



31 октября 2023 г.

Henderson (HNFG)

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

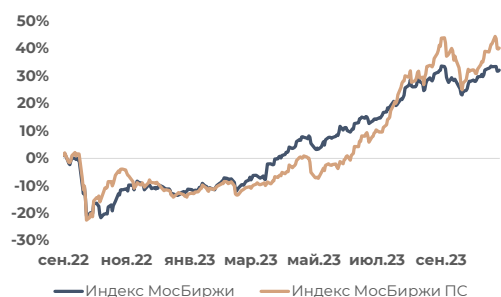
Модное IPO

Ритейлер Henderson выходит на IPO и планирует разместить на бирже порядка 5 млн акций. Компания станет первым публичным представителем сегмента Fashion на российском рынке, а конкретнее, именно мужской моды. Сейчас идет сбор заявок на участие в размещении, и объявлен ценовой диапазон от 600 руб. до 675 руб. за бумагу. Мы проанализировали опубликованные группой материалы и полагаем, что у ритейлера хорошие перспективы роста и поддержания высокой рентабельности. Рынок мужской одежды продолжит расти в течение ближайших 5 лет, а Henderson, как ожидается, будет наращивать свою долю рынка. Также компания планирует выплачивать дивиденды в размере не менее 50% от чистой прибыли ежегодно. С учетом весьма высокой по меркам ритейлеров рентабельности мультипликатор EV/EBITDA Henderson в объявленном ценовом диапазоне кажется нам вполне приемлемым. Даже при оценке компании по верхней границе диапазона Henderson по EV/EBITDA 2023 г. будет стоить дешевле Fix Price, который является наиболее релевантным примером для сравнения.

Параметры размещения: Ранее группа объявила, что индикативный ценовой диапазон IPO установлен на уровне 600-675 руб. за акцию, что соответствует капитализации в 21,6-24,3 млрд руб. без учета ожидаемой дополнительной эмиссии. Основную часть предложения инвесторам должна составить дополнительная эмиссия в объеме до 3 млрд руб., а акционер-основатель может продать свои акции на сумму до 0,3 млрд руб. Основным акционером компании Рубен Арутюнян, который владеет почти 100% компании, также предоставит до 10% от базового размера IPO для возможной стабилизации на вторичных торгах. Общий размер IPO может составить до 3,63 млрд руб., а free-float по итогам составит до 15%. В рамках реализации долгосрочной программы мотивации, Рубен Арутюнян также передаст пакет в 10,5% существующих акций в пользу сотрудников группы. После проведения IPO основной акционер сохранит за собой контроль в компании. Он не сможет продавать акции в течение 185 дней после IPO, а сотрудники, получившие бумаги, в течение года. По итогам размещения и дополнительной эмиссии, общее количество акций Henderson увеличится с 36 млн до 41,3-42 млн бумаг в зависимости от объявленной цены. Капитализация соответственно может составить 25,2-27,9 млрд руб.

Отрасль: В период с 2020 по 2022 г. рынок одежды и обуви в России вырос на 11% и за прошедший год составил 2,6 трлн руб. Рынок мужской одежды и обуви рос более быстрыми темпами в 22%, и его емкость в 2022 г. превысила 720 млрд руб. (27,7% от общего). В 2022 г. на фоне шоков в экономике население значительно сократило расходы на товары не первой необходимости, в том числе одежду и обувь, что привело к обвалу данных рынков. В текущем году наблюдается восстановительный рост, и, по прогнозам, рынок мужской одежды и обуви увеличится на 4,7% г/г. В ближайшие 5 лет среднегодовой рост рынка мужской одежды и обуви в России ожидается на уровне 8% г/г, что превышает ожидаемый показатель инфляции в стране. К концу 2027 г. рынок может превысить объем в 1 трлн руб., а в 2028 г. потенциально составит 1,14 трлн руб. По своей структуре рынок мужской одежды и обуви отличается высоким уровнем фрагментации за исключением онлайн-сегмента. В 2022 г. доля топ-10 игроков составляла всего 22,2%. Доля топ-10 снизилась по сравнению с 2021 г. на 5,7 п.п. г/г в связи с уходом ряда международных компаний-лидеров. Это также означает высвобождение дополнительного объема для местных игроков. По оценкам, около 25% ритейлеров мужской одежды заявляли о сворачивании деятельности или прекращении поставок в Россию. В сегменте премиум и люкс эта доля составляет 45% и 65% соответственно. Henderson является лидером в своей нише специализированных сетей по

Динамика индексов



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 1П 2023 г.

Магазины, шт.	2022	1П 2023	+/-
Суммарно	159	158	-0,6%
Открыто (net)	-3	-4	33,3%

Торговая площадь, тыс. кв. м	41	43	4,1%
Удельная выручка, тыс. руб./кв. м.	302	327	8,0%

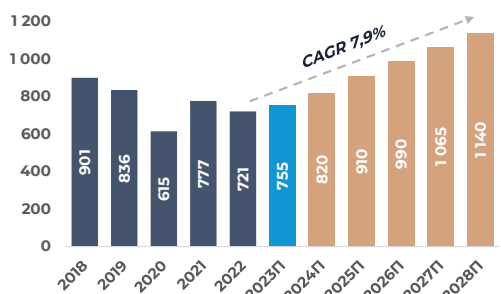
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты компании за 1П 2023 г.

Финансовые показатели, млн руб.	1П 2022	1П 2023	+/-
Выручка	5 296	6 993	32,1%
Валовая прибыль	3 507	4 899	39,7%
Рентабельность валовой прибыли	66,2%	70,1%	3,9 п.п.
EBITDA	1 939	2 681	38,2%
Рентабельность EBITDA	36,6%	38,3%	1,7 п.п.
Чистая прибыль	1 041	638	-38,7%
Рентабельность чистой прибыли	19,7%	9,1%	-10,6

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика рынка розничной торговли мужской одеждой и обувью в России (с НДС), млрд руб.



Источник: INFOline; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожидаемым). [Подробнее](#)



продаже мужской одежды с более высокой долей на рынке, чем совокупная доля трех ключевых конкурентов: Kanzler, Сударь и Diplomat. У ближайших конкурентов также почти в 2 раза меньше торговых точек. Доля компании на рынке мужской одежды и обуви по итогам прошлого года составила 2,1% и, по нашему мнению, может как минимум удвоиться в ближайшие 5 лет.

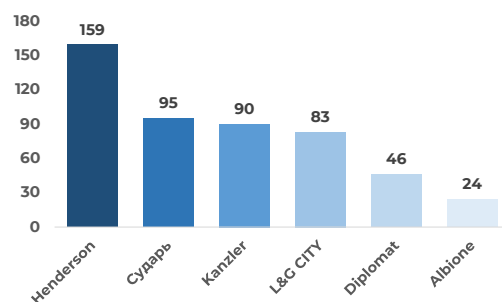
Прогнозы финансовых результатов и стратегия: Число магазинов Henderson и перспективы расширения сети во многом связаны со строительством новых торговых центров соответствующего уровня. В данный момент активного строительства новых премиальных ТЦ не идет, что также можно объяснить экономической ситуацией, так что мы не ожидаем существенного расширения сети относительно текущих уровней. Мы полагаем, что в ближайшие 5 лет откроется от 10 до 20 новых магазинов в зависимости от темпов запуска новых ТЦ. В модель мы заложили более консервативный вариант по нижней границе указанного диапазона. Ожидается, что компания сосредоточится на реновации и переоткрытии действующих магазинов в новом формате. Новый формат подразумевает значительное расширение торговой площади со 150-250 м кв. до 350-700 м кв. Новый формат требует найма дополнительного персонала и капитальных затрат, но при этом значительно увеличивает плотность продаж и снижает стоимость аренды на кв. м. Период окупаемости у новых магазинов составляет всего 10 мес. вместо 15 мес. у стандартных торговых точек. В данный момент ритейлер имеет около 60 обновленных магазинов (38% сети) и планирует реконструировать еще 90 в течение ближайших 5 лет. Новые магазины позволили повысить плотность продаж на кв. м торговой площади в период 2019-2022 г. с 220 тыс. руб. до 310 тыс. руб., а в текущем году, по нашим оценкам, показатель дополнительно вырастет до 351 тыс. руб. По мере запуска новых магазинов мы ожидаем роста плотности продаж с CAGR 7% в течение ближайших 5 лет. Раскрытый план компании подразумевает рост продаж на салон до 165-200 млн руб. в год.

Выручка группы, по нашим расчетам, вырастет на 28% г/г по итогам 2023 г. и будет расти среднегодовым темпом 20,8% в период 2023-2027 гг. Торговая площадь может увеличиться на 20% г/г в текущем году, и ее CAGR 2023-2027 гг. составит 13,4%. Соответственно, мы также ожидаем увидеть высокий рост сопоставимых продаж в ближайшие годы. В первой половине 2023 г. сопоставимые продажи группы показали рост на 30% при положительной динамике среднего чека и трафика. Более крупные магазины позволяют эффективнее использовать ресурсы, экономить на аренде и получать положительный эффект операционного рычага. Мы полагаем, что компании удастся поддерживать высокий уровень рентабельности EBITDA за счет обновления торговых точек, и средний уровень маржи будет вблизи 37% в 2023-2027 гг. Подобный уровень рентабельности заметно превышает показатели российских публичных ритейлеров, но также выше, чем у больших зарубежных игроков.

Капитальные затраты текущего года, на наш взгляд, составят около 1 млрд руб. Компания планирует направить заметную часть полученных в ходе IPO средств на строительство нового распределительного центра площадью около 22 тыс. кв. м. Сейчас совокупная складская площадь под управлением компании составляет всего 11,2 тыс. кв. м. Земля под строительство уже была приобретена, и работы должны начаться в следующем году. Основные затраты компания должна понести именно в 2024 г. Строительство нового РЦ, как мы ожидаем, приведет к росту капитальных затрат в следующем году примерно до 2,4 млрд руб. (12% выручки) и до 1,6 млрд руб. в 2025 г. (7% выручки). После окончания работ CAPEX может вновь снизиться до уровня в 1,1 млрд руб. (3-4% выручки). Дополнительного РЦ компании, скорее всего, хватит более чем на 5 лет развития, что означает относительно небольшой объем CAPEX с 2026 г.

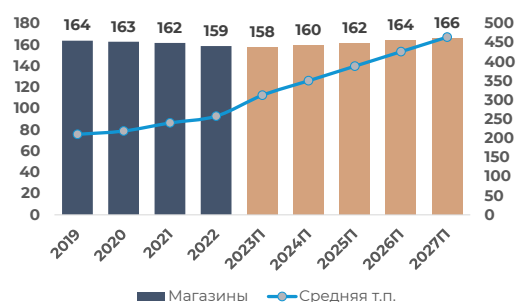
Дивиденды: Текущая дивидендная политика компании предполагает выплаты в размере не менее 50% чистой прибыли МСФО ежегодно при условии, что долговая нагрузка будет ниже 2,5x по соотношению чистый долг к EBITDA (IFRS 16). Ожидается, что выплаты будут происходить по итогам полугодия и полного года. Новые акционеры, участники IPO, могут рассчитывать на дивиденды по итогам 2023 г., которые компания выплатит примерно во 2П 2024 г. Далее до конца следующего года ожидается выплата дивидендов за 1П 2024 г. В данный момент компания имеет

Основные конкуренты Henderson и количество магазинов каждой сети, шт.



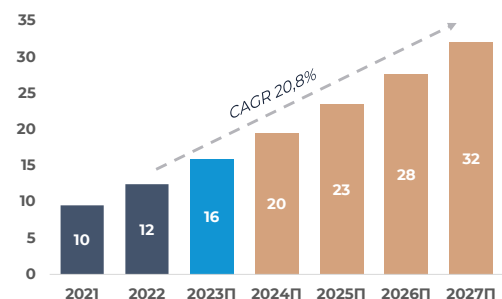
Источник: INFOline; оценка: Велес Капитал

Количество магазинов Henderson и их средняя торговая площадь, шт. и кв. м



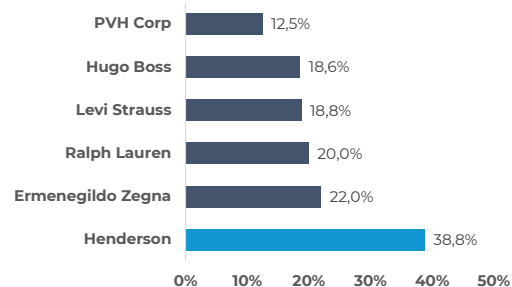
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Ожидаемые продажи ритейлера, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Рентабельность EBITDA Henderson в сравнении с глобальными игроками



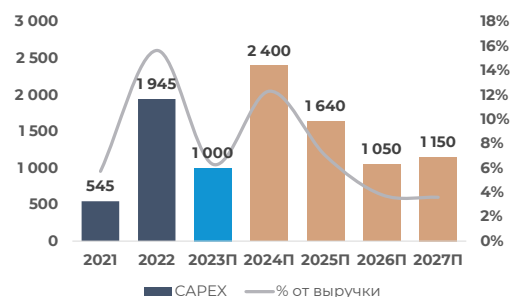
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал



достаточный запас с точки зрения долга. Коэффициент ND/EBITDA в 1П 2023 г. был на уровне 1,9х и, как мы ожидаем, будет в дальнейшем снижаться. Долговая нагрузка компании планомерно снижается с 2019 г. По нашему мнению, коэффициент выплат за первый год будет соответствовать минимальной границе 50%, а в будущие годы может быть выше и приблизится к 70-80%. Таким образом мы ожидаем, что за 2023 г. компания выплатит около 1 млрд руб., включая 0,08 млрд руб. уже выплаченных по итогам 1П 2023 г. Примерная доходность для участников IPO, по нашим расчетам, составит 3,5-4% к цене размещения.

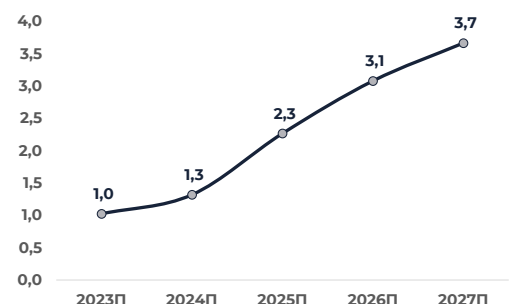
Мультипликаторы и оценка: Согласно нашим расчетам, с учетом установленного ценового диапазона капитализация Henderson составит 25,2-27,9 млрд руб. Совокупная стоимость бизнеса с учетом текущего чистого долга будет в диапазоне от 35,9 млрд руб. до 38,5 млрд руб. Такие оценки при наших расчетах финансовых результатов 2023 г. дают нам мультипликаторы EV/S 2,3-2,4х, EV/EBITDA 5,7-6,2х и P/E 12,3-13,6. На российском рынке нет других публичных компаний из категории Fashion, поэтому наиболее подходящим аналогом является ритейлер Fix Price, у которого в основном непродовольственный ассортимент. Fix price сейчас торгуется с мультипликатором EV/S 2023 г. в 1,1х и EV/EBITDA 6,3х. У российских продовольственных ритейлеров (X5, Магнит, Лента и Окей) текущие мультипликаторы EV/S находятся на уровне 0,5х, а EV/EBITDA около 4-5х. При этом стоит учитывать, что Henderson обладает более высокими ожидаемыми темпами роста и намного более высокой рентабельностью EBITDA (37% против примерно 10-12%). С учетом мультипликаторов мы полагаем, что Henderson будет иметь более справедливую оценку при размещении ближе к верхней границе обозначенного ценового диапазона IPO.

Капитальные затраты компании, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Ожидаемые дивиденды Henderson, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно- банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2023 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Аналитический департамент

Евгений Шиленков

Директор департамента
EShilnikov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов

Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов

Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов

Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова

Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев

Металлы и добыча
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова

Металлы и добыча
EGazizova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru