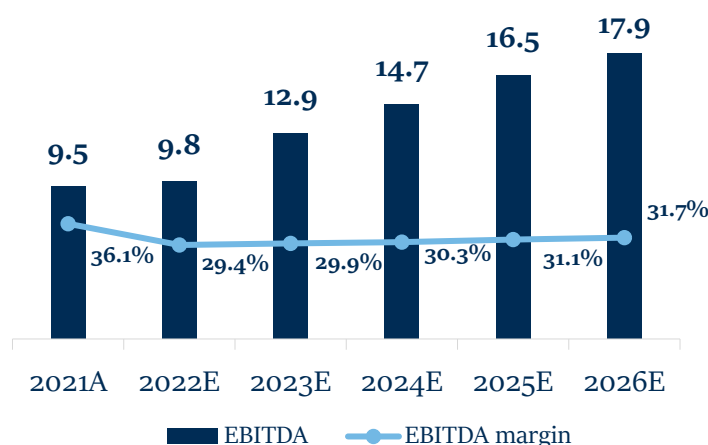
Operating costs forecast (incidence % on sales)



Source: Company, TP ICAP Midcap

En conséquence, nous nous attendons à une pression sur la marge d'EBITDA en 2022, qui devraient, selon nos estimations, tomber à 29,4% (contre 36,1% en 2021), tout en restant très supérieures à celles des détaillants classiques (par exemple Inditex, Fast Retailing) et des acteurs Off-price (par exemple Burlington, TJX). La normalisation des niveaux d'inflation, associée aux gains d'efficacité générés et à la répercussion des coûts sur les clients, devrait progressivement relancer la rentabilité du groupe. Nous visons donc une marge EBITDA durablement supérieure à 30% à partir de 2024.

EBITDA forecasts (€M and margin %)

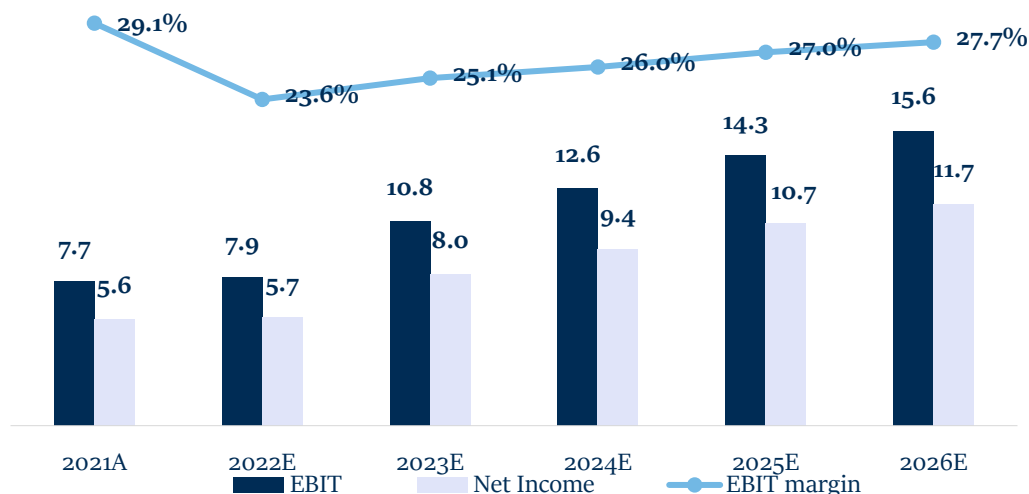


Source: Company, TP ICAP Midcap

Malgré une légère augmentation attendue des frais généraux et administratifs liée à l'expansion du réseau de magasins, nous sommes confiants quant à l'augmentation de l'EBIT, en ligne avec des valeurs EBITDA plus élevées. La marge d'EBIT devraient suivre la même tendance que celles de l'EBITDA, une baisse en 2022 qui sera rapidement récupérée dès 2023. Nous estimons donc que l'EBIT devrait croître à un CAGR de 15 % entre 2021 et 2026 pour atteindre 16 millions d'euros en 2026, avec des marges de 28 %.

Suite à la stabilité des charges d'intérêts (compte tenu de l'importance de la dette à taux fixe) et de la charge fiscale, nous estimons que le résultat net devrait atteindre 6 millions d'euros en 2022 et 12 millions d'euros en 2026.

EBIT and Net Income forecasts



Source: Company, TP ICAP Midcap

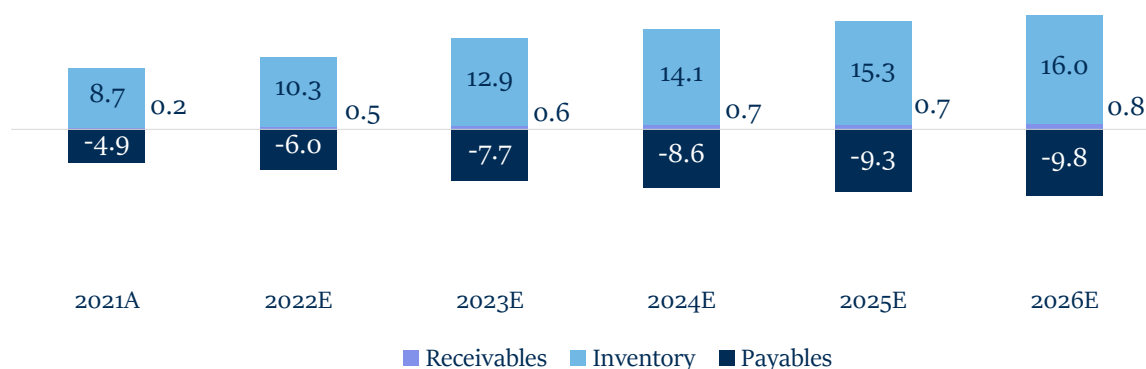
BFR

La gestion du BFR est un élément crucial pour l'ensemble du secteur de la vente au détail. La gestion active des stocks et un solide réseau de fournisseurs permettent à Take Off de faire la différence. Pour preuve, Take Off a une rotation très rapide du BFR, avec un cycle net d'environ 118 jours en 2021 (en considérant uniquement les DSO, DIO et DPO).

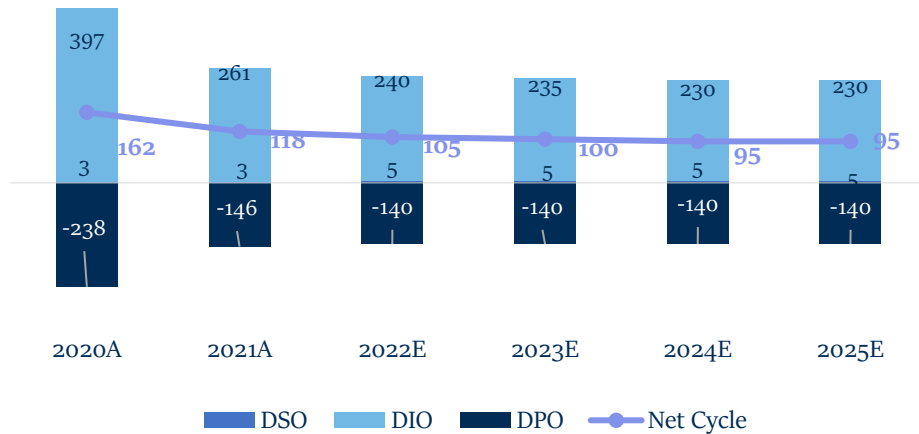
Après une reprise attendue de l'activité à des niveaux "normatifs", nous prévoyons une croissance générale du besoin en fonds de roulement. Nous avons donc estimé une légère augmentation des créances avec un DSO porté à 5 jours en 2022 (contre 3 jours en 2021), et stable sur l'ensemble de la période. Encore négligeable grâce au caractère retail de l'activité. Les stocks devraient également augmenter en valeur absolue (10,3 M€ estimés en 2022 contre 8,7 M€ en 2021), mais avec une rotation plus rapide, estimée à 240 jours en 2022 (contre 261 jours en 2021) et devant se stabiliser à 230 jours en 2026. Nous pensons que l'efficacité de l'entrepôt peut donc s'améliorer avec le temps, ce qui sera encore renforcé si le groupe investit dans une nouvelle plateforme logistique. Les relations établies avec les fournisseurs nous amènent à maintenir le DPO stable à environ 140 jours pour l'ensemble de la période.

En suivant ces estimations, nous nous attendons à ce que le cycle net de BFR se stabilise sous les 100 jours.

WC forecasts (€M) and Net Cycle evolution (days)



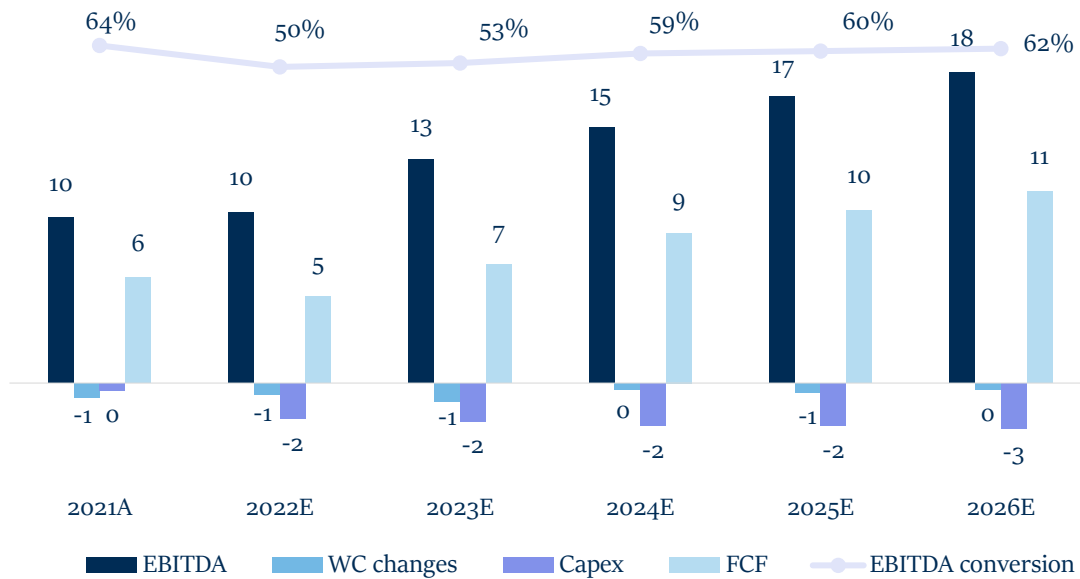
Source: Company, TP ICAP Midcap



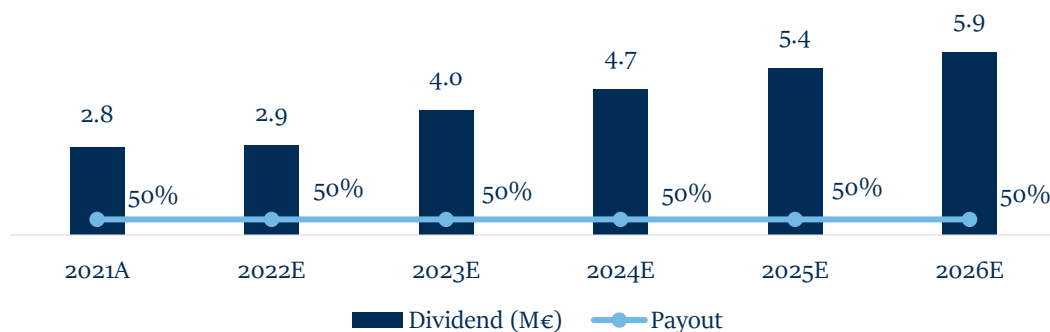
Source: Company, TP ICAP Midcap

Les performances opérationnelles positives attendues, grâce à l'expansion prévue et aux gains d'efficacité réalisés, permettront de générer des liquidités à long terme. En conséquence, nous prévoyons que le FCF atteindra 11 M€ en 2026 (contre 6 M€ en 2021), et un taux de conversion de l'EBITDA stablement supérieur à 50% sur l'ensemble de la période. Un free cash-flow qui devrait permettre de verser régulièrement des dividendes à ses actionnaires (ratio de distribution stable à 50%).

FCF, EBITDA conversion and dividend forecasts



Source: Company, TP ICAP Midcap



Source: Company, TP ICAP Midcap

Valorisation : N'attendez plus

Nous initions notre couverture de Take Off avec **une recommandation d'achat et un objectif de cours de 7,6 €/action (potentiel de hausse de 70%)**.

Nous avons déterminé la valeur intrinsèque en utilisant à la fois la méthode DCF (75% de pondération) et la méthode de multiple (25%).

La société se négocie actuellement à un ratio **VE/CA 2022E de 1,6x, VE/EBITDA 2022E de 5,4x, et PER 2022E de 11,4x**. À notre objectif de cours de **7,6 €**, Take Off se négocierait à un ratio **VE/CA 2022E de 3,2x, VE/EBITDA 2022E de 10,9x et PER 2022E de 20,7x**. Nous sommes donc convaincus que la valorisation actuelle de la société est inférieure à sa valeur intrinsèque réelle.

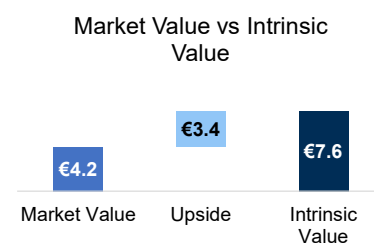
Sur la base de ce potentiel de hausse élevé, nous pensons que la valorisation de Take Off est très attractive, et nous fixons notre recommandation à **l'Achat**.

Valuation Summary

Implied multiples @target

	2022E	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	3.2x	2.5x	2.2x	2.0x
EV/EBITDA	10.9x	8.3x	7.3x	6.5x
EV/EBIT	13.6x	9.9x	8.5x	7.5x
P/E	20.7x	14.9x	12.7x	11.1x

Method	FV 2022E	Coefficient
DCF	7.8	75.0%
Multiples	7.2	25.0%
Target Price	7.6	
Upside	82%	



Source: FactSet, TP ICAP Midcap

Discounted Cash Flow Method

Pour cette approche, nous faisons les hypothèses suivantes :

Flux normatifs

- Une marge d'EBITDA normative de 31,7% en 2031E
- Capex normatif à 4,0% du chiffre d'affaires en 2031E.
- BFR stable à 10,4% du chiffre d'affaires en 2031E
- Modélisation de l'impôt sur les sociétés conformément au taux italien de 27,9%.

Taux d'actualisation

- Un taux sans risque de 3,6% (BTP 10 ans)
- Une prime de risque de marché de 8,5%.
- Beta re-levered de 0,6x incluant un financement en fonds propres à 100%.
- Une prime de taille, de liquidité et de risque spécifique de 3,0%.
- Un coût de la dette de 2,6%.
- Un taux de croissance à long terme de 1,0%.
- WACC de 11,7%.

DCF flows table

FY ending in Dec (e-M)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Sales	33.4	43.1	48.5	53.1	56.4	59.7	63.1	66.6	70.0	73.5
% var	24.6%	28.9%	12.5%	9.5%	6.2%	5.9%	5.7%	5.4%	5.2%	5.0%
EBITDA	9.8	12.9	14.7	16.5	17.9	18.9	20.0	21.1	22.2	23.3
% var	46.5%	31.1%	14.0%	12.4%	8.2%	5.9%	5.7%	5.4%	5.2%	5.0%
% Sales	29.4%	29.9%	30.3%	31.1%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%
D&A	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	(2.5)	(2.6)	(2.8)	(2.9)
% Sales	(5.8%)	(4.8%)	(4.3%)	(4.1%)	(4.0%)	(4.0%)	(4.0%)	(4.0%)	(4.0%)	(4.0%)
EBIT	7.9	10.8	12.6	14.3	15.6	16.6	17.5	18.5	19.4	20.4
% Sales	23.6%	25.1%	26.0%	27.0%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
Taxes	(1.7)	(2.4)	(2.8)	(3.2)	(3.5)	(4.6)	(4.9)	(5.2)	(5.4)	(5.7)
Taxes rate	21.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
D&A	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	(2.5)	(2.6)	(2.8)	(2.9)
CAPEX	(2.1)	(2.2)	(2.5)	(2.4)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.9)	(2.9)
% Sales	(6.2%)	(5.1%)	(5.1%)	(4.6%)	(4.6%)	(4.5%)	(4.4%)	(4.3%)	(4.1%)	(4.0%)
WC	3.5	4.6	5.0	5.5	5.9	6.2	6.6	6.9	7.3	7.6
var.		30.2%	8.2%	10.4%	6.3%	5.9%	5.7%	5.4%	5.2%	5.0%
% Sales	10.6%	10.7%	10.3%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
Δ WC	0.7	1.1	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
% Sales	2.0%	2.5%	0.8%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
FCF	5.4	7.2	9.0	10.3	11.4	11.3	12.0	12.8	13.5	14.3
Discounted FCF	5.2	6.2	7.0	7.2	7.1	6.3	6.0	5.7	5.4	5.1

Source: Company, TP ICAP Midcap

Sum of discounted FCF	61.4
Discounted TV	48.2
Enterprise Value	109.6
Net Debt	-12.1
Provisions	0.0
Minoritaires	0.0
Equity Value	121.7
Diluted NoSHm	15.6
Valuation/Share	7.8
Potential upside (downside)	85%

		WACC				
		10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
TGR	0.5%	8.4	8.0	7.7	7.3	7.0
	0.8%	8.5	8.1	7.7	7.4	7.1
	1.0%	8.6	8.2	7.8	7.5	7.2
	1.3%	8.7	8.3	7.9	7.5	7.2
	1.8%	8.9	8.5	8.1	7.7	7.4

Source: Company, TP ICAP Midcap

Selon la méthode DCF, la valeur d'entreprise (EV) s'élève à 110 M€ et la valeur des fonds propres à 122 M€, soit 7,8 € par action (15,6M d'actions en dilué).

Market peers

En analysant Take Off, nous avons remarqué que son business model particulier en fait un acteur unique, et qu'il n'a donc pas été facile de trouver des entreprises comparables. Nous avons passé en revue les marchés sur lesquels le groupe opère, en sélectionnant les entreprises en tenant compte de leur taille, de leurs marges d'EBITDA, de leur niveau d'endettement, mais surtout de leur modèle économique.

Dans le domaine de la mode off-price, nous avons sélectionné les géants américains Burlington, TJX, Ross et Nordstrom, qui diffèrent par leur taille, mais sont comparables par leur modèle de vente outlet. Nous avons sélectionné des acteurs du marché de l'habillement et de la chaussure en Italie, tels que Ovs Spa, Giglio.com et Monnalisa, qui couvrent tous les segments dans lesquels Take Off opère : vêtements pour adultes, vêtements pour enfants, points de vente de marques internationales et vente en ligne. Nous avons ajouté Portobello Spa, qui, grâce à son modèle axé sur le troc, atteint des niveaux de marge comparables.

Multiples of Listed Peers

Company Name	Ticker	Country	Market Value (€m)				EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			Equity	EV	EBITDA Margin	Net Debt/EBITDA	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-22	Dec-23	Dec-24
Burlington Stores, Inc.	BURL-US	United States	9,378	13,482	10.9%	0.5x	1.6x	1.4x	1.3x	20.2x	15.4x	13.4x	34.2x	23.7x	19.3x	34.3x	23.3x	18.3x
TJX Companies Inc	TJX-US	United States	73,548	83,558	11.4%	-0.5x	1.7x	1.6x	1.5x	14.7x	13.4x	12.2x	17.4x	15.7x	14.3x	20.5x	18.2x	16.3x
Ross Stores, Inc.	ROST-US	United States	30,496	31,854	14.2%	-0.9x	1.8x	1.7x	1.6x	14.2x	12.6x	11.3x	17.0x	14.6x	13.1x	21.6x	18.2x	16.1x
Nordstrom, Inc.	JWN-US	United States	2,831	6,930	8.7%	2.0x	0.4x	0.4x	0.4x	5.6x	5.4x	5.4x	10.6x	10.1x	10.2x	7.4x	6.8x	6.2x
OVS SpA	OVS-IT	Italy	446	1,547	19.1%	4.5x	1.1x	1.0x	1.0x	7.6x	7.2x	6.1x	14.8x	13.8x	11.5x	7.2x	6.6x	5.1x
Giglio.com SpA	G.COM-IT	Italy	39	25	-6.3%													
Portobello SpA	POR-IT	Italy	81	91	19.3%	1.0x	0.7x	0.4x	0.4x	3.5x	2.4x	1.8x	4.2x	2.8x	2.1x	5.9x	3.9x	2.6x
Monnalisa SpA	MNL-IT	Italy	16	25	-2.5%		0.5x	0.5x	0.4x	8.0x	6.4x	5.0x		26.8x	8.7x		29.0x	8.2x
Average							1.1x	1.0x	0.9x	10.5x	9.0x	7.9x	16.4x	15.3x	11.3x	16.2x	15.1x	10.4x
Take Off	TKO-IT		66	54	36.1%	-1.3x	1.6x	1.2x	1.1x	5.4x	4.2x	3.6x	6.8x	4.9x	4.3x	11.4x	8.2x	7.0x
							44.8%	22.9%	17.5%	(48.3%)	(53.6%)	(53.9%)	(58.6%)	(67.8%)	(62.5%)	(29.3%)	(46.0%)	(32.8%)

Source: FactSet, TP ICAP Midcap

Peers Valuation

EV/Sales	Dec-22	Dec-23	Dec-24	EV/EBITDA	Dec-22	Dec-23	Dec-24
Sales TAKE OFF	33.4	43.1	48.5	EBITDA TAKE OFF	9.8	12.9	14.7
Multiple	1.1x	1.0x	0.9x	Multiple	10.5x	9.0x	7.9x
Discounted multiple @0%	1.1x	1.0x	0.9x	Discounted multiple @0%	10.5x	9.0x	7.9x
EV	37.0	43.6	45.6	EV	103.6	115.3	116.0
+/- equity bridge	12.1	14.2	17.0	+/- equity bridge	12.1	14.2	17.0
Equity value	49.1	57.7	62.5	Equity value	115.7	129.5	133.0
Diluted NoShm	15.6	15.6	15.6	Diluted NoShm	15.6	15.6	15.6
Price/share	3.14	3.70	4.00	Price/share	7.40	8.29	8.51
Average Price/share	3.61			Average Price/share	8.07		
% upside/downside	(89.2%)			% upside/downside	92.1%		
EV/EBIT	Dec-22	Dec-23	Dec-24	P/E	Dec-22	Dec-23	Dec-24
EBIT TAKE OFF	7.9	10.8	12.6	Earning TAKE OFF	5.7	8.0	9.4
Multiple	16.4x	15.3x	11.3x	Multiple	16.2x	15.1x	10.4x
Discounted multiple @0%	16.4x	15.3x	11.3x	Discounted multiple @0%	16.2x	15.1x	10.4x
EV	129.3	166.3	142.6	Equity Value	92.8	121.5	97.7
+/- equity bridge	12.1	14.2	17.0	Diluted NoShm	15.6	15.6	15.6
Equity value	141.3	180.5	159.6	Price/share	5.94	7.77	6.25
Diluted NoShm	15.6	15.6	15.6	Average Price/Share	6.66		
Price/share	9.05	11.55	10.21	% upside/downside	58.5%		
Average Price/share	10.27						
% upside/downside	144.5%						

Average Multiples	
EV/Sales	3.6
EV/EBITDA	8.1
EV/EBIT	10.3
P/E	6.7
Average	7.2
Upside	70.3%

Source: Company, TP ICAP Midcap

En considérant les multiples moyens de VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT et PER sur les années 2022, 2022 et 2024, nous obtenons une valorisation relative de 7,2 €, ce qui implique une hausse potentielle de 70%.

Share Price and Warrants

En mai 2022, Take Off a émis 15 625 000 warrants à attribuer aux actionnaires.

La conversion se fera à raison d'une action pour 4 warrant détenus. Cela conduira à un maximum de 3 906 200 nouvelles actions.

Le warrant peut être exercé en trois périodes d'exercice avec trois prix d'exercice différents.

La première période d'exercice va du 14 novembre au 25 novembre 2022, avec un prix d'exercice fixé au prix de l'IPO (4 €) +30%, soit 5,2 €.

La deuxième période d'exercice va du 13 novembre au 24 novembre 2023, avec un prix d'exercice fixé à 5,2+15%, soit 5,98 €.

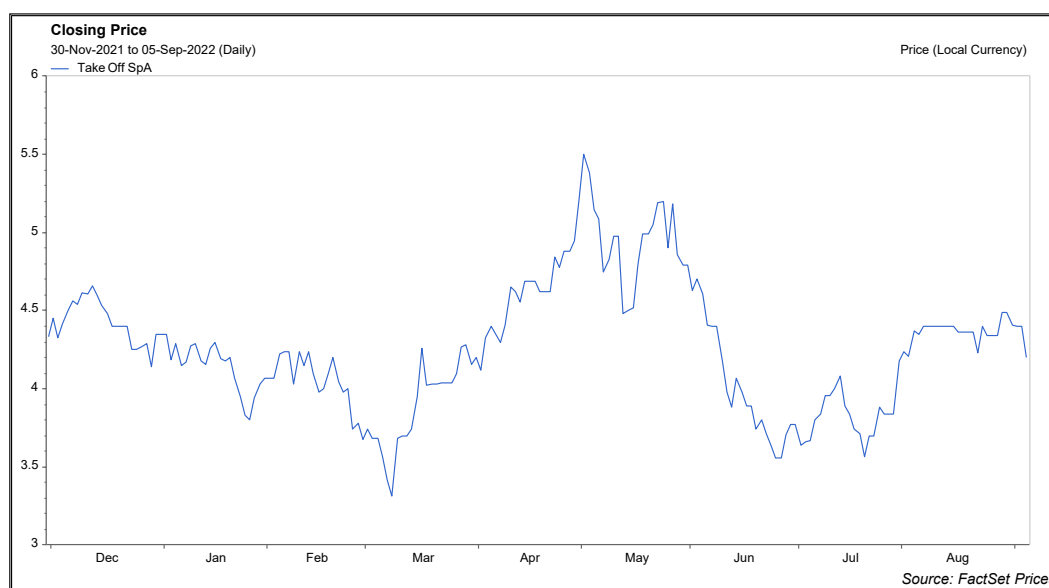
La troisième période d'exercice s'étend du 11 novembre au 22 novembre 2024, avec un prix d'exercice fixé à 5,98+15 %, soit 6,87 €.

En supposant un cours de l'action de 5,2 €, le groupe pourrait lever 20,3 millions d'euros.

Considérant que l'option est actuellement *out of the money*, tout exercice des warrants n'a pas été pris en compte dans le calcul de notre évaluation.

Warrants Take Off 2022-2024	
Isin	IT0005467474
4 warrants = 1 new share	
Exercise period I	14/11/2022
Exercise period II	13/11/2023
Exercise period III	11/11/2024
Strike Price period I (IPO+30%)	€ 5.20
Strike Price period II (€5.2+15%)	€ 5.98
Strike Price period III (€6.87+15%)	€ 6.87
# warrants	15,624,800
Conversion Factor	4
# Shares	15,624,800
Potential New Shares	3,906,200
Potential New Capital	€ 20,312,240
Final # Shares	19,531,000

Source: Company, TP ICAP Midcap



Annexes

ESG Commitment

Take-Off a publié son premier rapport RSE en 2021, dans le but d'intégrer les facteurs extra-financiers dans sa stratégie commerciale. Afin d'identifier, d'évaluer et de hiérarchiser les enjeux RSE majeurs, Take-Off a mené une analyse de matérialité qui incluait à la fois les perceptions internes du Groupe et celles des parties prenantes externes. Dix sujets matériels ont été sélectionnés :

- **Environnement (3)** : gestion de la consommation et de l'empreinte environnementale - emballages durables - achats responsables et produits durables ;
- **Social (3)** : développement et valorisation du capital humain - Santé et sécurité au travail - Communautés et économies locales ;
- **Gouvernance (4)** : Vie privée des consommateurs - Éthique et intégrité - Écoute et communication avec le client - Performance financière saine.

ENVIRONNEMENT

Le Groupe est conscient de l'impact environnemental des industries dans lesquelles il opère et souhaite encourager leur transition vers une économie circulaire.

En interne, Take-Off s'engage à minimiser les déchets (limiter la production de déchets, promouvoir le recyclage et réduire l'utilisation du plastique), la consommation de ressources naturelles et à intégrer des " produits verts " dans son offre. Il prévoit également d'augmenter le nombre de fournisseurs soucieux de l'environnement et, dans la mesure du possible, à utiliser des critères environnementaux dans le choix des emballages et des consommables.

Cependant, en tant que retailer, l'impact environnemental de Take-Off est principalement lié à sa chaîne d'approvisionnement. Ses responsabilités environnementales varient en fonction du type d'activité qu'il exerce :

- **Outlet** : Si en achetant les invendus, Take-Off évite qu'ils ne soient jetés, ce modèle économique n'est pas une solution durable en soi car il repose sur de la surproduction. Cela dit, Take-Off peut rendre cette activité plus durable en prenant en compte des critères environnementaux dans la sélection de ses fournisseurs (par exemple, pourquoi font-ils appel à ses services : s'agit-il d'invendus incompressibles ou la marque produit-elle beaucoup plus que nécessaire ?) et en choisissant des modes de distribution respectueux de l'environnement. Si ses fournisseurs - qui opèrent principalement en Italie (>60%) - ne sont pas encore évalués sur des critères environnementaux, le Groupe envisagera à l'avenir d'autres actions pour renforcer l'évaluation du profil de durabilité de chaque fournisseur.
- **Distribution classique** : Lorsque le Groupe fabrique ses propres produits, il doit prendre en compte les matières premières utilisées et les méthodes de fabrication, en plus de l'impact environnemental de la distribution, car en fonction de celles choisies, l'impact environnemental est très différent.

Disponibilité des données

Emissions GES (scope 1 + 2)	Oui
Emissions GES (scope 3)	Non
Consommation d'énergie	Oui
Consommation d'eau	Non
Production de déchets	Non
Impacts sur la biodiversité	Non

SOCIAL

Sur le plan social, deux thèmes sont principalement mis en avant : la santé/sécurité des employés et la formation :

- **Santé et sécurité** : le Groupe a défini et formalisé une politique de santé et de sécurité, qui est certifiée ISO 45001. Par exemple, des actions ont été entreprises pour minimiser les risques à la source, adopter des équipements dans les activités de production qui répondent aux exigences essentielles de sécurité et assurer une sensibilisation adéquate à la santé et à la sécurité pour tous les travailleurs.
- **Formation** : outre la santé et la sécurité, les formations comprennent également des cours spécifiques sur les compétences techniques et organisationnelles associées aux différents types de missions des employés.

Description de l'effectif

Contrats temporaires	17%
Collaboratrices	71%

GOUVERNANCE

Procédures internes

Le système de gestion de Take-Off est certifié ISO 9001 (certification complète d'ici la fin 2022). Les produits sont analysés de manière aléatoire par des laboratoires spécialisés, tant en termes de qualité que de santé et de sécurité, afin de garantir que la composition des matériaux ne contient pas de substances dangereuses pour la santé humaine et l'environnement (par exemple, formaldéhyde, pesticides et herbicides, colorants cancérigènes, etc.)

Chaîne d'approvisionnement

Le système de gestion anti-corrupcion de Take-Off est certifié ISO 37001 (certification complète d'ici fin 2022). En outre, le groupe a adopté un code d'éthique sur une base volontaire et un modèle d'organisation, de gestion et de contrôle conformément au décret législatif italien n° 231/01. Les fournisseurs sont sélectionnés sur cette base. Une procédure de dénonciation a également été mise en place. Cette année, aucun incident de non-conformité aux lois et règlements sociaux et économiques, ainsi qu'aucun incident de corruption avéré n'ont été signalés.

Direction

Féminisation	20%
Indépendance	40%

CONCLUSION

Pour un premier exercice, Take-Off s'est plutôt bien comporté. La méthodologie d'identification et la mise en œuvre de la certification sont deux évolutions positives. Cependant, de nombreuses informations (en particulier des données numériques) manquent encore ; la majorité des informations environnementales se concentrent sur l'impact direct, alors que la majorité des impacts de Take-Off sont indirects. Take-Off peut apprendre de ses pairs plus avancés en faisant évaluer sa démarche RSE par des agences de notation, en fournissant plus de données quantitatives et en fixant des objectifs extra-financiers quantitatifs pour suivre ses performances dans le temps.

Le groupe est sur la bonne voie, puisqu'il a publié son premier rapport de développement durable en 2021 et qu'il a pleinement intégré les facteurs ESG dans sa stratégie commerciale. Le groupe a déjà obtenu plusieurs certifications ESG, et de nombreuses autres sont prévues d'ici 2022, ce qui laisse des certitudes quant à l'engagement total du groupe en matière d'ESG.

Source: Company, TP ICAP Midcap

Market Peers

	<p>Burlington est un retailer Off-price américain de grands magasins qui compte plus de 1000 magasins dans 40 États et à Porto Rico. Son siège social est situé à Burlington Township, dans le New Jersey. La société est redevenue publique en 2013. Burlington est le troisième plus grand retailer Off-price après TJX Companies et Ross Stores.</p>
	<p>The TJX Companies, Inc, le principal retailer de vêtements et d'articles de maison Off-price aux États-Unis et dans le monde entier, a été classé 75 dans la liste des sociétés du Fortune 500 de 2022. À la fin de l'exercice 2022, la société comptait près de 4 700 magasins répartis dans neuf pays et sur trois continents, et cinq sites de commerce électronique de marque distinctive.</p>
	<p>Ross Stores, Inc, opérant sous la marque Ross Dress for Less, est une chaîne américaine de grands magasins Off-price dont le siège social est à Dublin, en Californie. Il s'agit de l'un des plus grands retailers Off-price des États-Unis, qui opère dans plus de 1500 magasins dans le pays.</p>
<p>NORDSTROM</p>	<p>Nordstrom est une chaîne américaine de grands magasins dont le siège est à Seattle, dans l'État de Washington. Il s'agit de l'un des plus grands acteurs de la vente au détail de produits Off-price aux États-Unis et au Canada, avec sa division de produits Off-price Nordstrom Rack.</p>
<p>OVS</p>	<p>OVS S.p.A. est la société leader sur le marché italien de l'habillement pour femmes, hommes et enfants avec une part de marché de 9,3%. Sous les marques OVS, UPIM et Stefanel, elle compte plus de 2 050 magasins en Italie et à l'étranger. OVS a été introduite à la bourse italienne en mars 2015, en 2021 les ventes nettes se sont élevées à 1.358,9 millions d'euros.</p>
<p>GIGLIO.COM</p>	<p>Giglio est la première boutique de mode en ligne d'Italie. Giglio vend des produits et accessoires de luxe et de mode en ligne (majorité des ventes) et dans ses points de vente physiques. Il vend plus de 300 marques de mode internationales dans plus de 150 pays. Elle dessert également le marché avec une division outlet.</p>
	<p>Monnalisa est une entreprise italienne, spécialisée dans les vêtements, chaussures et accessoires pour enfants. Elle propose une offre haut de gamme aux enfants de 0 à 16 ans, par le biais de son réseau de magasins en ligne et physiques. Elle dessert également le marché avec une division outlet.</p>
	<p>Fondée en 2016, Portobello dispose d'un réseau de magasins en Italie proposant une large gamme de produits de marque à des prix très compétitifs dans quatre catégories principales : Électronique grand public, Articles ménagers, Produits d'entretien, Vêtements et accessoires. Le groupe opère selon un modèle commercial innovant caractérisé par une forte intégration entre ses différents segments. Par le biais de son activité Media, l'entreprise vend des espaces publicitaires en échange de produits de marque invendus (troc publicitaire). Les produits obtenus par le biais du troc sont ensuite vendus dans les magasins Portobello. Tout ce qui ne peut être vendu par ces canaux est finalement vendu via le B2B.</p>

Source: Company, TP ICAP Midcap

Take Off Management



Aldo Piccarreta – PDG

- Diplômé de l'Institut technique L. Settembrini de Poggiomarino (Naples)
- Directeur Général de Gi.mel Srl de 1998 à 2001
- PDG de Moda Mediterranea Spa de 2002 à 2004
- Administrateur unique de Over Spa de 2002 à 2021
- PDG de Take Off Spa et président du conseil d'administration de Summit Spa depuis 2020



Giorgia Lamberti Zanardi – Administrateur

- Diplômé de l'Institut technique Calasso de Lecce
- Longue expérience dans le secteur bancaire
- Directeur Général d'Over Spa de 2008 à 2012
- PDG de Take Off de 2019 à 2020
- Directeur de Take Off Spa depuis 2020



Paolo Mongelli – Directeur financier

- Diplômé en économie et en gestion de l'Université de Bari
- Secteur d'audit de longue date chez Deloitte et EY
- Directeur financier de Take Off depuis 2022



Davide Piccinno – Responsable des relations avec les investisseurs

- Responsable des relations avec les investisseurs de Take Off depuis 2021



Costantino Natale – Directeur

- Diplômé en économie de l'université de Bari en 2002
- Responsable des ventes de Italcodes Srl en 2003
- PDG de Finlogic SpA



Maurizio Baldassarini – Administrateur indépendant

- Membre du conseil d'administration de Cassiopea Spa
- Actuellement président du comité d'audit dans plusieurs entreprises privées



Fulvio Conti – Administrateur indépendant

- Diplômé en économie et en gestion de l'Université Sapienza de Rome
- PDG du groupe Ferrovie dello Stato en 1996 et Directeur Général de Telecom Italia en 1998
- Administrateur délégué et Directeur Général d'Enel de 2005 à 2014.
- Vice-président de Confindustria de 2012 à 2014
- Actuellement administrateur indépendant de Take Off

Source: Company, TP ICAP Midcap

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
CA total	32,1	21,2	26,4	33,4	43,1	48,5
Variation (%)	7,6	-34,0	24,6	26,7	28,9	12,5
Marge brute	14,1	12,4	15,9	18,1	23,4	26,4
% du CA	44,0	58,4	60,3	54,0	54,2	54,5
EBITDA	6,2	6,5	9,5	9,8	12,9	14,7
% du CA	19,3	30,7	36,1	29,4	29,9	30,3
ROC	4,6	5,0	7,7	7,9	10,8	12,6
% de CA	14,4	23,7	29,1	23,6	25,1	26,0
Eléments non récurrents	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	4,6	5,0	7,7	7,9	10,8	12,6
Résultat financier	0,5	-0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Impôt sur les résultats	-1,5	-1,2	-1,6	-1,7	-2,3	-2,7
Taux d'impôt (%)	30,2	23,5	21,6	22,6	22,6	22,6
Résultat Net part du groupe	3,5	3,8	5,6	5,7	8,0	9,4
BPA (publié)	0,23	0,37	0,36	0,37	0,51	0,60
Bilan financier	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	2,7	2,0	1,4	1,5	1,7	2,0
Droit d'utilisation	6,7	7,8	6,6	6,6	6,6	6,6
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,1	3,8	5,1	5,8	6,8	7,2
Autres actifs	2,4	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Total actifs	13,9	15,6	14,8	15,6	16,8	17,6
Capitaux propres	12,8	11,8	23,7	26,5	30,6	35,3
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette Nette	-4,7	-0,1	-12,1	-14,2	-17,0	-21,0
Autres passifs	2,5	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Total Passifs	13,9	15,6	14,8	15,6	16,8	17,6
Dette Nette hors IFRS16	-4,7	-0,1	-12,1	-14,2	-17,0	-21,0
Gearing	-0,4	-0,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Levier	-0,8	-0,0	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4
Tableau de flux	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
CAF après coût de l'endettement et impôt	5,3	5,2	7,3	7,7	10,1	11,5
ΔBFR	1,6	-3,4	-0,8	-0,7	-1,1	-0,4
Cash flow généré par l'activité	6,9	1,7	6,5	7,0	9,0	11,1
Capex net	-2,3	-2,0	-0,4	-2,1	-2,2	-2,5
FCF	4,6	-0,2	6,1	5,0	6,8	8,6
Acquisition/Cession	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	-3,2	3,4	-0,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	-1,0	-6,8	-2,9	-4,0	-4,7
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	0,4	0,6	12,0	0,0	0,0	0,0
Variation de change et Flux nets liés aux activités abando	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	1,8	2,8	11,1	2,1	2,8	4,0
ROA (%)	10,5%	9,8%	12,1%	11,4%	14,2%	15,1%
ROE (%)	27,7%	32,2%	23,8%	21,7%	26,3%	26,6%
ROCE (%)	35,8%	30,2%	44,3%	47,2%	59,2%	65,3%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

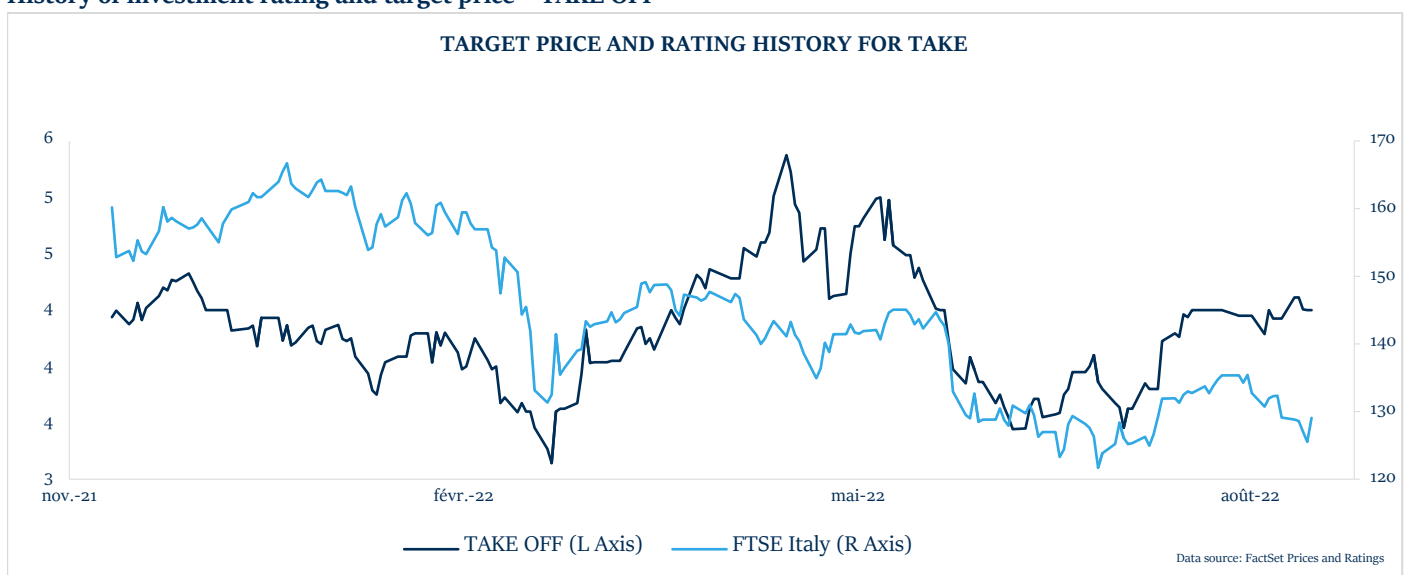
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: TAKE OFF

History of investment rating and target price - TAKE OFF



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	85%	63%
Conserver	14%	33%
Vente	1%	0%
Sous revue	0%	

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Émetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des "barrières d'information", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.