

AJOUTER | Juste valeur : 7,28 € (8,37 €) | Prix actuel : 4,40 € | Hausse : +65,5 %

Dernières

20 octobre 2022 – 7 h 00

Million €	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Total des revenus	33,2	22,3	28,0	30,7	41,0	50,0	58,1
BAIIA	6,2	6,5	9,5	8,4	12,1	15,0	17,9
<i>marge</i>	18,7 %	29,1 %	34,0 %	27,3 %	29,5 %	30,1 %	30,8 %
Bénéfice net	3,5	3,8	5,6	3,8	5,8	7,5	9,2
<i>marge</i>	10,7 %	17,1 %	20,1 %	12,4 %	14,1 %	15,0 %	15,8 %
EPS	s.o.	s.o.	0,36	0,26	0,37	0,48	0,59
NFP	(4,7)	(0,1)	(12,1)	(5,2)	(8,2)	(13,6)	(20,8)

**Croissance des ventes à deux chiffres confirmée par les résultats financiers du 1S22.** Take Off S.p.A. La société Take Off S.p.A. (TKO-IT) a réalisé un chiffre d'affaires de 12,9 M €, en hausse de 11,9 % par rapport à l'année précédente. Le chiffre d'affaires du Groupe est inférieur de 12,7 % à nos estimations, principalement en raison de la contribution plus faible des nouveaux magasins, en raison d'un délai de mise en place plus long que prévu (en moyenne 4 mois entre la signature de l'accord et l'ouverture), et avec leur contribution effective à partir du 2S22. Les revenus totaux du 1S22 ont augmenté de 13 % en glissement annuel, atteignant 13,5 M €, avec des revenus des ventes Take Off en hausse de 18,2 % en glissement annuel, tandis que les revenus d'Over étaient inférieurs au 1S21 (-6,9 % en glissement annuel). En ce qui concerne le développement du réseau de détail, au cours du 1S22, la Société a été en mesure de signer des accords pour 23 nouveaux magasins, dont 12 sont liés à Take Off. La rentabilité a été affectée négativement par l'incidence plus élevée que prévu du coût des services et des dépenses de personnel (+5,4 pp en glissement annuel et +3,6 pp en glissement annuel, respectivement), également en raison de nouvelles ouvertures et d'une hausse de l'inflation conduisant à une marge de BAIIA de 24,3 % (-8,9 pp en glissement annuel et -4 pp par rapport à nos estimations). Par conséquent, le BAIIA du 1S22 a diminué à 3,3 M € (-17,2 % en glissement annuel contre 3,8 M €) et s'est soldé par une baisse de 24,1 % par rapport à nos estimations. Au final, le Groupe affiche une baisse de la marge nette du 1S22A de 7,2 pp en glissement annuel, ce qui se traduit par un résultat net de 1,4 M € (-32,8 % en glissement annuel). NFP s'est détériorée de 4,4 M €, soit une trésorerie nette de 7,7 M € au 1S22 contre 12,1 M € de trésorerie nette en FY21A.

**Mise à jour sur le développement commercial.** Selon TKO-IT, depuis le début de 2022, le groupe a signé 40 accords pour de nouveaux magasins et fermé 8 magasins non performants, atteignant un réseau capillaire de 175 magasins, dont env. 30 seront effectivement ouverts dans les prochains mois. Take Off a signé des accords pour 20 nouveaux magasins (17 DOS et 3 TPO) et fermé deux DOS. D'autre part, Over a signé des accords pour 20 nouveaux magasins TPO et a décidé d'en fermer 6. Plus précisément, 14 des 20 nouveaux magasins Take Off sont basés dans le nord de l'Italie, conformément au plan d'expansion du réseau de vente annoncé dans l'introduction en bourse. Nous notons que seulement 11 des 40 nouveaux magasins opèrent déjà, tandis que le reste sera ouvert d'ici le 4T22.

**Révision des estimations.** À la suite des résultats financiers du 1S22, nous avons révisé à la baisse nos estimations pour 2022-24 en tenant compte : i) du temps d'installation plus long requis pour chaque nouveau magasin, ce qui a également entraîné des revenus de vente plus faibles que prévu au 1S22 ; et ii) du coût plus élevé que prévu des services et des dépenses de personnel au 1S22. En conséquence, nous prévoyons maintenant un chiffre d'affaires total de 30,7 M € (contre 35 M €) pour l'exercice FY22E, passant à 50 M € (contre 54 M €) pour l'exercice FY24E. Compte tenu de la rentabilité plus faible que prévu, nous avons révisé prudemment à la baisse notre projection de marge de BAIIA 2022-24. En effet, bien que nous nous attendions à ce qu'au cours de l'exercice FY22E, la marge de BAIIA se rétablisse partiellement (atteignant 27,3 %, 2,6 pp par rapport à nos estimations précédentes) grâce à une meilleure répartition des revenus au 2S22, nous réduisons prudemment les estimations de la marge de BAIIA pour l'ensemble de la période de prévision pour atteindre 30,1 % au cours de l'exercice FY24E. Nous continuons de nous attendre à ce que la Société demeure positive sur le plan de la trésorerie tout au long de la période de prévision, tout en conservant la possibilité de prendre de l'expansion grâce aux fusions-acquisitions (qui ne sont toutefois pas incluses dans nos estimations).

**Mise à jour de l'évaluation.** Notre valorisation – basée sur le DCF et les multiples de marché – rapporte une valeur moyenne des actions de 113,7 M €, soit 7,28 ps, ce qui implique une hausse potentielle de 65,5 % du cours actuel du marché.

**Croissance des ventes à deux chiffres confirmée par les résultats financiers du 1S22.** Take Off S.p.A. La société Take Off S.p.A. (TKO-IT) a réalisé un chiffre d'affaires de 12,9 M €, en hausse de 11,9 % par rapport à l'année précédente. Le chiffre d'affaires du Groupe est inférieur de 12,7 % à nos estimations, principalement en raison de la contribution plus faible des nouveaux magasins, en raison d'un délai de mise en place plus long que prévu (en moyenne 4 mois entre la signature de l'accord et l'ouverture), et avec leur contribution effective à partir du 2S22. Les revenus totaux du 1S22 ont augmenté de 13 % en glissement annuel, atteignant 13,5 M €, avec des revenus des ventes Take Off en hausse de 18,2 % en glissement annuel, tandis que les revenus d'Over étaient inférieurs au 1S21 (-6,9 % en glissement annuel). En ce qui concerne le développement du réseau de détail, au cours du 1S22, la Société a été en mesure de signer des accords pour 23 nouveaux magasins, dont 12 sont liés à Take Off. La rentabilité a été affectée négativement par l'incidence plus élevée que prévu du coût des services et des dépenses de personnel (+5,4 pp en glissement annuel et +3,6 pp en glissement annuel, respectivement), également en raison de nouvelles ouvertures et d'une hausse de l'inflation conduisant à une marge de BAIIA de 24,3 % (-8,9 pp en glissement annuel et -4 pp par rapport à nos estimations). Par conséquent, le BAIIA du 1S22 a diminué à 3,3 M € (-17,2 % en glissement annuel contre 3,8 M €) et s'est soldé par une baisse de 24,1 % par rapport à nos estimations. Au final, le Groupe affiche une baisse de la marge nette du 1S22A de 7,2 pp en glissement annuel, ce qui se traduit par un résultat net de 1,4 M € (-32,8 % en glissement annuel). NFP s'est détériorée de 4,4 M €, soit une trésorerie nette de 7,7 M € au 1S22 contre 12,1 M € de trésorerie nette en FY21A.

**Mise à jour sur le développement commercial.** Selon TKO-IT, depuis le début de 2022, le groupe a signé 40 accords pour de nouveaux magasins et fermé 8 magasins non performants, atteignant un réseau capillaire de 175 magasins, dont env. 30 seront effectivement ouverts dans les prochains mois. Take Off a signé des accords pour 20 nouveaux magasins (17 DOS et 3 TPO) et fermé deux DOS. D'autre part, Over a signé des accords pour 20 nouveaux magasins TPO et a décidé d'en fermer 6. Plus précisément, 14 des 20 nouveaux magasins Take Off sont basés dans le nord de l'Italie, conformément au plan d'expansion du réseau de vente annoncé dans l'introduction en bourse. Nous notons que seulement 11 des 40 nouveaux magasins opèrent déjà, tandis que le reste sera ouvert d'ici le 4T22.

**Révision des estimations.** À la suite des résultats financiers du 1S22, nous avons révisé à la baisse nos estimations pour 2022-24 en tenant compte : i) du temps d'installation plus long requis pour chaque nouveau magasin, ce qui a également entraîné des revenus de vente plus faibles que prévu au 1S22 ; et ii) du coût plus élevé que prévu des services et des dépenses de personnel au 1S22. En conséquence, nous prévoyons maintenant un chiffre d'affaires total de 30,7 M € (contre 35 M €) pour l'exercice FY22E, passant à 50 M € (contre 54 M €) pour l'exercice FY24E. Compte tenu de la rentabilité plus faible que prévu, nous avons révisé prudemment à la baisse notre projection de marge de BAIIA 2022-24. En effet, bien que nous nous attendions à ce qu'au cours de l'exercice FY22E, la marge de BAIIA se rétablisse partiellement (atteignant 27,3 %, 2,6 pp par rapport à nos estimations précédentes) grâce à une meilleure répartition des revenus au 2S22, nous réduisons prudemment les estimations de la marge de BAIIA pour l'ensemble de la période de prévision pour atteindre 30,1 % au cours de l'exercice FY24E. Nous continuons de nous attendre à ce que la Société demeure positive sur le plan de la trésorerie tout au long de la période de prévision, tout en conservant la possibilité de prendre de l'expansion grâce aux fusions-acquisitions (qui ne sont toutefois pas incluses dans nos estimations).

**Mise à jour de l'évaluation.** Notre valorisation – basée sur le DCF et les multiples de marché – rapporte une valeur moyenne des actions de 113,7 M €, soit 7,28 ps, ce qui implique une hausse potentielle de 65,5 % du cours actuel du marché.

Équipe de recherche sur les actions  
[connect@ktepartners.com](mailto:connect@ktepartners.com)

Mauro IACCINO  
[miaccino@ktepartners.com](mailto:miaccino@ktepartners.com)  
 +39 393 1643804

Gabriele TRAPANI  
[gtrapani@ktepartners.com](mailto:gtrapani@ktepartners.com)  
 +39 366 7703290

## Données du marché

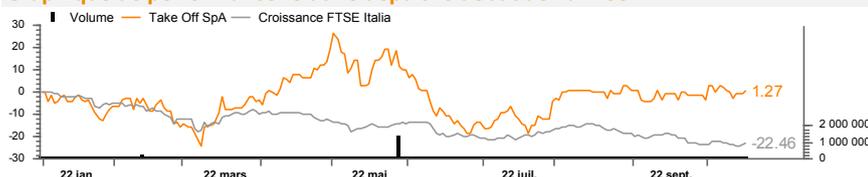
Principaux actionnaires			
Summit S.p.A.			64,15 %
Aldo Piccarreta			5,53 %
Giorgia Lamberti Zanardi			1,84 %
Cap. mkt (M €)			68,7
EV (M €)			56,6
Actions			15,6
Marge libre			28,5 %

Multiples de marché	2021A	2022E	2023E
EV/EBITDA			
Take Off SpA	5,9x	6,8x	4,7x
Comps Median	12,0x	12,6x	11,4x
Take Off SpA contre Median	-50 %	-46 %	-59 %
P/E			
Take Off SpA	12,2x	18,1x	11,9x
Comps Median	17,4x	21,1x	18,2x
Take Off SpA contre Median	-30 %	-14 %	-35 %

## Données de stock

52 Wk élevé (€)	5,64
52 Wk faible (€)	3,19
Moy. négociation quotidienne 90j	2,353
Variation de prix 1s (%)	0,00
Variation de prix 1s (%)	1,38
Variation de prix depuis le début de l'année (%)	1,15

## Graphique de performance relative depuis le début de l'année



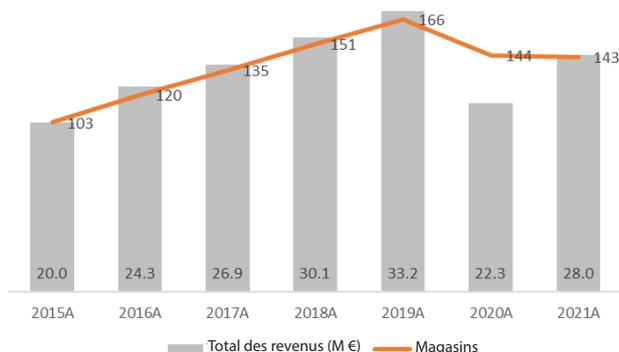
Chiffres clés – Take Off S.p.A.

	Prix actuel (€)	Juste valeur (€)	Secteur			Marge libre (%)			
	4,40	7,28	Habillement			28,5 %			
<b>Données par action</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Total des actions en circulation (mn)			n.m.	n.m.	15,62	15,62	15,62	15,62	15,62
EPS			n.m.	n.m.	0,36	0,26	0,37	0,48	0,59
Dividende par action (ord)			n.a.	n.m.	0,18	0,06	0,09	0,12	0,15
Ratio de distribution des dividendes (%)			28 %	178 %	49 %	25 %	25 %	25 %	25 %
<b>Bénéfice et perte (en millions d'euros)</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Total des revenus			33,2	22,3	28,0	30,7	41,0	50,0	58,1
BAIIA			6,2	6,5	9,5	8,4	12,1	15,0	17,9
RAII			4,6	5,0	7,7	5,4	8,5	10,9	13,2
Résultats d'exploitation			5,1	5,0	7,2	5,4	8,1	10,5	13,0
Taxes			(1,5)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,4)	(3,1)	(3,8)
Taux d'imposition			30 %	23 %	22 %	30 %	29 %	29 %	29 %
Revenu net			3,5	3,8	5,6	3,8	5,8	7,5	9,2
<b>Bilan (en millions d'euros)</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Total des actifs immobilisés			9,9	10,2	8,5	16,1	17,8	18,2	17,6
Fonds de roulement net (NWC)			(1,3)	2,2	4,0	4,7	5,6	6,4	8,0
Provisions			(0,5)	(0,7)	(1,0)	(1,4)	(1,9)	(2,5)	(3,3)
Total du capital net utilisé			8,1	11,7	11,5	19,5	21,5	22,1	22,3
Situation financière nette/(trésorerie)			(4,7)	(0,1)	(12,1)	(5,2)	(8,2)	(13,6)	(20,8)
Total des capitaux propres des actionnaires			12,8	11,8	23,7	24,7	29,7	35,7	43,1
<b>Flux de trésorerie (en millions d'euros)</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Flux nets de trésorerie d'exploitation			n.a.	5,3	8,0	6,8	9,6	11,9	14,1
Variation en NWC			n.a.	(3,5)	(1,9)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(1,6)
Dépenses en capital			n.a.	(0,7)	(1,3)	(1,8)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Autres éléments de trésorerie/Utilisation des fonds			n.a.	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
Flux de trésorerie disponible			n.a.	1,3	5,1	4,7	7,7	10,2	11,8
<b>Valeur de l'entreprise (en millions d'euros)</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Capitalisation du marché			n.m.	n.m.	68,0	68,7	68,7	68,7	68,7
Minorités			-	-	-	-	-	-	-
Situation financière nette/(trésorerie)			(4,7)	(0,1)	(12,1)	(5,2)	(8,2)	(13,6)	(20,8)
Valeur d'entreprise			n.m.	n.m.	55,8	63,5	60,6	55,2	48,0
<b>Ratios (%)</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Marge de BAIIA			18,7 %	29,1 %	34,0 %	27,3 %	29,5 %	30,1 %	30,8 %
Marge de RAI			13,9 %	22,5 %	27,5 %	17,7 %	20,7 %	21,7 %	22,7 %
Engrenage – Dette/capitaux propres			-36,8 %	-1,2 %	-51,3 %	-21,2 %	-27,5 %	-38,0 %	-48,2 %
Couverture d'intérêts sur RAI			-9,7 %	0,8 %	6,4 %	8,8 %	3,9 %	2,9 %	2,0 %
NFP/BAIIA			-75,9 %	-2,2 %	-127,4 %	-62,5 %	-67,6 %	-90,3 %	-116,0 %
ROCE			57,0 %	43,0 %	66,7 %	27,9 %	39,3 %	49,0 %	59,3 %
ROE			27,6 %	32,2 %	23,8 %	15,4 %	19,5 %	21,0 %	21,4 %
EV/Ventes			1,71x	2,53x	2,02x	1,85x	1,38x	1,13x	0,97x
EV/BAIIA			9,10x	8,72x	5,95x	6,77x	4,69x	3,77x	3,16x
P/E			19,42x	18,02x	12,19x	18,2x	11,90x	9,18x	7,47x
Rendement des flux de trésorerie disponibles			n.m.	2,3 %	9,1 %	8,4 %	13,6 %	18,1 %	20,8 %
<b>Taux de croissance (%)</b>			<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Ventes			s.o.	-32,7 %	25,3 %	9,5 %	33,6 %	22,0 %	16,3 %
BAIIA			s.o.	4,4 %	46,5 %	-12,2 %	44,4 %	24,6 %	19,1 %
RAII			s.o.	8,8 %	52,9 %	-29,5 %	56,2 %	28,3 %	21,8 %
Revenu net			s.o.	7,8 %	47,8 %	-32,7 %	52,3 %	29,6 %	22,8 %

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

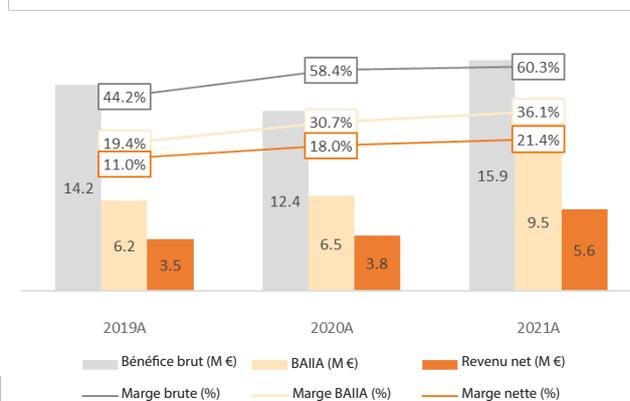
## Graphiques clés

Total des revenus et ouverture de magasins (M €, #)



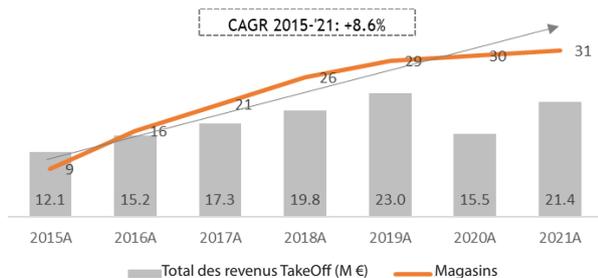
Source : Données de l'entreprise, élaboration de KT&Partners

Évolution de la rentabilité (M €, %)



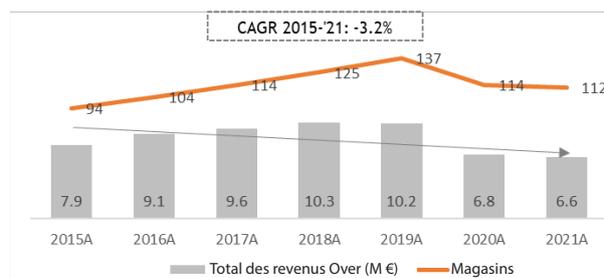
Source : Données de l'entreprise, élaboration de KT&Partners

Total des revenus et ouverture de magasins Take Off (M €, #)



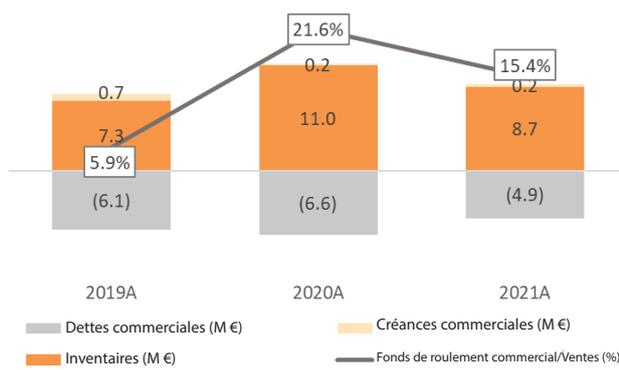
Source : Données de l'entreprise, élaboration de KT&Partners

Total des revenus et ouverture de magasins Over (M €, #)



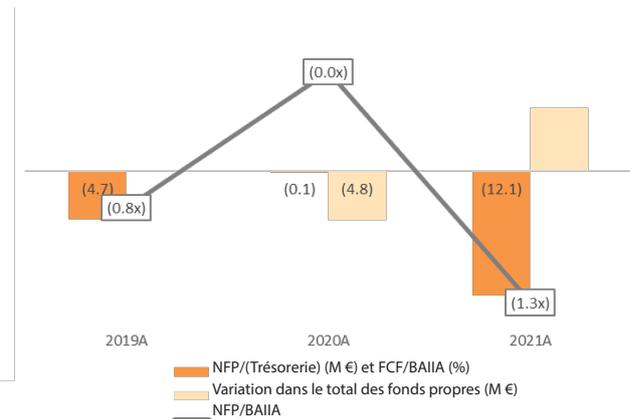
Source : Données de l'entreprise, élaboration de KT&Partners

Fonds de roulement commercial (M €, %)



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

NFP et variation des capitaux propres totaux (M €, x)



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

## Présentation

### Description de l'entreprise

Le Groupe est actif sur le marché italien de la mode au détail – à travers un réseau de 175 magasins – offrant aux familles un portefeuille complet de produits allant des vêtements à prix réduit pour adultes – à travers sa marque Take Off – aux vêtements pour enfants – à travers sa marque exclusive Over Kids. En ce qui concerne Take Off, le Groupe a développé un modèle d'affaires innovant basé sur : i) un mélange équilibré de marques propriétaires et tierces ; ii) un réseau de 49 boutiques de mode (dont 42 sont directement exploitées) et un remaniement des stocks entre les magasins pour réduire les produits invendus à presque zéro ; et iii) un système de prix réduit innovant basé sur le paradigme « divisé par » (de  $\div 2$  à  $\div 10$ ). Le réseau d'Over couvre la majeure partie du territoire italien à travers 126 magasins affiliés, offrant des produits à prix plein. Le Groupe prévoit maintenant d'étendre son réseau de distribution à la fois en entrant dans de nouvelles régions italiennes et en augmentant sa pénétration sur les marchés déjà couverts.

TKO-IT a été cotée sur Euronext Growth Milan (EGM) le 23 novembre 2021, avec une capitalisation boursière de 67,7 M € et env. 11,2 M € de capital levé (ajusté des coûts de l'introduction en bourse). La direction a annoncé que le produit des introductions en bourse serait utilisé pour accélérer le développement du réseau de détail en ouvrant env. 40 magasins Take Off en 2024 – env. 70 % en DOS – et env. 90 TPO d'Over. Take Off envisage également d'accélérer son développement en acquérant de petits réseaux de vente au détail non performants et en les transformant en magasins Take Off. Le développement du réseau devrait stimuler les revenus, la rentabilité et la notoriété du Groupe.

### Dossier d'investissement

**•Le modèle d'affaires innovant de Take Off basé sur les boutiques de mode.** Take Off a développé un modèle commercial innovant, introduisant des boutiques de mode, offrant une expérience client de haut niveau dans des magasins raffinés avec une assistance commerciale personnelle et un système de prix réduit innovant, captant une large base de clients.

**•Un réseau de vente au détail étendu et capillaire avec une rentabilité élevée et un faible risque.** Le Groupe s'appuie sur l'un des plus grands réseaux de distribution, opérant à travers 175 magasins, couvrant la plupart des régions italiennes à travers le réseau d'Over et avec une présence capillaire dans les régions du centre-sud à travers le réseau de Take Off. En outre, le Groupe – selon la direction – supporte un faible risque financier lié au développement du réseau car : i) les investissements nécessaires à l'ouverture de nouveaux magasins Take Off sont limités à 300 000 € d'inventaire (plus bas pour Over) et 150 000 € de coûts d'installation (et environ 5 à 20 000 € pour les TPO) ; ii) les coûts de fermeture éventuelle de magasins non performants sont limités à environ 100 000 € pour les DOS – y compris les investissements d'installation non récupérables et les coûts de fermeture – et fondamentalement zéro pour les TPO.

**•Haute rentabilité accordée par les rotations de stock à travers le réseau.** Le modèle de Take Off est un exemple clair d'économie circulaire, car le réseau de vente au détail permet une gestion efficace des stocks. En effet, les produits invendus de chaque saison (11 % en moyenne) sont remaniés vers d'autres magasins pour maximiser les profits et la destruction ou la dépréciation moyenne des stocks est proche de zéro. En conséquence, la Société a déclaré une marge de BAIIA FY21 de 36,1 % (calculée sur les revenus des ventes), soit un BAIIA FY21 de 9,5 M € (+46,5 % en glissement annuel).

**•Positionné sur des marchés fortement résilients.** Le Groupe exerce ses activités dans deux segments – le marché de la mode à prix réduit pour les adultes et le marché de l'habillement pour enfants – qui se sont révélés être très résistants en période de ralentissement du marché.

### Faits récents

**•Bon de souscription Take Off 2022–24.** Le Groupe attribuera des bons de souscription avec un ratio de 1 bon de souscription pour chaque action (pour un total de 15 620 000 bons de souscription) à chaque actionnaire lors de l'approbation des états financiers de l'exercice FY21 par l'assemblée générale des actionnaires. Le bon de souscription pourrait être converti en actions nouvelles (période d'exercice en novembre de chaque année entre 2022 et 2024) avec un ratio de quatre bons de souscription par action à un prix d'exercice de : i) +30 % sur le prix d'entrée en bourse dans la première fenêtre ; ii) dans la deuxième fenêtre, à un prix d'exercice de +15 % par rapport au prix d'exercice de la première fenêtre ; et iii) dans la troisième fenêtre, à un prix d'exercice de +15 % sur le prix d'exercice de la deuxième fenêtre

## Résultats financiers du 1S22

Le chiffre d'affaires du Groupe progresse de 11,9 % en glissement annuel à 12,9 M € (contre 11,5 M € au 1S21A), bien qu'inférieur de 12,7 % à nos estimations précédentes en raison : i) d'une contribution plus faible des nouveaux magasins, dont le délai de mise en place a été plus long que prévu (en moyenne 4 mois entre la signature de l'accord et l'ouverture du magasin), s'attendant à ce qu'ils ne commencent à générer des revenus que d'ici le 2S22 ; et ii) de plusieurs événements macroéconomiques défavorables liés principalement à une hausse de l'inflation qui n'ont pas encouragé la consommation des clients. Les revenus des ventes Take Off ont augmenté de 18,2 % en glissement annuel, en tête du groupe, tandis que les revenus Over ont été inférieurs au 1S21 (-6,9 % en glissement annuel). Le chiffre d'affaires total a augmenté de 13 % en glissement annuel, atteignant 13,5 M € au 1S22.

En ce qui concerne l'évolution du réseau de détail, au cours du 1S22, la Société a pu signer des accords pour 23 nouveaux magasins, dont 12 sont liés à Take Off et 13 appartiennent à Over. En outre, selon l'annonce de TKO-IT, au cours du 1S22, il y a eu également 4 fermetures de magasins. Il est à noter que seulement 11 des 23 nouveaux magasins étaient déjà en activité au 1S22, tandis que le reste sera ouvert d'ici le 4T22.

Malgré les perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale et une inflation élevée, le Groupe a pu atteindre une marge brute stable de 56,6 % (contre 52,1 % selon les estimations). Cependant, la rentabilité du Groupe a été affectée négativement par l'incidence plus élevée que prévu du coût des services (par exemple, les dépenses de logistique, de marketing et de formation du personnel) et des dépenses de personnel (+5,4 pp en glissement annuel et +3,6 pp en glissement annuel, respectivement), en raison également de nouvelles ouvertures et d'une hausse de l'inflation, conduisant à une marge de BAIIA de 24,3 % (-8,9 pp en glissement annuel et -4 pp par rapport à nos estimations). Par conséquent, en termes absolus, le BAIIA du 1S22 a diminué de 17,2 % en glissement annuel à 3,3 M € (contre 3,8 M € au 1S21), se terminant à 24,1 % en dessous de nos estimations.

Au final, le Groupe affiche une baisse de la marge nette du 1S22A de 7,2 pp en glissement annuel, ce qui se traduit par un résultat net de 1,4 M € (-32,8 % en glissement annuel) et de 35,9 % en dessous de nos estimations, en raison également de charges financières imprévues liées aux nouveaux contrats de crédit-bail et aux pertes de change d'Over.

Au cours du premier semestre de 2022, l'actif immobilisé a augmenté d'env. 0,6 M € à la suite d'un nouveau leasing signé pour de nouvelles ouvertures, s'élevant à 9,1 M € au 1S22A. En ce qui concerne le fonds de roulement commercial, son incidence sur le chiffre d'affaires est passée de 14,5 % en 2021 à 20,7 % au 1S22, principalement en raison d'une augmentation des stocks – pour la prochaine saison d'hiver 2022-2023 – et d'une augmentation des créances fournisseurs anticipées, portant le fonds de roulement net (NWC) à 5,6 M € au cours du premier semestre de 2022, contre 4,1 M € au cours de l'exercice FY21A.

Sur la même période, NFP s'est détériorée de 4,4 M €, soit une position nette de trésorerie de 7,7 M € au 1S22 à partir de 12,1 M € de trésorerie nette en FY21A. La variation en NFP s'explique principalement par : i) 2,8 M € de dividendes versés ; ii) env. 3,5 M € d'absorption de trésorerie NWC causée par l'augmentation des stocks et autres actifs ; et iii) 1,3 M € attribuable aux nouveaux contrats de leasing (ROU IFRS 16).

1S22A Compte de résultat (M €)

Millions €	1S20A	1S21A	1S22A	% de glissement annuel	1S22E	A vs E %
Revenus des ventes	8,8	11,5	12,9	11,9 %	14,8	-12,7 %
Autres revenus	1,0	0,4	0,6	47,9 %	0,5	18,8 %
Total des revenus	9,8	11,9	13,5	13,0 %	15,3	-11,7 %
Produits et matières premières	(5,9)	(5,2)	(5,8)	12,2 %	(7,3)	-20,0 %
Bénéfice brut	3,9	6,7	7,6	13,7 %	8,0	-4,1 %
Marge brute	39,8 %	56,3 %	56,6 %	0,3 %	52,1 %	4,5 %
Coût des services	(0,6)	(0,7)	(1,6)	128,6 %	(1,1)	41,4 %
Charges de personnel	(1,6)	(2,0)	(2,6)	31,3 %	(2,4)	8,3 %
Autres dépenses d'exploitation	(0,1)	(0,1)	(0,2)	85,2 %	(0,1)	41,7 %
BAIIA	1,6	4,0	3,3	-17,2 %	4,3	-24,1 %
Marge de BAIIA	16,3 %	33,2 %	24,3 %	-8,9 %	28,3 %	-4,0 %
D&A et provisions	(0,7)	(0,9)	(1,0)	14,4 %	(1,2)	
RAII	0,9	3,0	2,2	-26,7 %	3,1	-28,8 %
Marge de RAI	9,2 %	25,5 %	16,5 %	-8,9 %	20,5 %	-4,0 %
Charges et produits financiers	(0,1)	(0,2)	(0,4)	61,0 %	0,0	
Éléments exceptionnels	-	-	-		-	
Résultats d'exploitation	0,8	2,8	1,9	-33,9 %	3,1	-41,0 %
Taxes	(0,1)	(0,7)	(0,4)	-37,3 %	(0,9)	
Taux d'imposition	12,5 %	24,2 %	22,9 %		29,0 %	
Revenu net	0,7	2,1	1,4	-32,8 %	2,2	-35,9 %
Marge nette	7,1 %	17,8 %	10,6 %	-7,2 %	14,6 %	-4,0 %

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

Bilan 1S22A (millions €)

Millions €	1S21A	FY21A	1S22A
Immobilisations	9,0	8,5	9,1
Créances commerciales	0,1	0,2	0,1
Inventaire	10,6	8,7	10,8
Dettes commerciales	(4,1)	(4,9)	(5,3)
Fonds de roulement commercial	6,7	4,1	5,6
Autres actifs et passifs	(5,8)	(0,0)	0,9
Fonds de roulement net	0,9	4,0	6,5
Provisions supplémentaires	(0,8)	(1,0)	(1,0)
Capital net utilisé	9,1	11,5	14,7
Total des capitaux propres des actionnaires	9,5	23,7	22,3
Dettes à court terme/trésorerie (-)	(9,2)	(22,0)	(17,4)
Passifs à long terme	8,8	9,9	9,7
Situation financière nette	(0,4)	(12,1)	(7,7)
Sources	9,1	11,5	14,7

Source : Données de l'entreprise

## Révision des estimations

Compte tenu des résultats financiers de la Société au titre du 1S22, nous avons révisé à la baisse nos estimations pour la période 2022-24.

En ce qui concerne la ligne supérieure, nous avons ajusté nos estimations à la baisse pour tenir compte : i) du temps d'installation plus long que prévu requis pour les nouveaux magasins, ce qui a également entraîné des revenus de vente moins élevés que prévu au 1S22. Cependant, nous notons que, selon la stratégie du groupe, 12 nouvelles ouvertures de magasins (nettes des fermetures attendues), dont 6 magasins Take Off et 6 Over ont été signés après le 1S22, avec leurs ouvertures prévues pour la fin de 2022. Plus précisément, 6 des 7 nouvelles ouvertures de Take Off sont basées dans le nord de l'Italie, conformément au plan d'expansion du réseau de vente annoncé dans l'introduction en bourse. Par ailleurs, nous pensons également que le développement d'un canal de distribution numérique et d'un « Take Off Magazine » soutiendra la fidélité des clients, avec un impact positif potentiel sur les ventes de TKO-IT. En conséquence, nous prévoyons maintenant un chiffre d'affaires total de 30,7 M € (12,5 % de moins que la recherche précédente), avec une croissance de 21,3 % du TCAC21-24 (3,3 pp par rapport à nos estimations précédentes) à 50 M € pour l'exercice FY24E.

Du côté de la rentabilité, nous avons révisé à la baisse notre projection de marge de BAIIA 2022-24, en tenant compte de la rentabilité plus faible que prévu du 1S22. En conséquence, nous prévoyons maintenant une marge de BAIIA de 24,5 % (-5,3 pp par rapport à notre recherche précédente), s'élevant à 8,4 M € (-20,1 % de nos estimations précédentes), même si nous prévoyons qu'au 2S22, la marge de BAIIA se rétablira partiellement par rapport au premier semestre grâce à une meilleure répartition des revenus. En outre, nous avons également révisé prudemment à la baisse nos estimations de rentabilité de -1,4 pp et -1,3 pp en 2023 et 2024, respectivement, pour atteindre 30,1 % de la marge de BAIIA de l'exercice FY24E. En termes absolus, nous prévoyons désormais une augmentation du BAIIA de +16,5 % TCAC21-24, s'élevant à 15 M € en FY24E (11,6 % de moins que nos estimations précédentes).

En ce qui concerne le résultat net, nous prévoyons qu'il croîtra au TCAC21-24 ; 8,1 pp inférieur aux prévisions précédentes en raison d'une projection de BAIIA plus faible et d'un niveau constant de D&A. Nous prévoyons maintenant un bénéfice net de 3,8 M € pour l'exercice FY22E (marge nette de 12,4 %) qui atteindra une valeur de 7,5 M € en FY24E (marge nette de 15 %).

Enfin, nous prévoyons une trésorerie nette de 5,2 M € pour l'exercice FY22E, pour atteindre 13,6 M € en 2024. NFP inclut également le versement d'un dividende de 2,8 M € survenu au cours du 1S22 et nos estimations de dividendes futurs sur la base d'un ratio de distribution de 25 % (comme annoncé par la direction de TKO-IT à l'introduction en bourse).

### Révision des estimations

Millions €	2021A Actuel	2022E Ancien	2022E Nouveau	Variation	2023E Ancien	2023E Nouveau	Variation	2024E Ancien	2024E Nouveau	Variation	Ancien TCAC 2021-24	Nouveau TCAC 2021-24
Total des revenus	28,0	35,0	30,7	-12,5 %	44,8	41,0	-8,5 %	54,1	50,0	-7,7 %	24,6 %	21,3 %
Variation en glissement annuel (%)	25,3 %	25,2 %	9,5 %		46,0 %	33,6 %		20,9 %	22,0 %			
BAIIA	9,5	10,5	8,4	-20,1 %	13,8	12,1	-12,6 %	17,0	15,0	-11,6 %	21,4 %	16,5 %
Variation en glissement annuel (%)	46,5 %	9,9 %	-12,2 %		65,2 %	44,4 %		23,2 %	24,6 %			
Marge de BAIIA	34,0 %	29,9 %	27,3 %		30,8 %	29,5 %		31,4 %	30,1 %			
RAII	7,7	8,0	5,4	-32,5 %	10,7	8,5	-21,2 %	13,4	10,9	-18,8 %	20,2 %	12,2 %
Variation en glissement annuel (%)	52,9 %	4,5 %	-29,5 %		98,1 %	56,2 %		24,5 %	28,3 %			
Marge de RAI	27,5 %	22,9 %	17,7 %		24,0 %	20,7 %		24,7 %	21,7 %			
Revenu net	5,6	6,1	3,8	-37,5 %	7,6	5,8	-24,4 %	9,5	7,5	-21,4 %	19,1 %	9,9 %
Variation en glissement annuel (%)	47,8 %	7,6 %	-32,7 %		101,4 %	52,3 %		24,7 %	29,6 %			
Marge nette	20,1 %	17,3 %	12,4 %		17,1 %	14,1 %		17,6 %	15,0 %			
NFP	(12,1)	(10,7)	(5,2)	5,5	(14,6)	(8,2)	6,4	(21,0)	(13,6)	7,4		
Variation en glissement annuel (%)	n.m.	-11,6 %	-56,9 %		35,9 %	56,4 %		44,1 %	66,4 %			

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

## Valorisation

Suite à nos projections des futurs états financiers de Take Off, nous avons réalisé les valorisations de la société en appliquant les méthodes DCF et multiples de marché :

1.EV/BAIIA et multiples P/E, rapportant une valeur des capitaux propres de 82,7 M € ou 5,30 ps ;

2.L'analyse DCF, basée sur le WACC de croissance perpétuelle de 10 % et 1,5 %, rapportant une valeur des capitaux propres de 144,8 M € soit 9,26 ps.

La moyenne des deux méthodes donne une juste valeur de 7,28 ps ou une valeur des capitaux propres de 113,7 M €.

### Récapitulatif de la valorisation

	Valeur comptable en millions €	Valeur par action €
EV/BAIIA	90,2	5,77
P/E	75,2	4,82
Moyenne – multiples	82,7	5,30
DCF	144,8	9,26
Moyenne	113,7	7,28

Source : FactSet, élaboration de KT&Partners

## Valorisation des multiples de marché

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

### Comparaison entre pairs – Multiples de marché 2022-24

Raison sociale	Bourse	Capitalisation du marché	EV/VENTES 2022	EV/VENTES 2023	EV/VENTES 2024	EV/BAIIA 2022	EV/BAIIA 2023	EV/BAIIA 2024	EV/RAII 2022	EV/RAII 2023	EV/RAII 2024	P/E 2022	P/E 2023	P/E 2024
B&M European Value Retail SA	Londres	3 673	1,1x	1,0x	1,0x	6,9x	6,7x	6,2x	10,1x	10,1x	9,7x	8,8x	9,1x	8,2x
Burlington Stores, Inc.	NYSE	7 905	1,4x	1,2x	1,1x	17,3x	13,1x	11,1x	29,4x	20,1x	16,0x	29,1x	19,3x	14,6x
Dunelm Group plc	Londres	1 921	1,2x	1,3x	1,2x	6,6x	7,6x	7,2x	9,1x	11,1x	10,3x	9,7x	11,7x	11,3x
FAST RETAILING CO., LTD.	Tokyo	61 499	3,4x	3,1x	2,8x	16,2x	14,7x	14,0x	26,0x	22,6x	20,2x	31,8x	37,7x	33,6x
Portobello SpA	Milan	58	0,6x	0,5x	0,4x	3,7x	2,6x	2,0x	4,5x	3,0x	2,2x	4,5x	3,1x	n.a.
Ross Stores, Inc.	NASDAQ	29 828	1,7x	1,6x	1,5x	13,7x	12,1x	11,0x	16,5x	14,2x	12,8x	20,8x	17,4x	15,5x
TJX Companies Inc	NYSE	78 771	1,7x	1,6x	1,5x	14,9x	13,6x	12,3x	17,6x	15,9x	14,5x	21,4x	19,0x	17,0x
Workman Co., Ltd.	Tokyo	2 594	2,5x	2,3x	2,2x	11,5x	10,6x	8,5x	12,5x	11,7x	10,9x	21,9x	20,5x	19,1x
Groupe de pairs moyen		23 281	1,7x	1,6x	1,5x	11,4x	10,1x	9,1x	15,7x	13,6x	12,1x	18,5x	17,2x	17,0x
Groupe de pairs médian		5 789	1,5x	1,4x	1,4x	12,6x	11,4x	9,8x	14,5x	12,9x	11,9x	21,1x	18,2x	15,5x
Take Off SpA	Milan	69	1,9x	1,4x	1,1x	6,8x	4,7x	3,8x	10,5x	6,7x	5,2x	17,0x	11,9x	9,2x

Source : FactSet, élaboration de KT&Partners

Nous avons basé notre évaluation sur nos estimations du BAIIA et du résultat net de Take Off pour 2022, 2023 et 2024. Notre valorisation comprend également une décote de 25 % sur la liquidité/taille.

Pour la valorisation EV/BAIIA, nous avons ajusté les données financières pour l'impact IFRS 16 (liées aux contrats de location) en : i) ajustant le BAIIA pour les sorties de trésorerie locatives prévues ; ii) ajustant NFP en excluant la dette liée à IFRS 16.

### Valorisation des multiples de marché EV/BAIIA

Valorisation multiple (M €)	2022E	2023E	2024E
EV/BAIIA Comps	12,6x	11,4x	9,8x
Adj. BAIIA Take Off	6,4	9,4	11,9
Valeur d'entreprise	<b>80,1</b>	<b>106,6</b>	<b>117,0</b>
Dette nette/Ajust. (espèces) FY21 Take Off	(19,1)	(19,1)	(19,1)
Valeur comptable	<b>99,2</b>	<b>125,7</b>	<b>136,0</b>
Valeur comptable moyenne		<b>120,3</b>	
Remise sur la liquidité/taille		25 %	
Valeur des capitaux propres après actualisation		<b>90,2</b>	
Nombre d'action (M)		15,6	
Valeur par action €		<b>5,77</b>	

Source : FactSet, élaboration de KT&Partners

### Valorisation des multiples de marché P/E

Valorisation multiple (M €)	2022E	2023E	2024E
P/E Comps	21,1x	18,2x	15,5x
Revenu net Take Off SpA	3,8	5,8	7,5
Valeur comptable	<b>80,1</b>	<b>105,1</b>	<b>115,8</b>
Valeur comptable moyenne		<b>100,3</b>	
Remise sur la liquidité/taille		25 %	
Valeur des capitaux propres après actualisation		<b>75,2</b>	
Nombre d'action (M)		15,6	
Valeur par action €		<b>4,82</b>	

Source : FactSet, élaboration de KT&Partners

## Évaluation DCF

Nous avons également effectué notre évaluation en utilisant un modèle DCF à quatre ans, basé sur un coût des capitaux propres de 10,9 %, un coût de la dette de 4 % et un ratio D/E de 14,2 % (Damodaran pour l'habillement). Le coût des capitaux propres est fonction du taux sans risque de 3,56 % (BTP italien à 10 ans), de la prime de risque sur actions de 5,12 % (Damodaran pour un marché mature, T12 avec paiement durable) et d'une prime de taille et de liquidité de 2,46 % (source : Duff&Phelps). Nous avons donc obtenu 10 % de WACC.

Nous avons actualisé les flux de trésorerie annuels 2022E-24E et considéré un taux de croissance terminal de 1,5 % ; puis nous avons réalisé une analyse de sensibilité sur le taux de croissance terminal (+/- 0,25 %) et sur le WACC (+/- 0,25 %).

### Évaluation DCF (M €)

Millions €	2022E	2023E	2024E	2025E
RAII	5,4	8,5	10,9	13,2
Taxes	(1,6)	(2,5)	(3,1)	(3,8)
D&A	2,9	3,6	4,2	4,7
Variation des fonds de roulement net	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(1,6)
Variation des fonds	0,4	0,5	0,6	0,7
Flux nets de trésorerie d'exploitation	6,5	9,2	11,7	13,2
Dépenses d'investissement	(1,8)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
<b>FCFO</b>	<b>4,7</b>	<b>7,7</b>	<b>10,2</b>	<b>11,8</b>
g	1,5 %			
WACC	10,0 %			

FCFO (actualisé)	4,7	6,9	8,3	8,7
FCFO cumulé actualisé	28,5			
TV	141,1			
TV (actualisé)	104,1			
Valeur d'entreprise	132,6			
NFP/(Trésorerie) FY21A	(12,1)			
Valeur comptable	144,8			

Nombre d'actions en circulation (M)	15,6
Valeur par action (€)	9,26

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

### Analyse de sensibilité (M €)

Millions €		WACC				
		10,5 %	10,2 %	10,0 %	9,7 %	9,5 %
Taux de croissance terminal	1,0 %	131,7	135,0	138,5	142,1	146,0
	1,3 %	134,4	137,9	141,5	145,4	149,5
	1,5 %	137,3	140,9	144,8	148,8	153,2
	1,8 %	140,3	144,1	148,2	152,5	157,1
	2,0 %	143,5	147,5	151,8	156,4	161,3

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

## Annexe

### Comparaison entre pairs

Afin de définir l'échantillon de pairs de Take Off, nous avons effectué une analyse approfondie des sociétés cotées actives sur le marché des vêtements à prix réduit. Pour sélectionner des pairs potentiels, nous avons tenu compte de l'offre, du modèle d'affaires, de la croissance et du profil de rentabilité de Take Off.

En ce qui concerne le marché italien, nous notons qu'il n'y a pas d'entreprises cotées qui sont actives sur le marché de détail à prix réduit, fournissant des marques tierces et propriétaires. Parmi les entreprises italiennes, nous avons sélectionné Portobello car, comme Take Off, il a développé un modèle d'affaires qui crée de la valeur à partir de stocks de tiers.

Pour l'analyse par les pairs, nous avons construit un échantillon de huit entreprises, comprenant :

- **B&M European Value Retail SA (BME-GB)** : cotée à la Bourse de Londres, avec une capitalisation boursière d'env. 3,7 Mds €, la société est un détaillant général de rabais sur les marchandises. Elle offre des marques FMCG et une variété de produits non alimentaires dans une gamme de catégories et de prix. La gamme de produits de l'entreprise est répartie sur plusieurs catégories de produits non alimentaires, y compris les articles ménagers, le bricolage, l'électricité, les jouets et les produits pour animaux de compagnie. B&M European Value Retail a été fondée en 1978 et a son siège au Luxembourg. Au cours de l'exercice FY21A, les revenus de l'entreprise se sont élevés à 5,5 Mds €.
- **Burlington Stores, Inc. (BURL-US)** : cotée à la NYSE, avec une capitalisation boursière d'env. 7,9 Mds €, la société s'engage dans la vente au détail de vêtements à prix réduit et de produits pour la maison. Elle offre des vêtements de prêt-à-porter pour femmes, des accessoires, des chaussures, des vêtements pour hommes, des vêtements pour jeunes et bébés, des manteaux, des produits de beauté, des jouets et des cadeaux. La société a été fondée en 1972 et a son siège social à Burlington, NJ. Au cours de l'exercice FY21A, les revenus de l'entreprise se sont élevés à 7,9 Mds €.
- **Dunelm Group Plc (DNLM-GB)** : cotée à la Bourse de Londres, avec une capitalisation boursière d'env. 1,9 Md €, l'entreprise est un détaillant d'articles ménagers, et vend ses produits à ses clients par le biais de magasins, d'Internet et d'un catalogue. La société a été fondée par William Adderley et Jean Adderley en 1979 et a son siège social à Charnwood, au Royaume-Uni. Au cours de l'exercice FY21A, les revenus de l'entreprise se sont élevés à 1,5 Md €.
- **Fast Retailing Co., Ltd. (9983)** : cotée à la Bourse de Tokyo, avec une capitalisation boursière de 61,5 Mds €, elle opère comme une société de portefeuille qui s'engage dans la gestion de ses sociétés de groupe se concentrant sur les vêtements décontractés. La société a été fondée par Hitoshi Yanai en mars 1949 et a son siège à Yamaguchi, au Japon. Au cours de l'exercice FY21A, le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 16,7 Mds €.
- **Portobello SpA (POR-IT)** : cotée sur la Borsa Italiana, avec une capitalisation boursière d'environ 58 M €, la société opère à travers trois unités commerciales actives dans les secteurs des médias et de la publicité, de la vente au détail et du B2B. La société s'occupe de la revente d'espaces publicitaires, détenus ou achetés par des tiers, à titre onéreux ou par l'intermédiaire du système de troc. La société exploite également une chaîne de boutiques de marque Portobello, à la fois directes et franchisées, ainsi qu'un canal de commerce électronique (portobelloclub.it). La société a été fondée par Simone Prete en 2016 et a son siège à Rome, en Italie. Au cours de l'exercice FY21A, le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 84 M €.
- **Ross Stores, Inc. (ROST-US)** : cotée au NASDAQ, avec une capitalisation boursière d'env. 29,8 Mds €, la société s'engage dans l'exploitation de magasins de vêtements et d'accessoires de maison à prix réduit. Ses produits comprennent des vêtements de marque et de créateur, des accessoires, des chaussures, et des modes de maison à travers les marques Dress for Less et dd's DISCOUNTS. La société a été fondée par Stuart G. Moldaw en 1957 et a son siège social à Dublin, en Californie. Au cours de l'exercice FY21A, les revenus de l'entreprise se sont élevés à 16,1 Mds €.

- **The TJX Cos., Inc. (TJX-US)** : cotée au NASDAQ, avec une capitalisation boursière d'env. 78,8 Mds €, la société s'engage dans la vente au détail de vêtements à prix réduit et de produits de mode maison. La division Marmaxx vend des vêtements de famille, des articles de mode et d'autres marchandises. La division HomeGoods offre une gamme d'articles de mode à la maison, y compris des meubles, des tapis, de l'éclairage, des accessoires décoratifs, des accessoires de table et des ustensiles de cuisine, ainsi que des services élargis d'animaux de compagnie, d'enfants et d'alimentation gastronomique. La société a été fondée par Bernard Cammarata en 1976 et a son siège à Framingham, MA. Au cours de l'exercice FY21A, le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 41 Mds €.
- **Workman Co., Ltd. (7564-JP)** : cotée à la Bourse de Londres avec une capitalisation boursière d'env. 2,6 Mds €, la société s'engage dans l'exploitation de magasins de la chaîne de franchise et de magasins directement gérés qui vendent des vêtements de travail, des vêtements décontractés, des vêtements de famille, des chaussures et des produits liés au travail. La société a été fondée en 1979 et a son siège social à Ilesaki, au Japon. Au cours de l'exercice FY21A, le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 0,85 Md €.

Nous avons analysé les sociétés homologues en tenant compte de leur chiffre d'affaires moyen et de leur croissance de BAIIA et les avons comparées aux données financières historiques et attendues de Take Off. En regardant la croissance du chiffre d'affaires 2019-21, la moyenne des pairs – composée de magasins hors-prix, de magasins à prix réduits et d'entreprises de vêtements – a connu un TCAC19-21 de +4,1 % tandis que les revenus de Take Off ont enregistré un TCAC19-21 de -9,3 % ; une croissance inférieure à la normale en raison des restrictions plus strictes que le Groupe a connues par rapport aux pairs américains. Au cours de la période 2021-24, les ventes de Take Off devraient croître à un TCAC de 23,1 % contre une moyenne de 9 % de la moyenne du pair. En ce qui concerne le BAIIA, Take Off a enregistré un TCAC19-21 de 23,7 %, surclassant la moyenne de ses pairs d'env.+17,4 pp. Selon nos projections financières, le BAIIA de Take Off affiche un TCAC21-24 attendu de 16,5 %, contre une croissance attendue de la moyenne des pairs de +9 %.

Comparaison entre pairs – Croissance des ventes et du BAIIA 2019-24

Raison sociale	Ventes						TCAC	TCAC
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019-'21	2021-'24
B&M European Value Retail SA	4,359	5,381	5,498	5,572	5,918	6,362	12,3 %	5,0 %
Burlington Stores, Inc.	6,526	5,012	7,922	8,722	9,636	10,609	10,2 %	10,2 %
Dunelm Group plc	1,248	1,205	1,508	1,832	1,784	1,855	9,9 %	7,2 %
FAST RETAILING CO., LTD.	18,312	16,713	16,658	15,902	17,344	18,850	-4,6 %	4,2 %
Portobello SpA	45	63	84	137	186	212	36,5 %	36,0 %
Ross Stores, Inc.	14,365	10,913	16,096	18,458	19,667	20,906	5,9 %	9,1 %
TJX Companies Inc	37,363	27,987	41,312	50,656	53,599	56,704	5,2 %	11,1 %
Workman Co., Ltd.	764	856	847	871	936	988	5,3 %	5,3 %
Moyenne des pairs	10,373	8,516	11,240	12,769	13,634	14,561	4,1 %	9,0 %
Take Off SpA	32	21	26	30	40	49	-9,3 %	23,1 %

Raison sociale	BAIIA						TCAC	TCAC
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019-'21	2021-'24
B&M European Value Retail SA	662	945	974	893	925	993	21,3 %	0,6 %
Burlington Stores, Inc.	754	-91	865	689	910	1,075	7,1 %	7,5 %
Dunelm Group plc	189	223	279	342	297	314	21,6 %	4,0 %
FAST RETAILING CO., LTD.	2,508	2,894	3,385	3,300	3,640	3,797	16,2 %	3,9 %
Portobello SpA	8	11	16	23	33	42	42,2 %	37,6 %
Ross Stores, Inc.	2,236	691	2,292	2,298	2,598	2,856	1,2 %	7,6 %
TJX Companies Inc	4,723	1,218	4,692	5,882	6,456	7,118	-0,3 %	14,9 %
Workman Co., Ltd.	170	207	210	186	202	251	11,3 %	6,0 %
Moyenne des pairs	1,406	762	1,589	1,702	1,882	2,056	6,3 %	9,0 %
Moyenne des pairs	6	6	10	8	12	15	23,7 %	16,5 %

Source : FactSet, élaboration de KT&Partners

Nous avons ensuite comparé les marges de nos pairs avec les marges historiques et attendues de Take Off. L'échantillon de pairs a un niveau de marginalité qui est presque en ligne avec les résultats de l'exercice FY19A de Take Off. Cependant, la relocalisation de la production en 2020 a permis à la Société d'améliorer significativement ses marges, atteignant en 2021 une marge de BAIIA d'environ 2x celui du panel.

Comparaison entre pairs – Marge de BAIIA et marge nette 2019–24

Raison sociale	Marge de BAIIA						La marge nette					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
B&M European Value Retail SA	15,2 %	17,6 %	17,7 %	16,0 %	15,6 %	15,6 %	5,1 %	8,9 %	9,0 %	7,3 %	6,6 %	6,8 %
Burlington Stores, Inc.	11,6 %	neg	10,9 %	7,9 %	9,4 %	10,1 %	6,4 %	neg	4,4 %	3,1 %	4,2 %	4,9 %
Dunelm Group plc	15,1 %	18,5 %	18,5 %	18,7 %	16,6 %	16,9 %	9,2 %	8,3 %	9,6 %	10,8 %	9,1 %	9,1 %
FAST RETAILING CO., LTD.	13,7 %	17,3 %	20,3 %	20,8 %	21,0 %	20,1 %	7,1 %	4,5 %	8,0 %	11,9 %	9,2 %	9,5 %
Portobello SpA	17,4 %	16,8 %	19,0 %	16,5 %	17,7 %	19,6 %	10,5 %	9,5 %	10,7 %	9,0 %	9,9 %	n.a.
Ross Stores, Inc.	15,6 %	6,3 %	14,2 %	12,5 %	13,2 %	13,7 %	10,4 %	0,7 %	9,1 %	7,7 %	8,4 %	8,7 %
TJX Companies Inc	12,6 %	4,4 %	11,4 %	11,6 %	12,0 %	12,6 %	7,8 %	0,3 %	6,8 %	7,1 %	7,6 %	7,9 %
Workman Co., Ltd.	22,2 %	24,2 %	24,8 %	21,4 %	21,5 %	25,4 %	14,5 %	16,1 %	15,7 %	13,4 %	13,3 %	13,6 %
Moyenne des pairs	15,4 %	15,0 %	17,1 %	15,7 %	15,9 %	16,8 %	8,9 %	6,9 %	9,2 %	8,8 %	8,6 %	8,6 %
Take Off SpA	19,4 %	30,7 %	36,1 %	27,8 %	29,9 %	30,5 %	11,0 %	18,0 %	21,4 %	12,6 %	14,3 %	15,2 %

Source : FactSet, élaboration de KT&Partners

Note : Les marges sont calculées sur les revenus des ventes au lieu des revenus totaux.

## AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ

CE DOCUMENT A ÉTÉ PRÉPARÉ PAR MAURO IACCINO – ASSOCIÉ – ET GABRIELE TRAPANI

– ANALYSTE – POUR LE COMPTE DE KT&PARTNERS S.R.L., DONT LE SIÈGE SOCIAL EST SITUÉ VIA DELLA POSTA 10, MILAN, ITALIE, REGISTRE DU COMMERCE DE MILAN N° 1926922, SPÉCIALISÉE DANS LA RECHERCHE ET L'ANALYSE FINANCIÈRES (CI-APRÈS, « KT&PARTNERS »).

AUCUNE AUTRE PERSONNE OU ENTREPRISE N'A CONTRIBUÉ À LA RECHERCHE. NI LES MEMBRES DE L'ÉQUIPE DE RECHERCHE, NI AUCUNE PERSONNE QUI LEUR EST ÉTROITEMENT ASSOCIÉE N'A DE RELATIONS OU N'EST IMPLIQUÉE DANS DES CIRCONSTANCES QUI PEUVENT RAISONNABLEMENT PORTER ATTEINTE À L'OBJECTIF DE LA RECHERCHE, Y COMPRIS LES INTÉRÊTS OU LES CONFLITS D'INTÉRÊTS, DE LEUR PART OU DE LA PART DE TOUTE PERSONNE PHYSIQUE OU MORALE TRAVAILLANT POUR EUX, QUI A PARTICIPÉ À LA PRODUCTION DE LA RECHERCHE.

À CET EFFET, LES MEMBRES DE L'ÉQUIPE DE RECHERCHE CERTIFIENT : (I) QU'ILS N'ONT PAS REÇU ET NE RECEVRONT AUCUNE RÉMUNÉRATION DIRECTE OU INDIRECTE EN ÉCHANGE DE TOUTE OPINION EXPRIMÉE DANS LA RECHERCHE ; (II) QU'ILS NE POSSÈDENT AUCUN TITRE ET/OU AUTRE INSTRUMENT FINANCIER ÉMIS PAR LA SOCIÉTÉ OU TOUT INSTRUMENT FINANCIER DONT LE PRIX DÉPEND, OU EST LIÉ À AUCUN TITRE ET/OU INSTRUMENT FINANCIER ÉMIS PAR LA SOCIÉTÉ ; (III) QUE NI LES ANALYSTES NI AUCUN MEMBRE DU MÉNAGE DE L'ANALYSEUR NE SERVENT EN TANT QUE DIRIGEANT, ADMINISTRATEUR OU MEMBRE DU CONSEIL CONSULTATIF DE LA SOCIÉTÉ.

KT&PARTNERS A MIS EN PLACE UNE POLITIQUE DE RECHERCHE SUR LES FONDS PROPRES AFIN DE RÉGLEMENTER LES SERVICES DE RECHERCHE CONFORMÉMENT AU RÈGLEMENT (UE) N° 596/2014 DU PARLEMENT, ET AU RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ (UE) N° 958/2016 DE LA COMMISSION SUR LES ABUS DE MARCHÉ. DANS CETTE POLITIQUE, IL EST ÉGALEMENT DÉCRIT LES MÉCANISMES ORGANISATIONNELS ADOPTÉS PAR KT&PARTNERS POUR PRÉVENIR ET GÉRER PROFESSIONNELLEMENT LES CONFLITS D'INTÉRÊTS QUI PEUVENT SURVENIR PENDANT LA RÉALISATION DE LA RECHERCHE. EN TOUT ÉTAT DE CAUSE, DES MURAILLES DE CHINE ET D'AUTRES BARRIÈRES D'INFORMATIONS SONT EN PLACE POUR ÉVITER L'ÉCHANGE D'INFORMATIONS CONFIDENTIELLES ENTRE LE DÉPARTEMENT DE RECHERCHE SUR L'ÉQUITÉ ET D'AUTRES DOMAINES DE SERVICES.

KT&PARTNERS A PRÉPARÉ CE DOCUMENT POUR LE COMPTE DE TAKE OFF S.P.A. SELON UN ACCORD CONCLU AVEC ELLE ET SUR LA BASE DES DONNÉES ET INFORMATIONS PUBLIQUES FOURNIES PAR CELLE-CI OU DÉRIVÉES DE SOURCES JUGÉES SÉRIEUSES ET FIABLES SUR LE MARCHÉ FINANCIER, MAIS DONT LA FIABILITÉ ABSOLUE, L'EXACTITUDE ET LA PRÉCISION NE PEUVENT ÊTRE GARANTIES. LES FRAIS CONVENUS POUR CETTE RECHERCHE NE DÉPENDENT PAS DES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE.

KT&PARTNERS A PUBLIÉ UNE MISE À JOUR DE LA RECHERCHE SUR LES CAPITAUX PROPRES DE TAKE OFF LE 29/07/2022 AVEC UNE JUSTE VALEUR DE 8,37 € PS.

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

LES INFORMATIONS FOURNIES DANS CE DOCUMENT NE DOIVENT PAS ÊTRE COMPRISÉES COMME UNE DEMANDE OU SUGGESTION POUR EFFECTUER UNE TRANSACTION SPÉCIFIQUE.

CHAQUE INVESTISSEUR DOIT SE FORGER SA PROPRE OPINION FONDÉE EXCLUSIVEMENT SUR SON ÉVALUATION DE L'OPPORTUNITÉ D'INVESTIR. TOUTE DÉCISION D'INVESTISSEMENT PRISE SUR LA BASE DES INFORMATIONS ET DES ANALYSES CONTENUES DANS LE PRÉSENT DOCUMENT RELEVÉ DE LA RESPONSABILITÉ EXCLUSIVE DES DESTINATAIRES DU PRÉSENT DOCUMENT, QUI DOIVENT CONSIDÉRER CE

DOCUMENT SIMPLEMENT COMME UNE SOURCE D'INFORMATION ET D'ANALYSE À L'APPUI D'UNE TELLE DÉCISION.

LES OPINIONS, PRÉVISIONS OU ESTIMATIONS CONTENUES DANS LES PRÉSENTES CONSTITUENT UN JUGEMENT A LA DATE DU PRÉSENT DOCUMENT, ET IL NE PEUT ÊTRE GARANTI QUE LES RÉSULTATS FUTURS DE LA SOCIÉTÉ ET/OU TOUT ÉVÉNEMENT FUTUR SERONT COMPATIBLES AVEC CES OPINIONS, PRÉVISIONS OU ESTIMATIONS.

KT&PARTNERS NE FOURNIT AUCUNE GARANTIE EXPLICITE OU IMPLICITE EN CE QUI CONCERNE LA PERFORMANCE OU LE RÉSULTAT D'UN INVESTISSEMENT OU DES PROJECTIONS RÉALISÉS.

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

KT&PARTNERS VISE À FOURNIR UNE COUVERTURE CONTINUE DE LA SOCIÉTÉ EN CONJONCTION AVEC TOUT ÉVÉNEMENT EXCEPTIONNEL QUI SE PRODUIT AFFECTANT LA SPHÈRE D'OPÉRATION DE L'ÉMETTEUR ET, EN TOUT ÉTAT DE CAUSE, AU MOINS DEUX FOIS PAR AN.

DANS CETTE ÉTUDE, LE DCF ET PLUSIEURS MODÈLES D'ÉVALUATION ONT ÉTÉ UTILISÉS. LES RECOMMANDATIONS SUIVENT LES RÈGLES SUIVANTES :

- AJOUTER – POUR UNE JUSTE VALEUR > 15 % SUR LE PRIX COURANT
- CONSERVER – POUR UNE JUSTE VALEUR < 15 % o > -15 % SUR LE PRIX COURANT
- RÉDUIRE – POUR UNE JUSTE VALEUR < -15 % SUR LE PRIX COURANT

KT&PARTNERS

Via della Posta, 10 – Piazza Affari, 20123 Milan – Italie  
Tél : +39 02 83424007 Fax : +39 02 83424011  
[segreteria@ktepartners.com](mailto:segreteria@ktepartners.com)