

Henderson

Лидер на рынке мужской
одежды

25 ОКТЯБРЯ 2023



Henderson

Лидер на рынке мужской одежды

В этом обзоре мы анализируем текущее положение и перспективы Хендерсон Фэшн Групп (далее Henderson). Компания объявила о намерении провести первичное публичное предложение (IPO) акций на Московской бирже. Henderson – лидер на рынке мужской одежды и обуви в ценовом сегменте «доступный люкс», который, по прогнозам, вырастет примерно на 50% в период до 2028 года. Компания имеет все шансы опередить рынок благодаря четкой стратегии развития – обновленная концепция салонов уже обеспечивает быстрый рост выручки, высокую рентабельность и устойчивость к кризисам. Это дополняется органическим ростом и развитием онлайн-каналов.

- **Рынок одежды будет ежегодно расти на 9% до 2028 г.** Мы ожидаем, что общий объем рынка одежды в РФ будет расти в среднем на 9,0% в год, и его объем достигнет 3,7 трлн руб. в 2028 году (без НДС). В сегменте мужской одежды и обуви мы ожидаем схожих темпов роста: 8,6%.
- **Henderson – лидер в своем ценовом сегменте.** Компания лидирует на рынке мужской одежды в ценовых сегментах «люкс» и «премиум» с долей 6,9%, а на рынке мужской деловой одежды – с долей 9,0%.
- **Рынок мужской одежды имеет потенциал для консолидации, что – позитивно для Henderson.** На трех ведущих игроков в сегменте мужской деловой одежды приходится всего примерно 15% рынка, в то время как на «зрелых» рынках одежды доля тройки лидеров может превышать 80%. Это предполагает потенциал для консолидации на российском рынке. Компания Henderson выигрывает в такой ситуации и, как мы ожидаем, сможет нарастить долю на рынке к 2028 году.
- **Модель бизнеса Henderson поддерживает рентабельность.** Компания вертикально интегрирована, т. е. занимается всеми процессами: от дизайна коллекции и контроля за производством продукции до реализации товаров в собственных розничных салонах. Такая модель бизнеса имеет ряд преимуществ: эффект масштаба позволяет снизить закупочную стоимость партий одежды, а более эффективная работа с остатками – оптимизировать размер скидок и сократить долю товаров, реализуемых с уценкой.
- **Компания имеет четкую стратегию развития: новый формат магазинов и рост эффективности.** Запуск нового формата салонов привел к росту плотности продаж в 2019-2022 гг. почти на 30%. Согласно стратегии, компания сфокусируется на переформатировании салонов и увеличит долю обновленных магазинов с 30% в 2022 году до 90% в 2028. Обновление форматов способствует росту трафика и повышению конверсии. Все это должно обеспечить двузначные темпы роста выручки и высокую рентабельность в среднесрочном периоде, благодаря чему Henderson останется лидером по рентабельности в отрасли.

Henderson – лидер в сегменте мужской одежды

Первый публичный продавец одежды в России. Компания Хендерсон Фэшн Групп (далее Henderson) объявила о намерении провести первичное публичное предложение (IPO) акций на Московской бирже. Henderson – первый российский продавец мужской одежды, планирующий выйти на рынок акций. Из непродовольственной розницы ближайшим публичным аналогом в России является Fix Price.

Мы позитивно оцениваем бизнес компании. Компания Henderson владеет сетью из 158 магазинов в 64 городах России и является лидером на фрагментированном рынке мужской деловой одежды с долей 9%. **Мы считаем, что у Henderson есть все возможности для того, чтобы опередить рынок и ближайших конкурентов и видим несколько причин для этого.** Во-первых, уход глобальных брендов с рынка открывает возможности для локальных игроков. При этом крупнейшие российские игроки не представляют угрозы для Henderson ввиду разного предложения товаров. Во-вторых, компания развивает быстрорастущий канал онлайн продаж. Henderson стремится развивать омниканальную бизнес-модель как за счет собственного онлайн-магазина, так и маркетплейсов (Wildberries, Lamoda, Ozon), что позволяет клиентам приобретать товары через все доступные каналы. В-третьих, у компании наиболее привлекательно ценностное предложение для покупателей. В индустрии одежды важную роль играют позиционирование бренда и качество продукции, что выгодно отличает Henderson от многих других локальных игроков. В-четвертых, следует отметить уникальную стратегию развития компании – открытие салонов в новом более эффективном формате и ускорение органического роста. При этом Henderson показывала исторические темпы роста выручки выше, чем у мировых аналогов, а также рентабельность по EBITDA и ROIC значительно выше, чем в среднем у российских крупнейших ритейлеров. В 2019-2022 гг. выручка Henderson ежегодно росла в среднем на 18% против 2,1% у мировых аналогов, а ROIC компании в 2022 г. достиг 43% – это существенно выше, чем в среднем у российских крупнейших ритейлеров (10-20%). **Мы полагаем, что уникальная стратегия Henderson, которая предполагает обновление формата магазинов, и повышение эффективности позволят стабильно поддерживать рентабельность по EBITDA выше уровня мировых аналогов в среднесрочной перспективе.**

Компания – лидер на рынке мужской одежды в деловом стиле. Henderson представлена в 64 городах России, ее сеть насчитывает 158 магазинов. В 2022 году компания купила здание в Москве на улице Кузнецкий мост за 1,1 млрд руб. и в мае 2023 года открыла там новый флагманский магазин. Это крупнейший магазин сети (около 1 тыс. кв. м) и единственный в ее собственности (все остальные торговые точки арендуются). Henderson ориентирована на сегмент деловой одежды и свободный деловой стиль. Основу ценовой политики компании можно охарактеризовать как «доступный люкс». Компания лидирует на рынке мужской деловой одежды с долей 9,0%. При этом Henderson продолжает увеличивать свою рыночную долю за счет быстрого развития онлайн-канала и перетока клиентов от менее эффективных специализированных игроков.

География присутствия салонов Henderson в России на конец 2022 года

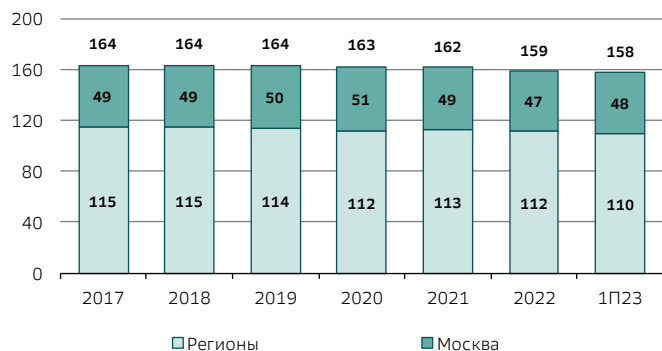


Источник: компания, SberCIB

У компании сильная управленческая команда. После выкупа доли Goldman Sachs в 2021 году и реструктуризации владения компанией в пределах РФ в 2022 году главным акционером Хендерсон является ее основатель и генеральный директор Рубен Арутюнян, которому принадлежит 99,95% акций. Оставшиеся 0,05% находятся во владении Гагика Мелконяна, генерального директора Henderson Fashion Group. Команда менеджеров имеет большой опыт работы в Henderson — в среднем 17 лет. Компания разрабатывает опционную программу мотивации для ведущих сотрудников. Ключевые топ-менеджеры работают в Henderson более восьми лет, и это означает, что компания управляется теми же людьми, которые создали текущую стратегию развития бизнеса.

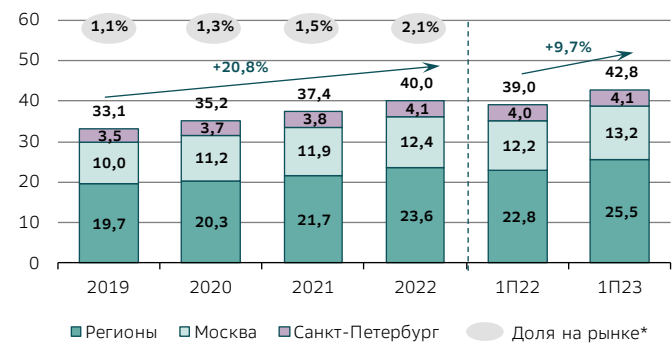
История развития компании: от дистрибьютора одежды до мужского дома моды №1. Компания начала работать в 1993 году как дистрибьютор одежды и детских игрушек американских и европейских брендов. В 1996 году она стала эксклюзивным поставщиком мужской одежды под брендом Henderson от польского ритейлера LPP S.A. Сперва одежда продавалась в сторонних магазинах, но в 1998 году в Москве открылся первый салон Henderson. С 2003 года компания стала постепенно развиваться как дом мужской моды – она приобрела права на бренд Henderson, а затем запустила собственное производство мужской одежды. Для этого была создана собственная команда дизайнеров и выстроено сотрудничество с европейскими поставщиками тканей и фабриками по пошиву одежды в Европе и Азии. С 2003 по 2012 год компания активно расширялась: количество салонов увеличилось до 100, был запущен собственный интернет-магазин. К 2017 году приоритет Henderson сместился от расширения к оптимизации сети салонов, и началась разработка нового формата, который предполагает увеличение средней площади магазина с 150-250 кв. м до 350-700 кв. м, расширение ассортимента, а также предоставление услуг по индивидуальному пошиву мужских костюмов и рубашек Su Misura и подшиву одежды в ателье.

Число салонов Henderson



Источник: компания, SberCIB

Число клиентов Henderson, тыс. чел.



Примечание. Активные клиенты – клиенты, совершившие хотя бы одну покупку за последние 52 недели

Источник: компания, SberCIB

Компания успешно внедрила новый формат магазина – лучше трафик, выше плотность продаж, более высокая рентабельность. С 2019 года, когда была стандартизирована новая модель магазина, Henderson уделяет основное внимание обновлению магазинов. Это способствовало росту продаж на 65% и увеличению EBITDA (IAS 17) в 3,5 раза к концу 2022 года. В пересчете на магазин эти показатели выросли соответственно на 70% и в 3,6 раза. В 2022 году трафик в магазинах сети увеличился на 3% г/г до 11,1 млн человек (несмотря на снижение трафика в ТЦ по стране в целом), а конверсия трафика выросла до 13,5% с 12,8% в 2021 году. Результаты за 2021 и 2022 гг. подтвердили правильность выбранной стратегии (переформатирование действующих салонов вместо расширения сети): выручка в расчете на квадратный метр увеличилась соответственно на 42% и 22%.

Входная группа магазина старого формата



Источник: компания

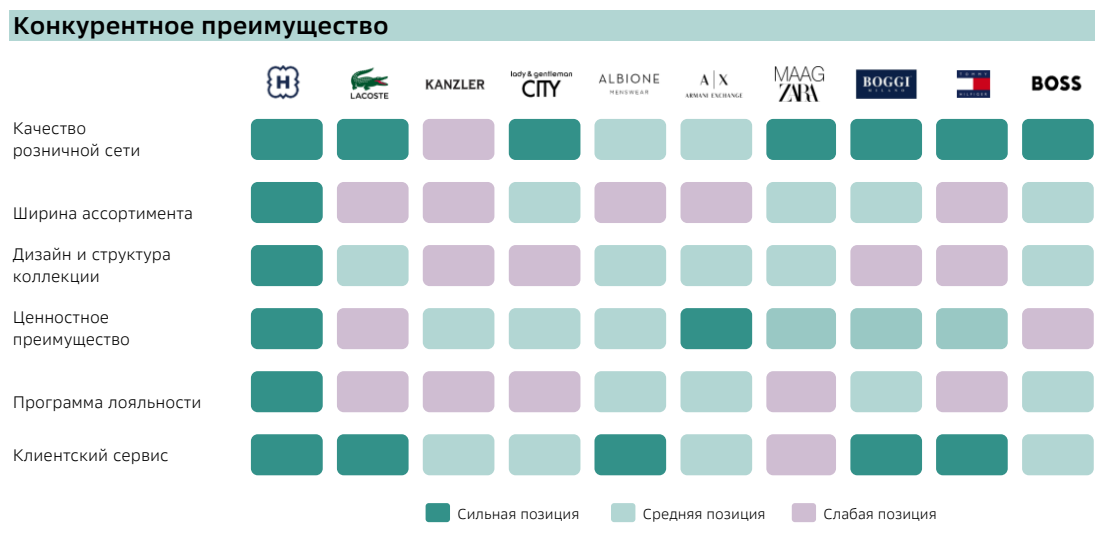
Входная группа магазина нового формата



Источник: компания

Повторное открытие магазинов положительно влияет на оптимизацию операционных затрат. Поскольку площадь обновленного салона больше, чем площадь салона старого формата, компания более эффективно задействует персонал магазина, расходы на который являются одной из основных затрат ритейлеров. Увеличение доли обновленных салонов позволило сократить среднее количество работников в расчете на 100 кв. м с 3,3 в 2019 году до 2,8 в 2022 году. В результате доля расходов на персонал относительно выручки уменьшилась с 19,4% до 18,4%. В отличие от других игроков, доля затрат на рекламу и продвижение бренда у Henderson составляет незначительную долю от выручки – около 1%.

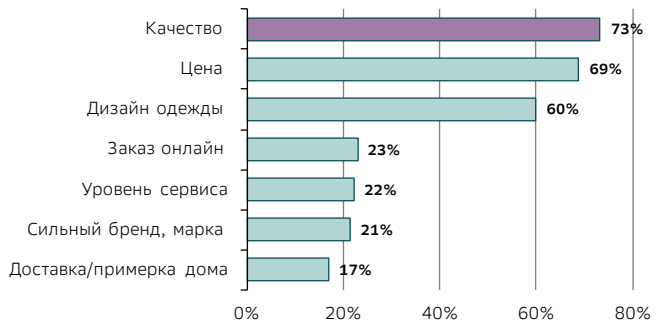
Сильные позиции на рынке. Здесь следует отметить высокое качество розничной сети, широкий ассортимент, ценностное преимущество, а также привлекательную программу лояльности и более продуманный клиентский сервис.



Источник: компания

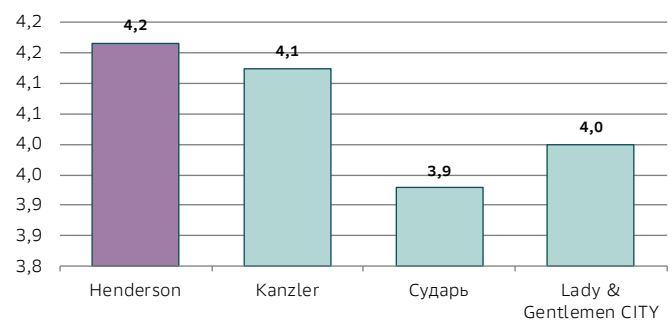
Ценностное предложение для покупателя. В отличие от продуктового ритейла, где эффективность затрат является ключевым фактором успеха, в индустрии одежды важную роль играют позиционирование бренда и маркетинг. Henderson предлагает своим клиентам наиболее привлекательное ценностное предложение. Компания видит свою миссию в том, чтобы «помочь мужчине выглядеть модно, современно и повысить качество его жизни» и предлагает премиальное качество по доступным ценам. Большая часть одежды Henderson шьется на тех же фабриках, что и продукция европейских брендов. При этом Henderson принадлежит самая многочисленная сеть салонов в сегменте мужской деловой одежды в лучших локациях. Новая концепция магазина позволяет обеспечить более широкий ассортимент, приятный клиентский опыт, индивидуальный подход и дополнительные услуги (ателье по корректировке одежды находятся прямо в салонах). Кроме того, клиентам предоставляется возможность пошить на заказ мужской костюм, рубашки, пальто и другие предметы одежды из линейки премиальных тканей лучших мировых брендов. Компания также предлагает гарантию на товар в течение двух лет с возможностью возврата и обмена. Если в коллекции обнаруживается брак в партии, Henderson связывается с клиентами и предлагает бесплатную замену этой продукции. Согласно опросу «Потребительского индекса Иванова», качество одежды (пошив, ткань, и пр.) – ключевой фактор при выборе магазина мужской деловой одежды для 73% респондентов. По этому критерию у Henderson самая высокая оценка от клиентов (4,2) по сравнению с другими игроками сегмента: Kanzler (4,1), Lady & Gentleman CITY (4,0) Сударь (3,9).

Факторы выбора магазина мужской одежды в деловом стиле



Источник: Terra Pulse Group, SberCIB

Оценка качества продукции в магазинах мужской одежды



Источник: Terra Pulse Group, SberCIB

Ассортимент бренда Henderson выгодно отличается от ближайших конкурентов.

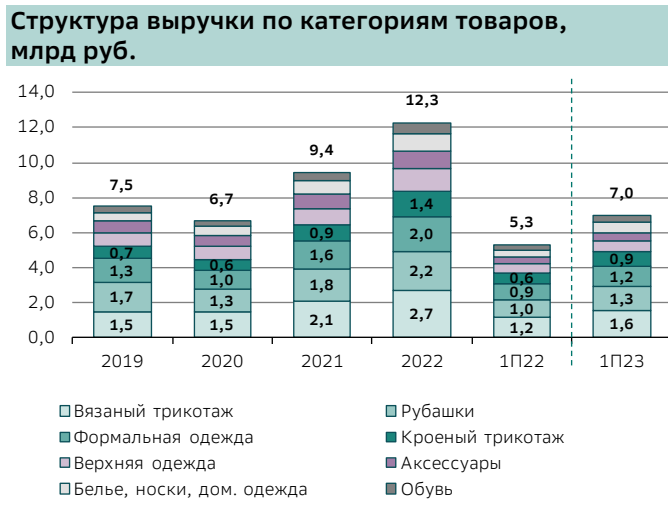
В последние годы ассортимент Henderson расширился с 1 тыс. до 1,3 тыс. цветомоделей (артикулов), 28 категорий товаров и 110 подкатегорий (размерный ряд, рост, посадка). Это больше, чем у Kanzler и Albione, которые специализируются на костюмах в строго деловом стиле. Расширение ассортимента позволило Henderson увеличить предложение в сегментах повседневной и праздничной одежды и увеличить количество позиций в сегменте аксессуаров и обуви. Кроме того, Henderson работает в нескольких ценовых сегментах. В 2016-2017 гг. компания внедрила обновленную политику ценообразования, расширив ценовые сегменты для многих категорий товара. Это позволило Henderson ориентироваться на более широкий спектр покупателей в зависимости от их уровня дохода, повысить прибыль с одного клиента, увеличить диапазон подходящих локаций для новых магазинов и достичь экономии за счет масштаба. Таким образом, расширение ценового диапазона и ассортиментного ряда (за счет выхода за рамки исключительно делового стиля) компания расширила свою потенциальную аудиторию, что выгодно отличает ее от конкурентов.

Привлекательная программа лояльности в сравнении с конкурентами.

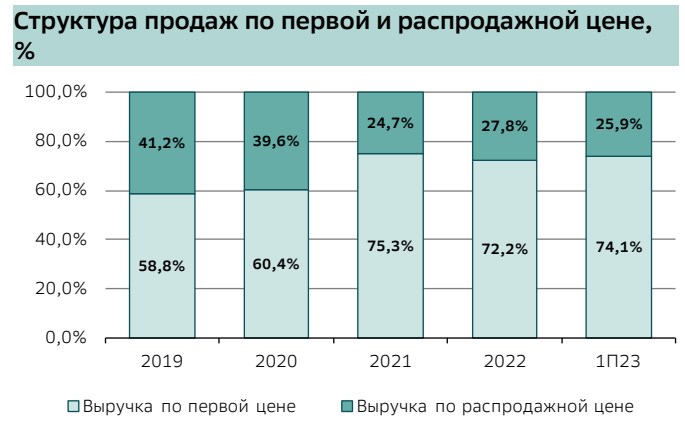
Henderson предлагает клиентам скидки, когда суммарные покупки превышают 5 тыс. руб. Для сравнения, у ее основных конкурентов – Kanzler и Albione – порог покупок для участия в программе лояльности составляет соответственно 15 тыс. руб. и 20 тыс. руб.

Выручка Henderson диверсифицирована между продуктовыми направлениями.

Основные из них – вязаный трикотаж, рубашки, формальная одежда и кроеный трикотаж – в совокупности приносят компании около 70% продаж, и эта доля остается стабильной в последние годы. В последние два с половиной года компания продает более 72% своих товаров по изначальной цене, сокращая уценку, что поддерживает высокую маржинальность бизнеса на операционном уровне.



Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB

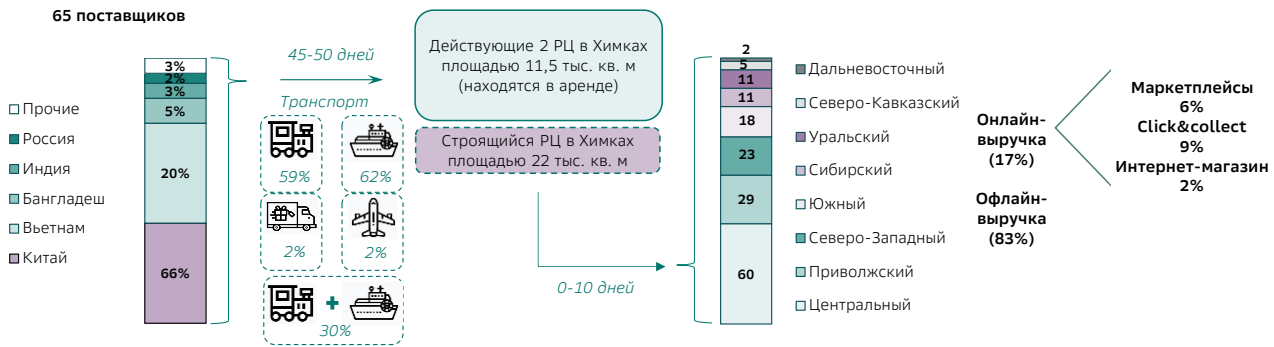
Henderson – вертикально-интегрированная компания, она управляет всей цепочкой производства мужской одежды.

- На первом этапе собственное бюро дизайна формирует будущую коллекцию. Размер коллекции, структура ассортимента и количество цветоделей определяются на базе прошлых сезонов с учетом прогнозируемого масштабирования сети. За год выпускаются шесть коллекций, выпуск происходит в два периода: февраль – май и август – ноябрь. На создание коллекции уходит от шести до девяти месяцев. Это определяет сезонность продаж и валовую рентабельность. Количество цветоделей в 2022-1П23 составляет около 1300, что позволяет заказывать каждую из них в партии не менее 5 тыс. шт.
- Сырье для производства одежды и обуви (ткани, фурнитура, кожа и пр.) закупается в основном в странах Европы. С помощью подрядчиков компания организует транспортировку закупленного сырья на фабрики по пошиву одежды, расположенные по большей части в странах Азии. Одежда, обувь и аксессуары производятся в 15 странах. В 2023 г. на Китай пришлось 66% производственных расходов (ранее его доля занимала более 80%), 20% – на Вьетнам, 5% – на Бангладеш, доля других стран составила 9%. С 10% производителей компания сотрудничает более 15 лет.
- Компания имеет хорошо диверсифицированную базу поставщиков. База производителей Henderson хорошо диверсифицирована между 65 поставщиками, доля топ-10 поставщиков по стоимости продукции составляет 65%. При этом даже в 2020 году ограничения из-за пандемии COVID-19 не повлияли на поставки одежды, а база поставщиков существенно не изменилась.

Существенное сокращение сроков доставки, оптимизация логистических затрат.

В 2022 году 90% товаров доставлялось морем, в 1П23 выросла доля поставок железнодорожным транспортом. Это позволило снизить волатильность сроков доставки и сократить их на 15-20 дней до 45-50 дней. Все товары доставляются на 2 распределительных центра (РЦ) в Московской области. Доставка в салоны Москвы и Санкт-Петербурга происходит в тот же день или на следующий. Транспортировка товара от РЦ до салонов занимает от менее 1 до 10 дней. Компания сменила условия поставок на Wildberries с FBO на FBS, для Ozon и Lamoda этот способ сейчас тестируется. Смена условий позволяет оптимизировать затраты на логистику, а также снизить потери во время транспортировки (включая брак) и уменьшить долю возврата.

Цепочка создания стоимости



Источник: компания, SberCIB

На каждом этапе цепочки создания стоимости Henderson генерирует одну из самых высоких или самую высокую маржу в отрасли. Во-первых, текущий масштаб компании уже способствует выгодным условиям закупок у фабрик по пошиву одежды. При этом сохраняется потенциал для дальнейшего улучшения контрактных условий в случае увеличения размера заказанной партии. Благодаря многолетнему сотрудничеству с различными поставщиками Henderson имеет опыт перестраивания процессов и смены производителей с учетом макроэкономических факторов, таких как снижение доходов населения или колебания обменного курса. Помимо этого, у бренда гибкая политика ценообразования, а в текущих ценниках заложен запас прочности для дальнейшего повышения цен (в пределах 5–10%) без негативного эффекта для трафика.

Henderson активно развивает онлайн-канал продаж и сотрудничает с маркетплейсами. Компания присутствует в онлайн-сегменте с момента запуска собственного интернет-магазина в 2012 году. Доставку из интернет-магазина можно оформить на сайте или через мобильное приложение. При формировании заказа возможны два варианта доставки: Click&collect, а также доставка клиенту на дом или в указанный ПВЗ (пункт выдачи заказов). В 2022 году выручка от канала Click&collect составила 1,1 млрд руб., или 10% от объема розничных продаж. С 2019 года компания начала сотрудничать с маркетплейсами. Продукция Henderson представлена на трех крупнейших маркетплейсах одежды и обуви: Wildberries, Ozon и Lamoda. В 2022 году маркетплейсы принесли компании 0,8 млрд руб. выручки, что составляет 37% продаж онлайн-сегмента. В 2022 году продажи бренда на маркетплейсах выросли на 48% г/г.

Канал онлайн-продаж обеспечивает гибкость управления оборотным капиталом. Компания может использовать интернет-площадки для распродажи товаров в конце сезона. Henderson имеет сеть из девяти аутлетов, что позволяет избежать ситуации, когда старый товар продается в тех же магазинах, что и новые коллекции. Это неблагоприятно влияло бы на восприятие бренда и могло бы запутать покупателей (которые иногда не видят особой разницы между товарами по сниженной и обычной цене). Однако компания успешно справляется с ликвидацией старых коллекций. Доля нераспроданных остатков уменьшалась по мере развития компании, и на текущий момент доля товаров старше одного года составляет 3,5%.

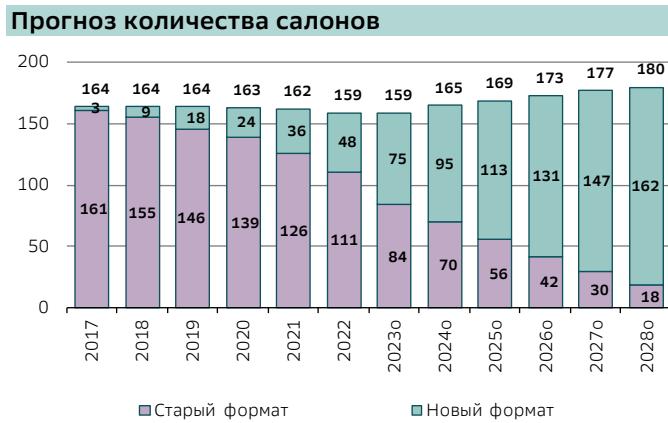
Финансовые показатели и стратегия компании

Мы полагаем, что благодаря успешному выполнению четкой стратегии и сопутствующим рыночным факторам, Henderson имеет все шансы сохранить двузначные темпы роста выручки и высокую рентабельность в среднесрочной перспективе. По нашим оценкам, доля компании на рынке мужской одежды и обуви увеличится с текущих 2,1% до 3,9% к концу 2028 года, поскольку у нее есть возможности для дальнейшего расширения бизнеса за счет как консолидации, так и органического роста.

В 2019-2022 гг. выручка ежегодно росла в среднем почти на 18%. Такие темпы роста выше, чем у мировых аналогов (в среднем 2,1%). Ключевым фактором роста выручки Henderson стало внедрение нового формата магазина. С 2017 года компания начала открывать магазины в соответствии с новой концепцией, которая предполагает увеличение площади салонов с 150-250 кв. м до 350-700 кв. м, расширение входных групп, современный дизайн и интерьер, разделение салона на части casual и formal, а также различные услуги по пошиву. Улучшение дизайна салонов привело к росту трафика, в результате чего с 2019 по 2022 год выручка в расчете на квадратный метр выросла на 28% (несмотря на увеличение средней площади салона).

Мы считаем, что, компания продолжит расширять сеть, опираясь на опыт эффективного управления и успешного обновления салонов, и сможет сохранить двузначные темпы роста выручки в среднесрочной перспективе.

По прогнозам, к 2028 году число салонов увеличится до 180, а общая площадь – до 82 тыс. кв. м. Основная цель Henderson – органический рост продаж за счет расширения торговых площадей и развития онлайн-каналов при сохранении высокой операционной эффективности. Henderson планирует ускорить экспансию за счет перезапуска действующих магазинов и параллельного открытия новых. Согласно планам компании, к 2028 году количество магазинов Henderson должно составить 180, а доля магазинов нового формата достигнет 90%. Эти планы предполагают обновление 93 магазинов старого формата и запуск 21 магазина нового формата. Ожидается, что интенсивнее всего площади нового формата будут вводиться в 2023–2024 гг., поскольку после ухода глобальных игроков на рынке появилось больше места. Конкуренция на рынке одежды и обуви достаточно высока, поэтому для бренда Henderson важно увеличить свою долю до того, как это сделают конкуренты. По тем же причинам усиливается конкуренция за выгодные локации в ТЦ.



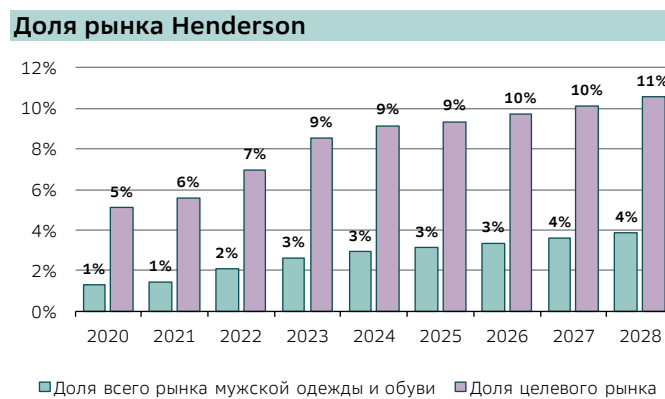
Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB

Доля салонов нового формата составит 90% к 2028 году. Концепция салонов нового формата доказала свою эффективность. Она станет базой для дальнейшего роста за счет увеличения доли переформатированных салонов, расширения торговых площадей и открытия новых магазинов. На конец 2022 года доля переформатированных салонов составила 30%, а в среднесрочной перспективе (к 2028 году) компания планирует повысить ее до 90%.

За счет успешной экспансии доля компании в целевом сегменте мужской одежды и обуви почти удвоится к 2028 году. Мы ожидаем, что расширение сети позволит Henderson увеличить свою долю рынка в сегменте мужской одежды и обуви с 2,1% в 2022 году до 3,9% в 2028. В целевом сегменте мужской одежды и обуви в сегментах «премиум» и «люкс» доля компании составляет 7% на конец 2022 года и, по нашим оценкам, может вырасти до 11% к 2028 году. Таким образом, у Henderson остается потенциал для дальнейшей экспансии на целевом рынке.



Источник: компания, Infoline, SberCIB

Валовая рентабельность существенно выросла за счет оптимизации управления остатками коллекций. Розничные продажи одежды обычно более рентабельны, чем продуктовый ритейл, но требуют более значительных вложений оборотного капитала. Валовая рентабельность Henderson в 2022 году существенно улучшилась – до 68,1% против 61% в среднем за 2020–2021 гг. Это было обусловлено оптимизацией управления остатками коллекций. Благодаря оптимизации удалось снизить размер скидки: сезонная уценка уменьшилась с 45,8% в 2021 году до 41,4% в 2022 году, а скидка в рамках программы лояльности – с 19,2% до 14,5%. В 1П23 компания сохранила размер скидок примерно на тех же уровнях. Помимо этого, на валовую рентабельность положительно

повлияло укрепление рубля в 1П23. В результате этот показатель вырос на 4 п. п. относительно 1П22 до 70,1%.

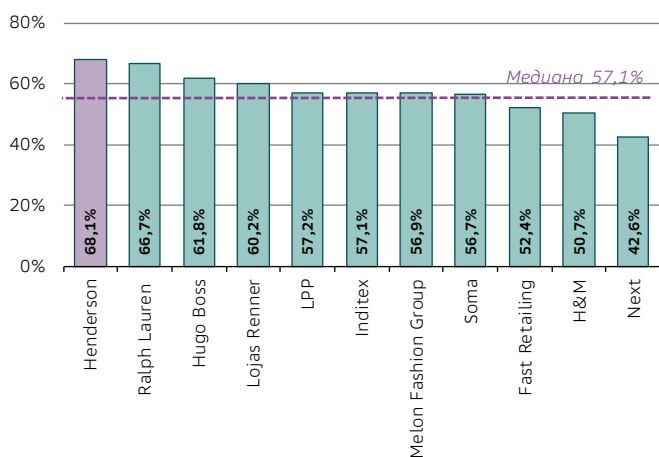
Динамика выручки по размеру скидки

	2019	2020	2021	2022	1-26 недели 2023
Выручка по первой цене	58,8%	60,4%	75,3%	72,2%	74,1%
Выручка по распродажной цене	41,2%	39,6%	24,7%	27,8%	25,9%
% уценки сезонной	44,0%	43,8%	45,8%	41,4%	41,6%
% скидки в рамках программы лояльности	17,5%	17,8%	19,2%	14,5%	14,9%

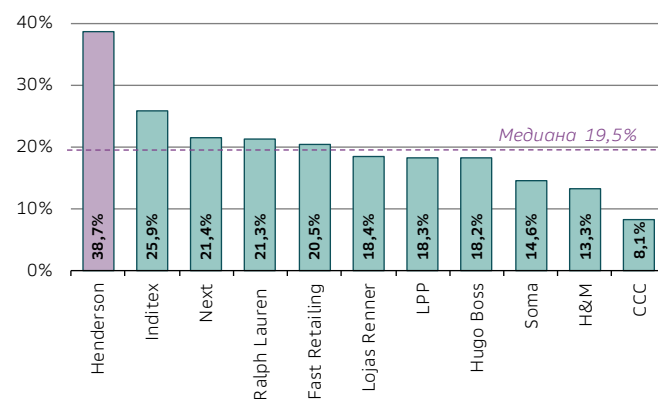
Источник: компания

Валовая рентабельность Henderson – выше, чем у глобальных аналогов. На российском рынке акций для Henderson нет прямых публичных аналогов. Для розничной торговли одеждой характерны более высокие показатели рентабельности по валовой прибыли и EBITDA, чем для продуктовой розницы, но при этом требуется более высокий оборотный капитал. Henderson имеет все положительные особенности непродовольственной розницы, но при этом отличается более высокой прибыльностью и большей устойчивостью к экономическим спадам благодаря работе в высоком ценовом сегменте. Валовая рентабельность Henderson (68% в 2022 году) выше, чем у глобальных аналогов, не говоря уже о российских публичных непродовольственных компаниях (у них средняя валовая маржа в 2022 году составила 28%). Более высокая валовая рентабельность Henderson обусловлена тем, что компания позиционирует себя как более дорогой бренд.

Валовая рентабельность в 2022 году



Рентабельность EBITDA (МСФО 16) в 2022 году



Источник: компании, SberCIB

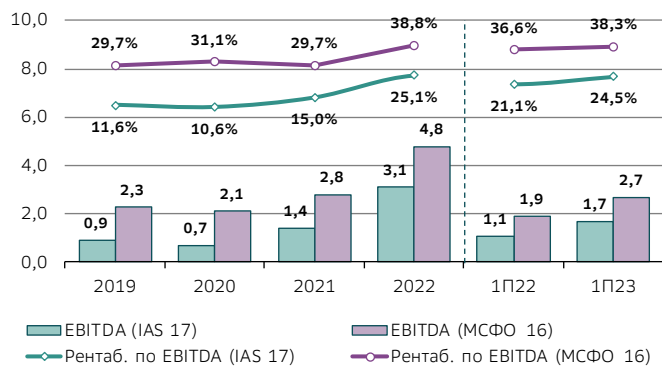
Источник: компании, SberCIB

Согласно комментариям менеджмента, валовая рентабельность в 2023–2028 гг. будет не ниже 68%. При этом сохраняется потенциал ее роста: эффект от масштаба (увеличение размера партий каждого изделия из-за расширения сети магазинов) позволяет компании получить более выгодные условия по контрактам.

EBITDA компании в 2019-2022 гг. росла быстрее, чем выручка. EBITDA по IAS 17 в 2019-2022 гг. ежегодно росла в среднем на 51% в 2019-2022 годах, а EBITDA по МСФО 16 – на 28%. В результате рентабельность по EBITDA (IAS 17) повысилась с 11,6% в 2019 году до 25,1% в 2022 году, а рентабельность по EBITDA (по МСФО 16) – почти достигла 39% в 2022 году. С 2017 года руководство Henderson сместило фокус внимания с темпов роста на улучшение юнит-экономики магазинов за счет обновления их формата. Расширение площадей привело к увеличению закупок, что, в свою очередь, позволило снизить их среднюю цену. Пересмотр программы лояльности и более эффективное управление ценообразованием позволили сократить долю нераспроданных остатков коллекций до 3,5%, что снижает потери от предоставления скидок за счет сокращения

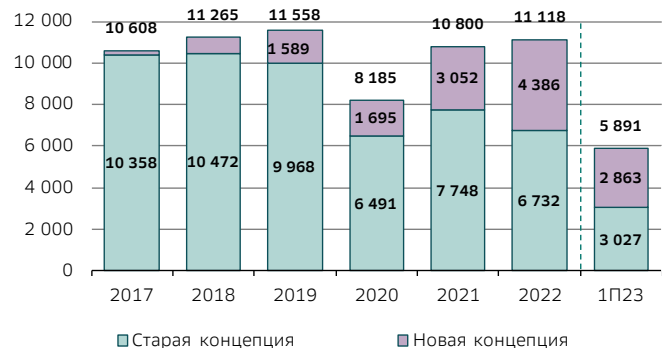
объема распродаж. Повышение цен на продукцию в 2022 году на 10–15% стало дополнительным фактором роста валовой рентабельности, но не привело к потере трафика. Благодаря повышению плотности продаж компания получила преимущество на рынке торговой недвижимости. Наряду с ростом свободных площадей после ухода западных игроков это усилило переговорные позиции Henderson, позволило добиться более низких арендных ставок в 2022 году и оптимизировать затраты.

ЕБИТДА Henderson, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

Трафик салонов Henderson, тыс. человек в год



Источник: компания, SberCIB

ROIC компании сопоставим с показателями ведущих мировых ритейлеров одежды и обуви и выше, чем у публичных российских ритейлеров. Затраты на открытие нового салона сопоставимы с затратами на повторное открытие и в среднем составляют около 40 млн руб. Обновление формата привело к росту капитальных затрат на открытие или повторное открытие салона примерно до 60 тыс. руб. на квадратный метр – это выше, чем в среднем у аналогов. Однако рост капитальных инвестиций компенсируется увеличением выручки, и в результате срок выхода салона на окупаемость сокращается с 15 до 10 месяцев. Доля оборотного капитала относительно выручки у компании находится на уровне аналогов, несмотря на то что она не относится к сегменту fast fashion и создание одной коллекции занимает более длительное время. Чистый оборотный капитал составляет около 20% от выручки, поэтому открытие магазинов не потребует значительных денежных расходов. Это способствует высокому уровню ROIC (рентабельности инвестированного капитала), который составляет 43%, в то время как у конкурентов ROIC ниже из-за более длительного цикла поставок. В целом можно сказать, что у Henderson ROIC сопоставим с показателями ведущих мировых ритейлеров одежды и обуви, однако компания не подвержена высоким рискам конкуренции и у нее лучше перспективы долгосрочного роста.

Henderson и международные аналоги

	Рост		Рентабельность		Доходность	
	СГТР выручки ⁽¹⁾ (*19-22)	СГТР ЕБИТДА ⁽²⁾ (*19-22)	ЕБИТДА '22 (IFRS 16)	ЕБИТДА '22 (IAS 17)	ROIC '22 ⁽²⁾ (IFRS 16)	ROIC '22 ⁽³⁾ (IAS 17)
 HENDERSON	18%	29%	39%	25%	27%	43%
  	8% <i>среднее</i>	4% <i>среднее</i>	20% <i>среднее</i>	15% <i>среднее</i>	26% <i>среднее</i>	33% <i>среднее</i>
	0% - 20% <i>диапазон</i> <i>мин.-макс.</i>	отр. - 9% <i>диапазон</i> <i>мин.-макс.</i>	16% - 27% <i>диапазон</i> <i>мин.-макс.</i>	12% - 22% <i>диапазон</i> <i>мин.-макс.</i>	19% - 45% <i>диапазон</i> <i>мин.-макс.</i>	22% - 64% <i>диапазон</i> <i>мин.-макс.</i>

Источник: компания

ROIC HENDERSON выше, чем в среднем у российских крупнейших ритейлеров.

Наиболее близкие аналоги Henderson на российском рынке акций – это непродовольственные ритейлеры: Fix Price и Детский мир (в 2023 году компания завершила трансформацию в частную компанию). По плотности продаж результаты Henderson лучше, поскольку ее товары относятся к более высокому ценовому сегменту. Однако для ритейла одежды характерна более низкая оборачиваемость, чем, например, у Fix Price, которая частично работает в продовольственном сегменте (где оборачиваемость продукции выше). Кроме того, политика магазина низких цен предполагает постоянную ротацию ассортимента. Это также способствует повышению оборачиваемости, что отчасти компенсирует эффект низкой средней цены единицы товара и способствует росту выручки на квадратный метр.

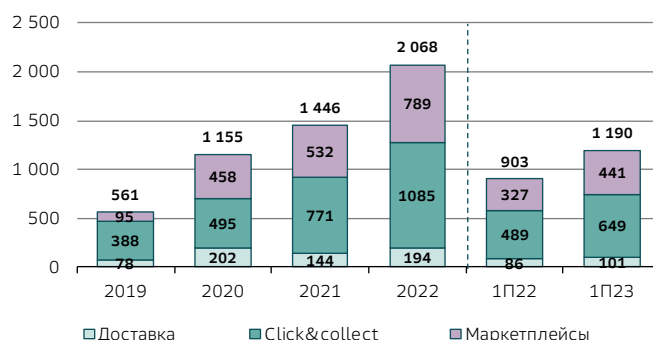
Мы видим потенциал для дальнейшего снижения доли операционных издержек относительно выручки за счет более существенного эффекта от масштаба бизнеса.

- 1) Мы ожидаем, что увеличение площади салонов и улучшение их местоположения позволят сократить арендные расходы Henderson.
- 2) Рост объемов продаж поспособствует снижению закупочных цен по мере увеличения размера партий, заказываемых у производителей.
- 3) Компания поддерживает показатель уценки на низком уровне, сокращая как размер скидки, так и долю продукции, которая реализуется со скидкой. Инвестиции в ИТ-сервисы позволяют оптимизировать управление остатками и логистическими цепочками. Таким образом компания сможет сохранить низкий показатель уценки, несмотря на рост ассортимента и объемов продаж, и повысить качество работы с клиентами.
- 4) Henderson планирует строительство собственного распределительного центра (РЦ), чтобы продолжить переход к модели FBS при работе с маркетплейсами и увеличить долю прямых продаж через свой онлайн-магазин. В работе с маркетплейсами Henderson переходит к модели FBS (fulfillment by seller) вместо модели FBO (fulfillment by operator) – это позволяет улучшить клиентский опыт при покупке предметов одежды и сохранить качество товаров в случае их возврата. Модель FBS предполагает, что складские операции, упаковку и отгрузку отдельных заказов на склад маркетплейса осуществляет продавец, а маркетплейс обеспечивает доставку.
- 5) На наш взгляд, объединение трех (нового и двух имеющихся) РЦ в один и повышение автоматизации логистических процессов позволит увеличить эффективность работы и позитивно скажется как на возможностях развития в онлайн-сегменте, так и на

работе с ассортиментом сети салонов. Компания уже приобрела землю для нового РЦ и получила разрешение на строительство, которое может завершиться в 2025 году. Наличие собственного РЦ позволит Henderson снизить риски маркетплейсов, а также повысить эффективность работы с возвратами.

Компания продолжит развивать омниканальную модель продаж и инвестировать в развитие онлайн-сегмента. Омниканальная модель позволяет эффективно управлять товарными остатками, она дает покупателям возможность заказать через интернет товар, который они не нашли в салоне. Группа планирует строительство нового распределительного центра, разработку и обновление ПО, в том числе создание нового онлайн-магазина и приложения собственной разработки. Henderson стремится развивать омниканальную бизнес-модель как за счет собственного онлайн-магазина, так и за счет маркетплейсов (Wildberries, Lamoda, Ozon). Компания видит потенциал увеличения доли онлайн-продаж с 8% от выручки по итогам 2022 года до 10% к 2028 году без учета сегмента Click & collect. Henderson вышел на маркетплейсы в 2020 году (подготовка к запуску продаж заняла около года). Доля выручки от этого канала выросла с 1% в 2020 году до 6% по итогам 2022 года.

Выручка Henderson от онлайн-сегмента, млн руб.



Источник: компания

В стратегию компании входит переход от использования вендорских решений для клиентского приложения и онлайн-магазина к собственным продуктам. Это позволит увеличить гибкость и улучшить клиентский опыт. По итогам 2022 года доля продаж через собственные онлайн-каналы составила 1,6% от совокупной выручки, Henderson видит потенциал в развитии онлайн-магазина. Мы не ожидаем значительного роста доли продаж по системе Click&collect. По нашим оценкам, доля этого сегмента может сохраниться на уровне 10% от выручки к 2028 году, доля прямых продаж – 2%, а доля маркетплейсов – 8-10% в 2023–2028 гг., что предполагает органический рост доходов от этих каналов. На наш взгляд, развитие собственной онлайн-платформы, а также переформатирование салонов (с увеличением пространства для хранения товаров) могут расширить возможности продаж через онлайн-каналы.

Капитальные затраты будут профинансированы за счет денежного потока от операционной деятельности. Henderson оценивает необходимые затраты на расширение торговых площадей примерно в 1 млрд руб. в год при переформатировании 15-20 салонов в год и открытии 3-5 новых магазинов в 2024-2028 гг. Эти инвестиции должны быть профинансированы денежным потоком от операционной деятельности.

Риски

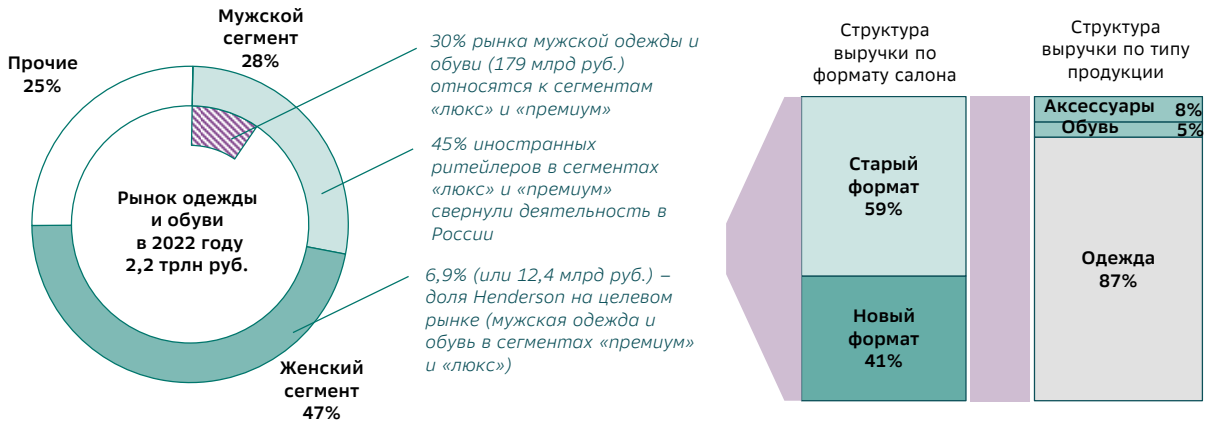
На наш взгляд, Henderson в основном подвержена страновым и отраслевым рискам. Мы не считаем значимым риск, связанный с реализацией стратегии компании. При этом есть ряд факторов, не контролируемых Henderson напрямую, которые могут повлиять на ее будущие результаты.

- 1) Изменение макроэкономического фона.** Мы ожидаем роста российской экономики на 2,2% в 2023 году и на 1,7% – в 2024. Эти оценки заложены в наших прогнозах потребительских расходов и роста рынка. Если, вопреки ожиданиям, ВВП снизится, это может привести к ослаблению спроса и изменению потребительских предпочтений (покупатели будут выбирать более дешевую продукцию, откладывать неосновные покупки). Если темпы роста ВВП будут выше, чем ожидалось, это может привести к подорожанию аренды, а расходы на аренду недвижимости – важная часть операционных издержек Henderson. Однако при таком сценарии также логично ожидать, что рост выручки ускорится.
- 2) Волатильность валютных курсов.** Большая часть выручки и обязательств Henderson номинирована в российских рублях. При этом компания закупает 98% продукции за рубежом (в дружественных странах), и колебания курса рубля заметно влияют на ее бизнес. Компания проводит 59% расчетов в китайских юанях (данные по размещенным заказам в 2023 году) и лишь 29% в рублях.
- 3) Структурные изменения рыночного спроса.** Изменение потребительских предпочтений и демографических тенденций может сказаться на объеме продаж и трафике салонов.
- 4) Ограниченный потенциал наращивания рыночной доли.** Доля Henderson на рынке мужской одежды и обуви составила 2,1% по итогам 2022 года, однако ее целевой сегмент – это более узкий рынок мужской классической и повседневной одежды и обуви в среднем и высоком ценовых сегментах. По нашим оценкам, Henderson занимает 6,9% этого рынка. Фактором риска может стать невозможность дальнейшего увеличения этой доли с учетом исторической степени консолидации рынка.
- 5) Конкуренция с онлайн-ритейлерами.** В 2022 году онлайн-продажи обеспечили 17% выручки группы, из них 8% пришлось на маркетплейсы и собственный интернет-магазин. Henderson ожидает, что доля онлайн увеличится до 20% в период до 2028 года. Согласно прогнозу Infoline, доля онлайн-продаж в сегменте одежды и обуви (в том числе спортивной и детской), а также аксессуаров достигнет 76,2% в 2028 году (против 42,3% в 2022 году). Это подразумевает рост онлайн-сегмента в среднем на 21% в год (с 0,9 трлн руб. в 2022 году до 2,8 трлн руб. в 2028 году). При этом на рынке есть игроки с более сильными позициями в сегменте онлайн-продаж, чем Henderson. Также часть игроков делает ставку на онлайн как основной канал продаж. Это означает, что у ряда компаний, которые продают одежду, темпы роста будут выше, чем у Henderson. При этом продажи мужской одежды через торговые центры снижаются. Отметим, что пиковый переток продаж из офлайн в онлайн уже позади и это не повлияло негативно на финансовые показатели компании. Однако этот тренд сохраняется и в будущем может оказать давление на финансовые показатели.

Российский рынок одежды и обуви

Рынок одежды и обуви – 6% совокупного оборота розничной торговли. В 2022 году объем российского рынка одежды и обуви (здесь и далее – за вычетом НДС) составил 2,2 трлн руб., это эквивалентно 6% совокупного оборота розничной торговли. Объем рынка мужской одежды и обуви оценивается в 0,6 трлн руб., это 28% от общего розничного оборота одежды и обуви.

Henderson на розничном рынке одежды, 2022 год



Примечание. Совокупный размер рынка (без НДС) не включает специализированную одежду и обувь. В «Прочие» входит детская и спортивная одежда и обувь.

Источник: компания, Infoline, SberCIB

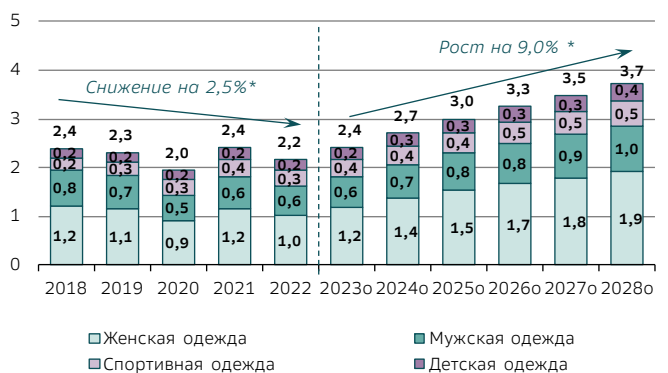
В 2022 году на российском рынке одежды наблюдался спад (минус 10% г/г) на фоне снижения потребительского спроса и структурных изменений предложения. Повышенный спрос на товары длительного пользования в 1П22 (электроника, бытовая техника), высокая волатильность рубля и снижение потребительской уверенности негативно отразились на интересе потребителей к покупкам одежды. Кроме того, в 2022 году операционную деятельность в России приостановил целый ряд крупнейших иностранных ритейлеров (Zara, H&M, Nike, Uniqlo, Adidas и др.), которые впоследствии ушли с российского рынка. Как показал опрос «Потребительский индекс Иванова», доля расходов на одежду снизилась с 9,3% в 2021 году до 8,8% в 2022.

В 2023 году доля расходов на одежду увеличится, и рынок вырастет на 12% г/г, а в 2023-2028 гг. ожидается рост на уровне 9% в год. Мы полагаем, что в 2023 году номинальные доходы населения вырастут на 9,6%, а инфляция составит 5,3%. На этом фоне, вероятно, восстановится доля расходов на одежду и обувь – до 9–10%. Это должно поддержать рост рынка, объем которого, по оценкам Infoline, в 2023 году достигнет 2,4 трлн руб. (плюс 12% г/г). Принимая во внимание стагнацию на рынке одежды в 2018–2022 годах, когда снижение ежегодно составляло в среднем 2,5%, Infoline прогнозирует восстановление в 2023–2028 годах со среднегодовым темпом роста на уровне 9,0%.

Сегмент мужской одежды в 2023-2028 гг. будет расти вслед за рынком одежды в целом со стабильным темпом 8,6% в год. Объем рынка мужской одежды, по оценкам Infoline, в 2022 году составил 601 млрд руб., из них 458 млрд руб. пришлось на одежду, а 142 млрд руб. – на обувь. В 2018–2022 гг. на оборот сегмента мужской одежды влияли те же факторы, что и на весь рынок одежды и обуви. Мы ожидаем, что в 2023–2028 гг. спрос восстановится. Infoline также прогнозирует стабильный рост в сегменте мужской

одежды – в среднем на 8,6% в год, что меньше, чем по рынку в целом (9,0%). Это обусловлено тем, что ключевым двигателем роста для рынка останется сегмент женской одежды.

Российский рынок одежды и обуви, трлн руб.

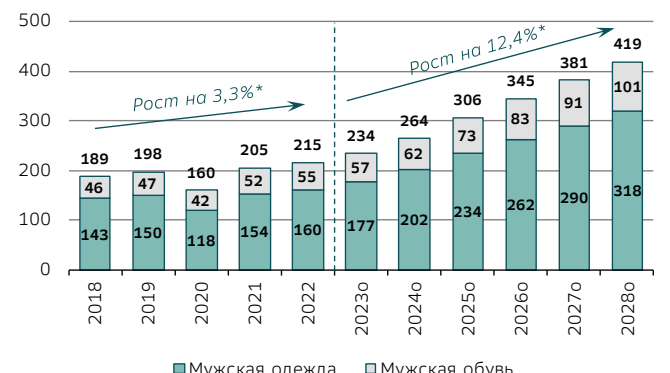


Примечание. Размер рынка указан без НДС.

* В среднем за год

Источник: Infoline, SberCIB

Рынок мужской одежды и обуви, млрд руб.



Примечание. Размер рынка указан без НДС.

* В среднем за год

Источник: Infoline, SberCIB

Рынок мужской одежды, обуви и аксессуаров в сегментах «премиум» и «люкс» будет расти быстрее – на 12,4% в год в 2023-2028 гг. Согласно оценке Infoline, доля сегментов «люкс» и «премиум» на рынке мужской одежды и обуви в 2022 году составляла 30%, или 179 млрд руб. На сегмент масс-маркета приходится 32% рынка, а на остальное (включая открытые/вещевые рынки) – 39%. С учетом политики цен Henderson целевые сегменты для компании – это «люкс» и «премиум». Исходя из выручки компании за 2022 год в размере 12,4 млрд руб. и объема целевого рынка 179 млрд руб. доля Henderson в ее ценовом сегменте на рынке мужской одежды и обуви составляет 6,9%.

В 2018–2022 гг. онлайн-сегмент рынка одежды и обуви ежегодно рос в среднем на 28%, тогда как в целом этот рынок стагнировал. Стимулом к росту доли онлайн-продаж стала пандемия в 2020 году, когда потребители начали покупать товары онлайн из-за ограничений на посещение ТЦ. В результате доля онлайн-продаж увеличилась с 18% в 2019 году до 26% в 2020 году. После отмены антиковидных мер у части потребителей осталась привычка совершать покупки через интернет, что способствовало росту доли онлайн-продаж до 30% в 2021 году. В 2022 году уход международных брендов стимулировал дальнейшее проникновение онлайн-ритейла. Доля продаж одежды и обуви через онлайн-каналы существенно выросла (на 13,9 п. п.) благодаря крупным маркетплейсам: Wildberries нарастил продажи в 1,72 раза, а Ozon – в 2,1 раза. Маркетплейсы расширили свой ассортимент за счет распродажи остатков ушедших брендов – Inditex, H&M, Uniqlo и других.

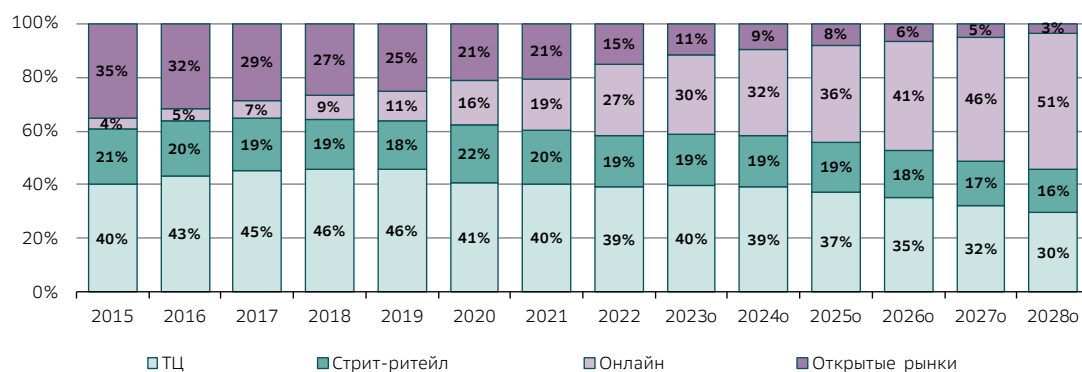
Согласно прогнозу Infoline, в 2023–2028 гг. объем розничной онлайн-торговли одеждой и обувью будет ежегодно расти в среднем на 19%. При этом ключевыми игроками на рынке одежды останутся маркетплейсы.

Среди каналов продаж ТЦ остаются лидерами по объему реализации (в денежном выражении) мужской одежды и обуви с долей 39% в 2022 году. По данным Infoline, для сегмента мужской одежды и обуви характерно более низкое проникновение онлайн-ритейла (27%), чем по рынку в целом (44%). По-видимому, это обусловлено тем, что мужчины более склонны покупать одежду офлайн.

По оценкам Infoline, в 2028 году на онлайн-ритейл будет приходиться более половины всех продаж мужской одежды и обуви (51%). Рост доли онлайн-продаж будет обеспечен в основном за счет сокращения доли ТЦ на 9 п. п. и открытых рынков –

на 11 п. п. Стратегия развития Henderson предполагает сохранение фокуса на ТЦ как основных локациях для магазинов. Концепция компании выгодно отличается от других брендов на рынке одежды, поскольку продажи классической одежды, прежде всего деловых костюмов, предполагают примерку, а наличие ателье по подшиву будет дополнительным генератором трафика. Таким образом, мы полагаем, что Henderson имеет больше возможностей для сохранения потока покупателей по сравнению с другими участниками рынка.

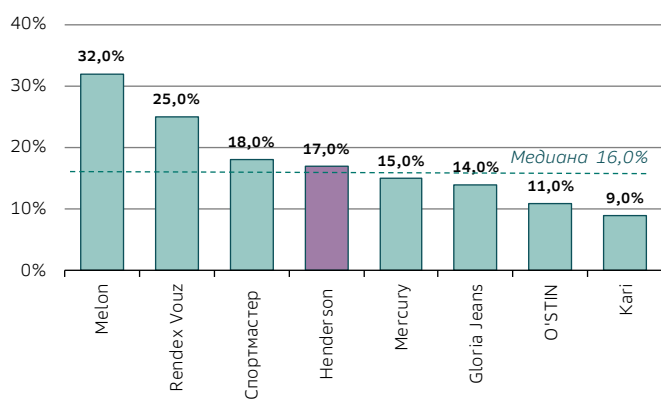
Каналы продаж мужской одежды и обуви



Источник: Infoline

В 2022 году на фоне сокращения объема рынка одежды и обуви произошла консолидация крупнейших игроков. Доля 10 крупнейших игроков увеличилась с 38% до 55%, а их совокупный оборот (без НДС) вырос на 30% г/г до 1,2 трлн руб. Основной вклад внес лидер рынка – Wildberries, доля которого увеличилась с 12% до 24%.

Доля онлайн-продаж в выручке в 2022 году



Источник: Infoline, SberCIB

Доля топ-10 игроков на российском рынке одежды и обуви

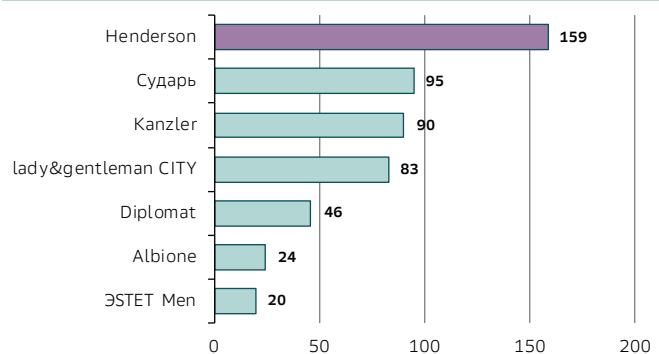


Примечание. Оборот топ-10 игроков указан без НДС.

Источник: Infoline, SberCIB

На рынке мужской деловой одежды конкуренция ниже. Будучи лидером в этом сегменте, Henderson занимает всего 9,0% рынка и при этом более чем в два раза опережает ближайшего конкурента – Kanzler. Это говорит о том, что Henderson «перетягивает» клиентов не у крупных игроков, а у более мелких и менее эффективных розничных сетей, некоторые из которых заморозили расширение бизнеса или сократили число магазинов.

Лидеры на российском рынке мужской одежды в деловом и классическом стиле в 2022 г. (салоны)



Источник: Infoline, SberCIB

На рынке одежды есть ряд барьеров для входа, которые защищают лидеров от появления новых игроков.

- Ключевой фактор – это масштаб. Сети магазинов, у которых менее 150 точек продаж, обычно не могут сами заключать прямые сделки с производителями и часто вынуждены приобретать не брендовые товары у дистрибьюторов по более высоким ценам.
- Компании должны предлагать широкий ассортимент брендов, чтобы удовлетворять разные вкусы потребителей с разным личным стилем.
- Этот бизнес требует инвестиций в оборотные средства. Даже один неудачный сезон из-за ошибок при формировании ассортимента может привести к потере финансовой устойчивости мелких игроков. В результате складывается ситуация, когда ведущий локальный участник получает больше трафика, лучшие условия от поставщиков и более выгодные арендные ставки от торговых центров. Это позволяет крупным игрокам опережать рынок в период экономического спада.

Уход глобальных брендов открывает новые возможности для российских компаний, которые могут увеличить свое присутствие на рынке одежды. В 2022 году с российского рынка ушел целый ряд глобальных игроков на рынке одежды и обуви, в том числе Zara, Adidas, H&M, Marks&Spencer, Moncler, Levi Strauss, Victoria's Secret и др. По оценкам консалтингового агентства Kept (бывш. KPMG), в 2021 году на долю дочерних предприятий покинувших Россию зарубежных компаний пришлось около 15% рынка одежды. Относительно узкая специализация позволяет Henderson больше выиграть от ухода глобальных игроков. Ушедшие крупные ритейлеры одежды ориентировались на аудиторию Henderson. Их уход ослабляет конкуренцию на рынке мужской одежды, а активная экспансия крупнейших российских ритейлеров не представляет значимой угрозы, поскольку их ассортимент почти не пересекается с продукцией Henderson.

В то же время усиливается конкуренция за выгодные локации в торговых центрах, которые освободились после ухода иностранных игроков. По данным Союза торговых центров, торговые площади ушедших компаний стали активно осваиваться крупными российскими (Melon Fashion Group, Gloria Jeans, Familia) и турецкими брендами (Maag и др.). Особенность экспансии российских и новых иностранных ритейлеров – увеличение средней площади магазина, что усиливает конкуренцию за крупные локации.

Ограничение ответственности