On Holding AG (NYSE: ONON)

Raport inwestycyjny dla inwestora indywidualnego

Data raportu 4.10.2026	**Kurs akcji** 30,85 USD (zamkn. 2.10.2026)	**Ostatni raport** II kw. 2026 (6-K, 11.08.2026)	**Wartość godziwa (bazowa)** ok. 30–45 USD

Przy kursie 30,85 USD (zamknięcie z piątku 2.10.2026) On Holding jest spółką wyraźnie tańszą niż kiedykolwiek od debiutu (ok. 11–13x EV/EBITDA i ok. 21x C/Z za ostatnie 12 miesięcy, przy rosnących marżach i ok. 1,5 mld USD gotówki bez długu bankowego), ale rynek wycenia realne ryzyko spowolnienia w Amerykach. Akcje wyglądają atrakcyjnie dla cierpliwego inwestora w strefie ok. 26–30 USD tylko pod warunkiem, że raport za III kwartał (oczekiwany ok. 11–17.11.2026) potwierdzi wzrost ok. 17% w walucie stałej bez pogorszenia marży brutto i zapasów.

Data sporządzenia raportu: 4 października 2026. **Kurs akcji:** 30,85 USD – zamknięcie NYSE z 2.10.2026 (zmiana +0,65 USD, +2,15%; zakres dnia 29,68–30,98 USD; wolumen ok. 12,7 mln). **Ostatni uwzględniony raport finansowy:** wyniki za II kwartał i I półrocze 2026 (okres do 30.06.2026), formularz 6-K z 11.08.2026; dodatkowo materiały z Dnia Inwestora z 22.09.2026 (6-K). **Raport nie jest rekomendacją inwestycyjną.**

W skrócie

- **Biznes jest w dobrej formie, akcje nie:** w I półroczu 2026 sprzedaż wzrosła o 24,0% w walucie stałej, marża brutto doszła do 64,8%, a skorygowana EBITDA do 20,3% sprzedaży, ale kurs spadł o ok. 34% od początku roku i ok. 52% od szczytu (63,62 USD, 30.01.2025), bo spółka obcięła prognozę sprzedaży na 2026 (do „niskich 20%” w walucie stałej) i świadomie ograniczyła dostawy do hurtu w Amerykach.
- **Wycena:** porównawczo uczciwy przedział to ok. 27–42 USD, a DCF (FCFF) w scenariuszu bazowym daje ok. 36–45 USD; scenariusz ostrożny ok. 20–25 USD, optymistyczny ok. 55–65 USD. Obecny kurs zakłada scenariusz „pomiędzy ostrożnym a bazowym” – rynek nie wierzy w pełni w cele na 2029 r.
- **Co decyduje o wyniku inwestora:** (1) wzrost w Amerykach i czystość kanału hurtowego (rabaty, zapasy +31% r/r), (2) utrzymanie marży brutto ≥65% mimo ceł, (3) kurs CHF/USD, (4) realizacja skupu akcji za 1 mld USD. Najbliższy test to wyniki za III kwartał – historycznie kurs po wynikach ruszał się średnio o ok. 10% w jedną sesję (ostatnio −20,3%), więc stop loss może nie zadziałać po zadanej cenie.

1. Podsumowanie na jednej stronie

Za inwestycją

- Najwyższa w branży marża brutto (64,8% w I poł. 2026; cel ≥65% do 2029 r.) – *marża brutto to procent sprzedaży, który zostaje po odjęciu kosztu wyprodukowania towaru*.
- Szybki wzrost kanału DTC (sprzedaż bezpośrednia przez własne sklepy i e-commerce): +34,3% w walucie stałej w II kw. 2026, udział 45,7% sprzedaży.
- Azja-Pacyfik rośnie o 54,7% (II kw., waluta stała) i stanowi już ponad 20% sprzedaży; odzież +56,2%.
- Bilans: CHF 1 205,6 mln gotówki (ok. 1,50 mld USD) na 30.06.2026, brak kredytów bankowych; pierwszy w historii skup akcji do 1 mld USD do końca 2029 r. (ok. 10% kapitalizacji).
- Wycena spadła z ok. 45x EV/EBITDA na szczycie (styczeń 2025) do ok. 11–13x – margines bezpieczeństwa jest dziś znacznie większy.

Co zagraża

- Spowolnienie w Amerykach (ok. 54% sprzedaży): w II kw. 2026 tylko +4,5% raportowane / +13,0% w walucie stałej; hurt +4,8% raportowane.
- Sygnały nadpodaży: zapasy +31,2% r/r przy sprzedaży +13,5% (wyliczenie Jefferies); według Jefferies w części sklepów biegowych na Florydzie widoczne były przeceny kluczowych produktów, miejscami do 50% (nie zweryfikowane niezależnie).

- Zmiana zarządu (odejście CEO/CFO Martina Hoffmanna 1.05.2026, przejęcie sterów przez założycieli), kontrola założycieli przez akcje klasy B, cła USA, silny frank.
- Bardzo wysoka zmienność (beta 5-letnia ok. 2,1) i duże luki cenowe po wynikach.

Obecna wycena (2.10.2026): kapitalizacja ok. 10,3 mld USD (liczona w ekwiwalencie akcji klasy A), EV z leasingami ok. 9,5 mld USD; C/Z TTM ok. 21x, EV/skoryg. EBITDA TTM ok. 11,6x, FCF yield ok. 5%.

Od czego zależy wynik inwestora: od tego, czy spowolnienie w hurcie w Amerykach jest przejściowe (świadome „czyszczenie" kanału przed nowymi produktami w 2027 r.), czy strukturalne (nasycenie mody na premium running i konkurencja). Pierwsza wersja uzasadnia kurs ok. 36–45 USD, druga – ok. 20–25 USD.

2. Jak spółka zarabia

Marka i produkty. On to jedna marka („On") z technologiami CloudTec® i LightSpray™ (natryskiwana cholewka), liniami biegowymi (m.in. Cloudmonster, Cloudsurfer, Cloudboom Strike 2, nowa pianka SURREAL w Cloudsurfer 3 jesienią 2026), lifestyle/sneaker (m.in. Cloudtilt – popularny wśród klientów poniżej 34 lat, którzy stanowią ponad 1/3 bazy), tenisem (linia The Roger, współtworzona z Rogerem Federerem, inwestorem od 2019 r.), outdoorem, treningiem, odzieżą i akcesoriami. Współpraca z Zendayą i Federerem buduje zasięg kulturowy. Nowe kategorie zapowiedziane na Dniu Inwestora 22.09.2026: piłka nożna (umowa z Kylianem Mbappé ogłoszona 18.09.2026; zawodnik doznał kontuzji kolana w debiucie w prototypowych butach On) i golf – wejście w 2027 r., ale poza matematyką celów na 2029 r.

Struktura sprzedaży (w CHF, bo w tej walucie spółka raportuje):

Obszar	2025 (udział)	I poł. 2026 (udział)	Wzrost I poł. 2026 raport. / waluta stała	Ocena
Buty	93,0%	91,9%	+11,5% / +21,4%	rdzeń, wolniej
Odzież	5,6%	6,5%	+46,4% / +56,9%	rośnie najszybciej
Akcesoria	1,3%	1,6%	+80,3% / +94,4%	mała baza
Ameryki	57,7%	53,6%	+3,8% / +15,0%	**słabnie**
EMEA	25,3%	25,9%	+18,8% / +22,8%	stabilnie
Azja-Pacyfik	17,0%	20,5%	+43,7% / +58,1%	**rośnie najszybciej**
Hurt (wholesale)	58,2%	57,8%	+9,1% / +19,0%	**słabnie** (II kw. +4,8% / +12,7%)
DTC (e-commerce + sklepy)	41,8%	42,2%	+21,4% / +31,6%	**rośnie** (II kw. 45,7%)

Wzrost w walucie stałej (constant currency) to wzrost przeliczony po kursach z poprzedniego roku – pokazuje, ile sprzedaż urosłaby bez zmian kursów walut. Różnica ok. 10 pkt proc. między wzrostem raportowanym a w walucie stałej w 2026 r. wynika z umocnienia franka wobec dolara.

Wniosek: On przesuwa się z modelu „hurt w USA" do modelu „DTC + Azja + odzież". To podnosi marże, ale w krótkim terminie obniża tempo wzrostu sprzedaży – i właśnie to ukarał rynek w sierpniu.

3. Wyniki i kondycja finansowa

Kursy walutowe zastosowane w raporcie (rynkowe, przybliżone – nie kursy księgowe spółki): średnia 2023: 1 CHF = 1,131 USD; średnia 2024: 1,136 USD; średnia 2025: 1,205 USD; średnia I poł. 2026: ok. 1,26 USD (szacunek); okres TTM: ok. 1,25 USD; bilans 30.06.2026: 1,242 USD; kurs bieżący (2–4.10.2026): 1,207 USD (USD/CHF ok. 0,828). **Uwaga:** frank umocnił się wobec dolara o ok. 14% w 2025 r., więc ten sam wynik w CHF daje w 2025 r. dużo więcej USD niż w 2024 r. – część „wzrostu w USD" to efekt kursowy, a nie biznesowy.

Tabela wyników (mln USD, przeliczone z CHF; marże liczone w CHF):

Pozycja	2023	2024	2025	I poł. 2026	TTM do 30.06.2026
Sprzedaż	2 027	2 634	3 632	2 120	ok. 4 026
Wzrost w CHF raport. / waluta stała	+46,6% / ok. +55%	+29,7% / b.d.	+30,0% / +35,6%	+14,0% / +24,0%	—
Marża brutto	59,6%	60,6%	62,8%	64,8%	64,8%
Skoryg. EBITDA (marża)	313 (15,5%)	440 (16,7%)	683 (18,8%)	431 (20,3%)	ok. 817 (20,3%)
Wynik operacyjny (marża)	204 (10,1%)	240 (9,1%)	454 (12,5%)	298 (14,1%)	ok. 555 (13,8%)
Wynik z różnic kursowych	b.d.	+77	−209	+4	ok. −20
Zysk netto (marża)	90 (4,4%)	275 (10,4%)	245 (6,8%)	262 (12,4%)	ok. 495 (12,3%)
Płatności w akcjach (SBC)	31	81	75	42	ok. 88
Przepływy operacyjne (OCF)	263	580	433	321	ok. 657
Capex	53	74	95	59	ok. 120
FCF (OCF − capex)	209	506	338	262	ok. 536
Spłaty leasingu	29	58	84	45	ok. 89
Gotówka na koniec okresu	b.d.	ok. 1 020	ok. 1 285	1 497	1 497
Zobowiązania leasingowe	b.d.	ok. 383	ok. 657	699	699
Kapitał własny	b.d.	ok. 1 535	ok. 2 057	2 374	2 374

Źródła liczb w CHF: komunikaty wynikowe za 2023 (12.03.2024), 2025 (3.03.2026, wraz z 20-F za 2025) i II kw. 2026 (6-K z 11.08.2026) na investors.on-running.com i sec.gov. Dane TTM to wyliczenie autora: rok 2025 minus I poł. 2025 plus I poł. 2026.

Krótkie definicje: *Skorygowana EBITDA to zysk przed odsetkami, podatkami i amortyzacją, dodatkowo bez kosztu płatności w akcjach i bez różnic kursowych – pokazuje „operacyjną siłę zarabiania", ale jest korzystniejsza niż wyniki IFRS. Wynik operacyjny to zysk z podstawowej działalności po wszystkich kosztach operacyjnych, w tym SBC. FCF (wolne przepływy pieniężne) to gotówka z działalności minus wydatki inwestycyjne. SBC (płatności w akcjach) to wynagrodzenie pracowników w akcjach – nie jest wydatkiem gotówkowym, ale rozwadnia akcjonariuszy.*

Dlaczego liczby się zmieniały – zdarzenia jednorazowe i nietypowe

- **Różnice kursowe:** w 2024 r. zysk netto podbił zysk kursowy CHF +67,7 mln, a w 2025 r. obniżyła go strata kursowa CHF −173,2 mln (głównie w II kw. 2025: −139,9 mln). Dlatego zysk netto 2025 spadł o 15,9% w CHF mimo wzrostu wyniku operacyjnego o 78%. Do oceny trendu lepszy jest wynik operacyjny.
- **Podatek:** w 2025 r. podatek wyniósł tylko CHF 1,5 mln (wzrost aktywów z tytułu odroczonego podatku), w II poł. 2025 – praktycznie zero. To zawyża zysk netto TTM; przy normalnej stopie ok. 15% zysk TTM byłby o ok. 8% niższy.
- **Cła:** marża brutto II kw. 2026 (65,4%) „w pełni absorbuje" wyższe cła importowe w USA i nie zawiera zwrotów ceł. Spółka oczekuje do 65 mln USD (do CHF 53 mln) zwrotów ceł IEEPA w III kw. 2026 – to jednorazowo podbije zysk brutto III kw. i trzeba to odjąć przy ocenie trendu.
- **Kapitał obrotowy:** w 2025 r. OCF spadł do CHF 359,5 mln (z 510,6 mln) przez wzrost należności i zapasów. W I poł. 2026 OCF odbił do CHF 255,0 mln.
- **Zarząd:** 1.05.2026 Martin Hoffmann (CEO i wcześniej CFO) odszedł; współzałożyciele David Allemann i Caspar Coppetti zostali współprezesami (Co-CEO), Frank Sluis – CFO, Scott Maguire – President i COO. 21.09.2026 Laura Miele została wiodącą niezależną członkinią rady.
- **Koszty:** w II kw. 2026 koszty dystrybucji spadły do 10,0% sprzedaży (z 11,4%), a marketing wzrósł do 14,0% (z 12,0%) – oszczędności są reinwestowane w markę.

Zadłużenie, dywidenda, skup: brak kredytów bankowych; jedyny istotny „dług" to leasing sklepów i magazynów (CHF 562,5 mln = ok. 699 mln USD na 30.06.2026). Gotówka netto bez leasingu ok. 1,50 mld USD; z leasingiem ok. 0,80 mld USD. Spółka nie płaci dywidendy. 22.09.2026 zarząd ogłosił pierwszy skup

akcji klasy A do 1 mld USD do 31.12.2029 r.; CFO wskazał kolejność alokacji: najpierw wzrost organiczny, potem utrzymanie gotówki netto, dopiero potem skup. Skup to na razie zamiar – liczy się faktyczne umorzenie akcji.

4. Wskaźniki

Ważna pułapka w danych: część serwisów (np. MarketBeat ok. 19 mld USD) zawyża kapitalizację, licząc akcje klasy B jak klasy A. Akcje B mają 1/10 praw ekonomicznych (wartość nominalna CHF 0,01 vs 0,10). W ekwiwalencie akcji A jest ok. 334 mln akcji, co przy 30,85 USD daje ok. 10,3 mld USD – zgodnie z Yahoo Finance i Morningstar. Wskaźniki z serwisów z zawyżoną kapitalizacją (np. „6x sprzedaży") są błędne.

Wskaźnik	Wartość (2.10.2026)	Jak czytać	Ograniczenia
C/Z TTM	ok. 21x (Yahoo: 21,9x)	ile płacisz za 1 USD rocznego zysku	zysk TTM zawyżony niskim podatkiem; przy normalnym podatku ok. 22–23x
C/Z prognozowany 2026/2027	ok. 19–21x / ok. 16–18x (szacunki)	cena względem oczekiwanego zysku	serwisy podają rozbieżnie 14,5x–22x; zysk 2026 podbiją zwroty ceł
EV/skoryg. EBITDA TTM	ok. 11,6x (z SBC jako kosztem ok. 13x)	*EV to wartość całej firmy: kapitalizacja minus gotówka plus dług (tu leasing)*	skorygowana EBITDA pomija SBC – realnie drożej
EV/EBITDA 2026E (wg guidance)	ok. 11–11,6x	przy CHF 3,47–3,56 mld sprzedaży i 19,5–20% marży	zależy od kursu CHF/USD
EV/Sprzedaż TTM	ok. 2,4x (C/S ok. 2,6x)	przydatny przy porównaniu spółek o różnych marżach	nie uwzględnia rentowności
C/WK	ok. 4,3x	cena względem kapitału księgowego	mało przydatny dla marek – wartość marki nie jest w bilansie
ROE TTM	ok. 22% (2025: ok. 13,5%)	*zysk netto jako % kapitału własnego*	zniekształcony różnicami kursowymi i podatkiem
ROIC (szacunek)	ok. 29%	*zwrot z kapitału zaangażowanego w działalność (bez nadwyżki gotówki)*	uproszczone wyliczenie autora
FCF yield	ok. 5,2% (po spłatach leasingu ok. 4,3%)	*ile wolnej gotówki rocznie generuje firma względem kapitalizacji*	FCF zmienny przez kapitał obrotowy
PEG	ok. 1,0	*C/Z podzielone przez tempo wzrostu zysku; ok. 1 = cena adekwatna do wzrostu*	wrażliwy na prognozy wzrostu
Rotacja zapasów	ok. 2,5x rocznie (ok. 145 dni)	jak szybko schodzi towar	zapasy +31% r/r vs sprzedaż +13,5% – sygnał ostrzegawczy
Udział DTC	45,7% (II kw. 2026)	wyższy = wyższa marża i kontrola ceny	DTC wymaga sklepów (leasing, capex)
Gotówka netto	ok. 1,5 mld USD (bez leasingu)	bufor bezpieczeństwa i paliwo na skup	część gotówki potrzebna na kapitał obrotowy

Porównanie z konkurentami (dane z serwisów agregujących, wrzesień–październik 2026; definicje różnią się między serwisami, traktować orientacyjnie):

Spółka	Dlaczego w porównaniu	C/Z prognozowany	EV/EBITDA
On Holding	—	ok. 17–21x	ok. 11–13x
Deckers (HOKA, UGG)	najbliższy konkurent w premium running	ok. 10,4x	ok. 7,2x
Nike	lider rynku, punkt odniesienia	ok. 21,0x	ok. 12,1x
Lululemon	premium, model DTC, spowolnienie w USA	ok. 10,7x	ok. 4,9x
Birkenstock	marka premium, wysoka marża	ok. 13,0x	ok. 9,2x
adidas	globalny konkurent	ok. 24,7x (raczej C/Z bieżący)	ok. 8,6x
Amer Sports (Arc'teryx, Salomon)	premium, szybki wzrost	ok. 27x (dane z czerwca 2026)	b.d.
Asics	silny w bieganiu, rośnie	b.d.	ok. 13,8x
Puma	słabsza marka, restrukturyzacja	b.d.	b.d.

Interpretacja: On jest drożej wyceniany niż Deckers, Lululemon i Birkenstock, mniej więcej jak Nike – ale rośnie dużo szybciej (prognoza 2026: ok. 20% w walucie stałej) i ma najwyższą marżę brutto. Premia wobec Deckers i Lululemon jest uzasadniona tylko, jeśli wzrost utrzyma się w „wysokich nastu procentach". Rynek przecenił całą branżę (Deckers ok. 7x EV/EBITDA), więc „taniość" On jest względna.

Własna historia: na szczycie (zamknięcie 63,62 USD, 30.01.2025) EV/skoryg. EBITDA wynosił ok. 45x; średni kurs w 2025 r. to 48,47 USD, w 2026 r. – 37,45 USD. Dziś ok. 11–13x przy niemal dwukrotnie wyższej EBITDA w USD. Mnożnik spadł o ok. 75% – to nie „tania okazja z definicji", tylko zmiana statusu z „hiperwzrostu" na „dojrzewający wzrost".

5. Jakość biznesu

Siła marki i przewagi

- **Pricing power (siła cenowa):** średnia cena produktu wzrosła ze 145 do 270 USD od 2023 r. – według wypowiedzi Caspara Coppettiego dla CNBC (deklaracja zarządu, nie liczba audytowana). Marża brutto rośnie od lat: 59,6% → 60,6% → 62,8% → 64,8%.
- **Dyscyplina pełnej ceny:** spółka woli sprzedać mniej do hurtu niż dopuścić do przecen – to chroni markę, ale kosztuje wzrost w krótkim terminie.
- **Innowacje:** LightSpray, superpianki, walidacja przez sportowców elity; globalna świadomość marki wzrosła do 30%.
- **DTC i sklepy:** blisko 70 własnych sklepów na koniec 2025 r., wysoka produktywność; zwrot z nowego sklepu poniżej 2 lat (deklaracja CFO).

Trwałość marż: marża brutto ≥65% jest wspierana przez rosnący udział DTC i niski poziom promocji, ale zagrożona przez cła, ewentualną konieczność przecen w hurcie i koszty wejścia w piłkę nożną i golf. Marża EBITDA rośnie wolniej niż brutto, bo spółka reinwestuje w marketing (14% sprzedaży).

Główne słabości

- Koncentracja: ponad 90% sprzedaży to buty, ponad połowa to Ameryki.
- Zależność od trendu „premium running/athleisure", który może się nasycić.
- Rotacja kadry na szczycie (w 2025 r. odejście współprezesa Marca Maurera, w 2026 r. Hoffmanna) i kontrola założycieli.
- Zapasy rosną szybciej niż sprzedaż.
- Wysokie SBC (ok. 2–3% sprzedaży) – „skorygowane" wyniki są wyraźnie lepsze od IFRS.

6. Ryzyka i szanse 2026–2030

Czynniki zależne od spółki:

Czynnik	Prawdopodobieństwo	Wpływ	Komentarz
Dalsze spowolnienie hurtu w Amerykach (ryzyko)	wysokie	wysoki	II kw.: Ameryki +4,5% raport.; III kw. guidance ok. 17% w walucie stałej łącznie
Wzrost DTC i APAC powyżej 25% (szansa)	wysokie	średni/wysoki	trend potwierdzony w 4 kolejnych kwartałach
Nadmiar zapasów → przeceny (ryzyko)	średnie	wysoki	zapasy +31% r/r; uderzyłoby w marżę brutto i wizerunek
Utrzymanie marży brutto ≥65% (szansa)	średnie/wysokie	wysoki	guidance podniesiony w sierpniu
Skup akcji 1 mld USD (szansa)	średnie	średni	ok. 10% kapitalizacji, rozłożony do 2029 r.
Nowe kategorie: piłka nożna, golf (szansa/ryzyko)	niskie/średnie	niski do 2028	poza celami 2029; koszty marketingu; kontuzja Mbappé
Błędy nowego zarządu założycielskiego (ryzyko)	średnie	średni	część analityków wskazywała na brak zewnętrznego CEO
Struktura dwóch klas akcji (ryzyko ładu)	pewne (stan faktyczny)	średni	akcje B mają ok. 53% głosów przy ok. 10% praw do zysku

Czynniki rynkowe (niezależne od spółki):

Czynnik	Prawdopodobieństwo	Wpływ	Komentarz
Cła USA na import z Wietnamu/Azji (ryzyko)	wysokie (trwały stan)	średni/wysoki	Sąd Najwyższy USA uchylił cła IEEPA 20.02.2026, ale wprowadzono zastępcze cło 15% (sekcja 122, na 150 dni od 24.02.2026); kolejne podstawy prawne możliwe
Słabsza konsumpcja w USA (ryzyko)	średnie	wysoki	CFO mówił o „mocno promocyjnym otoczeniu” na części rynków w II kw.
Kurs CHF/USD (ryzyko/szansa)	wysokie (zmienność pewna)	średni	silny frank obniża raportowany wzrost w CHF; dla inwestora w USD efekt częściowo się znosi
Konkurencja HOKA, Nike (odbudowa), Asics, nowe marki (ryzyko)	wysokie	średni/wysoki	Nike wraca do biegania; przeceny konkurentów
Nasycenie mody na premium running (ryzyko)	średnie	wysoki	najważniejsza „niewiadoma” dla 2028–2030
Wzrost Azji, zwłaszcza Chin (szansa/ryzyko)	średnie	średni	rosnąca lokalna konkurencja i słaby popyt w Chinach

7. Wycena

7a. Wycena porównawcza

- **EV/EBITDA:** skorygowana EBITDA 2026E wg guidance ok. CHF 677–712 mln ≈ 820–860 mln USD (po kursie 1,207). Mnożnik 10–16x (między Deckers ~7x a premią za wzrost) → EV 8,4–13,5 mld USD, plus gotówka netto ok. 1,5 mld USD minus leasing ok. 0,7 mld USD → kapitał ok. 9,2–14,3 mld USD → **ok. 27–43 USD na akcję**.
- **C/Z:** zysk 2027E (szacunek autora, nie prognoza spółki) ok. CHF 500 mln ≈ 600 mln USD ≈ 1,80 USD na akcję × 15–22x → **ok. 27–40 USD**.
- **Średnie ceny docelowe analityków:** średnia ok. 43–44 USD, rozpiętość od 20 USD (Jefferies, Underperform) przez 31 USD (Williams Trading), 33 USD (BMO), 40 USD (Needham), 43 USD (Telsey, BofA), 44 USD (Barclays), 60 USD (BTIG), 62 USD (Bernstein) do 73 USD (UBS). To opinie, nie fakty.

Przedział porównawczy: ok. 27–42 USD.

7b. DCF oparty na FCFF

FCFF (wolne przepływy dla firmy) to gotówka, którą biznes generuje po podatkach, inwestycjach i zmianie kapitału obrotowego, zanim zapłaci akcjonariuszom i wierzycielom. DCF to suma tych przyszłych przepływów zdyskontowanych do dziś.

Założenia scenariusza bazowego (model w CHF, przeliczenie po bieżącym kursie 1,207 USD; leasing traktowany jako koszt operacyjny):

- Sprzedaż 2026: CHF 3,515 mld (środek guidance); wzrost 2027–2029: 17%, 16%, 15% (2029 ok. CHF 5,5 mld – nieco poniżej celu spółki ≥5,6 mld); potem stopniowo do 5% w 2035 r.
- Marża operacyjna (po SBC i kosztach leasingu): 14,5% w 2027 r., 16% w 2029 r., 16,5% od 2030 r. (spójne z celem skoryg. EBITDA ≥22%).
- Podatek 18%; capex netto (capex minus amortyzacja) 1,5% sprzedaży; kapitał obrotowy 20% przyrostu sprzedaży.
- **WACC 10% (przedział 8,5–11,5%):** spółka nie ma długu, więc WACC = koszt kapitału własnego. Stopa wolna od ryzyka USA ok. 4,2%, premia za ryzyko rynkowe ok. 5%, beta 1,2–1,5 (surowa beta 5-letnia ok. 2,1 jest zawyżona przez okres hiperwzrostu). *WACC to średni koszt kapitału firmy – minimalny zwrot, jakiego oczekują inwestorzy.*
- **Wartość końcowa:** wzrost 3% (przedział 2,5–3,5%), ROIC w okresie końcowym 20%; wartość końcowa to ok. 65% całej wyceny – wynik zależy głównie od założeń długoterminowych.
- Gotówka netto CHF 1,206 mld; ok. 336 mln akcji (ekwiwalent A, rozwodnione).

Scenariusze:

Scenariusz	Wzrost sprzedaży 2027–2029	Marża operacyjna docelowa	WACC / g	Wartość na akcję
Ostrożny	10%, 10%, 9% (potem 8%→4%)	13% (przeceny, cła)	10,5% / 2,5%	**ok. 20–25 USD**
Bazowy	17%, 16%, 15% (potem 13%→5%)	16,5%	9,5–10,5% / 3%	**ok. 36–45 USD** (środek ok. 40 USD)
Optymistyczny	19%, 18%, 17% (cele 2029 osiągnięte)	18%	9% / 3,5%	**ok. 55–65 USD**

Tabela wrażliwości – scenariusz bazowy (USD na akcję):

WACC \ wzrost terminalny	2,5%	3,0%	3,5%
8,5%	ok. 49	ok. 51	ok. 54
9,5%	ok. 42	ok. 43	ok. 45
10,5%	ok. 37	ok. 38	ok. 39
11,5%	ok. 33	ok. 33	ok. 34

Wrażliwość na marżę (WACC 10%, g 3%): marża docelowa 14,5% → ok. 35 USD; 16,5% → ok. 40 USD; 18,5% → ok. 46 USD.

Co wycenia obecny kurs 30,85 USD: albo WACC ok. 12% przy założeniach bazowych, albo wzrost i marże wyraźnie poniżej celów zarządu – czyli rynek zakłada scenariusz pośredni między ostrożnym a bazowym.

Dlaczego wyniki obu metod się różnią: wycena porównawcza pokazuje, ile rynek płaci *dziś* za podobne firmy – a dziś cała branża obuwnicza jest wyceniana nisko (Deckers, Lululemon). DCF pokazuje, ile warta jest firma *przy założeniach na 10 lat* – jest wyższy, bo zakłada, że On utrzyma wzrost i marże. Jeśli rynek ma rację co do branży, prawda leży bliżej dolnej granicy; jeśli On udowodni, że jest wyjątkiem, DCF wskaże kierunek.

Łączny przedział wartości godziwej (bez pozornej precyzji): ok. 30–45 USD w scenariuszu bazowym, z realnym ryzykiem spadku do ok. 20–25 USD przy scenariuszu ostrożnym.

8. Analiza dołączonych wykresów

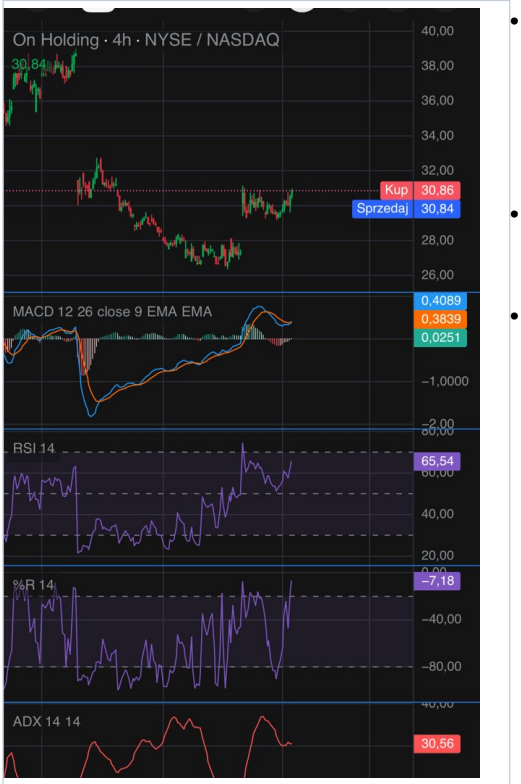
Weryfikacja aktualności: kurs 30,84–30,85 USD na zrzutach odpowiada zamknięciu z 2.10.2026 (30,85 USD, +0,65 USD, +2,15%), a zmiana pokazana w TradingView jest identyczna ze zmianą na zamknięciu – zrzuty zostały najpewniej wykonane po sesji 2.10. Wykresy są aktualne na dzień raportu. Wartości odczytane z wykresów są przybliżone; wartości wskaźników (MACD, RSI, %R, ADX) przyjęto z odczytu zrzutów.

Zweryfikowane poziomy cenowe (dane historyczne)

- Historyczny szczyt zamknięcia: 63,62 USD (30.01.2025); dołek zamknięcia 2025: 34,96 USD.
- Szczyt 52-tygodniowy: 51,08 USD (śródzienny); najwyższe zamknięcie 2026: 50,63 USD; otwarcie roku 2026: 46,95 USD.
- Luka w dół po wynikach: zamknięcie 10.08.2026 – 38,78 USD; 11.08.2026 – 30,91 USD (−20,3%, najgorsza sesja w historii spółki; wolumen ok. 42,2 mln, ok. 6x średnia).
- Po wynikach do Dnia Inwestora: zakres 26,37–32,93 USD; dołek śródzienny 26,36 USD, najniższe zamknięcie 2026: 26,76 USD.
- Luka w górę: zamknięcie 21.09 – ok. 27,32 USD; 22.09 – 29,39 USD (+7,58%, szczyt dnia 31,16 USD, wolumen ok. 25,4 mln).
- Kolejne zamknięcia: 25.09 – 29,87 USD; 1.10 – 30,20 USD; 2.10 – 30,85 USD.

Zmienność (szacunki): beta 5-letnia ok. 2,1; typowy dzienny zakres w ostatnich tygodniach ok. 0,6–1,3 USD, czyli ATR(14) ok. 1,0–1,3 USD (ok. 3–4% kursu); zmienność historyczna rzędu 45–60% rocznie (szacunek). *ATR to średni dzienny zakres ruchu ceny – miara „szerokości" typowych wahań.* **Reakcje na wyniki (zmiana w dniu publikacji):** 4.03.2025: +3,9%; 13.05.2025: +17,4%; 12.08.2025: +4,6%; 12.11.2025: +14,7%; 3.03.2026: −7,4%; 12.05.2026: −1,3%; 11.08.2026: −20,3%. Średnia bezwzględna ok. 10%; opcje przed sierpniowym raportem wyceniały ruch ok. 8,8% – rzeczywisty ruch był ponad dwa razy większy.

Wykres 1: broker, interwał 4h (sierpień–październik 2026)



- **Obserwacje:** luka w dół z ok. 36–38 USD do ok. 30–32 USD odpowiada sesji 11.08 (38,78 → 30,91 USD). Lokalny szczyt ok. 32,5 USD – w rzeczywistości 32,93 USD. Dołek ok. 26,8–27 USD – w rzeczywistości 26,36 USD śródziennie. Luka w górę 22.09 (z ok. 27,3 USD) i konsolidacja 29,5–31 USD są zgodne z danymi; opór 31–31,5 USD pokrywa się ze szczytem z 22.09 (31,16 USD).
- **Wskaźniki:** MACD 0,41 powyżej zera i świeżo nad linią sygnału (0,38), RSI 65,5, Williams %R −7 (wykupienie), ADX 30,6 (trend krótkoterminowy ma siłę).
- **Wniosek:** krótkoterminowy trend wzrostowy jest aktywny, ale kurs dochodzi do oporu przy wykupieniu – krótkie cofnięcie do ok. 29,4–29,9 USD byłoby zdrowe i nie łamałoby struktury.

Wykres 2: broker, interwał 1D (marzec–październik 2026)



- **Obserwacje:** marzec ok. 46–48 USD jest zgodny z otwarciem roku 46,95 USD; spadek 3.03 (−7,4% po słabszym guidance) i 25.03 (zmiana zarządu). Dołek kwietniowy ok. 34 USD i odbicie do ok. 41 USD w maju – wiarygodne, niezweryfikowane dokładnie. Konsolidacja 35–40 USD w czerwcu–lipcu.
- **Wskaźniki:** byczy crossover MACD poniżej zera (MACD 0,01 dochodzi do zera, sygnał −0,48), RSI 59,7, %R −6 (wykupienie), ADX spada z ok. 33 do 24 – trend spadkowy słabnie.
- **Wniosek:** na dziennym trend spadkowy wytraca impet, ale nie ma jeszcze sekwencji wyższy szczyt/wyższy dołek powyżej 32,93 USD. Kurs jest wciąż poniżej 200-sesyjnej średniej.

Wykres 3: broker, interwał W1 (2024–2026)



- **Obserwacje:** szczyty powyżej 55–60 USD na przełomie 2024/2025 – w rzeczywistości szczyt zamknięcia 63,62 USD. Niższe szczyty ok. 50–52 USD (początek 2026) i ok. 40 USD (połowa 2026). Kurs wrócił do poziomów z początku 2024 r. (ok. 28–30 USD – odczyt z wykresu).
- **Wskaźniki:** MACD −2,93 poniżej zera i pod linią sygnału (−2,60), RSI 41, %R −65, ADX 33 i rośnie.
- **Wniosek:** długoterminowy trend jest spadkowy i silny. Tygodniowe odbicie to na razie korekta w trendzie spadkowym, nie jego odwrócenie.

Wykres 4: TradingView, ONON 4H (połowa 2025–październik 2026)



- **Obserwacje:** kurs 30,81 USD, SMA(9) 29,96 USD – kurs nad krótką średnią. Szczyty ok. 51 USD (zgodne z 52-tyg. szczytem 51,08 USD) i ok. 41 USD. Znaczniki wyników (E) pokazują duże luki – potwierdzone danymi.
- **Strategia RSI 14 30/70:** sygnały kupna (RsiLE przy RSI<30) przy ok. 52, 38–39 i 31–32 USD – po każdym z nich kurs spadał dalej (po sygnale z sierpnia do 26,4 USD). Sygnały sprzedaży (RsiSE) przy ok. 43 i 40 USD okazały się trafne.
- **Wniosek:** w trendzie spadkowym strategia „kupuj wyprzedanie” systematycznie traciła po stronie long – oscylatory w silnym trendzie dają fałszywe sygnały odwrócenia. Sygnały backtestu nie są rekomendacją.

Wykres 5: TradingView, ONON 1D (2024–2026)



- **Obserwacje:** kurs 30,85 USD, SMA(9) 30,02 USD; wolumen dnia 12,84 mln. Szczyty ok. 62–63 USD (potwierdzone: 63,62), ok. 61, ok. 50 i ok. 41 USD. Dołki ok. 34–35 USD w 2025 r. (potwierdzone: 34,96), ok. 32 USD i ok. 26,5 USD (potwierdzone: 26,36).
- **Strategia RSI:** sygnały kupna przy ok. 45, 44 i 39 USD były przedwczesne; sygnały sprzedaży przy ok. 60 i 48 USD – trafne.
- **Wniosek:** seria malejących szczytów i dołków pozostaje nienaruszona. Pierwszym technicznym sygnałem zmiany byłoby wybicie i utrzymanie się powyżej 32,93 USD.

Wykres 6: TradingView, ONON 1W (2024–2026)



- **Obserwacje:** kurs 30,85 USD, tygodniowa SMA(9) 30,23 USD – kurs tuż nad nią. Wolumen tygodnia 49,59 mln. Podwyższony wolumen podczas spadku do ok. 26–27 USD potwierdza presję podaży.
- **Rozbieżność z danymi:** górny knot do ok. 33–33,5 USD odczytany z wykresu nie zgadza się z danymi – najwyższa cena od 11.08 to 32,93 USD. Duża zielona świeca z długim górnym knotem pasuje do tygodnia 21–25.09 (+9,4%), w którym podaż broniła poziomu ok. 31 USD.
- **Wniosek:** pierwsza tygodniowa próba wyjścia nad 9-tygodniową średnią, ale knot pokazuje sprzedających przy ok. 31 USD.

Synteza wieloramowa: krótkoterminowe odbicie vs długoterminowy trend spadkowy

- **4h i 1D:** odbicie z impetem (MACD, RSI 60–65), ale wykupienie (%R −6 do −7) przy oporze 31–31,2 USD.
- **1W:** trend spadkowy silny (ADX 33 i rośnie, MACD < 0).
- **Poziomy (zweryfikowane):** wsparcia 29,4–29,9 USD (zamknięcia 22–25.09), 27,3 USD (podstawa luki z 22.09), 26,4 USD (dołek). Opory 31,0–31,2 USD, 32,9–33,0 USD (szczyt posierpniowy), 36–38,8 USD (dolna krawędź niezamkniętej luki z 11.08).
- **Interpretacja (prognoza, nie fakt):** najbardziej prawdopodobny jest ruch boczny 27–33 USD do wyników za III kwartał; to wyniki, a nie analiza techniczna, rozstrzygną kierunek.

9. Plan dla inwestora według horyzontu

Horyzont	Główny scenariusz	Potwierdzenie	Sygnały podważające
1 miesiąc (do ok. 4.11.2026)	konsolidacja 28–32 USD przed wynikami; możliwe cofnięcie po wykupieniu	utrzymanie zamknięć powyżej 29,4 USD; ogłoszenie daty wyników; start skupu	zamknięcie poniżej 27,3 USD; negatywne sygnały z branży (Nike, Deckers)
3 miesiące (do ok. 4.01.2027)	III kw. ok. +17% w walucie stałej przy marży brutto ≥65% (bez zwrotów ceł) → ruch w stronę 33–38 USD	Ameryki ≥ ok. 10% w walucie stałej, zapasy rosnące wolniej niż sprzedaż, potwierdzony guidance roczny	wzrost <15% w walucie stałej, kolejne cięcie prognozy, spadek marży → test 24–26 USD
6 miesięcy (do kwietnia 2027)	guidance na 2027 (marzec 2027) potwierdza wzrost w „wysokich nastu procentach”	sezon świąteczny bez przecen; skup realnie zmniejsza liczbę akcji	guidance 2027 poniżej 15% w walucie stałej; rosnące rabaty w hurcie
1 rok (do października 2027)	stopniowe odzyskanie mnożnika do ok. 13–15x EBITDA → przedział ok. 35–45 USD	nowe produkty przyspieszają hurt w 2027 r.; APAC >30%	spadek marży brutto <63%; utrata udziałów na rzecz HOKA/Nike
2 lata (do października 2028)	realizacja ścieżki do ≥CHF 5,6 mld w 2029 r.; wartość ok. 40–55 USD przy bazowych założeniach	marża skoryg. EBITDA ≥21% w 2027–2028; ROIC >25%	sprzedaż 2028 < CHF 4,5 mld; struktura klas akcji używana przeciw akcjonariuszom mniejszościowym

10. Poziomy transakcyjne (orientacyjne, aktualne na zamknięcie 2.10.2026)

Zastrzeżenie wstępne: dane pozwalają wyznaczyć strefy tylko orientacyjnie. Przy zmienności ok. 3–4% dziennie i średnim ruchu ok. 10% po wynikach (ostatnio −20%) każdy poziom może zostać „przeskoczony" luką. **Stop loss nie gwarantuje wyjścia po zadanej cenie** – po wynikach realizacja może nastąpić znacznie niżej. Wielkość pozycji warto dobrać tak, by strata 20–25% na niej była do zaakceptowania.

Element	Strefa	Uzasadnienie
Wejście preferowane (etapami)	27,3–29,5 USD	wsparcie po luce z 22.09 i zamknięcia 22–25.09; poniżej dolnej granicy wartości bazowej
Wejście agresywne	30–31 USD (tylko po zamknięciu powyżej 31,2 USD)	potwierdzenie wybicia; gorsza relacja zysku do ryzyka
Ograniczenie straty (technicznie)	zamknięcie poniżej ok. 25,8–26,0 USD	pod dołkiem 26,36 USD – złamanie oznacza kontynuację trendu spadkowego
Realizacja zysku 1	32,9–33,5 USD	szczyt posierpniowy
Realizacja zysku 2	36–38,8 USD	wypełnienie luki z 11.08; dolna część przedziału wartości bazowej DCF
Cel długoterminowy (inwestycyjny)	40–45 USD	środek scenariusza bazowego DCF – warunkowy, nie gwarantowany

Relacja zysku do ryzyka (przy wejściu ok. 28,5 USD i stopie 25,9 USD; ryzyko ok. 2,6 USD, ok. 9%): do celu 1 ok. 4,4–5 USD (ok. 1,7–1,9 : 1), do celu 2 ok. 7,5–10 USD (ok. 2,9–3,9 : 1). Przy wejściu po 30,85 USD ryzyko do stopu rośnie do ok. 5 USD, a relacja do celu 1 spada poniżej 1 : 1 – **zakup po obecnej cenie przed wynikami ma słabą relację zysku do ryzyka.**

Ryzyko luki po wynikach: jeśli trzymasz pozycję przez publikację, zakładaj możliwy ruch ±10–20% w jednej sesji. Daty publikacji źródła podają różnie (11.11, 10–13.11 lub 17.11.2026) – spółka nie potwierdziła jeszcze daty w komunikacie. Ostrożna alternatywa: kupić część pozycji przed wynikami, a resztę po publikacji, gdy niepewność zniknie.

11. Co monitorować

1. **Wzrost w III kw. 2026 w walucie stałej** vs guidance ok. 17% (łącznie) i dynamika Ameryk (II kw.: +13,0% w walucie stałej).
2. **Hurt vs DTC:** czy hurt wraca do wzrostu dwucyfrowego, a udział DTC pozostaje ≥45%.
3. **Zapasy vs sprzedaż:** w II kw. +31% vs +13,5% – oczekiwana poprawa do ±5 pkt proc. różnicy.
4. **Marża brutto bez zwrotów ceł:** utrzymanie ≥65%; trzeba oddzielić jednorazowy zwrot do 65 mln USD w III kw.
5. **Guidance na 2027** (zwykle w marcu przy wynikach rocznych) vs cel „wysokich nastu procentów" wzrostu.
6. **Faktyczny skup akcji:** tempo i liczba umorzonych akcji (raporty 6-K).
7. **Kurs CHF/USD i polityka celna USA** (los cła z sekcji 122 i ewentualnych nowych ceł na Wietnam).
8. **Transakcje insiderów i zmiany w zarządzie:** 14.08.2026 współprezes Caspar Coppetti i członek rady Olivier Bernhard kupili po 65 000 akcji klasy A po ok. 30,67 USD (SEC Form 4) – sygnał pozytywny; sprzedaże byłyby sygnałem ostrzegawczym.

Wniosek końcowy (warunkowy)

On Holding wygląda atrakcyjnie dla inwestora długoterminowego w przedziale ok. 26–30 USD, przy założeniach, że: (a) wzrost w walucie stałej w latach 2027–2029 utrzyma się na poziomie co najmniej ok. 15% rocznie, (b) marża brutto zostanie przy ≥64–65%, a marża skorygowanej EBITDA dojdzie do ok. 21–22%, (c) zapasy znormalizują się bez masowych przecen. Przy tych założeniach wartość godziwa to ok. 36–45 USD, czyli potencjał ok. 20–45% od obecnego kursu – ale z ryzykiem spadku o ok. 20–30% w scenariuszu ostrożnym.

Zmieniłbym zdanie na negatywne, gdyby III kwartał przyniósł wzrost wyraźnie poniżej 15% w walucie stałej, kolejne cięcie prognozy, spadek marży brutto (bez zwrotów ceł) poniżej ok. 63% albo dalszy wzrost zapasów szybszy niż sprzedaż. **Na bardziej pozytywne** – gdyby hurt w Amerykach wrócił do dwucyfrowego wzrostu, a guidance na 2027 potwierdził ścieżkę do CHF 5,6 mld w 2029 r. Przed wynikami za III kwartał zakup po ok. 31 USD ma słabą relację zysku do ryzyka; rozsądniej jest budować pozycję etapami i niedużą.

Fakt (zweryfikowany)	Prognoza / założenie	Największa niepewność
Sprzedaż I poł. 2026: CHF 1 682,2 mln, +24,0% w walucie stałej	guidance 2026: wzrost w „niskich 20%” w walucie stałej, CHF 3,47–3,56 mld	czy spowolnienie hurtu w USA jest przejściowe
Marża brutto II kw. 2026: 65,4%; skoryg. EBITDA 19,8%	cel 2029: marża brutto ≥65%, skoryg. EBITDA ≥22%	wpływ ceł i ewentualnych przecen
Gotówka CHF 1 205,6 mln, brak kredytów; skup do 1 mld USD	skup ok. 10% kapitalizacji do 2029 r.	tempo realizacji skupu
Kurs 30,85 USD (2.10.2026); spadek −20,3% 11.08.2026	wartość bazowa DCF ok. 36–45 USD	trwałość mody na premium running
Zapasy +31% r/r vs sprzedaż +13,5%	normalizacja zapasów w II poł. 2026	czy dojdzie do przecen w hurcie
Zmiana zarządu 1.05.2026: założyciele Co-CEO	ciągłość strategii	jakość decyzji nowego zespołu, kontrola przez akcje B
Wyniki za III kw. – oczekiwane ok. 11–17.11.2026	guidance III kw.: ok. +17% w walucie stałej	luka cenowa ±10–20% po publikacji

Główne źródła

- Komunikat wynikowy za II kw. 2026 (6-K, 11.08.2026): sec.gov/Archives/edgar/data/0001858985/000185898526000018/a26q2-ex993xpressrelease.htm
- Materiały z Dnia Inwestora 2026 (6-K, 22.09.2026): sec.gov/Archives/edgar/data/0001858985/000185898526000021/exhibit991oninvestorday202.htm
- Wyniki za IV kw. i rok 2025 oraz 20-F za 2025: investors.on-running.com (komunikat z 3.03.2026)
- Wyniki za IV kw. i rok 2023 oraz 20-F za 2023: investors.on-running.com (komunikat z 12.03.2024)
- Wyniki za I kw. 2026 (6-K): sec.gov/Archives/edgar/data/0001858985/000185898526000014/a26q1-ex991xpressrelease.htm
- Zmiana zarządu (Co-CEO): investors.on-running.com, komunikat z marca 2026
- Dane rynkowe i historia kursu: Yahoo Finance, Morningstar, Macrotrends, MarketBeat, MarketChameleon, CNN Markets
- Komentarze analityków i rynku: Investing.com, Proactive Investors, Motley Fool, Trefis, sgieurope, Stocktwits/TradingView News
- Kursy walut: exchange-rates.org, exchangerates.org.uk

Zastrzeżenie: niniejszy raport ma charakter wyłącznie informacyjno-edukacyjny i nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani porady w rozumieniu przepisów prawa. Prognozy, wyceny i poziomy cenowe to szacunki obarczone dużą niepewnością, a nie gwarancje. Przeliczenia z CHF na USD wykonano po rynkowych kursach przybliżonych i mogą różnić się od danych spółki lub serwisów finansowych. Inwestowanie w akcje wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości kapitału.