Halyk Research

Welcome To The World Of STOCKS!

27.11.2026

BIRKENSTOCK

Обзор компании Birkenstock Holding plc (BIRK)	
Сектор	Потребительские товары
Отрасль	Производство обуви
Торговая площадка	NYSE
ISIN	JE00BS44BN30
Валюта отчетности	Евро
Капитализация, $ млрд	5,9
Сред. еж. объем торгов, $ млн	65,8
Бета акции, x	1,0
Макс. цена за 52 недели, $	50,7
Мин. цена за 52 недели, $	29,9
Дата следующей отчетности	10.12.2026
Кред. рейтинги за послед. 12 мес.	S&P: BB+/Негативный Fitch: BB+/Стабильный

Текущая цена: $35.7

Целевая цена: $41.1

Потенциал (3 месяца) 15,0%

Фин. показатели - Bloomberg (Ист.)	2024	2025	LTM	2026П	2027П
Выручка, € млн	1 805	2 097	2 266	2 349	2 673
EBITDA, € млн	542	665	693	718	824
Чист. прибыль, € млн	192	348	336	326	420
EPS, €/акцию	1,02	1,87	1,83	1,79	2,38
Валовая марж-ть, %	58,8%	59,1%	56,9%	57,4%	57,6%
Опер. марж-ть, %	24,4%	26,3%	24,9%	24,4%	25,4%
EBITDA марж-ть, %	30,0%	31,7%	30,6%	30,6%	30,8%
Чистая марж-ть, %	10,6%	16,6%	14,8%	13,9%	15,7%
ROA, %	3,9%	7,1%	6,4%	6,7%	7,6%
ROE, %	7,6%	13,0%	12,4%	13,0%	14,8%

* Отчётные периоды соответствуют финансовому календарю BIRK

Мы в телеграме https://t.me/halykfinance

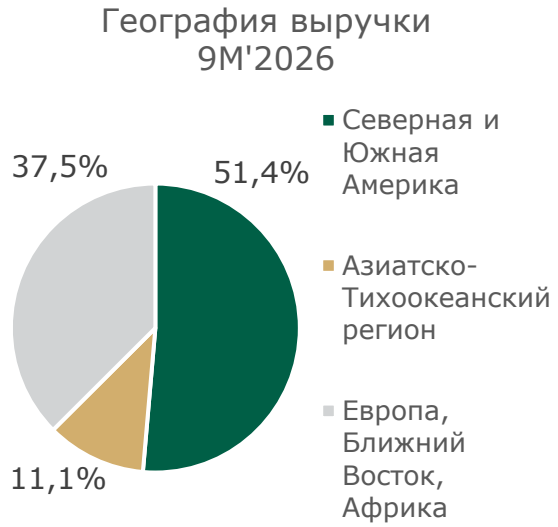
Наш корпсайт https://halykfinance.kz/research/?lang=ru

ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

Описание компании

Birkenstock Holding plc (BIRK) — немецкий производитель обуви премиального сегмента с более чем 250-летней историей, известный прежде всего сандалиями Arizona и сабо Boston. Основным конкурентным преимуществом компании является анатомическая стелька на основе пробки и латекса, обеспечивающая комфорт и поддержку стопы. Birkenstock специализируется на производстве сандалий, сабо и закрытой обуви, сочетая традиционные технологии изготовления с современным дизайном. Компания придерживается вертикально интегрированной бизнес-модели с производственными мощностями преимущественно в Германии и реализует продукцию через оптовых партнёров, собственные магазины и онлайн-платформы.





Ключевые продукты

Открытая обувь	Основная категория продукции Birkenstock, включающая культовые модели сандалий Arizona, Madrid, Gizeh и Mayari. Главной особенностью является анатомическая стелька из пробки и латекса, которая повторяет естественную форму стопы и обеспечивает комфорт при длительной носке.
Закрытая обувь	Включает популярные сабо Boston, повседневные туфли, кроссовки и ботинки. В основе продукции лежит фирменная анатомическая стелька Birkenstock, дополненная закрытой конструкцией для использования в разные сезоны. Расширение ассортимента позволяет компании охватывать новые потребительские категории, снижать зависимость продаж от сезонного спроса на сандалии и укреплять позиции на рынке повседневной обуви.

ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ

Отчет о прибылях и убытках	**2024**	**2025**	**9м2025**	**9м2026**	**9M26/9M25**
Выручка	1 805	2 097	1 571	1 740	10,7%
Себестоимость	-744	-858	-637	-757	18,8%
Валовая прибыль	**1 061**	**1 240**	**934**	**982**	**5,2%**
Операционные расходы	-620	-688	-497	-532	7,1%
Операционная прибыль	**441**	**551**	**437**	**451**	**3,1%**
Неоперационные расходы	-147	-82	-68	-100	45,5%
Налог на прибыль	-102	-122	-114	-109	-4,7%
Чистая прибыль	**192**	**348**	**254**	**242**	**-4,9%**

Отчет о движении ден. ср.	**2024**	**2025**	**9м2025**	**9м2026**	**9M26/9M25**
Опер. денежный поток	329	324	185	229	24,0%
Инвест. денежный поток	-59	-79	-58	-96	-64,5%
в т.ч. капитальные затраты	-65	-77	-54	-85	56,5%
Фин. денежный поток	-259	-271	-220	258	-
Свободный денежный поток	264	247	131	144	10,5%

Маржинальность	**2024**	**2025**	**9м2025**	**9м2026**
Валовая маржинальность	58,8%	59,1%	59,4%	56,5%
Опер. маржинальность	24,4%	26,3%	27,8%	25,9%
Чистая маржинальность	10,6%	16,6%	16,2%	13,9%

Балансовый отчет	**2024**	**2025**	**9м2025**	**9м2026**	**9M26/2025**
Денежные средства	356	329	262	694	110,8%
Дебиторская задолженность	114	160	242	283	76,6%
Запасы	625	704	672	843	19,7%
Гудвил	1 555	1 512	1 515	1 535	1,5%
Прочие активы	2 235	2 236	2 216	2 309	3,3%
Активы	**4 885**	**4 942**	**4 907**	**5 664**	**14,6%**
Кредиторская задолженность	166	168	190	216	28,2%
Долг	1 379	1 338	1 366	1 925	43,8%
Прочие обязательства	716	713	718	721	1,1%
Обязательства	**2 260**	**2 219**	**2 275**	**2 862**	**28,9%**
Уставный капитал	2 524	2 061	-	1 843	-
Нераспределенная прибыль	418	766	672	1 008	31,6%
Прочий капитал	-317	-104	1 960	-49	-
Капитал	**2 625**	**2 723**	**2 632**	**2 802**	**2,9%**

***** Отчётные периоды соответствуют финансовому календарю BIRK, значения в таблице представлены в млн евро (€). Финансовые показатели приведены по данным Bloomberg и могут отличаться от данных официальной отчётности компании. Свободный денежный поток (FCF) рассчитан как разница между операционным денежным потоком и капитальными затратами.

Пояснение к отчетности

По итогам девяти месяцев 2026 финансового года выручка Birkenstock увеличилась на 10,7% г/г до €1,74 млрд, при этом рост в постоянной валюте составил 15%. Основными драйверами стали увеличение объёмов продаж и повышение средней цены

реализации благодаря расширению ассортимента закрытой обуви. По данным J.P. Morgan, доля этой категории достигла около 40%. Наиболее высокие темпы роста продемонстрировал Азиатско-Тихоокеанский регион (+29% в постоянной валюте), подтверждая значительный потенциал дальнейшей экспансии.

Несмотря на рост выручки, валовая прибыль увеличилась лишь на 5,2% до €982 млн вследствие опережающего роста себестоимости на 18,8%. Ключевым негативным фактором отчётности стало снижение маржинальности на фоне американских импортных пошлин, валютных колебаний и изменения продуктового ассортимента. По данным Goldman Sachs, в III квартале валютные факторы и пошлины снизили скорректированную валовую маржу на 60 и 70 б.п. соответственно. Операционная прибыль выросла лишь на 3,1% до €451 млн, существенно уступая темпам роста выручки. Дополнительное давление оказало увеличение неоперационных расходов на 45,5%, в результате чего чистая прибыль сократилась на 4,9% до €242 млн. Таким образом, несмотря на устойчивый рост продаж, снижение рентабельности остаётся основной проблемой финансовых результатов компании.

Операционный денежный поток увеличился на 24% до €229 млн, однако капитальные затраты выросли на 56,5% до €85 млн вследствие расширения производственных мощностей. В результате свободный денежный поток увеличился лишь на 10,5% до €144 млн. Денежные средства достигли €694 млн, однако долговые обязательства увеличились на 43,8% до €1,93 млрд после размещения облигаций на €900 млн, часть которых была направлена на рефинансирование существующего долга. Однако уже после отчётной даты, в августе 2026 года, компания направила около €430 млн на выкуп акций у L Catterton, что сократило объём денежных средств и увеличило чистый долг.

Руководство повысило прогноз роста выручки на FY2026 до 15% в постоянной валюте и ожидает скорректированную EBITDA не менее €710 млн. Дальнейшее улучшение прибыльности будет зависеть от ослабления валютного давления, нормализации пошлин и повышения производственной эффективности. По прогнозам J.P. Morgan и StoneX, скорректированная EPS в FY2027 может достичь €2,67-2,68, что на 12–13% превышает рыночный консенсус в €2,38, благодаря восстановлению маржинальности и сокращению количества акций в обращении.

Конкурентные преимущества и потенциал роста

Birkenstock выделяется среди мировых производителей обуви сочетанием высокой рентабельности и опережающих темпов роста выручки. По прогнозу Goldman Sachs, среднегодовой рост продаж компании в 2025–2027 годах составит около 14%, уступая среди рассматриваемых конкурентов только On Holding (17,5%). При этом Birkenstock лидирует по операционной рентабельности: EBIT-маржа в FY2025 достигала 26,4%, а к FY2027 ожидается на уровне 24–25%, что по-прежнему превышает показатели конкурентов. Таким образом, компания демонстрирует редкое для отрасли сочетание высоких темпов роста и операционной эффективности.

Основой конкурентного преимущества выступает премиальное позиционирование и сильная ценовая политика. Благодаря узнаваемому дизайну, качественным материалам и анатомической стельке продукция Birkenstock продаётся дороже

массовых аналогов. При этом бренд характеризуется более высокой долей покупателей с годовым доходом свыше $100 тыс. относительно большинства рассматриваемых конкурентов, что способствует меньшей чувствительности спроса к изменению цен. По данным Goldman Sachs, руководство компании подтвердило, что более 90% продукции реализуется по полной стоимости без скидок, несмотря на активные распродажи у конкурентов.

Дополнительный потенциал связан с расширением категории закрытой обуви (closed-toe), доля которой выросла с 28% в FY2023 до 38% в FY2025 и приблизилась к 40% в FY2026. Развитие моделей Boston, Naples и Utti имеет два ключевых преимущества: снижение зависимости от летнего сезона и повышение средней цены реализации, поскольку закрытая обувь обычно стоит дороже традиционных сандалий. В долгосрочной перспективе доля категории потенциально может превысить 50%. На наш взгляд, переход к круглогодичному ассортименту при сохранении премиального позиционирования создаёт существенные возможности для дальнейшего роста бизнеса.

Таким образом, сочетание высокой рентабельности, сильной ценовой политики, лояльной клиентской базы и расширяющегося ассортимента формирует устойчивые конкурентные преимущества Birkenstock. На наш взгляд, эти факторы позволяют компании сохранять опережающие темпы роста и укреплять позиции на мировом рынке обуви.

Рисунок 1. Прогноз среднегодового роста выручки в 2025–2027 гг.

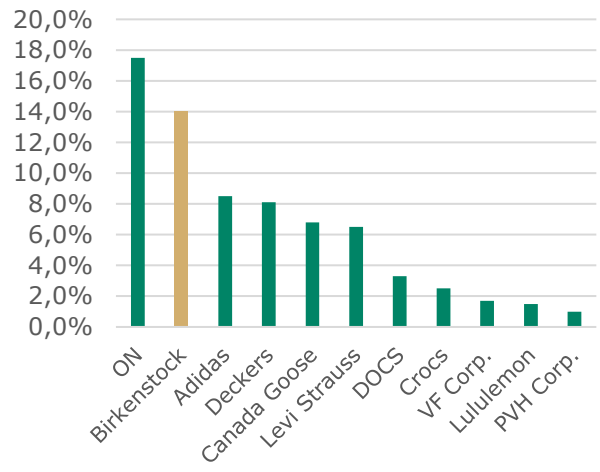


Рисунок 2. Структура покупателей по уровню дохода домохозяйств

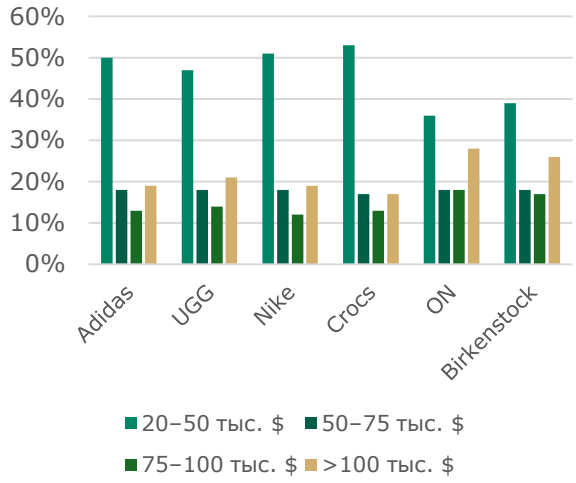


Рисунок 3. EBIT-маржа 2025 и 2027П

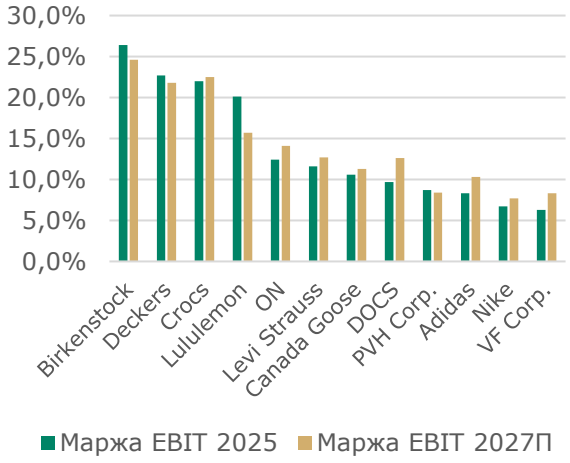
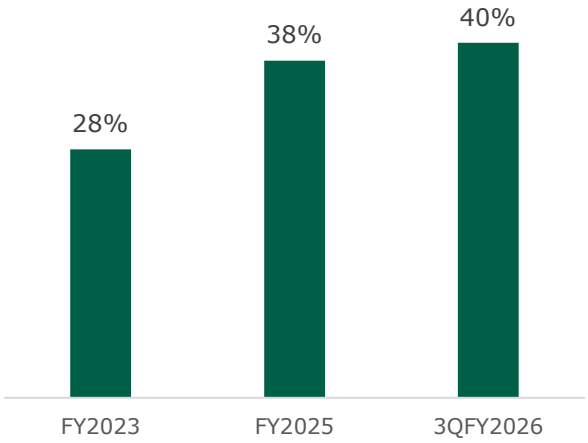


Рисунок 4. Доля закрытой обуви в выручке



Источник: Goldman Sachs, данные компании

Отраслевой прогноз и международная экспансия

Мировой рынок обуви характеризуется умеренными темпами роста на уровне 4–5% ежегодно. По данным Grand View Research, его объём в 2025 году составлял $476,8 млрд, а к 2033 году может достичь $675,6 млрд. Однако, как показывает проведённое выше сравнение с конкурентами, Birkenstock обладает существенными преимуществами, позволяющими компании расти значительно быстрее отрасли. Дополнительным источником роста выступает международная экспансия, прежде всего на рынках с низким проникновением бренда.

Наиболее перспективным направлением остаётся Азиатско-Тихоокеанский регион (APAC), на который приходится около 41% мирового рынка обуви, но лишь 11% выручки Birkenstock. При этом регион уже демонстрирует наиболее высокие темпы роста: за 9M FY2026 продажи увеличились на 29% в постоянной валюте против 14% в Америке и EMEA. Особенно сильная динамика наблюдается в Китае, где квартальный рост превысил 50%. Для дальнейшего расширения присутствия к FY2028 компания планирует дополнительно открыть около 70 собственных и 100 партнёрских магазинов в APAC, что позволит повысить доступность продукции и охват новых потребителей.

Таким образом, несмотря на умеренные темпы роста мировой обувной отрасли, Birkenstock находится в благоприятной позиции для дальнейшего расширения бизнеса. Сочетание рассмотренных ранее конкурентных преимуществ и значительного потенциала международной экспансии, особенно на крупнейшем региональном рынке, создаёт предпосылки для устойчивого роста выручки существенно выше среднеотраслевых темпов.

ОЦЕНКА КОМПАНИИ

Тикер	Капит., млрд$	P/E	Fw. P/E	EV/ EBITDA	P/B	P/S	ROE	ROA	Див. Дох-ть
NKE	54,5	23,5	29,3	16,6	3,6	1,2	21,6%	8,2%	4,45
ONON	10,5	18,2	16,9	20,5	3,7	2,3	23,7%	13,7%	-
VFC	8,5	18,5	17,2	7,8	4,2	0,9	21,1%	3,6%	1,68
ADS	32,7	18,5	15,3	10,4	4,7	1,1	27,2%	7,8%	-
LEVI	9,4	16,1	15,6	7,5	3,9	1,4	25,8%	8,7%	2,41
DOCS	0,6	17,3	12,5	5,5	1,5	0,7	8,4%	3,2%	5,07
CROX	7,3	11,0	10,1	3,1	5,5	1,9	49,1%	15,5%	-
AS	18,0	23,9	20,4	18,0	2,5	2,3	10,1%	6,3%	-
BIRK	**5,9**	**17,2**	**13,9**	**12,1**	**2,1**	**2,6**	**12,4%**	**6,4%**	-
Среднее	-	18,4	17,2	11,2	3,7	1,5	23,4%	8,4%	-

Birkenstock торгуется дешево

На наш взгляд, акции Birkenstock недооценены относительно качества бизнеса и перспектив его дальнейшего роста. Несмотря на высокую операционную рентабельность, опережающие темпы увеличения выручки, сильное премиальное позиционирование и значительный потенциал международной экспансии, компания торгуется с дисконтом к сопоставимым производителям обуви и одежды. Прогнозный P/E Birkenstock составляет 13,9x против среднего значения 17,2x у рассматриваемых компаний, что соответствует дисконту около 19%. Хотя величина дисконта зависит от состава выборки, аналогичные выводы представлены в исследованиях Goldman Sachs и StoneX, оценивающих дисконт компании по прогнозному P/E примерно в 33% и 23% соответственно.

Мы считаем, что сочетание лидирующей операционной рентабельности и одних из наиболее высоких темпов роста в отрасли, напротив, создаёт основания для оценки компании с премией к конкурентам. При этом расширение ассортимента и выход на новые рынки обеспечивают дополнительные возможности роста. Таким образом, текущие мультипликаторы, на наш взгляд, не в полной мере отражают фундаментальные преимущества Birkenstock, создавая потенциал для переоценки акций по мере подтверждения устойчивости финансовых результатов.

Текущая цена: $35.7

Целевая цена: $41.1

Потенциал

(3 месяца)

15,0%



Технический анализ и потенциальные катализаторы переоценки

После достижения июньского максимума около $50 акции Birkenstock потеряли порядка 40% стоимости к сентябрьскому минимуму около $30. Основными причинами стали снижение рентабельности и продажи акций крупнейшим акционером L Catterton. В настоящее время котировки находятся выше 50-дневной, но ниже 200-дневной скользящей средней. Преодоление сопротивления в диапазоне $38–39 может стать сигналом к дальнейшему восстановлению котировок.

Исторически L Catterton проводил крупные вторичные размещения преимущественно в мае — августе 2024–2026 годов. Однако в конце сентября 2026 года истёк 45-дневный период ограничения на продажу акций (lock-up), поэтому риск дальнейших размещений сохраняется. Вместе с тем положительным фактором выступают ожидания улучшения рентабельности: уже в IV квартале FY2026 менеджмент прогнозирует нейтральный валютный эффект и ослабление тарифного давления. В FY2027 аналитики ожидают дальнейшей нормализации этих факторов, а StoneX допускает возврат ранее уплаченных пошлин на €30 млн, хотя получение средств не гарантировано.

На наш взгляд, текущие уровни представляют привлекательную точку входа с учётом существенного дисконта Birkenstock к конкурентам по прогнозному P/E и сохраняющихся фундаментальных преимуществ бизнеса. Ближайшим катализатором переоценки может стать публикация годовой отчётности 10 декабря 2026 года. Подтверждение устойчивого спроса и благоприятный прогноз на FY2027 способны восстановить доверие инвесторов и поддержать рост котировок.

Инвестиционные драйверы

Расширение международного присутствия	Азиатско-Тихоокеанский регион остаётся ключевым направлением расширения Birkenstock, обеспечивая пока лишь 11% выручки компании. За 9М2026 продажи в регионе выросли на 29% в постоянной валюте, а в Китае рост достиг 50% при самой высокой средней цене реализации обуви среди стран присутствия бренда. При этом в Китае компания управляет всего четырьмя собственными магазинами. К FY2028 Birkenstock планирует дополнительно открыть около 70 собственных и 100 партнёрских магазинов в APAC. Расширение присутствия на недостаточно освоенных рынках создаёт предпосылки для сохранения высоких темпов роста выручки.
Расширение ассортимента закрытой обуви и снижение сезонности	Birkenstock активно расширяет категорию закрытой обуви, доля которой в продажах увеличилась с менее 15% в FY2019 до 38% в FY2025, а к 9М2026 года приблизилась к 40%. Развитие моделей сабо, туфель и ботинок позволяет компании выходить за пределы традиционного рынка сандалий и снижать зависимость от летнего сезона. При этом закрытая обувь реализуется по более высоким ценам, поддерживая рост средней стоимости проданной пары. Дальнейшее расширение ассортимента создаёт условия для увеличения частоты покупок существующими клиентами и привлечения новых потребителей, обеспечивая более равномерный спрос в течение года.
Восстановление рентабельности и ускорение роста прибыли	В FY2027 ожидается восстановление рентабельности Birkenstock благодаря ослаблению тарифного и валютного давления, негативно повлиявшего на результаты FY2026. По оценке J.P. Morgan, эффективная тарифная нагрузка может составить около 13% против 15% годом ранее, тогда как валютный эффект станет нейтральным. StoneX прогнозирует дополнительный положительный эффект от валютных изменений на EBITDA в размере €20–40 млн и допускает возврат ранее уплаченных пошлин на €30 млн, хотя получение средств не гарантировано. На этом фоне аналитики JPM ожидают роста скорректированной EPS примерно на 35% до €2,67–2,68 против рыночного консенсуса €2,38, создавая потенциал положительного пересмотра прогнозов.
Широкий ассортимент и высокая ценовая устойчивость бренда	Birkenstock обладает широкой продуктовой линейкой, охватывающей как доступные модели, так и премиальную обувь. Например, стоимость сандалий варьируется от €55 за базовые модели EVA до €500 за премиальную линейку 1774. Разнообразие материалов, дизайнов и ценовых категорий позволяет привлекать покупателей с разным уровнем дохода и стимулировать переход к более дорогим моделям, увеличивая среднюю цену реализации. При этом более 90% продукции продаётся по полной стоимости без скидок, что подтверждает высокую ценовую силу бренда. На наш взгляд, сочетание широкого ассортимента и премиального позиционирования позволяет Birkenstock увеличивать выручку не

	только за счёт объёмов продаж, но и повышения средней стоимости проданной пары.

Ключевые риски

Дальнейшие продажи акций крупнейшим акционером	Инвестиционный фонд L Catterton, приобретший контроль над Birkenstock в 2021 году, последовательно сокращает свою долю после IPO. Последнее крупное размещение состоялось в августе 2026 года, когда L Catterton реализовал 28,15 млн акций, из которых 15,38 млн были проданы внешним инвесторам по $39,35, а оставшиеся 12,76 млн выкупила сама Birkenstock с последующим погашением. Несмотря на сокращение доли, L Catterton по-прежнему контролирует около 43% акций компании. Хотя предыдущие вторичные размещения преимущественно приходились на май — август, гарантии отсутствия новых продаж нет. Возможная реализация дополнительного пакета, особенно с дисконтом к рыночной цене, способна ограничить восстановление стоимости акций.
Зависимость от тарифной политики США	На регион Северной и Южной Америки приходится около 51% выручки Birkenstock, причём США являются крупнейшим отдельным рынком компании. Поскольку вся обувь производится в ЕС, американские импортные пошлины напрямую увеличивают себестоимость поставок. В III квартале FY2026 дополнительные тарифы снизили валовую маржу на 70 б.п. Несмотря на пересмотр торговых условий и установление совокупной ставки 15%, дальнейшая политика США остаётся источником неопределённости. Возможное повышение пошлин или введение новых ограничений способно увеличить издержки, вынудить компанию повысить цены и негативно повлиять на спрос и рентабельность.
Рост долговой нагрузки	За 9М FY2026 долговые обязательства Birkenstock увеличились на 43,8% до €1,93 млрд, а соотношение чистого долга к скорректированной EBITDA выросло с 1,5x до 1,8x. Уже после отчётной даты, в августе, компания направила около €430 млн на выкуп акций у L Catterton, что дополнительно увеличило чистый долг. Несмотря на положительное влияние обратного выкупа на EPS, дальнейший рост долговой нагрузки может ограничить финансовую гибкость компании, увеличить процентные расходы и сократить возможности финансирования международной экспансии и расширения производственных мощностей.

Предупреждение о рисках при инвестировании в акции:

Инвестиции в акции связаны с риском возникновения убытков вследствие изменения рыночной стоимости ценных бумаг, финансового состояния эмитента и иных факторов. Доходность по акциям не гарантируется. Прошлые результаты инвестирования не определяют доходность в будущем.

Настоящая информация носит исключительно информационный характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Инвестирование в финансовые инструменты связано с определенными рисками.

АО «Halyk Finance», дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны АО «Halyk Finance» купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2026 г., все права защищены