

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 размещение (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.

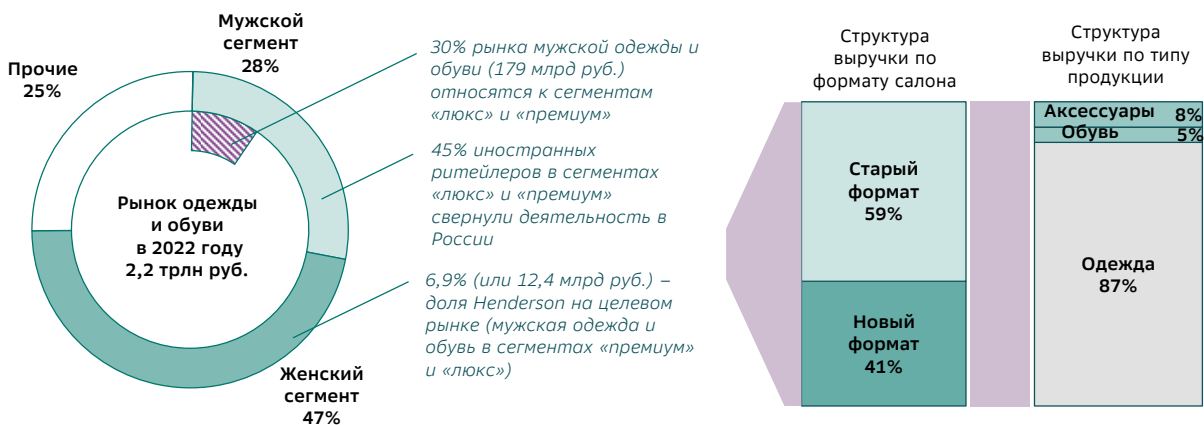
- **Рынок одежды будет расти на 9% в год до 2028 г.** Мы ожидаем, что общий объем рынка одежды в РФ будет расти на 9,0% в среднем в год и достигнет 3,7 трлн руб. в 2028 году (без НДС). В сегменте мужской одежды и обуви мы ожидаем схожих темпов роста – 8,6%.
- **Henderson – лидер в своем ценовом сегменте.** Компания лидирует на рынке мужской одежды в своем ценовом сегменте, где доля Henderson составляет 6,9%, а на рынке мужской деловой одежды – 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 подразумевает потенциал для консолидации на российском рынке. Компания Henderson выигрывает от такой ситуации в отрасли и, как мы ожидаем, сможет нарастить рыночную долю 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 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 повысил плотность продаж в 2019-2022 гг. почти на 30%. Согласно стратегии, компания сфокусируется на реформатировании салонов и увеличит долю обновленных магазинов с 30% в 2022 году до 90% в 2028. Обновление форматов поддержит рост трафика и повысит конверсию. Все эти факторы обеспечат двузначные темпы роста выручки и высокую рентабельность в среднесрочном периоде, и компания останется лидером по рентабельности в отрасли.

Лидер рынка в сегменте мужской одежды

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.

Компания Henderson ориентирована на сегмент деловой одежды (мужские костюмы, рубашки) и business casual (свободный деловой стиль). Основу ценовой политики компании можно охарактеризовать как «доступный люкс», что сужает ее целевой рынок. Тем не менее уход иностранных брендов из России открывает перед Henderson дополнительные возможности для роста. По итогам 2022 года на долю компании приходилось лишь 2,1% рынка мужской одежды и обуви.

Henderson на розничном рынке одежды, 2022 год

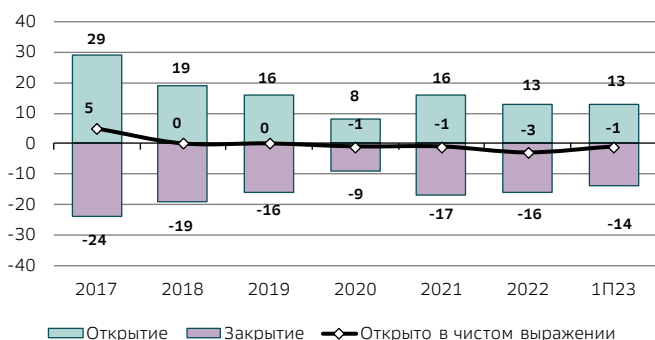


Примечание. Совокупный размер рынка (без НДС) не включает специализированную одежду и обувь. В «Прочие» входит детская и спортивная одежда и обувь.
 Источник: компания, Infoline, SberCIB

Лидер на фрагментированном рынке мужской одежды в деловом стиле

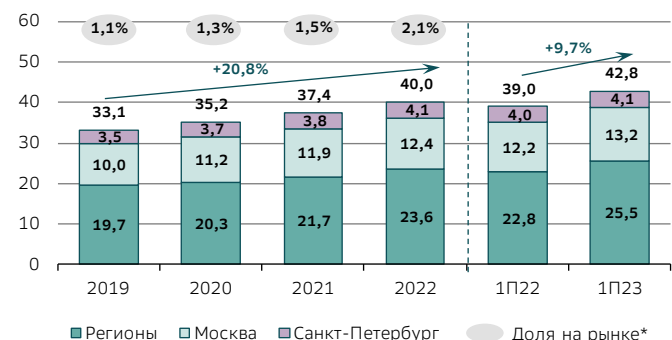
Henderson представлена в 64 городах России, ее сеть насчитывает 158 магазинов. Компания является лидером на рынке мужской деловой одежды с долей 9,0%. При этом Henderson продолжает увеличивать свою долю на рынке за счет быстрого развития онлайн-канала и перетока клиентов от менее эффективных специализированных игроков.

Изменение количества салонов Henderson



Источник: компания, SberCIB

Расширение торговых площадей Henderson



* Рынок мужской одежды и обуви (без НДС).
 Источник: компания, Infoline, SberCIB

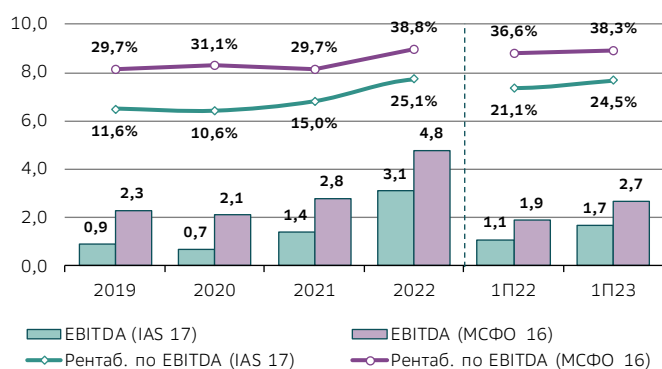
С 2017 года руководство Henderson сместило фокус внимания с темпов роста на улучшение юнит-экономики магазинов за счет обновления их формата. Улучшение финансовых показателей произошло за счет роста плотности продаж и повышения операционной рентабельности.

На валовую рентабельность положительно повлиял ряд факторов. Так, 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%, то есть уменьшить потери от предоставления скидок за счет снижения объема распродаж. Повышение цен на продукцию в 2022 году на 10–15% стало дополнительным фактором роста валовой рентабельности и при этом не привело к потере трафика.

Благодаря росту плотности продаж компания получила преимущество на рынке торговой недвижимости. Наряду с ростом свободных площадей после ухода западных игроков это усилило переговорные позиции Henderson и позволило добиться более низких арендных ставок в 2022 году и оптимизировать затраты.

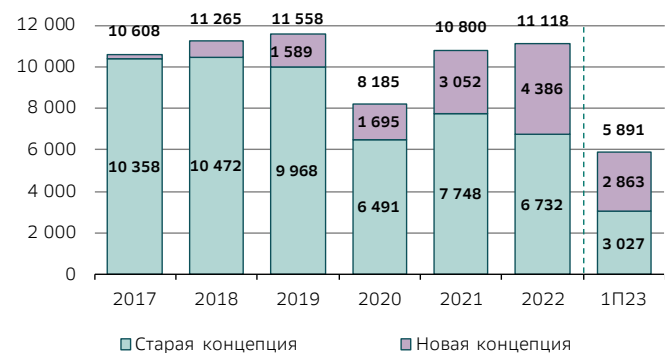
В результате рентабельность по EBITDA (IAS 17) выросла с 11,6% в 2019 году до 25,1% в 2022 году.

EBITDA Henderson, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

Трафик салонов Henderson, тыс. человек в год



Источник: компания, SberCIB

Рынок одежды и обуви – второй по величине потребительский рынок в России после продовольственного. Согласно данным Infoline, в 2022 году объем рынка одежды и обуви составил 2,2 трлн руб. Поскольку Henderson – бренд мужской одежды, компания ориентируется только на сегмент мужской одежды и обуви. В 2022 году объем этого сегмента составил 0,6 трлн руб., или 28% от общего рынка одежды и обуви.

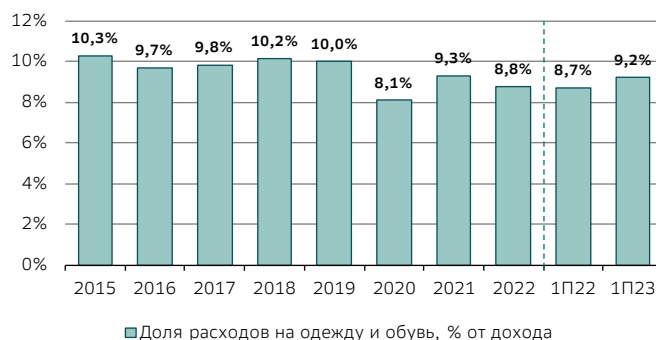
Разнонаправленная динамика на российском рынке одежды в 2018-2022 годах была обусловлена рядом факторов.

Пандемия привела к снижению реальных доходов населения, что вызвало уменьшение расходов на одежду в 2020 году. Наше исследование потребительских предпочтений («Потребительский индекс Иванова») показывает, что доля бюджета, которую домохозяйства тратят на одежду, в 2015–2019 гг. составляла в среднем 10%, а в 2020 году сократилась до 8,1%. При этом оборот торговли одеждой и обувью снизился на 16% до 2,0 трлн руб. Отметим, что в целом спад на этом рынке был меньше, чем в сегменте мужской и женской одежды, где снижение составило соответственно 27% и 20%. Поддержку рынку одежды оказало повышение спроса на спортивную одежду во время пандемии, поскольку выросла доля тех, кто работает из дома, и в целом усилился тренд на ведение здорового образа жизни.

Сочетание таких факторов, как отложенный спрос, открытие торговых центров после карантина и рост номинальных доходов, привело к восстановлению рынка одежды и обуви. В 2021 году его оборот вырос на 24% г/г до 2,4 трлн руб. В сегменте мужской одежды восстановление происходило быстрее (плюс 26% г/г) на фоне низкой базы сравнения в период пандемии.

В 2022 году на российском рынке одежды вновь 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.

Доля расходов на одежду и обувь от дохода домохозяйств

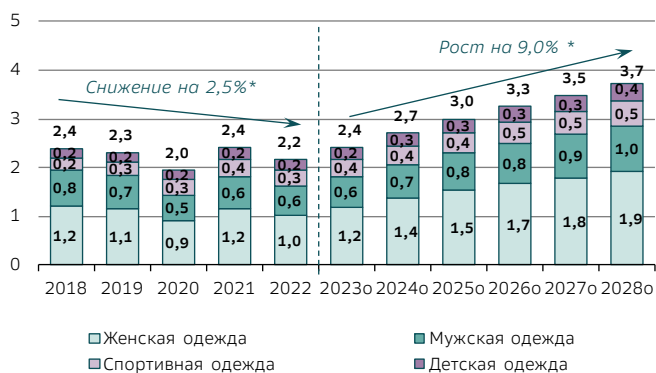


Источник: Terra Pulse Group, SberCIB

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 рынка на уровне 9,0%.

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.



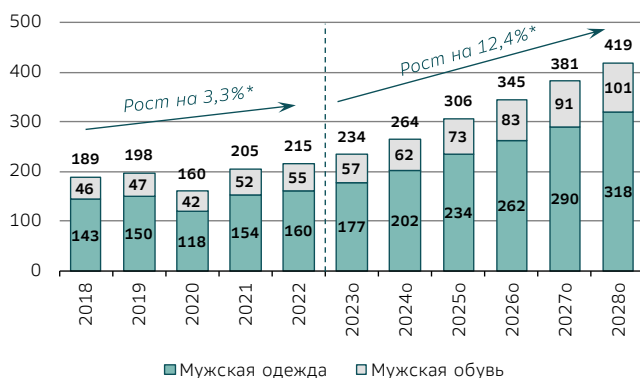
Примечание. Размер рынка указан без НДС.

* В среднем за год

Источник: Infoline, SberCIB

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 своем ценовом сегменте рынка мужской одежды и обуви составляет 6,9%.

Рынок мужской одежды, обуви и аксессуаров в сегментах «премиум» и «люкс», млрд руб.



Источник: Infoline, SberCIB

Агентство FCG (Fashion Consulting Group) дает схожие оценки по ценовой фрагментации рынка. По данным агентства, на рынке существуют две ценовые категории. В первой категории (28% всего рынка одежды) для покупателей важен бренд и качество. Эта категория подразделяется также на два сегмента, в которых компании конкурируют между собой по престижности брендов (8% всего рынка одежды) и по соотношению цены/качества (20%). Мы полагаем, что Henderson присутствует в обоих. С одной стороны, у компании сильный бренд, который позиционируется в сегменте роскоши. С другой стороны, принцип компании – это оптимальное качество по доступной цене. Henderson предлагает продукцию различных ценовых сегментов, а в ассортименте присутствует доступные категории товаров (рубашки, белье, носки). Ко второй ценовой категории, согласно FCG, относятся бюджетные бренды масс-маркета, в котором основным конкурентным преимуществом является цена. Этот сегмент составляет 72% рынка одежды. По нашим оценкам, эти пропорции (28% и 72%) примерно одинаковы для рынков женской, мужской и детской одежды и обуви. Таким образом, по данным FCG, релевантная доля рынка мужской одежды для Henderson составляет 28%, что сопоставимо с оценкой Infoline (30%).

Ценовая сегментация рынка одежды

Доля сегмента 8%	% населения, которому доступны покупки в этом сегменте 3%	LUXE 4% BRIDGE 4%	Конкуренция в поле престиж и авторство
20%	% населения, которому доступны покупки в этом сегменте 36%	MIDDLE UP 6% MIDDLE BRANDED 14%	Конкуренция в поле баланс цены/качества
72%	% населения, которому доступны покупки в этом сегменте 100%	BUDGET BRANDED 31% BUDGET NO NAME 41%	Конкуренция в поле самая выгодная цена

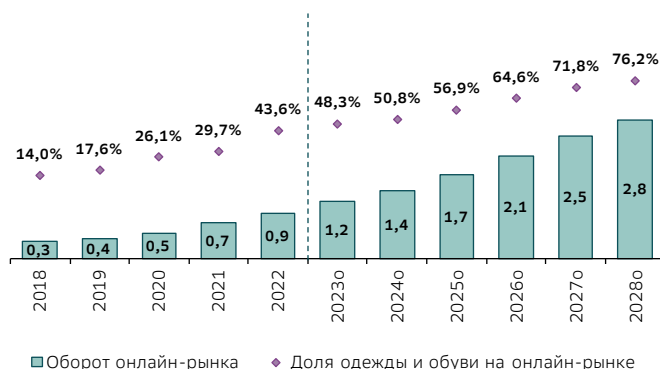
Релевантный ценовой сегмент для Henderson

Источник: Fashion Consulting Group, SberCIB

В 2018–2022 годах онлайн-сегмент рынка одежды и обуви ежегодно рос в среднем на 28%, тогда как совокупный рынок одежды и обуви стагнировал. Стимулом к росту доли онлайн-продаж послужила 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 привычка покупать онлайн у части потребителей осталась, 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 годах объем розничной онлайн-торговли одеждой и обувью будет ежегодно расти в среднем на 19%. При этом ключевыми игроками на рынке одежды останутся маркетплейсы.

Розничные онлайн-продажи одежды и обуви, трлн руб.



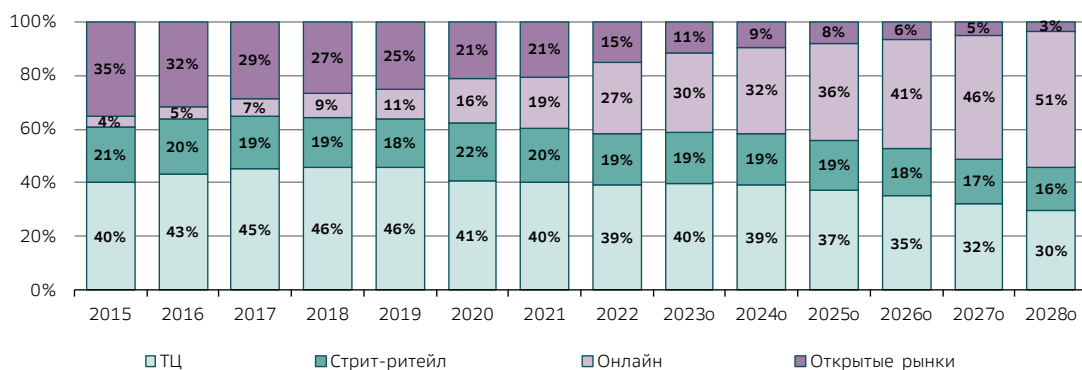
Источник: Infoline, SberCIB

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. Данные «Потребительского индекса

Иванова» за 9М23 показывают, что среди женщин, совершивших за последние 6 месяцев покупку одежды, обуви и аксессуаров, 80% делали покупки в том числе онлайн, а среди мужчин таких было только 56%. Однако 41% покупателей мужской одежды – это женщины (по данным «Потребительского индекса Иванова» за 3К23). Это способствует сокращению дисбаланса в структуре онлайн/офлайн покупателей в женском и мужском сегментах, однако не устраняет его полностью.

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 Henderson 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 магазина. 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

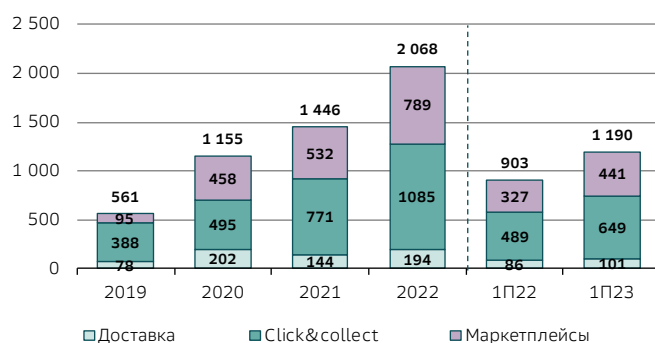


Источник: Infoline

Henderson также активно развивает онлайн-канал продаж. Компания присутствует в онлайн-сегменте с момента запуска собственного интернет-магазина в 2012 году. Доставка 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). При варианте Click&collect доля выкупа составляет около 53,9% (в 2022 году). Срок формирования заказа варьируется и может занимать от 15 минут (если ассортимент магазина позволяет собрать заказ) до нескольких дней (если заказ формируется через распределительный центр). 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.

Выручка Henderson от онлайн-сегмента, млн руб.

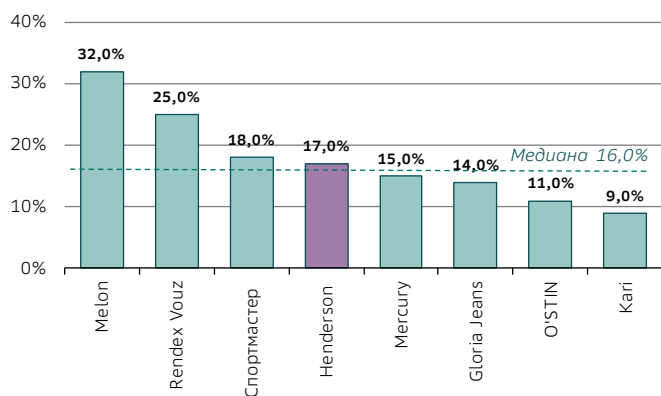


Источник: компания

По итогам 2022 года доля онлайн-продаж в выручке компании достигла 17% (или 8% без учета Click&collect). Это соответствует медиане по основным игрокам (16%), представленным на рынке.

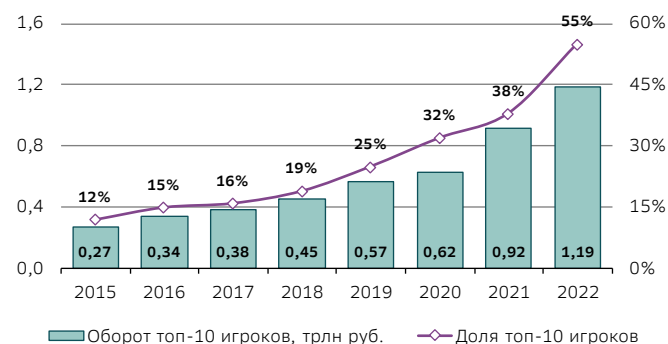
В 2022 году на фоне сокращения объема рынка одежды и обуви произошла консолидация крупнейших игроков. Доля 10 крупнейших игроков увеличилась с 38% до 55%, а их совокупный оборот (без НДС) вырос на 30% г/г до 1,2 трлн руб. Основной вклад внес лидер рынка – Wildberries, доля которого увеличилась с 12%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

Доля онлайн-продаж в выручке в 2022 году



Источник: Infoline, SberCIB

Доля топ-10 игроков на российском рынке одежды и обуви

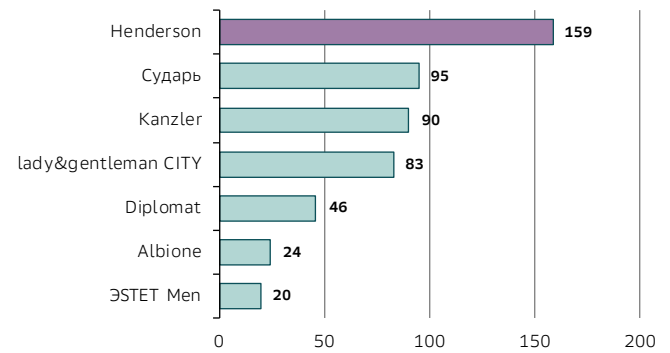


Примечание. Оборот топ-10 игроков указан без НДС.

Источник: Infoline, SberCIB

На рынке мужской деловой одежды конкуренция ниже. Будучи лидером в этом сегменте, Henderson занимает всего 9,0% рынка и при этом он 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. Во-первых, 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 брендированные товары у дистрибьюторов по более высоким ценам. Во-вторых, компании должны предлагать широкий ассортимент брендов, чтобы удовлетворять разные вкусы потребителей с разным личным стилем. В-третьих, 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.

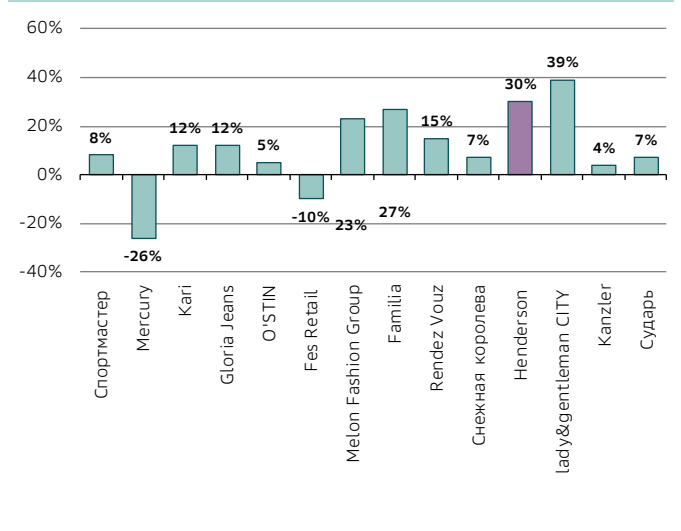
В 2022 году с российского рынка ушел целый ряд глобальных игроков на рынке одежды и обуви, в том числе Zara, Adidas, H&M, Marks&Spencer, Moncler, Levi Strauss, Victoria's Secret и др. По оценкам консалтингового агентства Kert (бывш. KPMG), в 2021 году на долю дочерних предприятий покинувших Россию зарубежных компаний пришлось около 15% рынка одежды.

Индикативная структура рынка одежды в РФ в 2021 году



Источник: компания, SberCIB

Рост выручки крупных ритейлеров одежды в 2021-2022 гг.



Источник: Infoline, SberCIB

Уход глобальных брендов открывает новые возможности для российских компаний, которые могут увеличить свое присутствие на рынке одежды. Относительно узкая специализация (мужская деловая и повседневная одежда) позволяет Henderson больше выиграть от ухода глобальных игроков. Ушедшие крупные ритейлеры одежды ориентировались на аудиторию Henderson (например, Massimo Dutti, Hugo Boss, и др.). Их уход ослабляет конкуренцию на рынке мужской одежды, а активная экспансия крупнейших российских ритейлеров (Melon Fashion Group, Gloria Jeans и др.) не представляет значимой угрозы, поскольку их ассортимент почти не пересекается с продукцией Henderson.

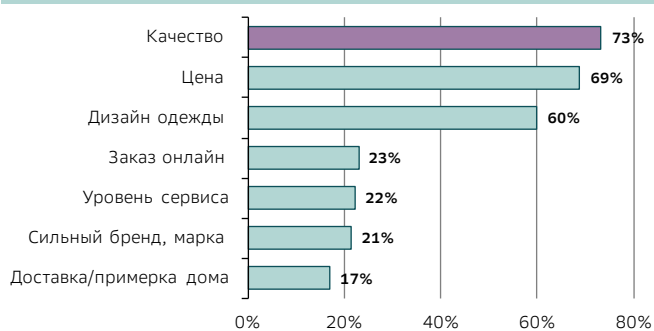
Стоит, впрочем, отметить, что усиливается конкуренция за выгодные локации в торговых центрах, которые освободились после ухода иностранных игроков. По данным Союза торговых центров, торговые площади ушедших компаний стали активно осваиваться крупными российскими (Melon Fashion Group, Gloria Jeans, Familia)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

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.

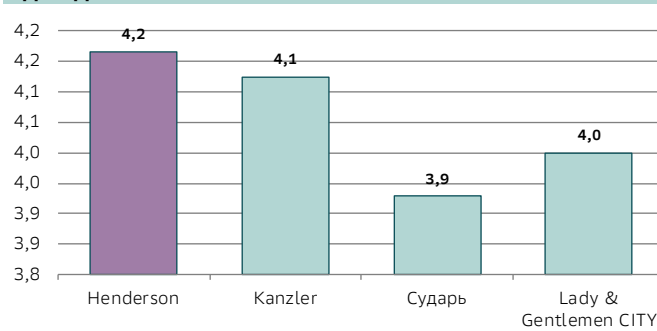
Henderson предлагает своим клиентам наиболее привлекательное ценностное предложение. Компания видит свою миссию в том, чтобы «помочь мужчине выглядеть модно, современно и повысить качество его жизни» и предлагает премиальное качество по доступным ценам. Большая часть одежды Henderson шьется на тех же 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



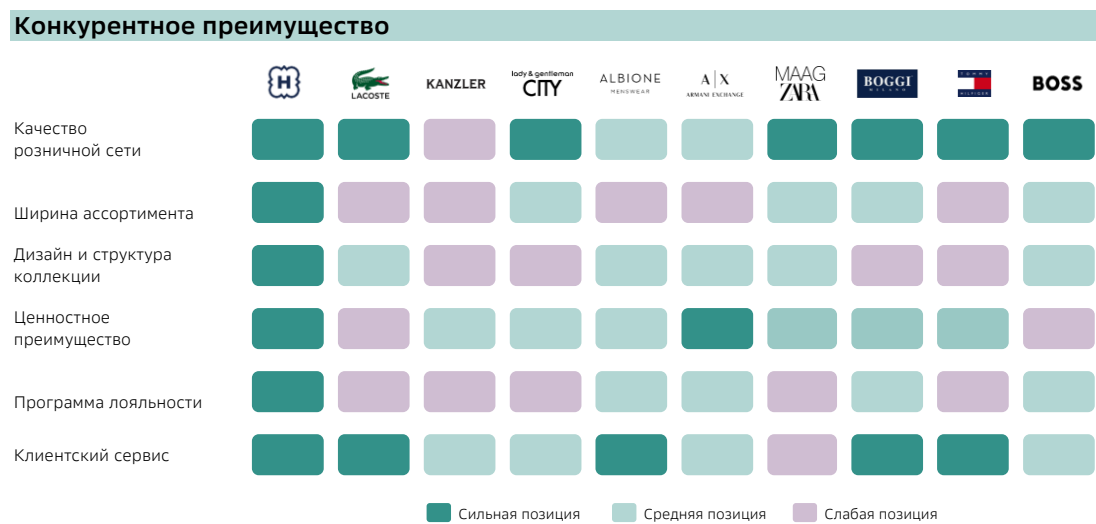
Источник: Terra Pulse Group, SberCIB

Оценка качества продукции в магазинах мужской одежды



Источник: Terra Pulse Group, SberCIB

Отметим также более щедрую, чем у конкурентов, программу лояльности Henderson – она предлагает 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.

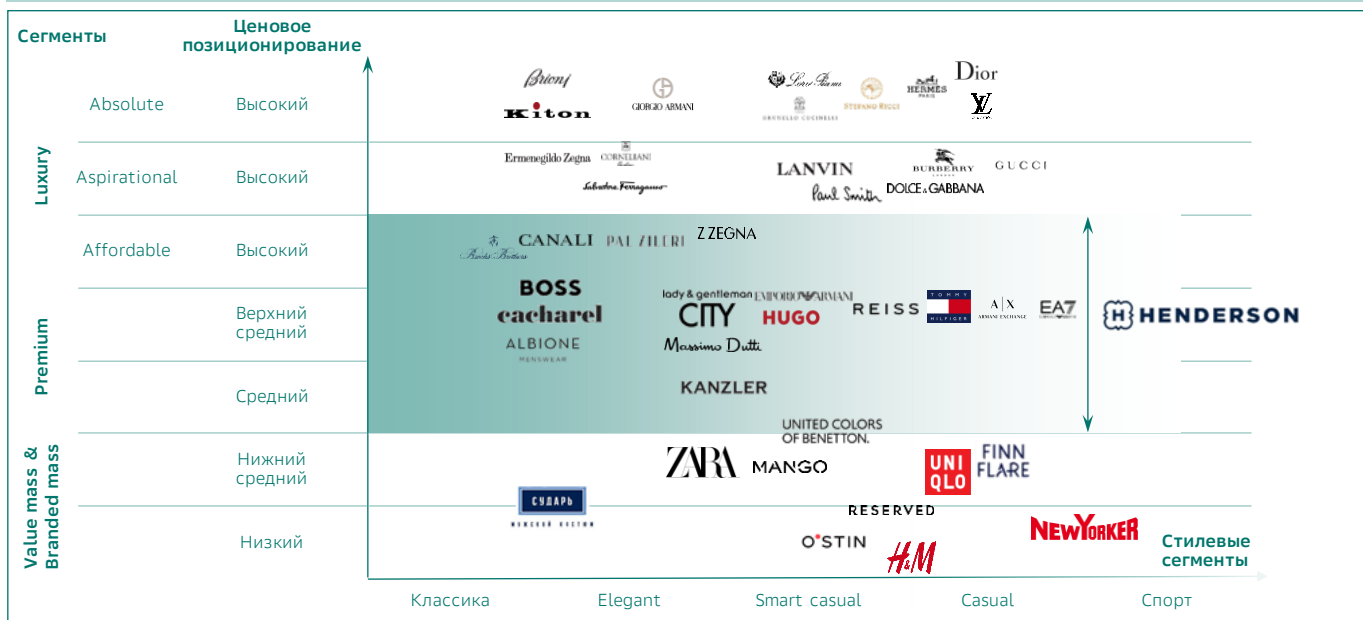


Источник: компания

Ассортимент бренда выгодно отличается от ассортимента ближайших конкурентов. В последние годы ассортимент Henderson расширился с 1 тыс. до 1,3 тыс. цветовых моделей (артикулов). 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.

Ассортимент Henderson включает около 1,3 тыс. цветовых моделей, 28 категорий товаров и 110 подкатегорий (размерный ряд, рост, посадка). Henderson работает в нескольких ценовых сегментах. В 2016-2017 гг. компания внедрила обновленную политику ценообразования, расширив ценовые сегменты для многих категорий товара. Например, для категории свитеров диапазон цен был расширен с 4-6 тыс. руб. до 3-12 тыс. руб. Это позволило компании 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.

Позиционирование бренда в ценовых сегментах и стилях одежды



Источник: компания




Высокие темпы роста, возврата на инвестиции и рентабельности

Henderson – первый российский продавец мужской одежды, планирующий выйти на рынок акций. Из непродовольственной розницы ближайшим публичным аналогом в России является Fix Price, лидер среди магазинов в сегменте низких фиксированных цен. Продуктовые ритейлеры работают в более конкурентной среде, а Henderson – на более фрагментированном рынке в премиальном ценовом сегменте.

Благодаря успешному выполнению стратегии компания Henderson должна сохранить двузначные темпы роста и при этом высокую рентабельность. Плотность продаж компании возросла на 27,5% за период с 2019 по 2022 год, а рентабельность по EBITDA (по МСФО 16) достигла 38,7% в 2022 году. По обоим показателям компания показывает результаты лучше международных публичных аналогов.

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 – выше, чем в среднем у аналогов. Однако рост капитальных инвестиций компенсируется увеличением выручки, в результате срок выхода салона на окупаемость сокращается с 15 до 10 месяцев. Доля оборотного капитала от 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) компании, который составляет 43%, в то время как у конкурентов ROIC ниже из-за их более длительного цикла поставок. В целом можно сказать, что у Henderson ROIC сопоставим с ведущими мировыми ритейлерами одежды и обуви, однако компания не подвержена таким высоким рискам конкуренции и имеет лучшие 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% диапазон мин. - макс.	отр. - 9% диапазон мин. - макс.	16% - 27% диапазон мин. - макс.	12% - 22% диапазон мин. - макс.	19% - 45% диапазон мин. - макс.	22% - 64% диапазон мин. - макс.

Источник: компания

Устойчиво высокая рентабельность ...

На российском рынке акций для Henderson нет прямых публичных аналогов. Для розничной продажи одежды характерны более высокие показатели рентабельности по валовой прибыли и EBITDA, чем для розничной продажи продуктов питания, но более существенный оборотный капитал. Henderson имеет все положительные особенности непродовольственной розницы, но также обладает более высокой прибылью и большей устойчивостью к экономическим спадам благодаря работе в высоком ценовом сегменте.

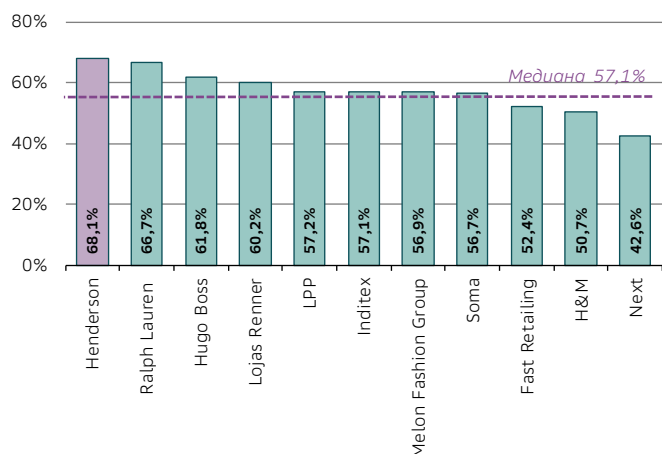
Компания использует канал онлайн-продаж, что обеспечивает гибкость управления оборотным капиталом. Она может использовать интернет-площадки для распродажи товаров в конце сезона. Henderson имеет сеть из девяти аутлетов, что позволяет избежать ситуации, когда старый товар продается в тех же магазинах, 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 на протяжении развития компании, и на текущий момент доля товаров старше одного года составляет 3,5%.

На каждом этапе цепочки создания стоимости Henderson генерирует одну из самых высоких или самую высокую маржу в отрасли. Во-первых, нынешний 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 партии заказанного товара. Благодаря многолетнему опыту сотрудничества с различными поставщиками Henderson обладает компетенциями в перестраивании процессов и смене производителей в ответ на макроэкономические факторы, такие 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.

Валовая рентабельность Henderson (68% в 2022 году) выше, чем у глобальных аналогов, не говоря уже о российских публичных непродовольственных компаниях (средняя валовая маржа составила 28% в 2022 году). Более высокая валовая рентабельность Henderson обусловлена тем, что компания позиционирует себя как более дорогой бренд.

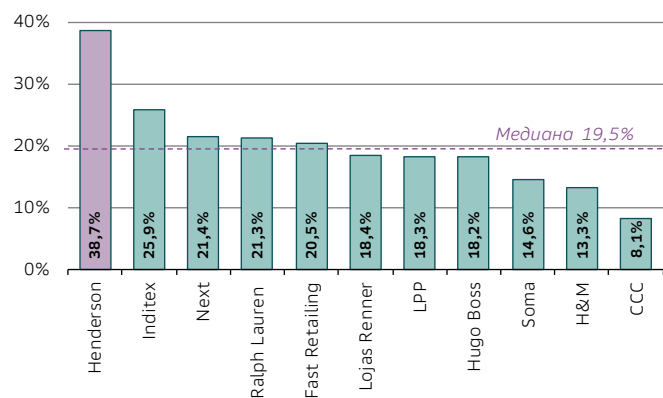
Повторное открытие магазинов положительно влияет на оптимизацию операционных затрат. За счет того, что площадь обновленного салона больше, чем площадь салона старого формата, компания более эффективно использует персонал магазина, расходы на который являются одной из основных затрат ритейлеров. Рост доли обновленных салонов позволил снизить среднее количество работников на 100 кв. м. с 3,3 в 2019 году до 2,8 в 2022 году. В результате доля расходов на персонал от выручки уменьшилась с 19,4% до 18,4% за период. В отличие от других игроков, доля затрат на рекламу и продвижение бренда составляет незначительную долю от выручки – около 1%, в сравнении с ближайшими конкурентами Hugo Boss (7,9%) и Ralph Lauren (7,1%). Решение не закладывать значительный рекламный бюджет было целенаправленным: ранее компания тестировала увеличение маркетинговых продаж, однако это не оказало существенного влияния на трафик.

Валовая рентабельность в 2022 году



Источник: компании, SberCIB

Рентабельность EBITDA (МСФО 16) в 2022 году



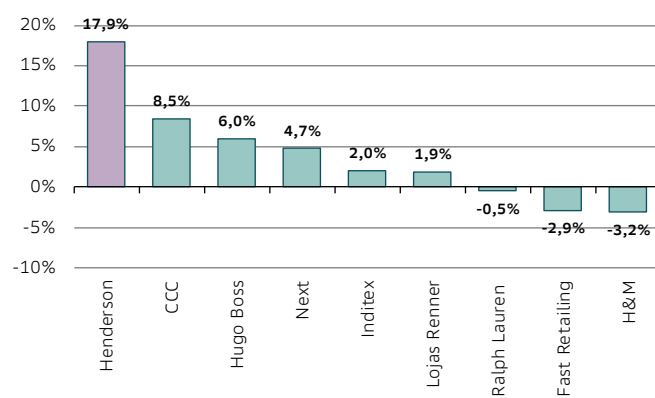
Источник: компании, SberCIB

Важно отметить, что валовая рентабельность онлайн-продаж сопоставима с рентабельностью в офлайн-канале. По валовой рентабельности маркетплейсы и собственный интернет-магазин (с доставкой на дом) находятся на одном уровне, поскольку ассортимент идентичен. Политика ценообразования подразумевает, что во всех каналах (салоны, интернет-магазин и маркетплейсы) на ассортимент поддерживается единая цена. Это подразумевает, что если на маркетплейсах происходят распродажи, то компания должна соответственно снизить цены во всех остальных каналах. Однако у Henderson есть ряд договоренностей с маркетплейсами, которые позволяют ей не участвовать во всех распродажах. Рентабельность по EBITDA на маркетплейсах несколько выше, чем в салонах.

...И ПЕРСПЕКТИВЫ РОСТА

Ключевым драйвером роста выручки Henderson стало внедрение нового формата магазина, который способствовал увеличению плотности продаж. Среднегодовой рост выручки в 2019–2022 годах у Henderson составлял 18% – больше, чем у мировых аналогов (2,1%).

Среднегодовой рост выручки в 2019–2022 годах*



* - в локальной валюте
 Источник: компании, SberCIB

Консолидация российского рынка одежды продолжается. Однако сегмент мужской деловой одежды остается фрагментированным с точки зрения количества присутствующих игроков и разнообразия ассортимента, что предоставляет компании возможности для дальнейшего наращивания рыночной доли. Средняя плотность продаж у других российских ритейлеров в 2019–2022 годах увеличилась на 17% – с 230 тыс. руб. на квадратный метр до 269 тыс. руб. За этот же период благодаря повторному открытию магазинов плотность продаж у Henderson выросла на 28% – с 223 тыс. руб. до 284 тыс. руб.

Мы полагаем, что указанные факторы положительно влияют на темпы роста Henderson, которые выше, чем у других публичных ритейлеров.

ИНВЕСТИЦИИ В ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ И КАПИТАЛЬНЫЕ ЗАТРАТЫ

Для ритейлеров одежды, в отличие от продовольственной розницы, характерны более значительные инвестиции в оборотный капитал. Эта особенность объясняется более низкой оборачиваемостью продукции и более длительными сроками проведения закупок: компании получают сезонную коллекцию за несколько месяцев до начала сезона.

Таким образом, при выручке 12,4 млрд руб. за 2022 год суммарные инвестиции в запасы составили 3 млрд руб., что подразумевает оборачиваемость 258 дней. Для глобальных аналогов этот показатель в 2022 году составлял 135 дней.

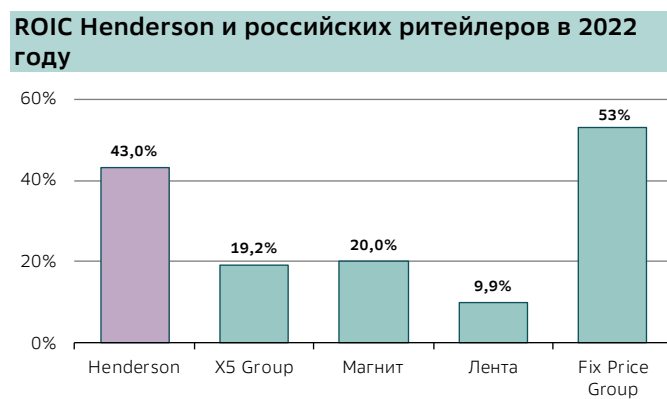
В 2022 году компания была вынуждена отказаться от работы по аккредитивным схемам, что привело к снижению кредиторской задолженности и сокращению отсрочки по выплатам по кредиторской задолженности со 110 до 68 дней. На текущий момент компания полностью восстановила прежний уровень кредиторской задолженности, в связи с чем мы ожидаем возвращения к прежним уровням отсрочки платежа в 2023 году. У глобальных аналогов отсрочка по выплатам была меньше (91 день).

В 2022 году чистый оборотный капитал Henderson составил 2,5 млрд руб., а его доля от выручки достигла 20%. Существенную часть чистого оборотного капитала составляют запасы, что обусловлено длительным сроком создания коллекции. Доля оборотного капитала от выручки в целом соответствует средним показателям для аналогов, хотя есть исключения, такие как Inditex, которые работают с отрицательным чистым оборотным капиталом благодаря своему доминирующему положению на рынке.

Капитальные затраты на открытие и повторное открытие одного салона примерно равны и составляют около 40 млн руб. В 2018–2022 годах капиталовложения в открытие новых салонов не превышали 500 млн руб. ежегодно. В 2022 году было также куплено здание под центральный флагманский салон.

ROIC В СРАВНЕНИИ С ПОКАЗАТЕЛЯМИ ПУБЛИЧНЫХ РОССИЙСКИХ РИТЕЙЛЕРОВ

ROIC Henderson благодаря росту рентабельности по EBITDA в 2022 году достиг 43%. Это выше, чем в среднем у российских крупнейших ритейлеров (10–20%).



Источник: компании, SberCIB

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 Henderson демонстрирует лучшие результаты. Дело в том, что товары Henderson относятся к более высокому

ценовому сегменту. Однако для ритейла одежды характерна более низкая оборачиваемость, чем, например, у Fix Price, которая частично представлена в продовольственном сегменте (оборотная способность продукции в этом сегменте выше). Кроме того, политика 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.

Потребности в оборотном капитале у Henderson выше, чем у аналогов, что обусловлено более низкой оборачиваемостью и более высокой средней ценой продукции. У Fix Price оборотный капитал в 2022 году был отрицательным, то есть компания фактически финансирует свою текущую операционную деятельность за счет кредиторской задолженности поставщикам. Fix Price является лидером среди магазинов с низкими фиксированными ценами в России, что позволяет этой компании занимать более сильные позиции на переговорах с поставщиками и кредиторами и, соответственно, получать более выгодные отсрочки по платежам. Как отмечалось выше, на рынке одежды и обуви компания Inditex, будучи лидером, также имеет отрицательный оборотный капитал.

Капитальные затраты на квадратный метр у Henderson также выше, чем у Fix Price и Детского мира. Это обусловлено более высокой стоимостью материалов и оборудования. Однако стоит отметить, что срок работы одного салона без капитальных затрат на обновление у Henderson превышает 10 лет – это больше, чем у других российских аналогов.

Стратегия развития Henderson

Основная цель Henderson – органический рост продаж за счет расширения торговых площадей и развития онлайн-каналов при сохранении высокой операционной эффективности. На наш взгляд, у компании есть для этого все необходимое. По нашим оценкам, число салонов к 2028 году увеличится до 180, а их общая площадь может вырасти с 45 тыс. кв. м на конец 1П23 до 82 тыс. кв. м к концу 2028 года. Компания продолжит развивать омниканальную модель продаж и инвестировать в развитие онлайн-сегмента. Группа планирует строительство нового распределительного центра, разработку и обновление ПО, в том числе создание нового онлайн-магазина и приложения собственной разработки.

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.

ОТКРЫТИЕ САЛОНОВ В НОВОМ ФОРМАТЕ

У Henderson долгая и успешная история открытия и управления салонами. Однако компания постепенно сократила сеть с 164 точек в 2019 году до 158 в конце 1П23 (на 4%). При этом торговые площади за указанный период увеличились с 34,6 тыс. кв. м до 44,5 тыс. кв. м (на 29%). 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. Кроме того, в новых салонах появились зоны услуг портного и ателье по индивидуальному пошиву одежды Su Misura, а также, при возможности, кофе-пойнты для клиентов. Дополнительное преимущество новой концепции – увеличение срока эксплуатации магазинов до 10-12 лет против 4-5 лет в сегменте масс-маркета. Период выхода на окупаемость салонов нового образца сократился до 10 месяцев, тогда как у салонов старого типа он достигал 15 месяцев. Перестройка и расширение салона в соответствии с новой концепцией занимает 4-5 дней, если салон расширяется в том же помещении, и до нескольких месяцев, если салон переезжает в другое место.

Входная группа магазина старого формата



Источник: компания

Входная группа магазина нового формата



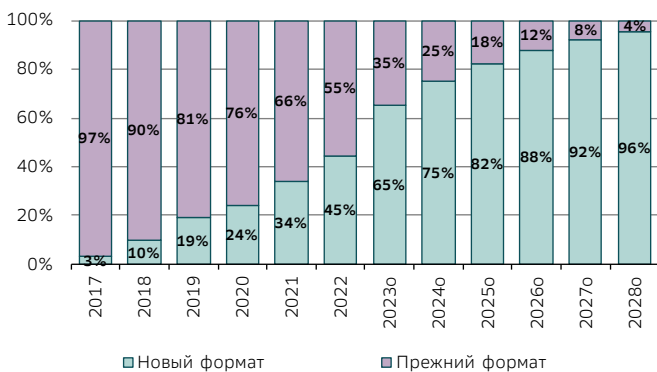
Источник: компания

Внедрение новой концепции салона приводит к увеличению трафика и времени, которое покупатели проводят в салоне. Увеличение арендуемой площади и рост продаж в расчете на квадратный метр становятся важными факторами, которые позволяют получить более выгодные условия при переговорах с торговыми центрами. Рост площади салонов позволяет оптимизировать численность персонала в расчете на 100 кв. м: этот показатель снизился на 12% – с 3,3 сотрудника в 2019 году до 2,9 на конец 1П23. На наш взгляд, такой тренд может сохраниться, а по оценкам компании, количество сотрудников в расчете на 100 кв. м не будет превышать трех.

Увеличение площади салонов предполагает расширение складских помещений. Это позволит существенно сократить интервалы между поставками продукции со складов в отделение сети и ускорить доставку заказов, сделанных через собственный интернет-магазин и маркетплейсы.

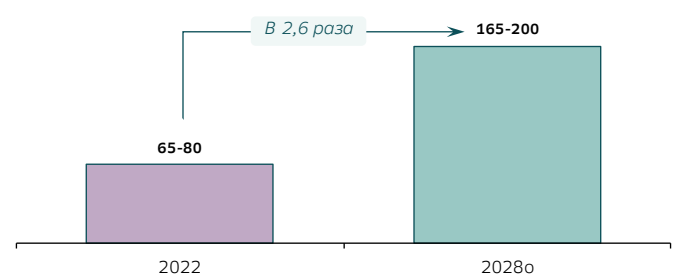
Концепция салонов нового формата доказала свою эффективность. Она станет базой для дальнейшего роста за счет увеличения доли переформатированных салонов, расширения торговых площадей и открытия новых магазинов. На конец 2022 года доля переформатированных салонов составила 30%, а в среднесрочной перспективе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

Доли торговых площадей нового и старого формата, %



Источник: компания, SberCIB

Прогноз компании по росту выручки, млн руб. на один салон в год



Источник: компания, SberCIB

УСКОРЕНИЕ ОРГАНИЧЕСКОГО РОСТА

Henderson имеет опыт быстрого расширения сети магазинов. С 2008 по 2012 год компания увеличила число салонов с 50 до 100, а с 2012 по 2015 – до 168. При этом компания сохраняет жесткие стандарты контроля за эффективностью, и с 2015 года она начала планомерно сокращать сеть, уменьшив количество салонов до 158 на конец 1П23 (в том числе из-за их переформатирования).

После ухода крупных иностранных игроков с российского рынка в 2022 году освободились привлекательные локации в крупных торговых центрах как в Москве, так и в регионах, что открывает возможности для увеличения сети салонов Henderson. Летом 2023 года компания открыла флагманский салон в Москве на ул. Кузнецкий мост, купив здание, где ранее находился магазин одного из крупных западных брендов одежды.

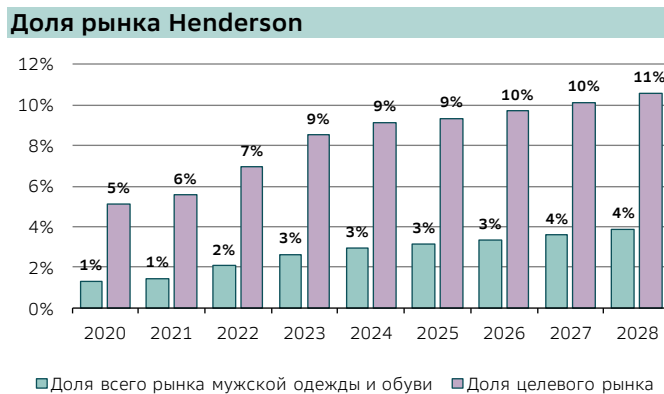
Компания планирует планомерно расширять сеть магазинов: в Москве и Московской области их число должно увеличиться на 23% – с 47 в конце 2022 года до 58 к 2028, а в регионах за тот же период – на 9%, со 112 салонов до 122. Henderson намерен сохранить все магазины под прямым управлением (два салона, открытые по франшизе в Армении, де-факто находятся под непосредственным управлением компании).

Мы ожидаем, что благоприятные для компании внешние условия и структурные факторы, перечисленные выше, сохранятся длительное время. Опираясь на опыт эффективного управления и успешного обновления салонов, компания сможет продолжить расширение сети.

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.

Восстановление рынка одежды и обуви продолжается на фоне роста реальных доходов населения, этот эффект особенно заметен в регионах. Уход иностранных брендов и усложнение покупки их продукции для потребителей на фоне логистических и санкционных ограничений открывает возможности для дальнейшего развития бизнеса Henderson и увеличения объемов продаж.

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



Источник: компания, Infoline, SberCIB

РАЗВИТИЕ МОДЕЛИ ОМНИКАНАЛЬНЫХ ПРОДАЖ И ЦИФРОВЫХ СЕРВИСОВ

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. Стратегия компании предполагает создание идентичного опыта у покупателей вне зависимости от выбранного клиентского пути, а также поддержание одинаковой ценовой политики. Henderson не предоставляет дополнительных скидок на маркетплейсах, но частично реализует через этот канал старые коллекции с дисконтом. 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.

Омниканальная модель позволяет эффективно управлять товарными остатками, она дает покупателям возможность заказать через интернет товар, который они не нашли в салоне.

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 годы, что предполагает органический рост доходов от этих каналов. На наш взгляд, развитие собственной онлайн-платформы, а также реформатирование салонов (с увеличением пространства для хранения товаров) могут расширить возможности продаж через онлайн-каналы.

СОХРАНЕНИЕ ВЫСОКОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ БИЗНЕСА

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

Во-первых, мы ожидаем, что увеличение площади салонов и улучшения их местоположения позволит сократить арендные расходы Henderson. Укрупнение магазинов наряду с ростом трафика и выручки укрепляет позиции компании при переговорах с арендодателями.

Во-вторых, рост объемов продаж способствует снижению закупочных цен по мере увеличения размера партий заказов у производителей. Этот фактор может поддержать валовую рентабельность на текущем уровне (68%) в 2022 году несмотря на рост цен.

В-третьих, компания поддерживает показатель уценки на низком уровне, сокращая как размер скидки, так и долю продукции, реализуемой со скидкой. В 1П23 74% выручки поступило от продаж по первой цене, и мы не ждем, что эта доля будет сокращаться. Инвестиции в ИТ-сервисы могут обеспечить оптимизацию управления остатками и логистическими цепочками, что позволит сохранить низкий показатель уценки, несмотря на рост ассортимента и объемов продаж и повысить качество работы с клиентами.

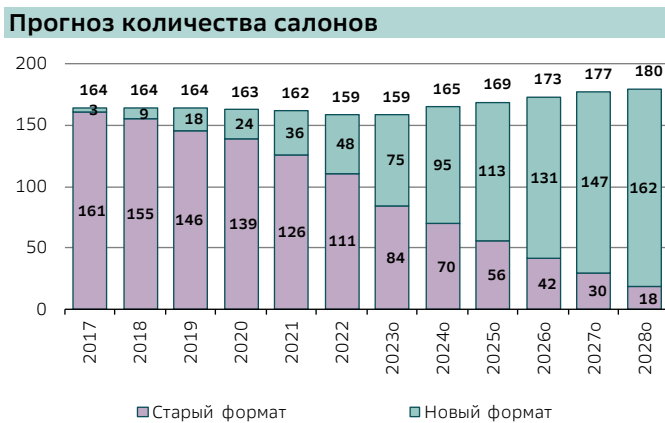
В-четвертых, компания планирует строительство собственного распределительного центра (РЦ), чтобы продолжить переход к модели FBS при работе с маркетплейсами и увеличить долю прямых продаж через свой онлайн-магазин. Площадь РЦ составит 22,2 тыс. кв. м (плюс 91% к текущим площадям) и позволит увеличить пропускную способность до более чем 550 тыс. товарных единиц в неделю (на 96% с текущего уровня). 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, (например, риск пожара, который может серьезно повлиять на бизнес, несмотря на страховые выплаты), а также повысить эффективность работы с возвратами (например, будет возможна обработка вещей перед повторной продажей).

Финансовые прогнозы компании

Планы развития и экспансия

Сейчас главная задача Henderson – переформатировать салоны в соответствии с новой концепцией. Доля салонов нового формата должна увеличиться до 90% в 2028 году с 30% в 2022. В результате обновления формата ожидаем роста плотности продаж. При этом количество салонов, согласно нашему прогнозу, достигнет 180 к 2028 году против 159 на конец 2022 года.

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 – достичь 90%. Эти планы предполагают обновление 93 магазинов старого формата и запуск 21 магазина нового формата. Таким образом, основная задача компании – модернизация и расширение торговых площадей. Оба вида экспансии (запуск новых и переформатирование имеющихся магазинов) сопоставимы по размеру капитальных затрат и перечню необходимых ремонтно-монтажных работ, поскольку «перезапуск» магазина зачастую подразумевает его закрытие и переезд в новую локацию в рамках одного ТЦ. С учетом этого ежегодно количество магазинов обновленного формата будет увеличиваться в среднем на 19, согласно планам руководства компании. Ожидается, что наиболее интенсивными в плане ввода площадей нового формата будут 2023–2024 годы, поскольку после ухода глобальных игроков у компании появилась возможность занять часть освободившего пространства на рынке. 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 и за выгодные локации в ТЦ.



Источник: компания, SberCIB



Источник: компания, SberCIB

Компания на данный момент присутствует в каждом федеральном округе России и стремится к экспансии как в регионах, так и в Москве и Санкт-Петербурге. Бренд также развивает два франшизных магазина в Армении, однако стратегия компании не предполагает активного развития за рубежом. При открытии новых магазинов компания ориентируется на крупные города с населением не менее 300 тыс. жителей, предпочтение отдается городам с выраженной рыночной емкостью для новых магазинов. Henderson проводит анализ количества и качества ТЦ в отобранных городах, а также доступности привлекательных локаций – с хорошей просматриваемостью витрин и высоким трафиком. При выборе городов присутствия важную роль играет логистика. У

бренда уже был успешный опыт открытия магазинов в городах, отдаленных от Москвы (где расположены все распределительные центры): Иркутске, Владивостоке, Хабаровске, Калининграде и других. Однако по словам менеджмента, в этих магазинах доля затрат на доставку относительно общей выручки примерно в три раза выше.

Согласно планам руководства компании, по итогам 2023 года в новый формат должны быть переведены 27 магазинов, из которых 12 уже работали в новом формате на конец 1П23. Для сравнения, в 2021–2022 годах формат был обновлен соответственно в 16 и 13 магазинах, то есть темпы внедрения нового формата возрастают. Решение о более быстром обновлении формата представляется своевременным, и наличие эффективной модели нового магазина, готовой к масштабированию, дает компании возможность нарастить рыночную долю. Модель, сформированная на основе тестирования различных модификаций нового формата в 2017–2019 годах, в 2021–2022 годах продемонстрировала улучшение финансовых и операционных метрик (выручка на квадратный метр и трафик).

С 2019 года, когда была стандартизирована новая модель магазина, основное внимание Henderson уделяет 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 рост этих показателей составляет соответственно 70% и 3,6 раза. За этот период в чистом выражении было закрыто шесть магазинов, а открыто или обновлено 53 магазина.

В 2022 году трафик (количество посетителей, не обязательно совершивших покупку) в магазинах сети увеличился на 3% г/г до 11,1 млн человек (несмотря на снижение трафика в ТЦ по стране в целом на фоне роста доли пустующих площадей в ТЦ). При этом конверсия трафика (доля посетителей, сделавших покупку, от всех посетителей магазина) выросла до 13,5% с 12,8% в 2021 году. Согласно нашим расчетам, средняя стоимость проданного товара увеличилась на 20% г/г, а плотность продаж – на 21% г/г (в новых магазинах – на 24% г/г, а в старых – на 18% г/г).

В 1П23 рост трафика составил 18,3% г/г, что было отчасти обусловлено расширением торговых площадей на 9% г/г. Более высокий трафик наряду с улучшением конверсии с 13,2% в 1П22 до 13,5% привели к росту количества чеков на 21% г/г в 1П23. Средняя стоимость проданного товара увеличилась на 3,8% г/г. Эти факторы способствовали увеличению выручки в магазинах в 1П23 на 31,4% г/г.

По словам менеджмента, в 2П23 существенной индексации цен не планируется.

Прогноз менеджмента предполагает увеличение доли магазинов в новом формате с 30% в 2023 году до 90% в 2028 году. В связи с этим можно предположить, что в среднесрочной перспективе выручка будет расти быстрее, чем торговые площади, за счет увеличения доли площадей в новом формате.

Согласно комментариям руководства, доля выручки сегмента Click&collect в 2023–2028 годах будет составлять 10% от совокупной выручки компании. Это сопоставимо со средней долей в выручке за 2020–2022 годы (9%).

Валовая маржа и рентабельность по EBITDA

Розничные продажи одежды обычно более рентабельны, чем продуктовый ритейл, но требуют более значительных вложений оборотного капитала. Валовая рентабельность в 2022 году существенно улучшилась, составив 68,1% против 61% в среднем за 2020–2021 годы. Рост этого показателя в 2022 году было обусловлено оптимизацией управления остатками коллекций, благодаря которой 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 относительно 1П22 она возросла на 4 п. п. и составила 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

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

Аренда. Компания Henderson смогла договориться о пересмотре условий аренды для большинства своих магазинов, что способствовало уменьшению средней арендной ставки. Большинство новых договоров аренды компания заключает с низким фиксированным платежом, привязывая основную сумму платежа к выручке. Помимо этого, компания старается заключать более долгосрочные договоры аренды: если ранее срок составлял пять лет, то средний срок новых договоров – около 7-10 лет.

При этом расширение сети и укрупнение форматов усиливают переговорные позиции компании, что позволит оптимизировать долю расходов на аренду, несмотря на то что в новых локациях ставки более высокие.

Заработная плата. Мы предполагаем, что среднее количество работников в салонах на один квадратный метр останется на уровне трех, что примерно соответствует нынешнему показателю (2,9).

Оборотный капитал и операционный денежный поток

Бизнес по производству одежды и обуви требует значительных вложений в запасы с учетом длительного цикла создания коллекции. Оборотный капитал Henderson в 2020–2022 годах был положительным и в среднем составлял 15,9% от выручки. В 2022 году компания была вынуждена отказаться от использования аккредитивов при формировании кредиторской задолженности, что привело к снижению доли счетов к оплате в выручке, что привело к временному повышению доли оборотного капитала от выручки до 20%. В 1П23 объем кредиторской задолженности восстановился.

Обзор компании

От дистрибьютора сторонних брендов к дому мужской моды №1

Компания начала работу в 1993 году как дистрибьютор одежды и детских игрушек американских и европейских брендов. В 1996 году она стала эксклюзивным поставщиком мужской одежды (преимущественно рубашек и белья) 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, приобретая права на бренд Henderson и затем запустив собственное производство мужской одежды. Для этого она создала собственную команду дизайнеров и выстроила 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. В 2014 году долю в компании приобрел внешний финансовый инвестор (Goldman Sachs), а в 2021 году этот пакет был выкуплен основным акционером Henderson.

К 2017 году приоритет компании сместился от расширения к оптимизации сети салонов, насчитывавшей на тот момент 164 магазина. При этом было достигнуто оптимальное соотношение салонов в Москве и регионах: на Москву пришлось 30% торговых площадей, которые генерировали 38% выручки компании. Впоследствии это соотношение осталось примерно таким же.

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

Когда период расширения сети завершился, в 2017 году началась разработка нового формата, который подразумевает 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.

Новый формат тестировался в разных вариантах, что даже привело к снижению плотности продаж в обновленных магазинах в 2019 году на 15% г/г до 233 тыс. руб./кв. м. В 2020 году антиковидные ограничения оказали негативное влияние на трафик в салонах сети, что привело к снижению плотности продаж на 29% г/г. Однако в 2021 и 2022 гг. выручка на кв. м увеличилась соответственно на 42% и 22%, что подтвердило правильность выбранной стратегии по смещению акцента с расширения сети на переформатирование действующих салонов. За 2017-2022 гг. количество магазинов сети сократилось с 164 до 159, однако общая торговая площадь увеличилась на 40% до 41 тыс. кв. м – главным образом за счет обновления формата 30% салонов.

География присутствия салонов Henderson в России на конец 2022 года



Источник: компания, SberCIB

В 2021 году Henderson выпустил дебютный выпуск облигаций в размере 2 млрд руб. на Московской бирже.

В 2022 году компания была реструктурирована в российском правовом поле.

В 2022 году Henderson купил здание в Москве на улице Кузнецкий мост за 1,1 млрд руб. и в мае 2023 года открыл там новый флагманский магазин. Это крупнейший магазин сети (около 1 тыс. кв. м) и единственный в ее собственности (все остальные торговые точки арендуются). Помимо обычных функций, он выполняет роль учебного центра. Персонал обучают работе с клиентом, главная цель которой – создание цельного образа, дополненного обувью и аксессуарами с учетом предпочтений клиента. Для обучения используются каталоги с готовыми образами. Кроме того, во флагманском салоне тестируются новые коллекции, практики ценообразования и другие нововведения, которые при положительном результате масштабируются на всю сеть магазинов.

Ключевые этапы развития компании



Источник: компания, SberCIB

Концепция магазинов

С 2017 года руководство Henderson сместило фокус внимания с темпов роста на улучшение удельных экономически показателей (юнит-экономики) магазинов путем обновления их формата. Новый формат подразумевает увеличение средней площади салона-магазина с 150-250 до 350-700 кв. м, предоставление услуг портного и ателье по индивидуальному пошиву одежды Su Misuga, а также (при возможности) организацию кофейных точек для клиентов. Помимо этого, был обновлен внутренний дизайн салонов, раскладка товаров и зонирование (произошло деление на Casual и Classic), сменилось освещение, оборудование, обновился логотип бренда.

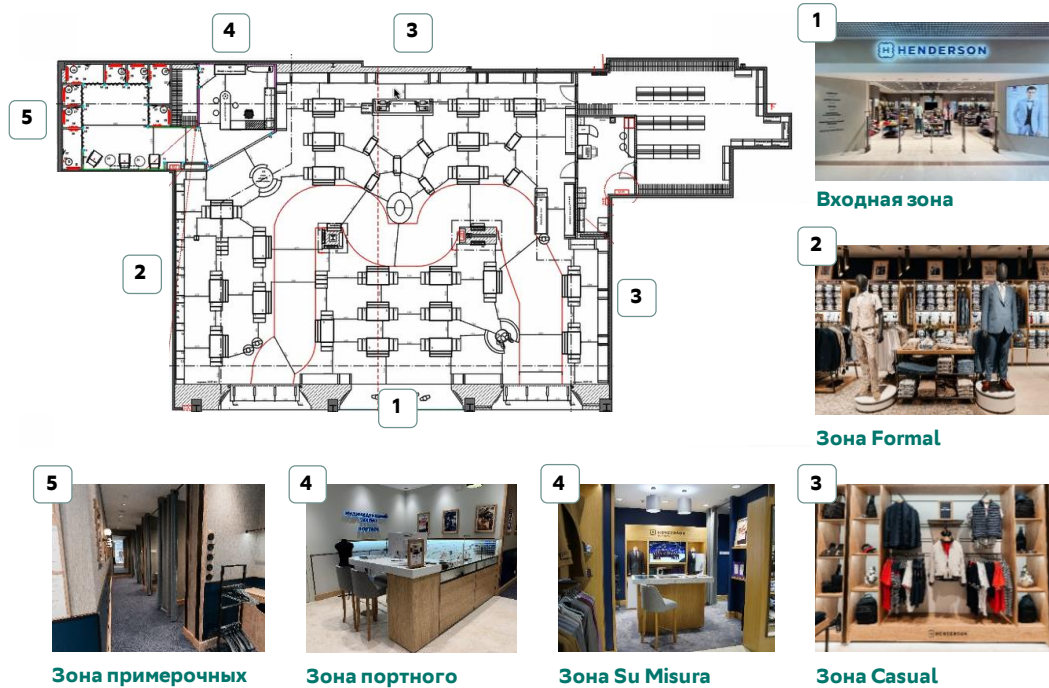
В салонах нового формата ассортимент бренда теперь представлен на 90-100%, тогда как в магазинах старого формата эта доля составляла 50-80%. Улучшение дизайна салонов привело к росту трафика, в результате чего с 2019 по 2022 год выручка в расчете на квадратный метр выросла на 28% (несмотря на увеличение средней площади салона). За этот период Henderson смог повысить EBITDA (IAS 17) в 3,5 раза – с 0,9 млрд руб. до 3,1 млрд руб.

Компания ориентируется на продажи мужской одежды в классическом стиле, но за последние несколько лет она значительно расширила ассортимент повседневной одежды в деловом стиле (business casual), а также представила линейку обуви и аксессуаров. Благодаря этому реализована новая концепция бренда, которая подразумевает возможность сформировать полностью законченный образ при посещении салона.

В результате тестирования разных форматов в 2019 году плотность продаж снижалась. К 2020 году компания окончательно сформировала формат новых магазинов., однако ограничение на свободное посещение ряда ТЦ во время COVID-19 нивелировало эффект от обновления формата. В 2021 году в магазинах нового формата трафик посетителей увеличился на 80%, что привело к росту выручки с 245 тыс. руб. до 303 тыс. руб. на кв. м (в салонах старого формата она выросла с 234 до 279 тыс. руб. на кв. м).

Затраты на открытие магазина в новом формате примерно такие же, как и на переформатирование старого (с учетом расширения торговой площади, переоборудования и смены дизайна). При этом магазин в новом формате не требует обновления в течение 10-12 лет. Срок обновления формата может сильно варьироваться в зависимости от магазина. В случае расширения текущих торговых площадей на подготовку салона для перезапуска может потребоваться около 4-5 рабочих дней (в такой срок успевают уложиться около 90% магазинов), при смене локации (например, переезд из одной локации в другую в одном и том же ТЦ) и с учетом особенностей арендных договоров для смены формата может потребоваться несколько месяцев. Открытие магазина в новом формате с нуля (включая строительные работы) занимает 80-90 дней.

Структура магазина нового формата Henderson



Источник: компания, SberCIB

Выкладка одежды – зона классической одежды, рубашки



Источник: компания, SberCIB

Продажа дополнительных продуктов – обувь и аксессуары



Источник: компания, SberCIB

Интерьер салона – зона casual одежды



Источник: компания, SberCIB

Выкладка товара в салоне Henderson



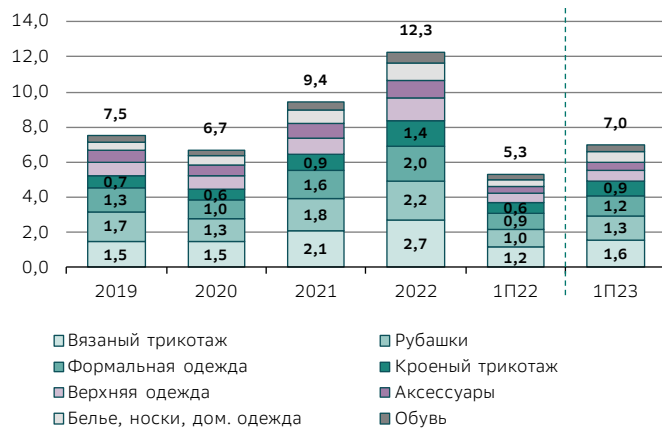
Источник: компания, SberCIB

Обновление формата позитивно отразилось на финансовых результатах: помимо увеличения плотности продаж, оно позволило сократить операционные затраты.

Структура продаж

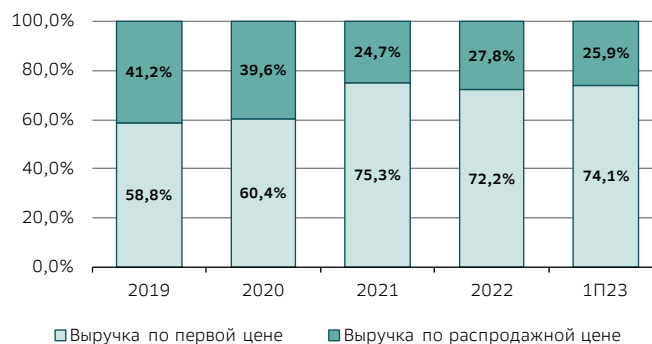
Выручка Henderson диверсифицирована между продуктовыми направлениями. Основные из них – вязанный трикотаж, рубашки, формальная одежда и кроеный трикотаж – в совокупности приносят компании около 70% продаж, и эта доля остаётся стабильной в последние годы. В последние два с половиной года компания продает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

Структура выручки по категориям товаров, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

Структура продаж по первой и распродажной цене, %



Источник: компания, SberCIB

Вертикальная интеграция и логистика компании

Компания управляет всей цепочкой производства мужской одежды. На первом этапе собственное бюро дизайна формирует будущую коллекцию. Размер коллекции, структура ассортимента и количество цветоделей определяется на базе прошлых сезонов с учетом прогнозируемого масштабирования сети. За год выпускаются шесть коллекций, выпуск происходит в два основных 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.

Сырьё для производства одежды и обуви (ткани, гарнитура, кожа и пр.) закупается преимущественно в странах Европы. С помощью подрядчиков компания организует транспортировку закупленного сырья на фабрики по пошиву одежды, расположенные в основном 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.

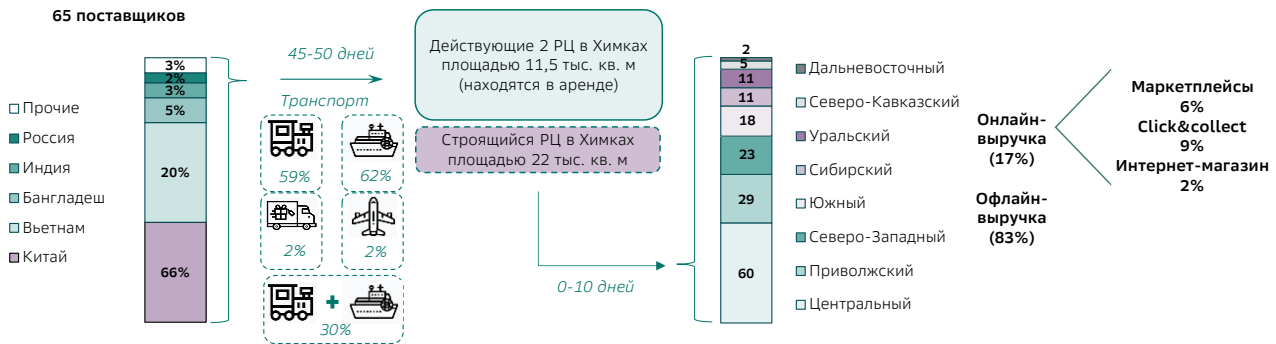
База производителей компании хорошо диверсифицирована между 65 поставщиками, доля топ-10 поставщиков по стоимости продукции составляет 65%. При этом даже в 2020 году ограничения из-за пандемии COVID-19 не повлияли на поставки одежды, а база поставщиков существенно не изменилась.

Компания не имеет своего транспорта и пользуется услугами логистических компаний. В 2022 году 90% товаров доставлялось морем (в т. ч. через Новороссийск и Финляндию), 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 РЦ в Московской области (Химки). Доставка в салоны Москвы и Санкт-Петербурга происходит в тот же день и на следующий день. 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

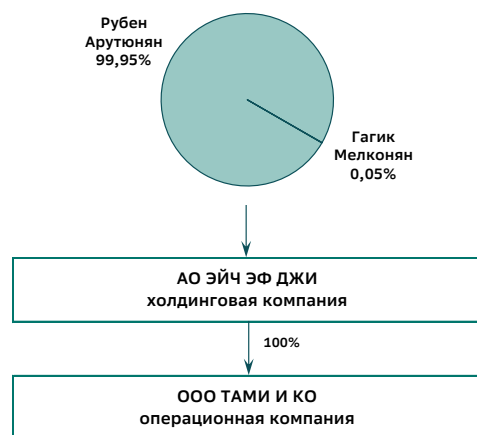


Источник: компания, SberCIB

Корпоративная структура и управленческая команда

После выкупа доли Goldman Sachs в 2021 году и реструктуризации владения компанией в пределах РФ в 2022 году главным акционером компании 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 работает над созданием опционной мотивационной программы для ключевых сотрудников. Помимо семи представителей компании, в совете директоров присутствуют два независимых директора. В комитет по аудиту и рискам входят пять членов совета директоров, возглавляет его независимый директор. Ключевые топ-менеджеры работают в компании более восьми лет – это значит, что компания управляется теми же людьми, которые создали текущую стратегию развития бизнеса.

Структура владения Henderson



Источник: компания, SberCIB

Риски

На наш взгляд, компания Henderson в основном подвержена страновым и отраслевым рискам. Мы не считаем значимым риск, связанный с реализацией стратегии компании. Есть ряд факторов, не контролируемых компанией 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. Но при таком сценарии также логично ожидать ускорения роста выручки.
- 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 делают ставку на онлайн как основной канал продаж. Это означает, что у ряда продавцов одежды темпы роста будут выше, чем у Henderson. При этом продажи мужской одежды через торговые центры снижаются. Отметим, что пик перетока 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 результаты.

Ограничение ответственности