

# TAKE OFF

THE OUTLET COMPANY

## SURPERFORMANCE

Prix actuel des actions (€) : 4,34

Prix cible (€) : 7,72

Take Off – Performance depuis l'introduction en bourse



Source : S&P Capital IQ – Note : 25/11/2021 (prix de l'offre d'introduction en bourse) = 100

### Données de l'entreprise

Numéro ISIN	IT0005467425
Code Bloomberg	TKO IM
Code Reuters	TKO.MI
Industrie	Vêtements au détail
Marché boursier	Euronext Growth Milan
Cours des actions (€)	4,34
Date de prix	14/10/2022
Actions en circulation (m)	15,6
Capitalisation boursière (m €)	67,8
Flottant de marché (%)	28,5%
Volume quotidien	10
Volume quotidien moyen depuis le début de l'année	13 293
Prix cible (€)	7,72
Avantage (%)	78%
Recommandation	SURPERFORMANCE

### Rendement du cours des actions

	1M	3M	IPO
Take Off – Absolu (%)	0%	13%	9%
Croissance FTSE Italia (%)	-7%	-4%	-21%
Portée H/L (€) depuis l'introduction en bourse	5,50	3,32	
Variation depuis le début de l'année (€) / %	-0,005	-0,1%	

Source : S&P Capital IQ

### Analystes

Franco Gaudenti – Directeur de recherche  
fgaudenti@enventcapitalmarkets.co.uk  
Luigi Tardella – Co-directeur de recherche  
ltardella@enventcapitalmarkets.co.uk

### EnVent Capital Markets Limited

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

La présente Note est émise par accord avec MIT SIM, Spécialiste de l'émetteur

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

## Hausse des ventes, marge commerciale stable ; l'expansion du réseau de détail diminue la rentabilité

### Rendement des actions : au-dessus du marché et des pairs

Le cours des actions Take Off, à +9 % depuis l'introduction en bourse, a surpassé à la fois l'indice de croissance Italia, qui a perdu plus de 20 % au cours de la même période, et certains pairs, avec un rendement combiné à -16 %.

### Croissance organique des ventes grâce à l'expansion du réseau, marge commerciale constante ; la rentabilité reste au sommet des pairs de l'industrie, bien que inférieure.

Le chiffre d'affaires consolidé du S1 2022 s'élève à 12,9 M €, +12 % en glissement annuel, porté par les ventes Take Off à 10,2 M €, en hausse de 19 % par rapport au S1 2021, tandis qu'Over a eu 2,7 M € de ventes, -7 % par rapport au S1 2021. La marge commerciale était conforme au niveau récent, soit près de 60 % des ventes. L'augmentation des coûts de vente au détail et de marketing liés aux ouvertures (23), au personnel et aux frais généraux a entraîné un BAIIA à 3,3 M €, -17 % en glissement annuel, 25 % sur les ventes contre 34 % au S1 2021. Le RAI s'élève à 2,2 M € et le résultat net à 1,4 M €. La trésorerie nette est passée de 12,1 M € à la fin de l'exercice 21, à 7,7 M € en juin 2022, principalement en raison de la sortie de fonds de roulement de 2,6 M € et de la distribution de dividendes de 2,8 M €. En juin 2022, après 23 ouvertures et 3 fermetures de magasins sous-performants au cours du S1, Take Off comptait 163 magasins, sur 143 à la fin de l'année 2021, dont : 43 magasins Take Off, sur 31 à la fin de l'année 2021, 120 magasins Overkids, sur 112 à la fin de l'année 2021.

### Révision des perspectives et des estimations

Les ouvertures se poursuivent rapidement : après juin, il y a eu 16 ouvertures de plus (7 Take Off et 9 Overkids). En outre, les ventes au comptoir de Take Off en hausse de 19 % confirment la résilience du modèle hors prix. Bien que l'expansion du réseau de détail se déroule comme promis pour augmenter la couverture géographique à travers le pays, et soit globalement conforme à nos objectifs, sur la base des résultats du S1, et compte tenu d'une pression croissante sur le revenu discrétionnaire des consommateurs, nous transférons au cours des années suivantes une partie de nos estimations pour 2022. Nous tenons également compte des coûts de vente au détail et de marketing plus élevés, ce qui se traduit par une rentabilité révisée.

### Prix cible 7,72 € par action (à partir de 8,03 €), cote de SURPERFORMANCE confirmée

Notre valorisation actualisée, en tenant compte du rendement du S1 et de la position nette de trésorerie actuelle, ainsi que de la hausse du risque de marché en Italie, donne un prix cible de 7,72 € par action, contre 8,03 € de notre note précédente, correspondant à 17x l'EV/le BAIIA 2022, tandis que Take Off négocie actuellement à 9x. Compte tenu du potentiel de hausse de 78 % du cours actuel des actions, nous confirmons la cote de SURPERFORMANCE des actions.

### DONNÉES FINANCIÈRES ET ESTIMATIONS CLÉS

M €	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
Revenus	33,1	22,3	28,0	30,4	47,3	56,4	
% de glissement annuel		-	-32,6%	25,3%	8,4%	55,8%	19,2%
BAIIA	6,2	6,5	9,5	8,2	13,5	17,1	
Marge sur les ventes	19,3%	30,7%	36,1%	28,1%	29,3%	30,9%	
RAII	4,6	5,0	7,7	6,1	10,5	13,3	
Marge sur les ventes	14,4%	23,7%	29,1%	20,9%	22,6%	24,1%	
Bénéfice net	3,5	3,8	5,6	3,9	7,0	9,1	
Encaisse nette (dette)	4,7	0,1	12,1	10,9	18,2	25,3	
Capitaux propres	12,8	11,8	23,7	24,7	34,6	43,7	

Source : Données de l'entreprise 2019-21A, EnVent Research 2022-24E

## Mise à jour du marché

Gamme de prix de négociation de 3,32 à 5,50 € par action

+9 % pour Take Off depuis l'introduction en bourse ; dans la même période, l'indice de croissance Italia a perdu -21 %

### Take Off – Rendement du cours des actions et volumes de négociation depuis l'introduction en bourse



Source : EnVent Research on S&P Capital IQ – Note : 25/11/2021 (prix de l'offre d'introduction en bourse) = 100

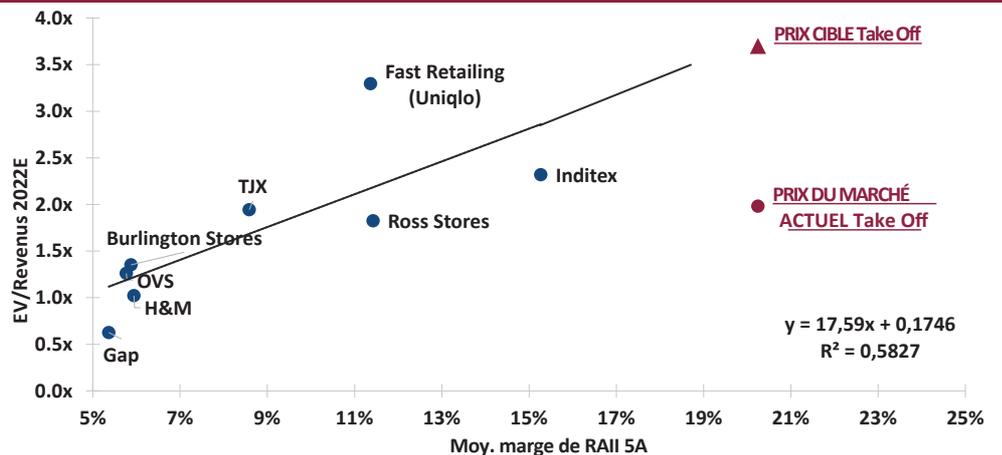
### Pairs de l'industrie – Rendement du marché depuis l'introduction en bourse de Take Off

Take Off au-dessus des pairs du secteur (+9 % contre -16 %)



Source : EnVent Research on S&P Capital IQ – Note : 25/11/2021 (prix de l'offre d'introduction en bourse) = 100

### Pairs de l'industrie – Analyse de la régression et positionnement de la cible Take Off



Source : EnVent Research sur S&P Capital IQ, octobre 2022

## Dossier d'investissement

### Le magasin de mode italien

### Axé géographiquement

### Modèle économique différencié

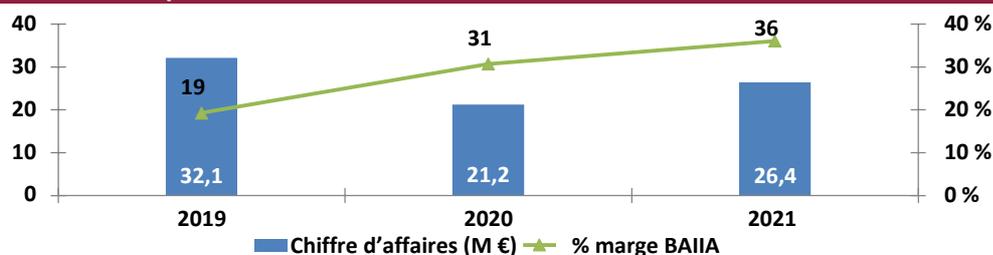
### Stratégie

Classé sur Euronext Growth Milan depuis novembre 2021, Take Off est un détaillant italien de mode au bon rapport qualité-prix qui opère à travers une chaîne de 49 magasins vendant des vêtements pour femmes et hommes, avec 126 magasins vendant des vêtements pour enfants. L'Italie centrale et méridionale est actuellement le noyau de la géolocalisation, et la croissance organique à moyen terme sera soutenue également par l'augmentation de la couverture territoriale.

Le Groupe opère avec un modèle d'affaires commun, étant un détaillant à prix réduit de produits de marques de créateurs, et un détaillant de vêtements typiquement verticalement intégré avec une équipe interne en charge du développement de ses propres marques et du mélange de marchandises par le biais de fournisseurs externes, avec une gestion logistique interne.

Take Off a l'intention de poursuivre les opportunités dans les zones de marché actuelles et les régions inexploitées, en particulier les régions du nord de l'Italie, également par l'acquisition de petits réseaux de mode de détail. Les objectifs globaux à mi-parcours pourraient être de doubler les magasins Take Off et Overkids.

### Ventes historiques et BAIIA



Source : Données de l'entreprise

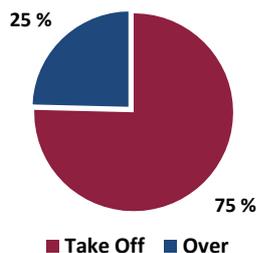
### Moteurs de l'industrie et de l'entreprise

- Les articles de mode sont un marché animé à la fois par le besoin et l'impulsion
- Demande résiliente de biens de valeur et de qualité : un segment de marché anticyclique et défensif
- Tirer le meilleur parti de l'inventaire des vêtements ; un fardeau typique des fabricants et autres détaillants
- Portefeuille de marques diversifié et équilibré
- Proposition de vente pour servir une large catégorie de clients
- Croissance sans dépenses d'investissement énormes
- Acquisition de marchandises opportuniste
- Analyses des préférences des clients
- Réseau de franchisage efficace

### Défis

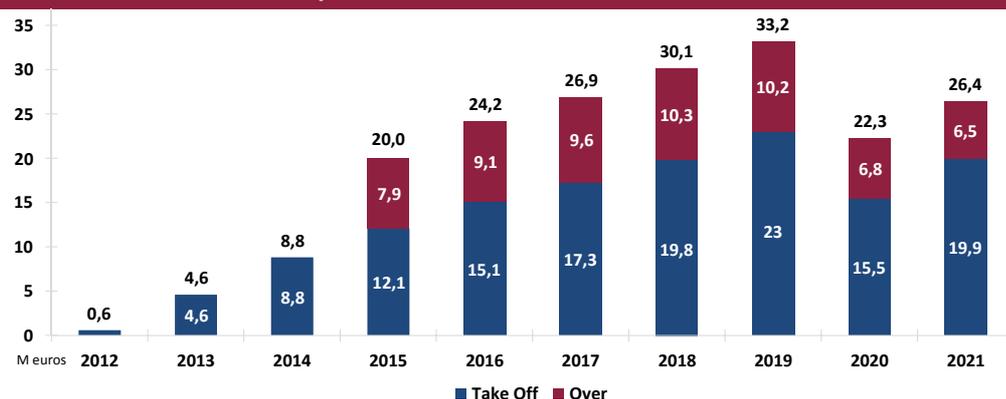
- Connaissance de la marque et renforcement de la réputation
- Compétitivité du marché et pression sur les prix au sein de l'industrie
- Présence géographique
- Augmentation du nombre de détaillants en ligne offrant des produits de marque à prix réduit
- Besoins en stocks

### Répartition des ventes, 2021



Source : Données de l'entreprise

### Revenus cumulés historiques



Source : Données de l'entreprise – Note : ventes en 2021

## Mise à jour sur les affaires et la période d'entreprise

### Mise à jour sur l'expansion du réseau de détail

- Au S1 2022, il y a eu 23 ouvertures de magasins et 3 fermetures, ce qui porte le nombre total de magasins Take Off à 163. Répartition : 43 magasins Take Off, 120 magasins Overkids. Après juin, il y a eu 16 ouvertures supplémentaires, 7 pour Take Off et 9 pour Overkids, et 4 fermetures, portant le nombre total de magasins Take Off à 175 (septembre 2022). La plupart des ouvertures ont eu lieu en Lombardie, en Émilie-Romagne, en Vénétie, au Latium, dans les Pouilles, en Calabre, en Sicile, en Ombrie, en Campanie et au Frioul. Dans l'ensemble, le réseau de vente au détail est composé de 42 magasins propres et 133 magasins franchisés.

### Bons de souscription

- Le bon de souscription 2022-24 (IT0005467474) peut être exercé pendant la première période d'exercice entre le 14 et le 25 novembre 2022, au prix d'exercice de 5,20 €, avec un ratio de conversion de 1 action : 4 bons de souscription

### Rapport de durabilité

- En mai dernier, Take Off a publié son premier rapport sur la durabilité

## Résultats S1 2022

### Bénéfice et perte consolidés

M €	S1 2021	S1 2022
Ventes	11,5	12,9
Autres revenus	0,4	0,6
<b>Total des revenus</b>	<b>11,9</b>	<b>13,5</b>
% de glissement annuel	21,9 %	13,0 %
Coût des ventes	(5,2)	(5,8)
<b>Marge commerciale</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>
Marge sur les ventes	58,2 %	59,1 %
Personnel	(2,0)	(2,6)
Coût de détail	(0,5)	(1,3)
<b>Marge magasin</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>
Marge sur les ventes	36,7 %	29,3 %
Services	(0,2)	(0,4)
Autres coûts d'exploitation	(0,1)	(0,1)
SG&A	(0,3)	(0,5)
<b>BAIIA</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>
Marge sur les ventes	34,2 %	25,4 %
Baux de détail	(0,8)	(0,8)
<b>Adj. BAIIA</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>
Marge sur les ventes	27,6 %	19,1 %
D&A	(0,1)	(0,2)
<b>RAII</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>
Marge sur les ventes	25,5 %	16,5 %
Intérêts	(0,2)	(0,4)
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>
Marge	23,5 %	13,8 %
Impôts sur le revenu	(0,7)	(0,4)
<b>Bénéfice net (perte)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>
Marge	17,8 %	10,6 %

### Flux de trésorerie consolidés

M €	S1 2021	S1 2022
<b>RAII</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>
Impôts courants	(0,7)	(0,4)
D&A	0,1	0,2
Provisions	0,1	(0,0)
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de résultat</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
Fonds de roulement commercial	(0,4)	(1,3)
Autres actifs et passifs	1,7	(1,3)
Immobilisations/aliénation	0,4	(0,2)
Baux de détail – Droit d'utilisation	0,7	(0,5)
<b>Flux de trésorerie d'exploitation après le WC et les dépenses d'investissement</b>	<b>4,9</b>	<b>(1,3)</b>
Intérêt	(0,2)	(0,4)
Dividendes	(4,5)	(2,8)
<b>Flux net de trésorerie</b>	<b>0,2</b>	<b>(4,4)</b>
Encaisse (dette) nette – Début	0,1	12,1
Encaisse (dette) nette – Fin	0,4	7,7
<b>Variation de la trésorerie nette (dette)</b>	<b>0,2</b>	<b>(4,4)</b>

### Bilan consolidé

M €	S1 2021	2021	S1 2022
Inventaire	10,6	8,7	10,8
Créances commerciales	0,1	0,2	0,1
Dettes aux fournisseurs	(4,1)	(3,7)	(4,3)
Fonds de roulement commercial	6,6	5,3	6,6
Autres actifs (passifs)	(5,2)	(0,8)	0,5
<b>Fonds de roulement net</b>	<b>1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>
Immobilisations incorporelles	0,1	0,0	0,0
Baux de détail – Droit d'utilisation	7,1	6,6	7,1
Immobilisations corporelles	1,3	1,4	1,4
<b>Actifs non courants</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>
<b>Provisions</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,0)</b>
<b>Capital investi net</b>	<b>9,1</b>	<b>11,5</b>	<b>14,7</b>
Dettes bancaires	6,7	6,2	6,0
Autres dettes financières	7,4	6,9	7,5
Fournisseurs non courants et autres créditeurs	0,0	1,2	1,0
Trésorerie et équivalents	(14,5)	(26,5)	(22,2)
<b>Dettes nettes (trésorerie)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(12,1)</b>	<b>(7,7)</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>9,5</b>	<b>23,7</b>	<b>22,3</b>
<b>Sources</b>	<b>9,1</b>	<b>11,5</b>	<b>14,7</b>

### Analyse des ratios

	S1 2021	S1 2022
ROE	56 %	22 %
ROS	26 %	17 %
ROIC	33 %	15 %
DSO	1	2
DPO	102	84
DOI	166	151
TWC/Ventes	27 %	24 %
NWC/Ventes	6 %	26 %
Dettes nettes/BAIIA	trésorerie	trésorerie
Dettes nettes/Capitaux propres	trésorerie	trésorerie
Dettes nettes/(Dettes nettes + Capitaux propres)	trésorerie	trésorerie
Flux de trésorerie provenant des opérations P&L/BAIIA	66 %	62 %
FCF/BAIIA	125 %	nég

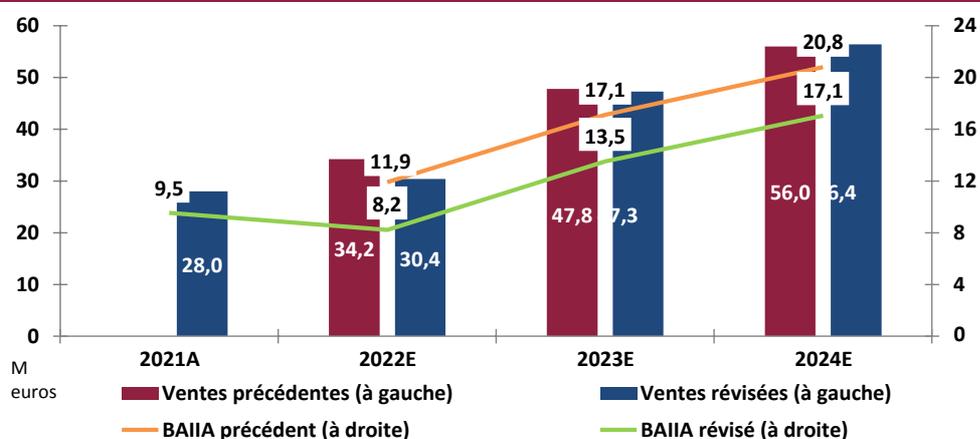
Source : Données de l'entreprise – Note : KPI S1 calculés sur l'économie LTM

## Révision des estimations

Sur la base des résultats du S1, compte tenu de la tendance saisonnière historique et de la pression croissante sur le revenu discrétionnaire des consommateurs, nous transférons au cours des années suivantes une partie de nos estimations de ventes précédentes pour 2022. Du côté des coûts d'exploitation, nous tenons compte de l'augmentation des coûts de vente et de marketing au détail au S1, ce qui se traduit par une rentabilité plus faible. Nous ajustons les dépenses d'investissement annuelles, sur la base des investissements du S1, et sur le TWC, nous ajustons le DOI de 120 à 140 jours pour tenir compte du niveau récent.

## Variation des estimations

### Estimations des revenus et du BAIIA antérieurs contre ceux révisés (M €)



Source : EnVent Research

M €	Révisé				Précédent			% variation (Rév. vs Préc.)		
	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>Ventes</b>	26,4	29,2	46,2	55,3	33,1	46,7	54,9	-12 %	-1 %	1 %
<b>Revenus</b>	28,0	30,4	47,3	56,4	34,2	47,8	56,0	-11 %	-1 %	1 %
<b>BAIIA</b>	9,5	8,2	13,5	17,1	11,9	17,1	20,8	-31 %	-21 %	-18 %
<i>Marge sur les ventes</i>	36 %	28 %	29 %	31 %	36 %	37 %	38 %			
<b>RAII</b>	7,7	6,1	10,5	13,3	9,4	13,4	16,2	-35 %	-22 %	-18 %
<i>Marge sur les ventes</i>	29 %	21 %	23 %	24 %	28 %	29 %	29 %			
<b>Revenu net</b>	5,6	3,9	7,0	9,1	6,4	9,3	11,3	-39 %	-24 %	-20 %
<b>Trésorerie (dette) nette</b>	12,1	10,9	18,2	25,3	13,2	22,1	31,3	-17 %	-18 %	-19 %

Source : EnVent Research

## Projections financières

### Bénéfice et perte consolidés

M €	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Ventes	32,1	21,2	26,4	29,2	46,2	55,3
Autres revenus	1,0	1,2	1,6	1,1	1,1	1,1
<b>Total des revenus</b>	<b>33,1</b>	<b>22,3</b>	<b>28,0</b>	<b>30,4</b>	<b>47,3</b>	<b>56,4</b>
<i>% de glissement annuel</i>	-	-32,6 %	25,3 %	8,4 %	55,8 %	19,2 %
Coût des ventes	(19,0)	(10,0)	(12,1)	(12,7)	(19,4)	(23,3)
<b>Marge commerciale</b>	<b>14,1</b>	<b>12,4</b>	<b>15,9</b>	<b>17,7</b>	<b>27,9</b>	<b>33,1</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	44,0 %	58,4 %	60,3 %	60,4 %	60,5 %	59,9 %
Personnel	(4,7)	(3,9)	(4,3)	(5,5)	(8,0)	(8,5)
Coût de détail	(2,1)	(1,3)	(1,1)	(2,7)	(4,3)	(5,1)
<b>Marge magasin avant location</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>10,5</b>	<b>9,5</b>	<b>15,6</b>	<b>19,6</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	22,8 %	33,8 %	39,6 %	32,4 %	33,9 %	35,4 %
Services	(0,5)	(0,4)	(0,8)	(1,1)	(1,7)	(2,0)
Autres coûts d'exploitation	(0,7)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,5)	(0,6)
SG&A	(1,1)	(0,7)	(0,9)	(1,3)	(2,1)	(2,5)
<b>BAIIA</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>9,5</b>	<b>8,2</b>	<b>13,5</b>	<b>17,1</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	19,3 %	30,7 %	36,1 %	28,1 %	29,3 %	30,9 %
Baux de détail	(1,3)	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(2,4)	(2,8)
<b>Adj. BAIIA</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,5</b>	<b>11,1</b>	<b>14,2</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	15,1 %	25,0 %	30,3 %	22,3 %	24,1 %	25,8 %
D&A	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,7)	(0,9)
<b>RAII</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>	<b>10,5</b>	<b>13,3</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	14,4 %	23,7 %	29,1 %	20,9 %	22,6 %	24,1 %
Intérêt	0,5	(0,0)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
<b>Résultats d'exploitation</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,4</b>	<b>9,8</b>	<b>12,6</b>
<i>Marge</i>	15,3 %	22,3 %	25,7 %	17,9 %	20,7 %	22,4 %
Impôt sur le revenu	(1,5)	(1,2)	(1,6)	(1,5)	(2,8)	(3,6)
<b>Bénéfice net (perte)</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>7,0</b>	<b>9,1</b>
<i>Marge</i>	10,7 %	17,1 %	20,1 %	12,9 %	14,9 %	16,1 %

Source : Données de l'entreprise 2019-21A, EnVent Research 2022-24E – Note : données financières agrégées pour 2019

### Bilan consolidé

M €	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Inventaire	7,3	11,0	8,7	11,2	16,4	19,7
Créances commerciales	0,7	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6
Dettes commerciales	(6,1)	(5,0)	(3,7)	(4,5)	(6,9)	(8,3)
Fonds de roulement commercial	1,9	6,2	5,3	7,0	10,0	12,0
Autres actifs (passifs)	(2,7)	(3,5)	(0,8)	(0,9)	(1,4)	(1,6)
<b>Fonds de roulement net</b>	<b>(0,8)</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,3</b>
Actifs incorporels	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Baux de détail – Droit d'utilisation	6,7	7,8	6,6	6,6	6,6	6,6
Biens, installations et équipements	2,7	2,0	1,4	2,2	2,7	3,0
<b>Actifs non courants</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,9</b>
<b>Provisions</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(1,9)</b>
<b>Capital net investi</b>	<b>8,1</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>13,8</b>	<b>16,4</b>	<b>18,4</b>
<b>Dettes nette (trésorerie)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(12,1)</b>	<b>(10,9)</b>	<b>(18,2)</b>	<b>(25,3)</b>
<b>Fonds propres</b>	<b>12,8</b>	<b>11,8</b>	<b>23,7</b>	<b>24,7</b>	<b>34,6</b>	<b>43,7</b>
<b>Sources</b>	<b>8,1</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>13,8</b>	<b>16,4</b>	<b>18,4</b>

Source : Données de l'entreprise 2019-21A, EnVent Research 2022-24E – Note : données financières agrégées pour 2019

**Flux de trésorerie consolidés**

M €	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>RAII</b>	<b>5,0</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>	<b>10,5</b>	<b>13,3</b>
Impôts courants	(1,2)	(1,6)	(1,5)	(2,8)	(3,6)
D&A	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9
Provisions	0,2	0,2	0,2	0,6	0,1
<b>Flux de trésorerie liés aux opérations de P&amp;L</b>	<b>4,3</b>	<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>8,9</b>	<b>10,8</b>
Fonds de roulement commercial	(4,3)	0,9	(1,8)	(3,0)	(2,0)
Autres actifs et passifs	0,8	(2,7)	0,1	0,5	0,3
Dépenses d'investissement/élimination	0,4	0,3	(1,3)	(1,3)	(1,3)
Baux de détail – Droit d'utilisation	(1,1)	1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie d'exploitation après WC et dépenses d'investissement</b>	<b>0,2</b>	<b>6,3</b>	<b>2,2</b>	<b>5,2</b>	<b>7,8</b>
Intérêt	(0,0)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Capital versé – Produit de l'introduction en bourse 2021	0,6	12,0	0,0	2,8	0,0
Dividendes	(1,0)	(6,8)	(2,8)	0,0	0,0
Variation des capitaux propres	(4,4)	1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie</b>	<b>(4,6)</b>	<b>12,0</b>	<b>(1,2)</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>
Trésorerie nette (dette) – Début	4,7	0,1	12,1	10,9	18,2
Trésorerie nette (dette) – Fin	0,1	12,1	10,9	18,2	25,3
<b>Variation de la trésorerie (dette) nette</b>	<b>(4,6)</b>	<b>12,0</b>	<b>(1,2)</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>

Source : Données de l'entreprise 2020-21A, EnVent Research 2022-24E – Note : données financières agrégées pour 2019

**Analyse des ratios**

KPI	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	28 %	32 %	24 %	16 %	20 %	21 %
ROS (RAII/Revenus)	14 %	23 %	27 %	20 %	22 %	24 %
DSO	7	3	3	3	3	3
DPO	83	125	78	80	80	80
DOI	83	189	121	140	130	130
TWC/Revenus	6 %	28 %	19 %	23 %	21 %	21 %
NWC/Revenus	-3 %	12 %	16 %	20 %	18 %	18 %
Dette nette/BAIIA	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie
Dette nette/Capitaux propres	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie
Dette nette/(Dette nette + Capitaux propres)	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie	trésorerie
Flux de trésorerie liés aux opérations de P&L/BAIIA	s.o.	67 %	70 %	64 %	66 %	63 %
FCF/BAIIA	s.o.	3 %	66 %	27 %	38 %	46 %
Degré de levier opérationnel sur le BAIIA	s.o.	s.o.	189 %	nm	112 %	133 %
BPA de base (€)	s.o.	s.o.	0,36	0,25	0,45	0,58

Source : Données de l'entreprise 2019-21A, EnVent Research 2022-24E – Note : données financières agrégées pour 2019

## Valorisation

Nous avons mis à jour notre évaluation DCF et notre analyse des multiples de marché.

### Flux de trésorerie remboursés

Hypothèses mises à jour :

Taux sans risque : 3,8 % (taux d'intérêt des emprunts d'État à 10 ans d'Italia – moyenne des 30 derniers jours. Source : Bloomberg, octobre 2022)

**Risque de marché en hausse en Italie**

- Rendement du marché : 13,1 % (moyenne des 30 derniers jours. Source : Bloomberg, octobre 2022)
- Prime de risque de marché : 9,3 %
- Bêta : 1,0 (chiffre discrétionnaire en l'absence d'enregistrements de volatilité du marché)
- Coût des capitaux propres : 13,1 %
- Coût de la dette : 3,5 %
- Taux d'imposition : 24 % IRES
- 40 % dette/(dette + capitaux propres)
- WACC calculé à 8,9 %, selon les données ci-dessus, contre 8,4 % précédemment
- Taux de croissance perpétuel après projections explicites (G) : 2,5 %, à partir de 2 %
- La valeur finale suppose une marge de BAIIA durable normalisée de 25 %

### Évaluation DCF

M €	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	Perpétuité
<b>Revenus</b>	<b>33,1</b>	<b>22,3</b>	<b>28,0</b>	<b>30,4</b>	<b>47,3</b>	<b>56,4</b>	<b>57,8</b>
<b>Adj. BAIIA</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,5</b>	<b>11,1</b>	<b>14,2</b>	<b>14,4</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	<i>15,1 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>30,3 %</i>	<i>22,3 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>25,0 %</i>
<b>RAII</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>	<b>10,5</b>	<b>13,3</b>	<b>12,7</b>
<i>Marge sur les ventes</i>	<i>14,4 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>29,1 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>22,6 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>22,0 %</i>
Taxes	(1,3)	(1,4)	(2,1)	(1,7)	(2,9)	(3,7)	(3,5)
<b>NOPAT</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>
D&A				0,4	0,7	0,9	1,7
Provisions				0,2	0,6	0,1	0,0
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations</b>				<b>5,1</b>	<b>8,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>
Fonds de roulement commercial				(1,8)	(3,0)	(2,0)	(1,2)
Autres actifs et passifs				0,1	0,5	0,3	0,0
Dépenses d'investissement				(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,7)
<b>Flux de trésorerie disponibles annuels non endettés</b>				<b>2,1</b>	<b>5,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>
<b>- Flux de trésorerie disponibles non endettés S1</b>				<b>1,5</b>			
<b>Flux de trésorerie disponibles à rembourser</b>				<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>
WACC	8,9 %						
Croissance à long terme (G)	2,5 %						
<b>Flux de trésorerie remboursés</b>				<b>2,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,2</b>	
Somme des flux de trésorerie remboursés	12,5						
<b>Valeur finale</b>							<b>124,4</b>
TV à prix réduit	100,4						
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>113,0</b>						
Trésorerie nette au 30/06/22	7,7						
<b>Valeur comptable</b>	<b>120,6</b>						
<b>Valeur des capitaux propres par action (€)</b>	<b>7,72</b>						

DCF – Multiples implicites	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EV/Revenus	5,1x	4,0x	3,7x	2,4x	2,0x
EV/Adj. BAIIA	21,3x	14,1x	17,3x	10,1x	7,9x
EV/RAII	22,5x	14,7x	18,5x	10,8x	8,5x
P/E	31,6x	21,4x	30,9x	17,1x	13,3x
<b>Escompte du prix actuel du marché par rapport au DCF -47 %</b>					
Prix du marché actuel – Multiples implicites	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EV/Revenus	2,7x	2,1x	2,0x	1,3x	1,1x
EV/Adj. BAIIA	11,3x	7,5x	9,2x	5,4x	4,2x
EV/RAII	12,0x	7,8x	9,9x	5,8x	4,5x
P/E	17,8x	12,0x	17,4x	9,6x	7,5x

Source : EnVent Research

## Multiples de marché

Entreprise	EV/REVENUS			EV/BAIIA			EV/RAII			P/E		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
TJX	3,2x	1,9x	1,7x	nm	16,0x	14,1x	nm	19,1x	16,8x	nm	23,6x	20,2x
Ross Stores	3,5x	1,8x	1,6x	nm	12,8x	13,2x	nm	14,9x	16,0x	nm	19,1x	20,4x
Burlington Stores	4,2x	1,4x	1,3x	nég	11,6x	16,4x	nég	15,0x	27,4x	nég	13,3x	26,9x
Inditex	4,3x	2,3x	2,1x	31,4x	8,5x	7,8x	nm	13,5x	12,0x	nm	18,6x	16,9x
Gap	0,9x	0,6x	0,6x	nég	7,7x	17,8x	nég	12,3x	nég	nég	8,1x	nég
H&M	1,7x	1,0x	1,0x	13,8x	6,8x	6,9x	21,8x	18,3x	17,1x	26,6x	20,7x	19,2x
Fast Retailing (Uniqlo)	2,9x	3,3x	3,1x	22,0x	15,7x	14,7x	24,6x	25,5x	22,7x	38,9x	41,0x	s.o.
OVS	2,0x	1,3x	1,2x	25,9x	5,4x	s.o.	nm	15,9x	17,1x	21,2x	9,8x	7,5x
Monnalisa	0,6x	0,9x	0,8x	nég	14,4x	11,2x	nég	nm	33,6x	nég	nm	20,8x
<b>Mean</b>	<b>2,6x</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,5x</b>	<b>23,3x</b>	<b>11,0x</b>	<b>12,8x</b>	<b>23,2x</b>	<b>16,8x</b>	<b>20,3x</b>	<b>28,9x</b>	<b>19,3x</b>	<b>18,9x</b>
<b>Median</b>	<b>2,9x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>24,0x</b>	<b>11,6x</b>	<b>13,7x</b>	<b>23,2x</b>	<b>15,5x</b>	<b>17,1x</b>	<b>26,6x</b>	<b>18,9x</b>	<b>20,2x</b>
<b>Take Off</b>	<b>2,0x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,3x</b>	<b>7,0x</b>	<b>9,2x</b>	<b>5,4x</b>	<b>7,3x</b>	<b>9,9x</b>	<b>5,8x</b>	<b>12,0x</b>	<b>17,4x</b>	<b>9,6x</b>

Source : S&P Capital IQ, 14/10/2022

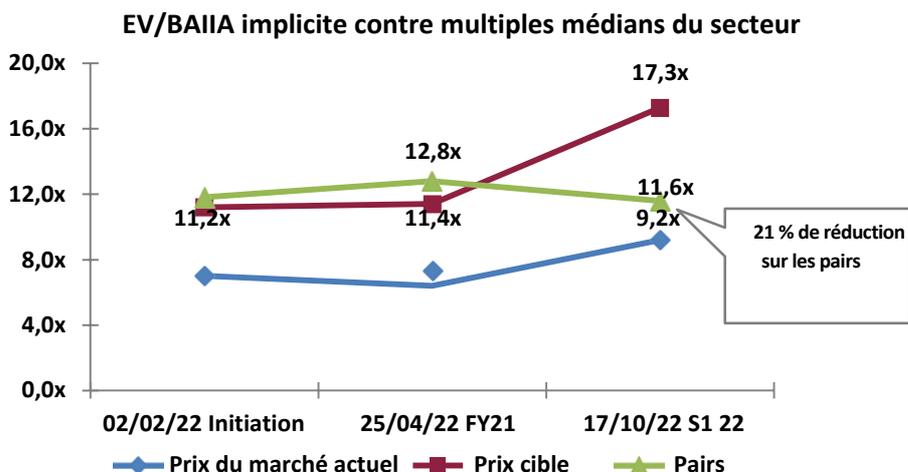
## Application des multiples de marché

		M €				
Multiples de marché		M €	Multiple	EV	Trésorerie nette	Valeur comptable
<b>Take Off</b>						
2022E	Ventes	29,2	1,4x	39,5	7,7	47,2
2023E	Ventes	46,2	1,3x	60,1	7,7	67,8
Mean						57,5
2022E	Adj. BAIIA	6,5	11,6x	75,7	7,7	83,3
2023E	Adj. BAIIA	11,1	13,7x	152,1	7,7	159,8
Mean						121,6
2022E	RAII	6,1	15,5x	94,3	7,7	102,0
2023E	RAII	10,5	17,1x	178,3	7,7	186,0
Mean						144,0
2022E	Gains	3,9	18,9x			73,6
2023E	Gains	7,0	20,2x			142,3
Mean						107,9

Source : EnVent Research

Nous avons appliqué à nos estimations 2022-23 les EV/Revenus, EV/BAIIA, EV/RAII, P/E correspondants du groupe de pairs. Les multiples basés sur la rentabilité sont globalement cohérents avec le résultat du DCF, partageant l'attente de croissance au cours des prochaines années et soutenant l'évaluation de la valeur basée sur le DCF.

## Prix cible



Source : EnVent Research on S&P Capital IQ, 17/10/2022

Le modèle DCF appliqué à nos estimations donne un Prix cible de 7,72 € par action, à partir de 8,03 € de notre note précédente, avec une hausse potentielle de 78 % sur le cours actuel des actions. Nous confirmons la cote de SURPERFORMANCE sur le stock.

### Prix Take Off par action €

<b>Prix cible</b>	<b>7,72</b>
Cours actuel des actions (14/10/2022)	4,34
<b>Prime (remise)</b>	<b>78 %</b>

Source : EnVent Research

Veillez vous référer aux informations importantes à la fin du présent rapport.

### Prix des actions Take Off contre Prix cible EnVent



Source : EnVent Research on S&P Capital IQ, 17/10/2022

**AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ** (pour plus de détails, consultez le site [www.enventcapitalmarkets.co.uk](http://www.enventcapitalmarkets.co.uk) sous « Avis de non-responsabilité »)

Cette publication a été préparée par Franco Gaudenti, Chef de la division de la recherche, et Luigi Tardella, Co-directeur de la division de la recherche, pour le compte de la division de la recherche et de l'analyse d'EnVent Capital Markets Limited (« EnVentCM »). EnVent Capital Markets Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (référence n° 651385).

Conformément à l'article 35, paragraphe 2b des Règles Euronext Growth Milan pour les Sociétés (Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan), EnVentCM a été chargée de produire pour la Société, par accord avec MIT SIM, le Spécialiste engagé par la Société, la recherche sur les actions, et en particulier la présente publication.

La présente publication ne constitue pas, ni ne peut être interprétée comme étant, une offre ou une sollicitation pour acheter, souscrire ou vendre des produits ou instruments financiers, ou pour exécuter quelque opération que ce soit concernant de tels produits ou instruments. Cette publication n'est en aucun cas destinée à être distribuée au grand public. Par conséquent, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui sont des contreparties admissibles ou des clients professionnels, c'est-à-dire les personnes ayant une expérience professionnelle dans les investissements, qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens de la loi de 2000 sur les services financiers et les marchés financiers et de l'article 4.12 du Nouveau répertoire de sources sur la conduite des affaires de la FCA. Pour les résidents en Italie, ce document est destiné à être distribué uniquement aux clients professionnels et aux contreparties qualifiées telles que définies dans le règlement Consob n° 16190 du 29 octobre 2007, tel que modifié et complété par la suite. Il est interdit d'apporter, de transmettre ou de distribuer cette publication, ainsi que toute copie de celle-ci, aux États-Unis d'Amérique, au Canada, au Japon ou en Australie. Tout manquement à ces restrictions peut constituer une violation des lois sur les valeurs mobilières prévues par les États-Unis d'Amérique, le Canada, le Japon ou l'Australie.

EnVentCM ne garantit aucun résultat spécifique en ce qui concerne les informations contenues dans la présente publication, et décline toute responsabilité quant au résultat des transactions recommandées dans celle-ci ou quant aux résultats produits par ces transactions. Chaque décision d'investissement/de cession est de la seule responsabilité de la partie qui reçoit les conseils et les recommandations, étant libre de décider de les mettre en œuvre ou non. Le prix des investissements et les revenus qui en découlent peuvent baisser ou augmenter, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi. Par conséquent, EnVentCM et/ou le ou les auteurs de la présente publication ne peuvent en aucun cas être tenus responsables des pertes, dommages ou revenus inférieurs que la partie utilisant la publication pourrait subir à la suite de l'exécution des transactions sur la base des informations et/ou des recommandations contenues dans celle-ci. Le but de cette publication est simplement de fournir des informations à jour et aussi exactes que possible. Les informations et chaque estimation et/ou avis et/ou recommandation possibles contenus dans cette publication sont basés sur des sources jugées fiables. Bien qu'EnVentCM déploie tous les efforts raisonnables pour obtenir des informations auprès de sources qu'elle juge fiables, elle décline toute responsabilité quant à l'exhaustivité, la précision ou l'exactitude de ces informations et sources. Les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs.

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

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

EnVentCM a l'intention de fournir une couverture continue de la Société et de l'instrument financier faisant l'objet de la présente publication, avec une fréquence semestrielle et, en tout état de cause, avec une fréquence compatible avec le moment de l'information financière périodique de la Société et de tout événement exceptionnel survenant dans son domaine d'activité.

Un avant-projet de cette publication peut être envoyé à la Société concernée pour information et examen (sans évaluation, prix cible et recommandation), dans le but de corriger toute inexactitude significative involontaire. EnVentCM n'a pas divulgué la notation à l'émetteur avant la publication et la diffusion de ce document.

#### **INFORMATIONS À FOURNIR PAR LES ANALYSTES**

Pour chaque société mentionnée dans cette publication, tous les points de vue exprimés dans cette publication reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes sur l'une ou l'ensemble de la (des) société(s) concernée(s) ou des titres.

Ni les analystes ni aucun membre des ménages des analystes n'ont un intérêt financier dans les titres de la Société concernée. Ni les analystes ni aucun membre du ménage des analystes ne jouent le rôle de dirigeant, d'administrateur ou de membre du conseil consultatif de la société en question. La rémunération des analystes n'a pas été, n'est pas ou ne sera pas liée, directement ou indirectement, à des transactions d'investissement propriétaires spécifiques ou à des opérations de marché dans lesquelles EnVentCM a joué un rôle (en tant que conseiller Euronext Growth, par exemple) ou à la recommandation ou au point de vue spécifique dans cette publication. EnVentCM a adopté des procédures internes et un code de conduite interne visant à assurer l'indépendance de ses analystes financiers. Les analystes de recherche d'EnVentCM et les autres membres du personnel impliqués dans la publication et la diffusion des rapports de recherche opèrent indépendamment des activités d'EnVentCM sur le marché des capitaux. EnVentCM, au sein de la division Recherche et Analyse, peut collaborer avec des professionnels externes. Elle peut, directement ou indirectement, avoir un conflit d'intérêts potentiel avec la Société et, c'est pourquoi EnVentCM adopte des mesures organisationnelles et de procédure pour la prévention et la gestion des conflits d'intérêts (pour plus de détails, consultez le site [www.enventcapitalmarkets.co.uk](http://www.enventcapitalmarkets.co.uk) sous « Avis de non-responsabilité », « Procédures de prévention des conflits d'intérêts »).

## INFORMATIONS COMMUNIQUÉES PAR MIFID II

**Take Off S.p.A.** (l'« Émetteur » ou la « Société ») est une entreprise cliente d'EnVent Capital Markets. Ce document, qui est payé par une société émettrice, est un avantage non monétaire mineur tel que défini à l'article 12, paragraphe 3, de l'acte délégué de la Commission (C2016) 2031.

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

## CONFLITS D'INTÉRÊTS

Afin de divulguer ses éventuels conflits d'intérêts, EnVentCM déclare qu'elle agit ou a agi au cours des 12 derniers mois en tant que conseiller Euronext Growth, coordinateur mondial et courtier en valeurs mobilières auprès de la société concernée sur le marché Euronext Growth Milan, une facilité de négociation multilatérale réglementée par Borsa Italiana (pour plus de détails, consultez le site [www.enventcapitalmarkets.co.uk](http://www.enventcapitalmarkets.co.uk) sous « Avis de non-responsabilité », « Conflits d'intérêts potentiels »).

## CONFIDENTIALITÉ

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

## MÉTHODES D'ÉVALUATION

La division Recherche et Analyse d'EnVentCM calcule la gamme de valeurs et de justes valeurs pour les sociétés couvertes à l'aide de méthodes d'évaluation professionnelles, telles que la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF), le modèle d'actualisation des dividendes (DDM) et les modèles à plusieurs bases (par exemple, EV/Revenus, EV/BAIIA, EV/RAII, P/E, P/BV). D'autres méthodes d'évaluation peuvent être utilisées, selon les circonstances ou le jugement d'inadéquation de la plupart des méthodes utilisées. Le prix cible pourrait également être influencé par les conditions ou les événements du marché et les particularités des entreprises ou des actions.

## ÉVALUATION DES ACTIONS

Les recommandations « SURPERFORMANCE », « NEUTRE » ET « SOUS-PERFORMANCE » sont basées sur les attentes dans un délai de 12 mois à compter de la date de notation indiquée en première page de cette publication.

Les notations et valorisations des actions sont émises en termes absolus, et non par rapport à la performance du marché.

Système de notation et justification (horizon de 12 mois) :

**SURPERFORMANCE** : les actions devraient afficher un rendement total supérieur à 10 % ;

**NEUTRE** : les actions devraient afficher une performance comprise entre -10 % et +10 %, en accord avec la tendance du marché ou de l'industrie, et paraître moins attrayantes que les actions notées ;

**SOUS-PERFORMANCE** : les actions sont parmi les moins attrayantes dans un groupe de pairs, avec un prix cible inférieur de 10 % au prix du marché actuel ; **EN COURS DE RÉVISION** : prix cible en cours de révision, en attente de données financières actualisées ou d'autres informations clés telles que des transactions importantes impliquant du capital social ou du financement ;

**SUSPENDU** : pas de notation/cours cible attribué(e), en raison d'incertitudes significatives ou d'autres problèmes qui affectent gravement nos précédentes notations d'investissement, nos objectifs de prix et nos estimations de bénéfices ;

**NON ÉVALUÉ** : pas d'évaluation ou de prix cible attribué(e).

Une certaine flexibilité sur les limites des fourchettes de notation de rendement total est autorisée, en particulier pendant les cycles de forte volatilité du marché. Le cours de bourse indiqué dans le rapport est le dernier cours de clôture au jour de la Production.

Date et heure de production : 14/10/2022 à 18 h 18

Date et heure de distribution : 17/10/2022 à 19 h 10

## DÉTAILS SUR LA RECOMMANDATION DE STOCK ET LE PRIX CIBLE

Date	Recommandation	Prix cible (€)	Cours des actions (€)
01/02/2022	SURPERFORMANCE	7,11	4,07
25/04/2022	SURPERFORMANCE	8,03	4,84
17/10/2022	SURPERFORMANCE	7,72	4,34

## DISTRIBUTION DES RECOMMANDATIONS ENVENTCM (17 octobre 2022)

Nombre d'entreprises couvertes :	23	SURPERFORMA NCE	NEUTRE	SOUS- PERFORMANCE	SUSPENDU	EN COURS DE RÉVISION	NON ÉVALUÉ
% de couverture totale de la recherche sur les actions		91 %	0 %	0 %	4 %	0 %	4 %
dont % de clients EnVentCM*		95 %	s.o.	s.o.	100 %	s.o.	100 %

\* Note : Sociétés auxquelles des services d'entreprise et de marchés de capitaux ont été fournis au cours des 12 derniers mois.

Cet avis de non-responsabilité est constamment mis à jour sur le site Web à l'adresse [www.enventcapitalmarkets.co.uk](http://www.enventcapitalmarkets.co.uk) sous la rubrique « Avis de non-responsabilité ».

Des informations complémentaires sont disponibles sur demande.

© Copyright 2022 by EnVent Capital Markets Limited – Tous droits réservés.