Universidade do Minho

Escola de Economia e Gestão e Ciência Política

Francisco Andrade Gonçalves

Equity Research Report: On Holding AG

abril 2026

Equity Research Report: On Holding AG

Francisco Andrade Gonçalves

UMinho | 2026

Universidade do Minho

Escola de Economia e Gestão e Ciência Política

Francisco Andrade Gonçalves

Equity Research Report: On Holding AG

Projeto

Mestrado em Gestão – Gestão Geral

Trabalho realizado sob a orientação da

Professora Sónia Silva

abril 2026

Direitos de Autor e Condições de Utilização do Trabalho por Terceiros

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositórioUM da Universidade do Minho.

Licença concedida aos utilizadores deste trabalho



Atribuição-NãoComercial-SemDerivações

CC BY-NC-ND

https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração. Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

Universidade do Minho, abril 2026

Francisco Andrade Gonçalves

DECLARAÇÃO DE USO DE FERRAMENTAS DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL (IA)

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri a qualquer forma de utilização indevida de ferramentas de Inteligência Artificial (IA), nem à falsificação ou omissão de informações, fontes, dados, resultados ou processos em nenhuma das etapas conducentes à sua elaboração. Declaro ainda que qualquer utilização de ferramentas de IA foi feita de forma transparente e responsável, encontrando-se devidamente assinalada/descrita no trabalho, e que procedi à verificação crítica da exatidão do conteúdo produzido com o seu apoio, assumindo integralmente a responsabilidade pelo que submeto. Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho, bem como as normas aplicáveis de integridade académica e de proteção de dados.

Universidade do Minho, abril 2026

Francisco Andrade Gonçalves

DECLARAÇÃO DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE

Este *Equity Research Report* foi elaborado exclusivamente para fins académicos por Francisco Andrade Gonçalves, estudante do Mestrado em Gestão Geral da Universidade do Minho. O relatório foi supervisionado por um membro do corpo docente, atuando meramente como orientador académico. Nem o autor deste relatório nem o supervisor são consultores de investimento certificados. Este relatório deve ser considerado como um exercício puramente académico de um estudante de mestrado. A informação utilizada para elaborar este relatório está genericamente disponível ao público a partir de diferentes fontes e é considerada fiável pelo estudante. O estudante é o único responsável pelas informações utilizadas neste relatório, bem como pelas estimativas e previsões, pela aplicação de métodos de avaliação e pelas opiniões expressas. A UMinho e os seus docentes não têm qualquer posição específica ou formal sobre estas matérias e não assumem responsabilidade por quaisquer consequências decorrentes da utilização deste relatório.

RESUMO

O presente *Equity Research Report* tem como objetivo principal estimar o valor intrínseco e formular uma recomendação de investimento para as ações da On Holding AG, com uma projeção para o final do ano fiscal de 2026. A avaliação baseia-se no modelo de Fluxos de Caixa Descontados (DCF), complementado ainda por uma avaliação relativa com múltiplos e *peers* selecionados, considerando o estado de maturidade da empresa e o contexto operacional. Através da projeção do desempenho financeiro, baseado na expansão do canal de Venda Direta ao Consumidor (DTC), desenvolvimento de tecnologias disruptivas (como a LightSpray) e o crescimento no mercado asiático, estimou-se um custo médio ponderado de capital (WACC) de 8,08% e uma taxa de crescimento terminal de 3,0%. O modelo DCF resultou num preço-alvo (*Target Price*) de 54,42$ por ação. Face ao preço atual da empresa de 42,39$, observou-se um potencial de valorização (*Upside*) de 28,4%, suportado por análises de sensibilidade e cenários, reforçando a segurança da recomendação de investimento. Em função dos resultados obtidos e da robustez do balanço da empresa, foi emitida uma recomendação de COMPRA (*BUY*).

Palavras-chave: *Equity Research*; Avaliação de Empresas; DCF; On Holding AG; Preço-Alvo.

ABSTRACT

The primary objective of this Equity Research Report is to estimate the intrinsic value of On Holding AG's shares and to provide an investment recommendation, with a projection through the end of fiscal year 2026. The valuation is based on the Discounted Cash Flow (DCF) model, supplemented by a relative valuation using selected multiples and *peers*, taking into account the company's stage of maturity and operational context. Through the financial performance projection, based on the expansion of the Direct-to-Consumer (DTC) channel, the development of disruptive technologies (such as LightSpray), and growth in the Asian market, a weighted average cost of capital (WACC) of 8.08% and a terminal growth rate of 3.0% were estimated. The DCF model resulted in a target price of $54.42 per share. Given the company's current price of $42.39, an upside potential of 28.4% was observed, supported by sensitivity analyses and scenarios, reinforcing the confidence in the investment recommendation. Based on the results obtained and the strength of the company's balance sheet, a BUY recommendation was issued.

Keywords: *Equity Research*; Business Valuation; DCF; On Holding AG; Target Price.

Índice

SUMÁRIO DO INVESTIMENTO 1

Resumo do negócio 1

Tese de investimento 2

Resumo da Avaliação e Risco 2

DESCRIÇÃO DA EMPRESA 3

Visão Geral e História 3

Inovação e Posicionamento de Produto 3

Distribuição Geográfica e Crescimento 4

Modelo Multicanal (*Omnichannel*) 4

Cadeia de Abastecimento (*Asset-Light*) 5

Ambiental (E) 5

Social (S) 6

Governação (G) 7

ANÁLISE DO SETOR E POSICIONAMENTO COMPETITIVO 8

Dinâmica de Mercado e Tendências 8

Posicionamento e Diferenciação 9

Ambiente competitivo 9

Quota de Mercado e Metas Estratégicas 10

ANÁLISE FINANCEIRA 10

Análise Histórica 10

Análise dos peers 12

Pressupostos da Avaliação (*Assumptions*) 13

Volume de Vendas - Receitas 13

Evolução das Margens e Estrutura de Custos 14

Fundo de Maneio Líquido (Net Working Capital) 14

CapEx e Depreciações 15

Fiscalidade e Estrutura de Capitais 16

AVALIAÇÃO (VALUATION) 16

Metodologia 16

Modelo de Fluxos de Caixa Descontados 18
Taxa de Custo Médio Ponderado de Capitais - *WACC* 18
Modelo Discounted Cash Flows - DCF 19
Avaliação Relativa (*Relative Valuation*) 20
Análise de sensibilidade e cenários (*Sensitivity and scenario analysis)* 21
Análise de sensibilidade 21
Análise de cenários 22
RISCOS DE INVESTIMENTO 23
Risco Regulatório e Macroeconómico 24
Concentração de Produto 24
Riscos Financeiros e Compromissos de Capital 24
Risco de Inventário e Ciclo Económico 25
Risco de Avaliação (*Valuation Risk*) 25
CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÃO 26
REFERÊNCIAS 27
APÊNDICES 29

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução Histórica do Preço da Ação (ONON). Fonte: Google Finance. 1
Figura 2 - CAGR (5 anos) do Volume de Vendas das principais marcas do setor. Fonte: Reso insights, com base em dados das empresas..... 2
Figura 3 - Comparação entre Preço Atual de Mercado e Preço-Alvo. Fonte: LSEG (2025) Estimativas do Autor..... 2
Figura 4 - Tecnologia de fabrico robotizado LightSpray. Fonte: On Holding AG..... 3
Figura 5 - Sapatilha com tecnologia CloudTec e Speedboard. Fonte: On Holding AG. 3
Figura 6 - Distribuição das Receitas por Área Geográfica (2024). Fonte: On Holding AG (2024a). 4
Figura 7 - Distribuição das Receitas por Canal de Venda (2024). Fonte: On Holding AG (2024a). 4
Figura 8 - Distribuição das Receitas por Categoria de Produto (2024). Fonte: On Holding AG (2024a)..... 5
Figura 9 - Metas de Redução de Emissões de Carbono até 2030 (SBTi). Fonte: On Holding AG (2024b)..... 6
Figura 10 - Scores ESG da On Holding. Fonte: LSEG (2025)..... 7
Figura 11 - Breakdown do Score ESG. Fonte: LSEG (2025)..... 8
Figura 12 - Quota de Mercado Global no Setor de Calçado Desportivo (2024). Fonte: CSI Market (2024). 10
Figura 13 - Evolução das Vendas e Taxa de Crescimento. Fonte: LSEG e Estimativas do autor. 10
Figura 14 - Evolução Histórica da Margem Bruta e Margem EBITDA (2021-2024). Fonte: LSEG (2025) e Cálculos do Autor. 11
Figura 15 - Evolução das Vendas e Margem líquida. Fonte: LSEG e Cálculos do autor..... 11
Figura 16 - Trajetória de Convergência do Crescimento de Receitas por Região (2025E - 2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 13
Figura 17 - Expansão Projetada das Margens Operacionais (2026E - 2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 14
Figura 18 - Projeção do Peso do Investimento (CAPEX) e Depreciações nas Receitas (2026E - 2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 15
Figura 19 - Resumo de Avaliação e Comparação de Metodologias (Football Field Chart). Fonte: Yahoo Finance (2025), LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 20
Figura 20 - Análise de Cenários: Preço-Alvo Base, Otimista e Pessimista. Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 22
Figura 21 - Matriz de Riscos. Fonte: Avaliação do Autor..... 24

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resumo de Dados de Mercado e Informação Financeira Básica. Fonte: Yahoo Finance (2025), MarketScreener e cálculos de elaboração própria. 1
Tabela 2 - Componentes do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Fonte: Damodaran (2025) e Estimativas do Autor. 19
Tabela 3 – Resumo da Avaliação por Fluxos de Caixa Descontados (DCF) e estimativa do Preço-Alvo. Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 20
Tabela 4 - Resumo da Avaliação Relativa. Fonte: LSEG (2025) e Cálculos do Autor. 21
Tabela 5 – Matriz de Sensibilidade do Preço-Alvo face ao WACC e à Taxa de Crescimento Terminal (g). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor. 22

LISTA DE ABREVIATURAS

AG: *Aktiengesellschaft* (Termo alemão/suíço para Sociedade Anónima)

APAC: *Asia-Pacific* (Ásia-Pacífico)

CAGR: *Compound Annual Growth Rate* (Taxa de Crescimento Anual Composta)

CapEx: *Capital Expenditure* (Despesas de Capital)

CMVMC: Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

DCF: *Discounted Cash Flow* (Fluxos de Caixa Descontados)

DTC: *Direct-to-Consumer* (Venda Direta ao Consumidor)

EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações)

EMEA: *Europe, Middle East, and Africa* (Europa, Médio Oriente e África)

EPS: *Earnings Per Share* (Lucro por Ação)

ERR: *Equity Research Report* (Relatório de Avaliação de Ações)

ESG: *Environmental, Social, and Governance* (Ambiental, Social e Governação)

EV: *Enterprise Value* (Valor da Empresa)

FCFF: *Free Cash Flow to the Firm* (Fluxo de Caixa Livre para a Empresa)

FY: *Fiscal Year* (Ano Fiscal)

IPO: *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

Kd: *Cost of Debt* (Custo da Dívida)

Ke: *Cost of Equity* (Custo do Capital Próprio)

NTM: *Next Twelve Months* (Próximos Doze Meses)

NYSE: *New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova Iorque)

P/E: *Price-to-Earnings* (Rácio Preço/Lucro)

Q1: *First Quarter* (Primeiro Trimestre)

Rf: *Risk-free rate* (Taxa Livre de Risco)

SBTi: *Science Based Targets initiative* (Iniciativa de Metas Baseadas na Ciência)

SG&A: *Selling, General and Administrative Expenses* (Despesas Operacionais / Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas)

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado do Capital)



Preço da ação atual (13/10/2025)	**42,39 USD**
Preço-alvo (FY 2026)	**54,42 USD**
Upside	**28,4%**
Intervalo Anual (52-Week Range)	**34,59 - 64,05 USD**
Indústria	**Vestuário**
Setor	**Consumo cíclico**
Ticker	**ONON**
Bolsa de valores	**NYSE**
Ações em circulação	**331 milhões**
Capitalização de mercado	**13 832 Milhões USD**
EPS (TTM)	**0,52 USD**
Free Float	**65,52%**

Tabela 1 - Resumo de Dados de Mercado e Informação Financeira Básica. Fonte: Yahoo Finance (2025), MarketScreener e cálculos de elaboração própria.

SUMÁRIO DO INVESTIMENTO

Recomendação: Compra (*BUY*)

Preço atual (13/10/2025): 42,39 USD

Preço-Alvo (FY 2026): 54,42 USD

Upside: 28,4%

P/E (2024-25): 65,08 - 62,59

EV/EBITDA (2024-25): 48,54 – 24,51

Resumo do negócio

A On Holding AG (ou, por simplificação, On) é uma empresa suíça, detentora da marca *premium* de calçado e vestuário com o mesmo nome, que se diferencia no setor pela sua inovação e investimento em patentes tecnológicas (*CloudTec, LightSpray*) e pela forte expansão em segmentos de mercado além do *running*, como o *lifestyle* e o *outdoor*.



Figura 1 - Evolução Histórica do Preço da Ação (ONON). Fonte: Google Finance.

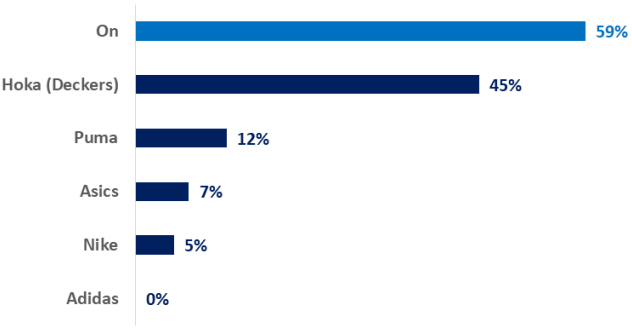


Figura 2 - CAGR (5 anos) do Volume de Vendas das principais marcas do setor. Fonte: Reso insights, com base em dados das empresas.

Tese de investimento

A recomendação de compra - *BUY* - assenta em três pontos fulcrais do desempenho histórico da empresa:

- Captura de quota de mercado aos gigantes: Enquanto as marcas dominantes como Nike e Adidas estagnam na inovação, a On (junto com a Hoka) cresce a uma velocidade superior, absorvendo rapidamente uma maior quota de mercado (Figura 2).

- Expansão das Margens: A remodelação do modelo de negócio com o aumento da venda direta ao consumidor (DTC), com um peso superior a 40%, aliada a inovações tecnológicas que reduzem os custos operacionais (LightSpray), contribui assim para o aumento das margens brutas e do EBITDA.

- Poder de preço (*Pricing Power*): O posicionamento *premium* da marca protege o negócio de pressões inflacionistas, sendo o seu público-alvo mais resiliente e com um maior poder de compra.

Resumo da Avaliação e Risco

Conforme ilustrado na figura 3, o preço-alvo estimado de 54,42$ foi obtido através do modelo de avaliação de fluxos de caixa descontados. Esta avaliação é sustentada por uma análise de cenários, em que o cenário pessimista projeta um preço-alvo de 36,33$, garantindo uma margem de segurança. Os principais riscos assentam nos múltiplos elevados que representam um prémio de avaliação proveniente das elevadas expectativas de hipercrescimento futuro, com base no desempenho operacional histórico acima do esperado. Este fator incorpora pouco espaço para erro, podendo

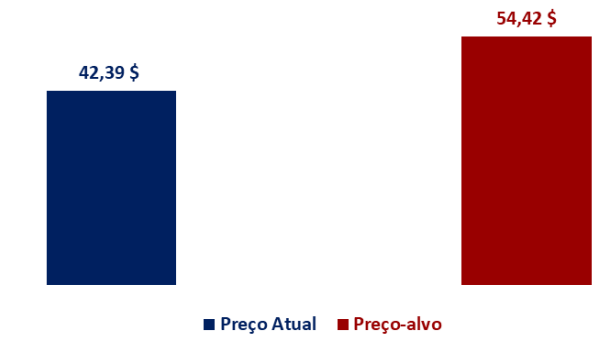


Figura 3 - Comparação entre Preço Atual de Mercado e Preço-Alvo. Fonte: LSEG (2025) Estimativas do Autor.

qualquer falha na execução ou abrandamento nas vendas desencadear a uma contração severa nos múltiplos.
Além do risco de avaliação, acresce o risco de inventário que pode ter um impacto substancial nas margens da empresa e na sua liquidez, quando sujeita a uma queda na procura.

DESCRIÇÃO DA EMPRESA

Visão Geral e História



Figura 4 - Tecnologia de fabrico robotizado LightSpray. Fonte: On Holding AG.

A On Holding AG é uma empresa suíça de calçado e vestuário desportivo de alto desempenho, fundada em 2010 por um ex-triatleta profissional, tendo realizado a sua oferta inicial de ações (IPO) na bolsa de valores mobiliários de Nova Iorque (NYSE) em 2021. Tendo lançado os seus primeiros produtos em 2012, a marca afirmou-se rapidamente no setor global de calçado desportivo, segmento que continua a representar o seu *core business* e a principal fonte de receitas da empresa.
Em 2019, o ex-tenista profissional Roger Federer patrocinado pela On, juntou-se como investidor com o objetivo de fortalecer o posicionamento *premium* e de implementar a sua visão empreendedora. Este acontecimento acrescentou valor e credibilidade à marca, aumentando o poder de fixação de preços.

Inovação e Posicionamento de Produto



Figura 5 - Sapatilha com tecnologia CloudTec e Speedboard. Fonte: On Holding AG.

A On apresenta-se como uma marca de calçado e vestuário diferenciada com uma aposta elevada em diferentes tecnologias. As principais armas da On no calçado são a sola CloudTec, que permite um maior conforto e um amortecimento estável, e a placa Speedboard que beneficia a impulsão da sapatilha desportiva (Figura 4).
No que diz respeito à tecnologia operacional, a principal inovação é o braço robótico LightSpray que permite uma produção mais eficiente, reduzindo o desperdício e as

emissões de dióxido de carbono (Figura 5). Embora a origem e o foco principal da empresa se centrem no *Running*, nos últimos anos

houve uma diversificação do calçado em diferentes áreas como: *Outdoor*, Ténis e *Lifestyle*. Esta transformação permitiu a expansão do negócio e a resposta a um segmento de mercado mais amplo.

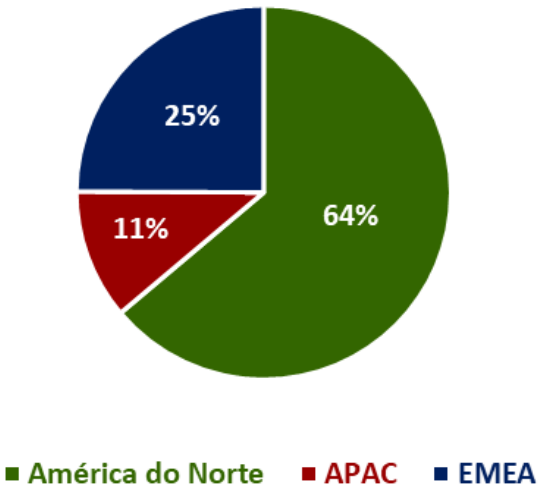


Figura 6 - Distribuição das Receitas por Área Geográfica (2024). Fonte: On Holding AG (2024a).

Distribuição Geográfica e Crescimento

Em 2024, a América do Norte manteve-se como o principal mercado da On, gerando 63,9% das receitas totais, impulsionadas maioritariamente pelo mercado dos Estados Unidos. A região EMEA (Europa, Médio Oriente e África) representou 24,9% das vendas, enquanto a região Ásia-Pacífico (APAC) contribuiu com 11,2%, conforme observado na Figura 6. Embora esta distribuição evidencie uma forte exposição ao mercado norte-americano, a empresa encontra-se numa fase de diversificação geográfica acelerada.

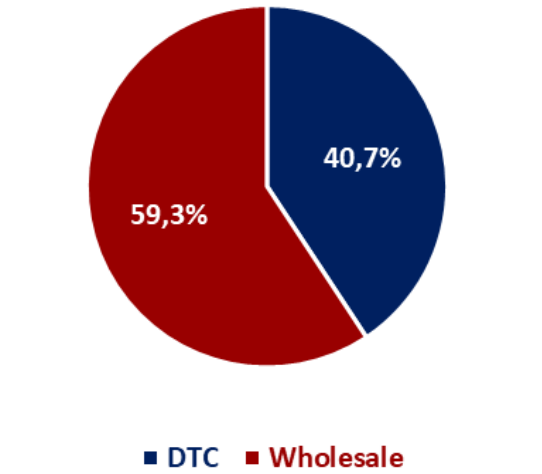


Figura 7 - Distribuição das Receitas por Canal de Venda (2024). Fonte: On Holding AG (2024a).

Modelo Multicanal (*Omnichannel*)

O modelo de negócio da On assenta numa estratégia *omnichannel* (multicanal), combinando o canal grossista (*Wholesale*) — responsável por 59,3% das vendas — com o canal DTC (*Direct-to-Consumer*), que tem vindo a ganhar expressão e já representa 40,7% das receitas (como representado na Figura 7). A expansão contínua do canal DTC é um dos principais motores de criação de valor (*drivers of value creation*) da empresa, permitindo não só uma expansão das margens brutas, mas também um maior controlo sobre a digitalização e a experiência de marca junto do consumidor final.

Apesar da predominância do calçado, a On tem executado com sucesso uma estratégia de diversificação do seu

portefólio. No primeiro trimestre de 2025, a empresa registou um crescimento homólogo acentuado (face ao Q1 2024) nos segmentos de acessórios (99,2%) e vestuário (93,1%), superando a taxa de crescimento do próprio calçado (40,5%). Este dinamismo sublinha a capacidade da marca em capturar quota de mercado em categorias adjacentes de *lifestyle* e *apparel*.

Adicionalmente, neste mesmo período a empresa reportou um crescimento excecional das receitas na Ásia (130,1%) e uma forte expansão na Europa (33,6%), mitigando ativamente o risco de concentração geográfica. Globalmente, nestes primeiros três meses do ano, as vendas líquidas da On aumentaram 43% em termos homólogos (face ao mesmo período de 2024), validando a sua trajetória de expansão e a resiliência do seu modelo de crescimento internacional. Na Figura 8, é possível observar que mesmo com o crescimento do vestuário e dos acessórios, a On continua a apresentar uma forte dependência do calçado (93,05%).

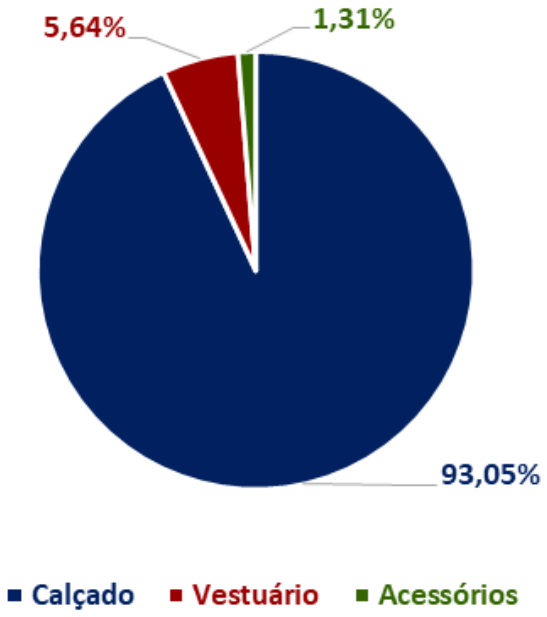


Figura 8 - Distribuição das Receitas por Categoria de Produto (2024). Fonte: On Holding AG (2024a).

Cadeia de Abastecimento (*Asset-Light*)

A On Holding AG segue um modelo *Asset-Light*, em que as fábricas e a maquinaria são 100% subcontratadas, sendo a produção do calçado dependente de fábricas no Vietname e na Indonésia.

ANÁLISE ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL & GOVERNANCE)

Ambiental (E)

De acordo com a avaliação da (Figura 10), a On Holding AG regista um *Score* Ambiental de C, um valor que reflete um desempenho satisfatório face à indústria, equilibrando a sua

fase de expansão com as metas rígidas de descarbonização da marca.

No domínio ambiental, a On Holding AG definiu metas ambiciosas e validadas pela *Science Based Targets initiative* (SBTi), comprometendo-se a reduzir em 46% as emissões diretas e de energia (Scope 1), emissões indiretas associadas a energia comprada (p.e., eletricidade (scope 2)) até 2030 e a diminuir em 55% a intensidade económica das restantes emissões indiretas (Scope 3), tal como representado na Figura 9. Embora em 2024 se tenha registado um aumento das emissões, consequência do crescimento físico e operacional da empresa, importa destacar que, desde 2023, todos os escritórios e lojas da marca passaram a ser alimentados por eletricidade proveniente de fontes renováveis, reforçando o compromisso com a transição energética.

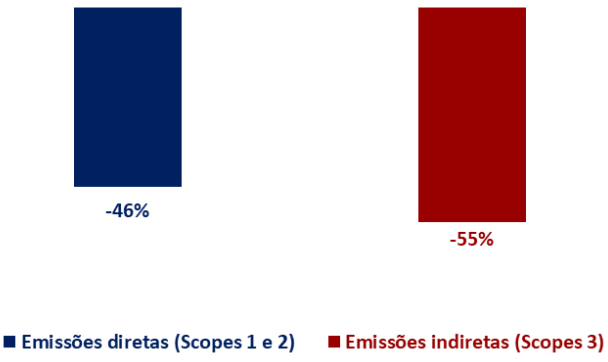


Figura 9 - Metas de Redução de Emissões de Carbono até 2030 (SBTi). Fonte: On Holding AG (2024b).

No que concerne à sustentabilidade do produto, através do serviço de subscrição Cyclon, a marca *premium* permite ao cliente optar pelo aluguer do calçado, com o objetivo de garantir a sua devolução à On no fim da vida útil para a reutilização da sapatilha. Além disso, a tecnologia CleanCloud permite a utilização de emissões de carbono capturadas da atmosfera para o fabrico de solas.

Social (S)

No âmbito social, a On Holding AG implementou, em 2024, o programa "Right to Run", que permitiu a cerca de 292 mil pessoas o acesso ao desporto e à atividade física, promovendo um estilo de vida saudável e inclusivo. A empresa estabeleceu ainda objetivos claros no que respeita às condições laborais, assumindo o compromisso de garantir um *living wage* a todos os colaboradores até 2025 e de implementar mecanismos formais de reclamação (*grievance mechanisms*) até 2026.

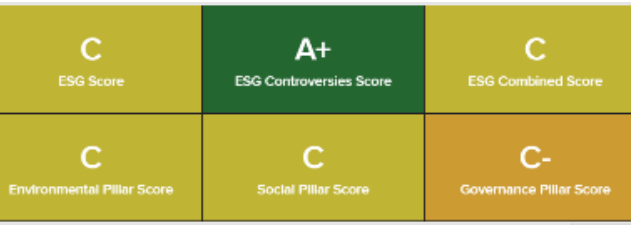


Figura 10 - Scores ESG da On Holding AG. Fonte: LSEG (2025)

Como foi referido anteriormente, a On subcontrata fábricas no Vietname e na Indonésia. Estas empresas subcontratadas por vezes acarretam riscos para marcas de vestuário a nível social devido à falta de condições laborais. Para combater esta questão social, a empresa suíça realiza auditorias rigorosas aos seus fornecedores para garantir justiça, saúde e segurança na atividade laboral. São precisamente estas medidas de mitigação proativas face ao risco da cadeia de abastecimento asiática que justificam o *Score* Social de C atribuído pela (Figura 10), demonstrando um equilíbrio entre os riscos apresentados e as práticas preventivas.

Governação (G)

Relativamente à governação, a On Holding AG está cotada na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e cumpre os requisitos legais e regulamentares tanto da Suíça como dos Estados Unidos. Apesar do enquadramento norte-americano não impor obrigações legais específicas em matéria de ESG, a empresa demonstra um compromisso voluntário através da criação de um comité ESG, composto por membros da direção executiva e da fundação da empresa. Esta estrutura reflete uma integração real das práticas de sustentabilidade na sua estratégia corporativa e na tomada de decisão.

Em relação à estrutura acionista, a marca segue uma estrutura *Dual-Class* (Classe A e Classe B), sendo que as de Classe B (detidas por fundadores e executivos) têm 10 vezes mais poder de voto que as de Classe A (vendidas ao público). Esta estrutura permite uma maior estabilidade a longo prazo para os órgãos executivos da empresa, mas um menor poder de voto do investidor público.

A estrutura de governação da On Holding AG atravessa atualmente um período de transição. Após a reestruturação de 2025, a empresa anunciou recentemente (março de 2026) que o atual CEO, Martin Hoffmann, abandonará o cargo em maio



Figura 11 - Breakdown do Score ESG. Fonte: LSEG (2025)

de 2026. A empresa tem passado por um período de alternância entre modelos de co-liderança e gestão única. A este cenário acresce a nova mudança no modelo executivo, em que David Allemann e Caspar Coppetti, além de cofundadores e atuais presidentes (*Co-Chairmen*), assumirão também a gestão diária como Co-CEOs.

O Conselho de Administração é composto por oito membros: cinco diretores independentes, os dois Presidentes do Conselho, e ainda um membro executivo (Olivier Bernhard), que é também o terceiro cofundador da marca.

Apesar de o Conselho garantir uma maioria de membros independentes, a acumulação dos cargos de topo pelos fundadores e a manutenção de uma estrutura acionista *Dual-Class* (onde a Classe B possui direitos de voto desproporcionais) tornam o controlo da empresa concentrado. É precisamente esta forte limitação ao poder de decisão dos acionistas minoritários que torna a governação o ponto mais débil da empresa, resultando num ESG *Score* de 34 (Figura 11).

ANÁLISE DO SETOR E POSICIONAMENTO COMPETITIVO

Dinâmica de Mercado e Tendências

A On Holding AG atua no setor do vestuário e calçado desportivo, um mercado altamente competitivo e dominado por empresas de grande dimensão, com marcas globalmente consolidadas e estruturas operacionais maduras. Este setor caracteriza-se por uma forte influência de tendências relacionadas com o bem-estar, o desempenho físico e a sustentabilidade, refletindo a crescente procura por produtos técnicos, inovadores e ambientalmente responsáveis.

As recentes flutuações económicas e alterações nos padrões de consumo impulsionaram a digitalização do setor, com destaque para o crescimento dos canais diretos ao consumidor (*Direct-to-Consumer* – DTC). Paralelamente, os consumidores demonstram uma preferência crescente por marcas com identidade sólida e valores autênticos, favorecendo aquelas que comunicam de forma coerente o seu propósito e posicionamento.

Posicionamento e Diferenciação

Neste contexto, a On Holding AG posiciona-se como uma marca *premium* e técnica, com foco principal no segmento da corrida e do treino desportivo. A sua diferenciação assenta em três pilares: inovação tecnológica, *design* minimalista e sustentabilidade como motor da inovação. Projetos como o *CleanCloud*, que visa desenvolver materiais mais ecológicos, reforçam o compromisso da empresa com a economia circular e com práticas ambientalmente responsáveis.

Ambiente competitivo

Os principais concorrentes da On incluem marcas globais como Nike, Adidas, Puma e Asics, bem como empresas com forte presença no segmento de corrida, como Deckers (Hoka), Lululemon, Allbirds e Salomon. Em 2024, o mercado global de calçado desportivo foi avaliado em cerca de 131,1 mil milhões de dólares, prevendo-se um crescimento anual composto (CAGR) superior a 5% entre 2025 e 2034. Uma das vantagens competitivas da empresa suíça e da Hoka (marcas emergentes) relativamente às empresas consolidadas no setor (Nike e Adidas) é a superioridade na inovação. A estagnação e a falta de avanço tecnológico das marcas dominantes permitem às marcas emergentes crescimento no setor e aumento da quota de mercado.

As barreiras à entrada são elevadas devido à necessidade significativa de capital para a construção de marcas *premium* com patentes tecnológicas e orçamentos de marketing substanciais.

Quota de Mercado e Metas Estratégicas

Atualmente, a On Holding AG detém uma quota de mercado de 0,75%, significativamente inferior à dos seus principais concorrentes diretos — Nike (19,92%), Adidas (13,95%), Puma (4,06%), Asics (2,24%) e Deckers (2,08%) (CSI Market, 2024). Apesar da sua menor dimensão relativa, a empresa destaca-se pela aposta contínua em inovação tecnológica e pela sua rápida expansão internacional, fatores que sustentam o objetivo estratégico de alcançar uma quota de mercado entre 3% e 4% até 2030.

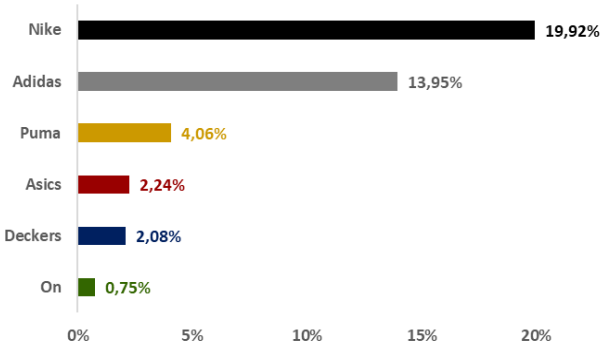


Figura 12 - Quota de Mercado Global no Setor de Calçado Desportivo (2024). Fonte: CSI Market (2024).

ANÁLISE FINANCEIRA

Análise Histórica

A análise financeira é uma ferramenta crucial no diagnóstico e no planeamento do futuro de uma empresa. Com esta análise, é possível dissecar o desempenho histórico da empresa (neste caso, os cinco anos prévios) através da identificação de tendências de crescimento e da avaliação da eficiência operacional. Para além disso, esta secção permite aumentar a credibilidade das decisões tomadas no relatório, reduzindo assim a incerteza das projeções futuras.

De acordo com o relatório anual da On Holding AG, a empresa registou um aumento de 29% nas vendas líquidas entre 2023 e 2024 (On Holding AG, 2024a), atingindo 2318,3 milhões de CHF. Embora a conversão à taxa de câmbio oficial da empresa ronde os 2550 milhões de USD, os dados agregados pela LSEG (refletido na figura 13) contabilizam estas vendas em 2634,51 milhões de USD, fruto de metodologias distintas

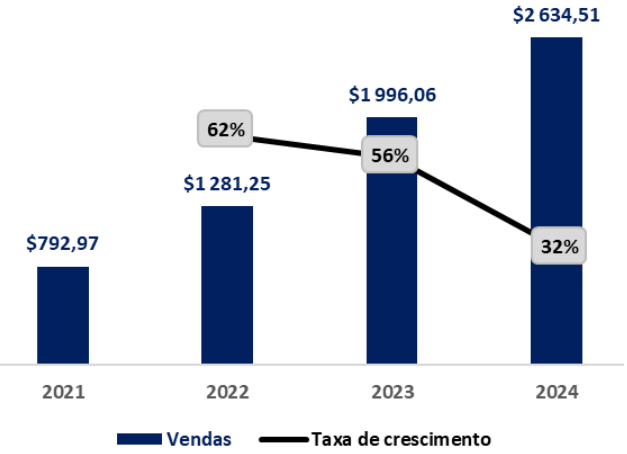


Figura 13 - Evolução das Vendas e Taxa de Crescimento. Fonte: LSEG e Estimativas do autor.

de conversão cambial. Houve um crescimento em ambos os canais de vendas: tanto no canal grossista (22,8%) como no *DTC* (40,3%) no mesmo período. A marca registou um aumento significativo nas suas receitas em todas as regiões, com destaque para a região Ásia-Pacífico, que cresceu 84,5%.

Analisando as margens da empresa, a margem bruta aumentou de 60,4% para 62,1% e o lucro líquido aumentou 204%, passando de 79,6 milhões de CHF (aprox. 94,7 milhões de USD) para 242,3 milhões de CHF (aprox. 266,5 milhões de USD), o que fez aumentar a margem do lucro líquido de 4,4% para 10,4% (Figura 14 e 15). O *EBITDA* ajustado aumentou cerca de 40% para 387,6 milhões de CHF (aprox. 426,3 milhões de USD), fazendo com que a sua margem crescesse de 15,5% para 16,7%, como representado na figura 14. Através das alterações nas vendas e na estrutura das mesmas, é possível perceber que a empresa mitigou algumas das suas vulnerabilidades, como a dependência do calçado e da região americana, evidenciando um aumento percentual

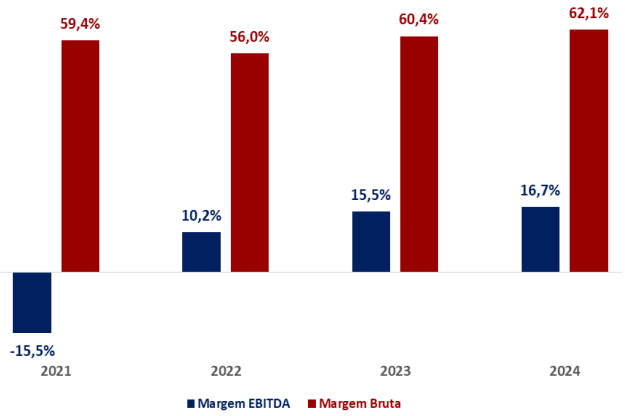


Figura 14 - Evolução Histórica da Margem Bruta e Margem EBITDA (2021-2024). Fonte: LSEG (2025) e Cálculos do Autor.

Em 2022, com um investimento de cerca de 300 milhões de dólares em inventários (pós-IPO), o fundo de maneio *(Working Capital)* teve uma variação negativa acentuada. Após este período, houve uma estabilização do *Working Capital* devido ao crescimento abrupto dos lucros, o que permitiu fluxos de caixa operacionais positivos e sólidos. A eficiência operacional seguiu a mesma tendência: o prazo médio de inventário atingiu um pico em 2022 devido ao investimento em stock, regressando posteriormente aos valores históricos, evidenciando uma rotação de inventários eficiente.

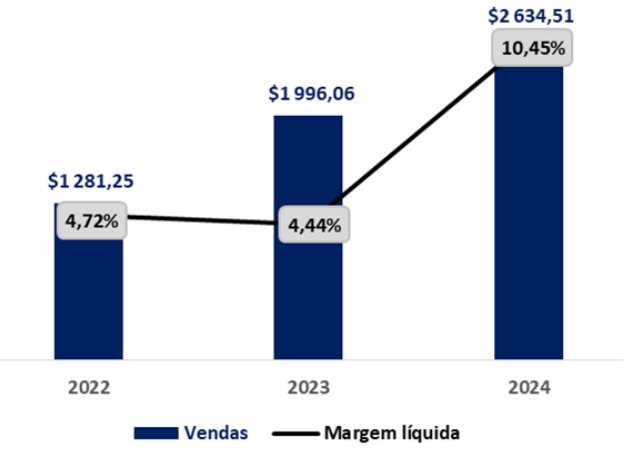


Figura 15 - Evolução das Vendas e Margem líquida. Fonte: LSEG e Cálculos do autor.

A On tem apresentado um crescimento progressivo nas despesas de capital (CapEx), sendo o investimento financiado pela entrada na bolsa até 2022. Com o crescimento robusto

dos fluxos de caixa superior das receitas em regiões como a Ásia e noutros produtos, como o vestuário e os acessórios.
operacionais, a empresa em 2023 e 2024 já conseguiu cobrir as necessidades de investimento, passando a gerar *free cash flow to the firm - FCFF -* positivo.
No que concerne à solvabilidade e liquidez, a marca *premium* apresenta valores de caixa substancialmente superiores aos da dívida total e um rácio de Capital Próprio sobre o Passivo superior a 2 entre 2021 e 2023. Com o forte investimento em armazéns automatizados na Bélgica e o compromisso assumido em *leases*, este rácio tem apresentado uma decrescente. Mesmo com esta tendência, devido ao aumento da dívida, a empresa apresenta um rácio de solvabilidade estável de 1,41.

Análise dos peers

Para complementar a análise e avaliar o desempenho financeiro da On, é indispensável a comparação com os seus *peers*: o Grupo Deckers, a Amer Sports e a Lululemon. A On lidera no que diz respeito ao crescimento anual do volume de vendas, face aos ritmos mais maduros da Deckers (c. 18-20%), Amer Sports (c. 15%) e Lululemon (c. 15-18%). No que concerne à rentabilidade, a forte expansão do modelo *DTC* permite à On uma margem bruta superior a 60%, alinhando-se com a Lululemon (c. 58-60%) como líderes face à Deckers (c. 55-57%) e a Amer Sports (c. 53-54%) que apresentam margens ligeiramente inferiores. Contudo, a desvantagem da On reside na margem operacional (EBIT) com valores inferiores (10-12%), face aos seus concorrentes que sustentam margens superiores a 20%. Este diferencial provém do peso elevado das despesas de vendas, gerais e administrativas (SG&A), essenciais para sustentar o forte investimento em marketing e expansão global.

Em relação à estrutura de capital, o grupo de *peers* está dividido em duas estratégias diferentes. De um lado, a On e a Amer Sports apresentam um rácio de Dívida/Capital Próprio de 28-29%, representando um maior proveito da alavancagem financeira, mas também uma maior exposição às taxas de juro. Em contrapartida, o grupo Deckers e a Lululemon apresentam um rácio de endividamento próximo de zero, sendo o financiamento da sua atividade operacional quase exclusivo de capitais próprios.

Pressupostos da Avaliação (*Assumptions*)

Volume de Vendas - Receitas

Após estimado o CAGR entre 2021 e 2025 de 34,14% e a análise da distribuição das receitas pelas diferentes geografias, as receitas foram projetadas para o período de avaliação (2026FY-2035FY) tendo em conta as questões geopolíticas e de forma individual. A região norte-americana apresenta-se como o mercado principal e mais maduro da empresa suíça, com taxas de crescimento superiores a 30%, apresentando um abrandamento no crescimento nos últimos anos. No continente europeu e no Médio Oriente (EMEA), a mesma apresenta crescimentos abruptos nos últimos anos, especialmente em 2024. Por último, o continente asiático apresenta-se como a potência de elevado crescimento, com taxas de crescimento superiores a 80% nos últimos anos.

Tendo em conta o comportamento histórico das regiões, as receitas na região norte-americana foram projetadas como o mercado mais maduro a uma taxa de 21% em 2025, diminuindo progressivamente até uma taxa de 3% em 2035. A EMEA e a APAC foram projetadas como as regiões com maior potencial de crescimento, tendo em conta o comportamento histórico e o investimento da empresa, especialmente na região da Ásia. Na EMEA, a taxa projetada de crescimento

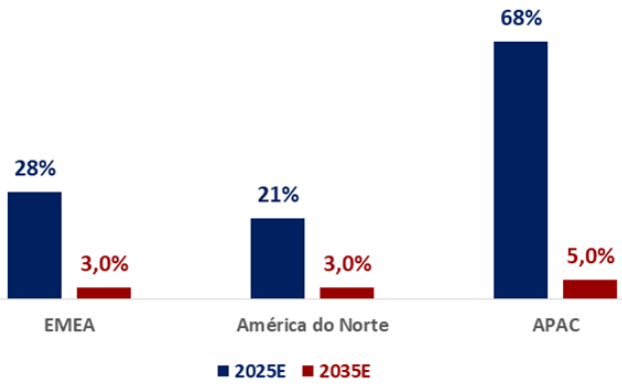


Figura 16 - Trajetória de Convergência do Crescimento de Receitas por Região (2025E - 2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

para 2025 foi de 28%, diminuindo progressivamente até 3% em 2035. Já na APAC, o crescimento das receitas projetado para 2025 foi de 67,7%, com uma redução progressiva até 5% em 2035, como ilustrado na Figura 16.

Evolução das Margens e Estrutura de Custos

Os custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC) foram projetados com base na margem bruta, tendo em conta o seu comportamento histórico e a remodelação do modelo de negócio. A marca suíça apresenta-se como uma marca *premium* com uma margem bruta média elevada de 59%, que tem apresentado uma tendência crescente devido ao aumento do peso do modelo de negócio *DTC* e à sua tecnologia *LightSpray*, que prevê uma diminuição dos custos de mão de obra. Analisando o comportamento histórico e a transformação nos modelos de negócio (Figura 17), foi realizada uma projeção otimista em relação à margem bruta com valores de 62,5% entre 2026 e 2029, 63% entre 2030 e 2032 e 63,5% entre 2033 e 2035.

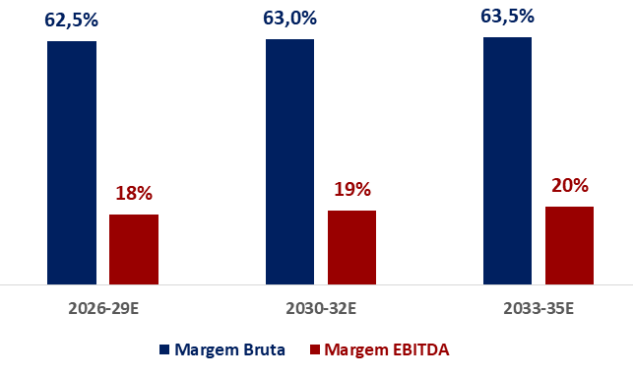


Figura 17 - Expansão Projetada das Margens Operacionais (2026E - 2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Como foi referido no parágrafo anterior, a On Holding AG apresenta-se como uma marca *premium* com margens elevadas, seguindo a margem do *EBITDA* o mesmo padrão devido aos fatores mencionados anteriormente. Analisando ainda o comportamento histórico, é observado um crescimento contínuo da margem, sendo ainda expectado pela gestão, no final de 2023 no *investor day*, que a mesma irá aumentar para 18% em 2026. Após a análise à métrica descrita, foi projetada uma margem do *EBITDA* de 18% entre 2026 e 2029, 19% entre 2030 e 2032 e 20% entre 2033 e 2035. (ver Figura 17)

Fundo de Maneio Líquido (Net Working Capital)

Quanto às rubricas do fundo de maneio (*working capital*), assumiu-se que a eficiência operacional se manteria em linha com os valores de 2024. Deste modo, os inventários, as contas a receber e as contas a pagar foram projetados através dos respetivos rácios de prazo médio de inventário, prazo médio de recebimentos e prazo médio de pagamentos. As rubricas de Fundo de Maneio (Contas a Receber, Inventários e Contas a Pagar) foram projetadas com base na manutenção dos prazos médios históricos da empresa. A metodologia de cálculo e as fórmulas aplicadas estão detalhadas no Apêndice 7. Nas restantes rubricas de outros ativos correntes e outros passivos correntes, assumiu-se a média histórica (2021 a 2024) do respetivo peso nas vendas.

CapEx e Depreciações

Para a projeção das despesas de capital e das depreciações, foram consideradas as informações divulgadas pela empresa suíça relativamente aos investimentos em armazéns automatizados na Bélgica e nos Estados Unidos e a média do peso do *CapEx* e das depreciações nas vendas. Tendo em consideração que a On se encontra numa fase inicial do seu ciclo de vida e de forte expansão operacional assumiu-se que as necessidades de investimento (*CapEx*) irão aumentar e, consequentemente, as respetivas depreciações.

Considerando um peso de 4,31% das despesas de capital nas vendas e um peso de 3,63% das depreciações nas vendas, foi projetado um ligeiro aumento em ambos os pesos entre 2026 e 2029 para 4,5% e 4%, respetivamente. Para os períodos seguintes, foi assumida uma diminuição progressiva para um estado de maturidade com taxas de 3% para ambas as rubricas (Figura 18).

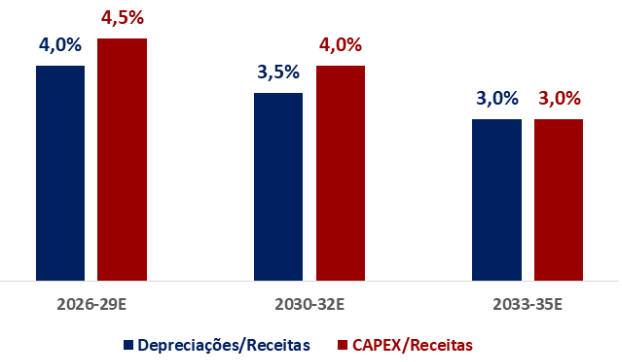


Figura 18 - Projeção do Peso do Investimento (CAPEX) e Depreciações nas Receitas (2026E - 2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Fiscalidade e Estrutura de Capitais

Após a observação de uma instabilidade na carga fiscal, assumiu-se a convergência a longo prazo para a taxa marginal de imposto a que a On Holding AG está sujeita, fixada em 19,65% que corresponde à taxa estatutária no Cantão de Zurique (Suíça), local da sede global da empresa. Esta decisão justifica-se pelos resultados líquidos negativos registados em 2021 e pela elevada oscilação da taxa efetiva entre os anos de 2022 e 2024.

No que concerne à estrutura de capitais, assumiu-se que a mesma não sofrerá alterações, considerando-se a média dos rácios de dívida (2021-2024) de curto e longo prazo em relação ao capital próprio para a projeção da dívida.

Como a marca suíça não segue uma política distributiva de dividendos, assumiu-se a retenção total dos lucros. Adicionalmente, foi projetado um crescimento de 10% ao ano nas reservas de capital, refletindo a política de remuneração em ações (*share-based compensation*) continuamente adotada pela empresa.

AVALIAÇÃO (VALUATION)

Metodologia

A avaliação (*valuation*) constitui um dos tópicos fundamentais deste relatório, tendo como objetivo estimar o valor da ação da On Holding AG. Para tal, recorreu-se a modelos que medem o valor intrínseco da empresa e a modelos relativos, que estimam o valor da ação face a empresas comparáveis (*peers*).

O elemento central desta secção consistiu na estimativa do preço-alvo (*target price*) para o final de 2026, estimado através do modelo de fluxos de caixa descontados (DCF) e utilizando o custo médio ponderado de capital (WACC) como taxa de

atualização. Através deste método, estimaram-se os fluxos de caixa libertos para a empresa (FCFF) durante o período explícito da projeção.

Para o cálculo do WACC, que se fixou nos 8,08%, e nomeadamente para o custo do capital próprio (K_e), foram estabelecidos pressupostos relativos à taxa livre de risco (*risk-free rate* - R_f), ao beta alavancado da empresa (*levered beta*) e ao prémio de risco acionista (*equity risk premium* - ERP). Como os Estados Unidos representam o principal mercado da On Holding AG, utilizou-se a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro norte-americano a 10 anos (*Treasury bonds*) como referência para a R_f, e o prémio implícito do mercado norte-americano para o ERP (Damodaran, 2025).

Relativamente ao beta desalavancado (*unlevered beta*), considerou-se a média das empresas comparáveis no setor do vestuário e calçado (*apparel*).

Para a estimativa do WACC, recorreu-se ao modelo CAPM para o custo do capital próprio e à análise da estrutura de capital dos *peers*. O detalhe das formulações matemáticas e a definição das variáveis utilizadas encontram-se descritas no Apêndice 7.

Com base no comportamento histórico da empresa e nas projeções do setor, assumiram-se diferentes trajetórias para as variáveis operacionais. Segundo o Statista (2024), projeta-se um CAGR de 6,81% até 2029 para o setor do calçado desportivo, o que constitui um dos aspetos fulcrais para a evolução financeira da On Holding AG.

Modelo de Fluxos de Caixa Descontados

Taxa de Custo Médio Ponderado de Capitais - *WACC*

Para o cálculo do *WACC*, procedeu-se à estimação dos pressupostos para as variáveis fundamentais, nomeadamente a taxa isenta de risco - Rf, o risco sistemático (*Beta*), o custo da dívida e o custo do capital próprio. No que concerne à taxa livre de risco (*risk-free rate*), assumiu-se o valor de 4,58%, correspondente à rentabilidade das Obrigações do Tesouro dos Estados Unidos a 10 anos (*10-Year US Treasury Bonds*). O custo da dívida após impostos situou-se nos 4,16%, tendo por base a taxa marginal de imposto de 19,65%. Para a estimativa do custo da dívida antes de impostos (Kd), que se fixou em 5,18%, recorreu-se à abordagem da notação de risco sintética (*synthetic rating*). Para tal, adicionou-se à taxa livre de risco o prémio de incumprimento (*default spread*) de 0,60% correspondente a um *rating* sintético de Aa2/AA obtido através do rácio de cobertura de juros (*interest coverage ratio*) da empresa (7,10), extraído das tabelas de classificação de risco de Damodaran (2025).

No que concerne ao risco sistemático, optou-se por uma abordagem *bottom-up* na estimação do *Beta*. Dado tratar-se de uma empresa em forte crescimento e com um *IPO* relativamente recente — o que invalida a utilização de um *Beta* histórico de regressão com significância estatística —, selecionou-se o *Beta* não alavancado (*unlevered Beta*) médio da indústria. Este valor foi posteriormente alavancado (*relevered*) tendo em consideração a estrutura de capital assumida para a empresa.

Por último, no cálculo do custo do capital próprio, o prémio de risco de mercado (*Equity Risk Premium* - ERP) foi estimado através de uma média ponderada, com base no peso das

receitas geradas em cada região geográfica de atuação da empresa, recorrendo-se às taxas fornecidas pela base de dados de Damodaran (2025). O resultado final foi de 5,08%.
Congregando todas as variáveis e pressupostos na formulação matemática correspondente, apurou-se um *WACC* estimado de 8,08% (Tabela 2).

Tabela 2 - Componentes do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Fonte: Damodaran (2025) e Estimativas do Autor.

Taxa isenta de risco (Rf)	4,58%
Prémio de risco de mercado (ERP)	5,08%
Custo do Capital Próprio (Ke)	9,21%
Custo da Dívida (Kd)	5,18%
Beta	0,91
WACC	8,08%

Modelo Discounted Cash Flows - DCF

No modelo DCF foi necessário definir pressupostos operacionais e financeiros para as variáveis-chave ou críticas, como a taxa de crescimento terminal (g), os FCFFs e o período de previsão, entre 2026 e 2035.
Para a taxa de crescimento terminal, após a combinação entre um *risk-free rate* de 4,58% e uma taxa de crescimento nominal até 2050 de 3,3% a 4,1% esperada pela OCDE, assumiu-se uma abordagem conservadora com um crescimento perpétuo de 3%. Esta taxa reflete o teto macroeconómico aceitável, alinhando-se com o Produto Interno Bruto Global (*Gross World Product*) estimado pelo Banco Mundial para os próximos anos.
No processo de estimativa do valor terminal (Terminal value), foi descontado o FCFF projetado para 2036 à taxa WACC com o crescimento perpétuo de 3%.

Tabela 3 – Resumo da Avaliação por Fluxos de Caixa Descontados (DCF) e estimativa do Preço-Alvo. Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Valor Terminal	$ 23 718,01
Taxa de crescimento terminal	3,00%
WACC	8,08%
Valor presente da empresa (Final de 2026	$ 16 326,37
Dívida líquida	$ -1 686,48
Valor do Capital Próprio	$ 18 012,85
Preço-alvo	$ 54,42

No passo seguinte, foi estimado o valor presente da empresa (*Enterprise value*) no final de 2026 somando o valor presente do *terminal value* e dos FCFF de 2026 a 2035, descontados à taxa WACC. O valor terminal obtido foi de 23 718 milhões de USD e o valor presente da empresa foi de 16 326 milhões de dólares americanos.

No final, foi subtraída a dívida líquida ao valor presente da empresa, resultando no valor do capital próprio de 18 012 milhões de dólares. Posteriormente foi dividido pelo número de ações equivalentes da Classe A em circulação de 331 milhões, resultando num preço-alvo (target price) de 54,42$ por ação, conforme ilustrado na Tabela 3

Avaliação Relativa (*Relative Valuation*)

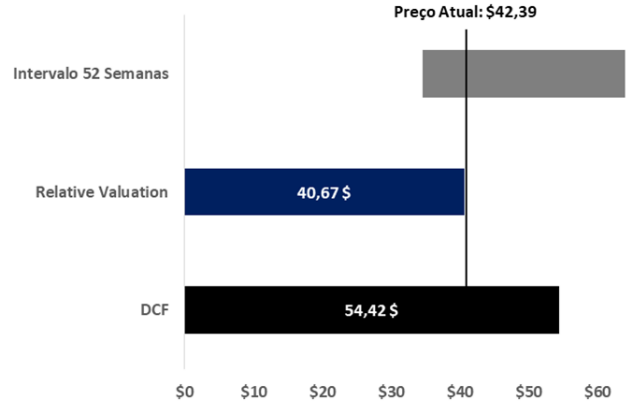


Figura 19 - Resumo de Avaliação e Comparação de Metodologias (Football Field Chart). Fonte: Yahoo Finance (2025), LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Primeiramente, no modelo de avaliação relativa foram selecionadas apenas 3 empresas comparáveis, excluindo empresas com um elevado nível de maturidade e modelos de negócio abrangentes como a Nike, Adidas, Puma, entre outras empresas do setor de vestuário. O grupo de pares (*peer group*) selecionado foi constituído pelo grupo Deckers, Amer Sports e a Lululemon, devido ao seu modelo de negócio ser direcionado para clientes semelhantes aos da On Holding AG. Conforme ilustrado na Tabela 4, os múltiplos usados para estimar o preço-alvo foram o P/E, EV/Sales e EV/EBITDA com base nos próximos 12 meses (*Forward / NTM - Next Twelve Months*) e através da média aritmética das empresas comparáveis. O preço obtido pela média aritmética dos 3 múltiplos foi de 40,67$, resultando numa diferença considerável para o modelo DCF (Figura 19). Este desvio justifica-se pelo facto de a On Holding se encontrar numa fase de hipercrescimento. Os seus *peers*, embora partilhem o mesmo segmento, encontram-se num estado de maturidade

Tabela 4 - Resumo da Avaliação Relativa. Fonte: LSEG (2025) e Cálculos do Autor.

	EV/EBITDA	P/E	EV/Sales
Valor da empresa	$10 441,98	X	$11 862,38
Valor do Capital Próprio	$11 970,79	X	$13 391,18
Preço-alvo	$ 36,17	$ 45,39	$ 40,46
Preço-alvo médio		$ 40,67	

mais avançado. Por sua vez, a avaliação relativa é incapaz de incorporar os pressupostos do *DCF* de criação de valor a longo prazo, nomeadamente a expansão agressiva do canal *DTC*, o crescimento robusto do mercado asiático e a consequente alavancagem operacional. Por este motivo, o modelo DCF mantém-se como o método principal de avaliação deste relatório.

Análise de sensibilidade e cenários (*Sensitivity and scenario analysis)*

Análise de sensibilidade

Dada a sensibilidade do preço-alvo do modelo DCF a pressupostos de longo prazo como a taxa de crescimento perpétuo, a estrutura de capitais da empresa, entre outras variáveis que afetam o ambiente macroeconómico, foi realizada uma análise de sensibilidade do preço-alvo face à taxa de crescimento perpétuo (*g*) e ao *WACC*. Como se pode observar na tabela 5, a amplitude usada para ambas as variáveis foi de 2 p.p (Pontos percentuais) com variações de 0,5 p.p dos valores base. É possível ainda identificar que no cenário macroeconómico restritivo com um crescimento perpétuo de 2% e um WACC de 9,08%, o preço-alvo de 41,43$ permanece superior ao preço atual da ação. Num ambiente macroeconómico favorável e com um custo de capital reduzido de 7,08%, o preço-alvo pode atingir os 83,99$. Dados os diferentes contextos da análise, é possível verificar a margem de segurança do investimento, dada a superioridade do preço-alvo face ao preço atual de mercado.

Tabela 5 – Matriz de Sensibilidade do Preço-Alvo face ao WACC e à Taxa de Crescimento Terminal (g). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Preço-alvo		WACC				
		7,08%	7,58%	8,08%	8,58%	9,08%
Taxa de crescimento terminal	2,0%	$ 57,86	$ 52,63	$ 48,27	$ 44,58	$ 41,43
	2,5%	$ 62,25	$ 56,10	$ 51,07	$ 46,87	$ 43,32
	3,0%	$ 67,72	$ 60,33	$ 54,42	$ 49,56	$ 45,52
	3,5%	$ 74,72	$ 65,60	$ 58,50	$ 52,79	$ 48,12
	4,0%	$ 83,99	$ 72,35	$ 63,58	$ 56,72	$ 51,23

Análise de cenários

Para além do contexto macroeconómico, foi também testada a sensibilidade ao desempenho operacional através de três cenários distintos, resumidos na Figura 20:

Cenário Base (*Base Case*): Este cenário suporta o preço-alvo do modelo DCF de 54,42$, em que a empresa suíça continuará num período de expansão e de forte crescimento, mas com um abrandamento nas taxas de crescimento das receitas. Será observado ainda o aumento das margens (Bruta e *EBITDA),* devido à expansão do modelo de negócio *DTC* e ao desenvolvimento da tecnologia *LightSpray,* mas com moderação e seguindo as metas previstas pela gestão.

Cenário Otimista (*Bull Case*): À semelhança do cenário base, assume um abrandamento no crescimento das receitas, visto que um crescimento anual de 30% é pouco provável, mas com um abrandamento inferior. Face ao abrandamento do crescimento de receitas projetado no cenário base (que cai para 18% em 2026 e 3% em 2035), este cenário antecipa uma desaceleração mais suave (23% em 2026 e 5% em 2035). Já nas margens, as mesmas também sofreram alterações seguindo um cenário em que a expansão do modelo DTC será superior e a implementação da tecnologia LightSpray será mais rápida e eficaz. Com isto, a margem bruta prevista neste cenário foi progressiva de 63,5% entre 2026 e 2029, 64% entre 2030 e 2032 e 65% entre 2033 e 2035. A margem EBITDA

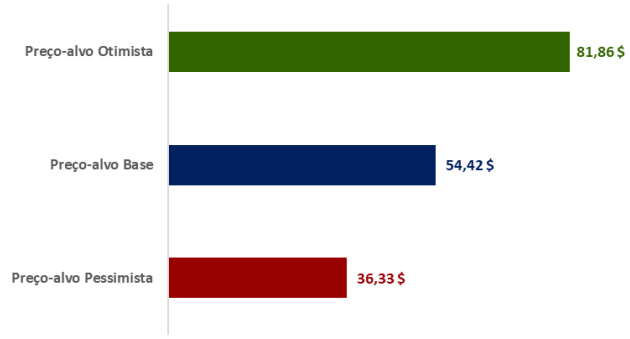


Figura 20 - Análise de Cenários: Preço-Alvo Base, Otimista e Pessimista. Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

também acompanhou esta progressão, atingindo os 20%, 21% e 22% nos respetivos períodos.

Dadas as alterações nas premissas relativas à atividade operacional da empresa e à manutenção das variáveis relativas ao ambiente macroeconómico, o preço-alvo do modelo DCF aumentou consideravelmente face ao cenário base, atingindo os 81,86$.

Cenário Pessimista (Bear Case): Por último, o cenário pessimista segue o comportamento inverso, prevendo que o crescimento anual das receitas sofrerá um abrandamento ainda maior e a rentabilidade operacional seguirá um cenário menos favorável com a estabilização do modelo DTC, um menor impacto da tecnologia LightSpray e uma maior concorrência do grupo Deckers (Hoka).

Relativamente às receitas, em 2026 o crescimento cairá de 30% para 16% e em 2035 a taxa de crescimento diminuirá para os 2%. A margem bruta diminuirá progressivamente a longo prazo para os 59% entre 2033 e 2035, tal como a margem *EBITDA* que diminuirá para 16%.

Considerando as premissas de um desempenho operacional abaixo das expectativas e um contexto concorrencial menos favorável, o preço-alvo do modelo DCF caiu para os 36,33$, resultando num preço inferior ao atual.

RISCOS DE INVESTIMENTO

A avaliação do impacto e probabilidade dos principais riscos enfrentados pela On Holding AG encontra-se sumarizada na (Figura 21).

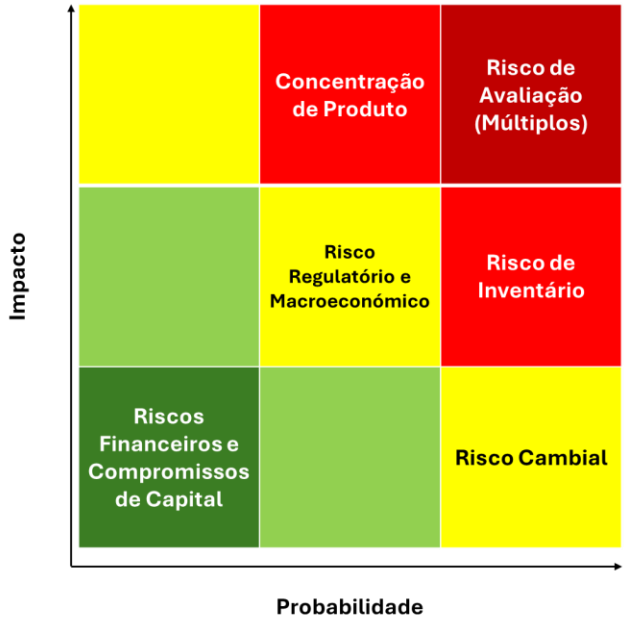


Figura 21 - Matriz de Riscos. Fonte: Avaliação do Autor.

Concentração Geográfica e Risco Cambial

Um dos principais riscos enfrentados pela On Holding AG está associado à sua forte dependência do mercado norte-americano, que representa a maior parte das suas receitas. Esta concentração expõe a empresa a riscos cambiais e a custos operacionais elevados, nomeadamente taxas alfandegárias e outras despesas relacionadas com importações e exportações. Além disso, a On depende em grande medida das relações comerciais entre os Estados Unidos e os continentes europeu e asiático, o que, perante o atual contexto económico e geopolítico, pode constituir uma vulnerabilidade relevante para a empresa suíça.

Risco Regulatório e Macroeconómico

A elevada exposição ao mercado dos EUA implica igualmente riscos geopolíticos e risco-país. Embora os Estados Unidos sejam considerados um mercado estável, têm vindo a registar um aumento do risco político e regulatório, refletindo um ambiente de maior incerteza que pode afetar empresas com forte presença neste território.

Concentração de Produto

Do ponto de vista operacional, a On mantém uma dependência significativa do segmento de calçado, o que representa um risco em termos de diversificação de produto. Caso ocorram mudanças súbitas nas preferências dos consumidores ou no comportamento do mercado, a empresa poderá enfrentar uma quebra nas vendas do seu principal segmento.

Riscos Financeiros e Compromissos de Capital

Outro fator de risco prende-se com o forte investimento realizado nos últimos anos, nomeadamente na construção e modernização de armazéns automatizados na Bélgica e nos

Estados Unidos. Estes investimentos resultaram em compromissos futuros de arrendamento (*leases*) no valor de 331,1 milhões de francos suíços (On Holding AG, 2024a). Este montante elevado poderá representar um desafio financeiro se o crescimento da empresa não acompanhar as projeções, agravado ainda pelo diferencial das taxas de juro face à casa-mãe, que poderá aumentar os custos de financiamento e reduzir a rentabilidade.

Risco de Inventário e Ciclo Económico

Sendo a On Holding AG uma marca *premium* com margens elevadas, a empresa acarreta um risco de inventário com uma exposição elevada à procura de bens de consumo discricionário. Em períodos de recessão com a queda na procura, o excesso de inventário pode levar à empresa suíça a recorrer a promoções agressivas que esmagam as margens e deterioram a imagem *premium*.

Risco de Avaliação (*Valuation Risk*)

Com o hipercrescimento histórico e com todo o potencial tecnológico da empresa, atualmente a ação é transacionada com múltiplos elevados, nomeadamente um *Price-to-earnings* (P/E) alto. Os fatores mencionados fazem com que a gestão tenha de ser meticulosa e que qualquer falha nas estimativas dos resultados possa causar uma queda acentuada no preço da ação.

CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÃO

A análise de avaliação à On Holding AG sustenta uma recomendação de COMPRA (*BUY*), com um preço-alvo de 54,42$ para o final do ano fiscal de 2026, resultando num potencial de valorização de 28,4% face ao preço atual de mercado de 42,39$.

A tese de investimento baseia-se na capacidade da marca suíça de apresentar um movimento disruptivo num mercado com empresas historicamente consolidadas, mas num período de estagnação. A sua vantagem competitiva não reside apenas no posicionamento *premium* e na tecnologia desenvolvida (como a *CloudTec*), mas sobretudo na remodelação do negócio com o aumento do peso do canal de Venda Direta ao Consumidor (DTC). Esta alavancagem operacional, aliada a inovações de otimização de custos (como o processo robótico *LightSpray*), garantirá à On uma forte expansão das suas margens bruta e EBITDA nos próximos anos.

Do ponto de vista financeiro, a avaliação intrínseca (modelo DCF) incorporou o hipercrescimento, divergindo da avaliação relativa dos seus pares (*peers*). A validade da avaliação foi reforçada através de análises de cenários e de sensibilidade, demonstrando que, mesmo perante contextos macroeconómicos e operacionais menos favoráveis, o preço da ação permanece resiliente. Ademais, a posição favorável

de caixa da empresa, confere proteção contra o risco de incumprimento da dívida e autonomia para continuar a forte expansão geográfica.

Naturalmente, o investimento na On Holding AG não é isento de riscos. A negociação a múltiplos exigentes (*Valuation risk)* implica que a margem para erros por parte da gestão seja praticamente nula. Adicionalmente, o risco de inventário em períodos de recessão exige uma gestão meticulosa.

Contudo, considerando os riscos e os retornos do investimento, conclui-se que as variáveis impulsionadoras do crescimento da On superam as ameaças ao seu modelo de negócio. A On Holding AG apresenta demonstrações financeiras sólidas e inovação tecnológica, que resultam no seu estatuto como uma das marcas de desporto mais valiosas e rentáveis na atualidade.

REFERÊNCIAS

CFA Institute. (2020). *Equity Research Report Essentials*. Consultado a 20 de maio de 2025, em https://www.cfainstitute.org

CFI. (2022). *Equity Research Overview*. Consultado a 20 de maio de 2025, em https://corporatefinanceinstitute.com

CSI Market. (2024). *Nike Inc. - Competition Segment*. Consultado a 5 de junho de 2025, em https://csimarket.com/stocks/competitionSEG2.php?code=NKE

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3.ª ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2025). *Current data: Implied Equity Risk Premiums - United States and Risk Premiums for Other Markets*. Stern School of Business, New York University. Consultado a 11 de junho de 2025, em https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

LSEG. (2025). *LSEG Workspace: Financial and market data for On Holding AG and athletic footwear peer group* [Base de dados]. London Stock Exchange Group. Consultado em 2025.

MarketScreener. (2025). *On Holding AG - Company Profile, Stockholders & Free Float*. Consultado a 13 de outubro de 2025, em https://www.marketscreener.com/quote/stock/ON-HOLDING-AG-126877786/

OECD. (2021). *The long-term transition: Real GDP growth projections to 2050*. OECD iLibrary.

On Holding AG. (2024a). *Annual Report FY2024*. Consultado a 7 de junho de 2025, em https://investors.on.com/

On Holding AG. (2024b). *Impact Progress Report 2024*. Consultado a 8 de junho de 2025, em https://investors.on.com/

On Holding AG. (2025). *Q1 2025 Financial Results Press Release*. Consultado em 2025, em https://investors.on.com/

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business Analysis and Valuation* (6.ª ed.). Cengage Learning.

Statista. (2024). *Athletic Footwear – Worldwide – Market Outlook*. Consultado a 4 de junho de 2025, em https://www.statista.com

Yahoo Finance. (2025). *On Holding AG (ONON) Stock Price, News, Quote & History*. Consultado a 13 de outubro de 2025, em https://finance.yahoo.com/quote/ONON

APÊNDICES

Apêndice 1 - Demonstração de Resultados Histórica e Projetada (2021-2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

$ (em milhões)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Vendas	$ 792,97	$ 1 281,25	$ 1 996,06	$ 2 634,51	$ 3 443,50	$ 4 088,72	$ 4 832,30	$ 5 579,19	$ 6 286,20	$ 6 940,68	$ 7 500,21	$ 7 977,17	$ 8 385,98	$ 8 710,23	$ 9 022,89
CMVMC	$ 322,08	$ 563,20	$ 807,29	$ 1 037,08	$ 1 298,20	$ 1 533,27	$ 1 812,11	$ 2 092,19	$ 2 357,32	$ 2 568,05	$ 2 775,08	$ 2 951,55	$ 3 060,88	$ 3 179,23	$ 3 293,35
Lucro Bruto	$ 470,89	$ 718,05	$ 1 188,66	$ 1 597,44	$ 2 145,30	$ 2 555,45	$ 3 020,19	$ 3 486,99	$ 3 928,87	$ 4 372,63	$ 4 725,13	$ 5 025,62	$ 5 325,10	$ 5 530,99	$ 5 729,53
SG&A	$ 593,92	$ 586,90	$ 924,35	$ 1 249,01	$ 1 594,34	$ 1 819,48	$ 2 150,37	$ 2 482,74	$ 2 797,36	$ 3 053,90	$ 3 300,09	$ 3 509,96	$ 3 647,90	$ 3 788,95	$ 3 924,96
R&D	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
EBITDA	$ -123,03	$ 131,15	$ 264,31	$ 348,43	$ 550,96	$ 735,97	$ 869,81	$ 1 004,25	$ 1 131,52	$ 1 318,73	$ 1 425,04	$ 1 515,66	$ 1 677,20	$ 1 742,05	$ 1 804,58
Depreciações e Amortizações	$ 31,37	$ 41,94	$ 63,60	$ 108,07	$ 137,74	$ 163,55	$ 193,29	$ 223,17	$ 251,45	$ 242,92	$ 262,51	$ 279,20	$ 251,58	$ 261,31	$ 270,69
Resultado Operacional (EBIT)	$ -154,40	$ 89,22	$ 200,71	$ 240,46	$ 413,22	$ 572,42	$ 676,52	$ 781,09	$ 880,07	$ 1 075,80	$ 1 162,53	$ 1 236,46	$ 1 425,62	$ 1 480,74	$ 1 533,89
Juros obtidos	$ 0,03	$ 5,98	$ 12,81	$ 26,71	$ 38,72	$ 54,40	$ 82,07	$ 114,25	$ 151,79	$ 179,58	$ 226,77	$ 279,05	$ 307,61	$ 366,67	$ 429,77
Juros suportados	$ -3,91	$ -6,71	$ -12,59	$ -26,25	$ -22,87	$ -24,52	$ -32,68	$ -42,19	$ -53,10	$ -65,41	$ -79,95	$ -95,87	$ -113,12	$ -132,58	$ -153,27
Outros rendimentos e gastos financeiros	$ -16,36	$ -6,81	$ -124,08	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93	$ 76,93
Resultado antes de impostos (EBT)	$ -174,65	$ 81,67	$ 76,96	$ 317,74	$ 505,99	$ 679,24	$ 802,84	$ 930,07	$ 1 055,68	$ 1 266,90	$ 1 386,29	$ 1 496,57	$ 1 697,03	$ 1 791,76	$ 1 887,32
Impostos	$ 11,64	$ 21,18	$ -11,70	$ 42,50	$ 99,43	$ 133,47	$ 157,76	$ 182,76	$ 207,44	$ 248,95	$ 272,41	$ 294,08	$ 333,47	$ 352,08	$ 370,86
Resultado líquido	$ -186,29	$ 60,49	$ 88,66	$ 275,24	$ 406,56	$ 545,77	$ 645,08	$ 747,31	$ 848,24	$ 1 017,96	$ 1 113,88	$ 1 202,49	$ 1 363,57	$ 1 439,68	$ 1 516,46

Apêndice 2 - Demonstração de Fluxos de Caixa Histórica e Projetada (2021-2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor

Demonstração de fluxos de caixa ($ em milhões)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Resultado líquido	$ -186,29	$ 60,49	$ 88,66	$ 275,35	$ 406,56	$ 545,77	$ 645,08	$ 747,31	$ 848,24	$ 1 017,96	$ 1 113,88	$ 1 202,49	$ 1 363,57	$ 1 439,68	$ 1 516,46
Depreciações e Amortizações	$ 34,38	$ 48,65	$ 72,29	$ 118,87	$ 137,74	$ 163,55	$ 193,29	$ 223,17	$ 251,45	$ 242,92	$ 262,51	$ 279,20	$ 251,58	$ 261,31	$ 270,69
Variações do Fundo de Maneio	$ -72,60	$ -370,50	$ -8,69	$ 161,14	$ -153,43	$ -129,57	$ -151,46	$ -152,13	$ -144,01	$ -123,99	$ -113,22	$ -96,51	$ -71,46	$ -65,18	$ -62,85
Outros ajustes	$ 243,08	$ 23,37	$ 106,26	$ 24,90	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40	$ 99,40
Fluxos de caixa operacionais	$ 18,57	$ -237,99	$ 258,52	$ 580,26	$ 490,27	$ 679,14	$ 786,32	$ 917,75	$ 1 055,08	$ 1 236,29	$ 1 362,57	$ 1 484,59	$ 1 643,09	$ 1 735,21	$ 1 823,71
Despesas de Capital (CapEx)	$ -39,66	$ -87,02	$ -52,57	$ -73,86	$ -154,96	$ -183,99	$ -217,45	$ -251,06	$ -282,88	$ -277,63	$ -300,01	$ -319,09	$ -251,58	$ -261,31	$ -270,69
Outras atividades de investimento	$ -0,22	$ 0,10	$ 0,11	$ 0,11	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Fluxos de caixa de investimento	$ -39,88	$ -86,92	$ -52,46	$ -73,75	$ -154,96	$ -183,99	$ -217,45	$ -251,06	$ -282,88	$ -277,63	$ -300,01	$ -319,09	$ -251,58	$ -261,31	$ -270,69
Recebimentos por emissão de ações	$ 669,68	$ 27,68	$ 11,25	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62	$ 12,62
Empréstimos obtidos	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Pagamento de locações	$ -14,57	$ -16,15	$ -28,40	$ -58,30	$ -57,97	$ -68,83	$ -81,35	$ -93,92	$ -105,82	$ -116,84	$ -126,26	$ -134,29	$ -141,17	$ -146,63	$ -151,89
Juros pagos	$ -3,02	$ -4,93	$ -7,24	$ -17,39	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Fluxos de caixa de financiamento	$ 652,09	$ 6,60	$ -24,39	$ -63,07	$ -45,35	$ -56,21	$ -68,73	$ -81,30	$ -93,20	$ -104,22	$ -113,64	$ -121,67	$ -128,55	$ -134,01	$ -139,27
Variação líquida de caixa	$ 630,78	$ -318,31	$ 181,67	$ 443,44	$ 289,97	$ 438,94	$ 500,14	$ 585,39	$ 679,00	$ 854,45	$ 948,92	$ 1 043,83	$ 1 262,96	$ 1 339,90	$ 1 413,75
Caixa no início do ano	$ 99,31	$ 706,51	$ 440,88	$ 545,19	$ 1 033,40	$ 1 323,37	$ 1 762,31	$ 2 262,44	$ 2 847,83	$ 3 526,83	$ 4 381,27	$ 5 330,20	$ 6 374,03	$ 7 636,99	$ 8 976,88
Efeito das diferenças cambiais	$ -15,18	$ 22,54	$ -44,11	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77	$ 44,77
Caixa no fim do ano	$ 714,91	$ 410,74	$ 578,44	$ 1 033,40	$ 1 323,37	$ 1 762,31	$ 2 262,44	$ 2 847,83	$ 3 526,83	$ 4 381,27	$ 5 330,20	$ 6 374,03	$ 7 636,99	$ 8 976,88	$ 10 390,63

Apêndice 3 - Balanço Patrimonial Histórico e Projetado (2021-2035E). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Balanço ($ em milhões)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Caixa e equivalentes	$ 715,94	$ 401,34	$ 587,76	$ 1 018,85	$ 1 431,57	$ 2 159,74	$ 3 006,53	$ 3 994,38	$ 5 130,78	$ 6 479,28	$ 7 972,96	$ 9 612,79	$ 11 458,36	$ 13 430,20	$ 15 532,07
Contas a receber	$ 108,82	$ 188,88	$ 243,37	$ 271,27	$ 354,57	$ 421,01	$ 497,57	$ 574,48	$ 647,28	$ 714,67	$ 772,28	$ 821,39	$ 863,49	$ 896,87	$ 929,07
Inventários	$ 147,09	$ 427,95	$ 423,65	$ 462,08	$ 578,42	$ 683,16	$ 807,40	$ 932,20	$ 1 050,33	$ 1 144,22	$ 1 236,46	$ 1 315,09	$ 1 363,80	$ 1 416,53	$ 1 467,38
Outros ativos correntes	$ 85,60	$ 119,22	$ 113,37	$ 187,50	$ 283,20	$ 336,26	$ 397,42	$ 458,84	$ 516,99	$ 570,81	$ 616,83	$ 656,05	$ 689,68	$ 716,34	$ 742,06
Ativos correntes	**$ 1 057,44**	**$ 1 137,49**	**$ 1 368,15**	**$ 1 939,70**	**$ 2 647,76**	**$ 3 600,17**	**$ 4 708,92**	**$ 5 959,89**	**$ 7 345,37**	**$ 8 908,97**	**$ 10 598,53**	**$ 12 405,33**	**$ 14 375,32**	**$ 16 459,96**	**$ 18 670,57**
Ativos fixos tangíveis	$ 232,72	$ 247,51	$ 365,54	$ 496,91	$ 514,13	$ 534,57	$ 558,73	$ 586,63	$ 618,06	$ 687,47	$ 762,47	$ 842,24	$ 968,03	$ 1 098,68	$ 1 234,03
Ativos intangíveis	$ 62,99	$ 76,05	$ 76,77	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26	$ 64,26
Outros ativos não correntes	$ 2,38	$ 34,29	$ 82,59	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83	$ 118,83
Ativos não correntes	**$ 298,10**	**$ 357,96**	**$ 524,90**	**$ 680,11**	**$ 697,22**	**$ 717,66**	**$ 741,82**	**$ 769,72**	**$ 801,15**	**$ 870,56**	**$ 945,56**	**$ 1 025,33**	**$ 1 151,12**	**$ 1 281,77**	**$ 1 417,12**
ATIVO	**$ 1 355,54**	**$ 1 495,46**	**$ 1 893,05**	**$ 2 619,82**	**$ 3 344,98**	**$ 4 317,84**	**$ 5 450,75**	**$ 6 729,61**	**$ 8 146,52**	**$ 9 779,53**	**$ 11 544,09**	**$ 13 430,66**	**$ 15 526,44**	**$ 17 741,73**	**$ 20 087,69**
Contas a pagar	$ 50,36	$ 120,08	$ 77,36	$ 183,53	$ 229,74	$ 271,34	$ 320,69	$ 370,25	$ 417,17	$ 454,46	$ 491,10	$ 522,33	$ 541,68	$ 562,62	$ 582,82
Dívida de Curto Prazo	$ 22,03	$ 33,75	$ 63,46	$ 121,69	$ 96,07	$ 128,08	$ 165,36	$ 208,10	$ 256,34	$ 313,32	$ 375,72	$ 443,32	$ 519,56	$ 600,64	$ 686,72
Outros passivos correntes	$ 140,47	$ 98,77	$ 203,33	$ 386,47	$ 432,84	$ 513,95	$ 607,41	$ 701,30	$ 790,17	$ 872,43	$ 942,76	$ 1 002,72	$ 1 054,10	$ 1 094,86	$ 1 134,16
Provisões correntes	$ 16,34	$ 5,41	$ 8,44	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92	$ 23,92
Impostos a pagar	$ 2,63	$ 15,04	$ 27,93	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89	$ 68,89
Passivos correntes	**$ 224,74**	**$ 262,55**	**$ 363,16**	**$ 727,95**	**$ 851,46**	**$ 1 006,18**	**$ 1 186,27**	**$ 1 372,46**	**$ 1 556,48**	**$ 1 733,02**	**$ 1 902,40**	**$ 2 061,18**	**$ 2 208,15**	**$ 2 350,93**	**$ 2 496,51**
Dívida de Longo Prazo	$ 183,32	$ 150,15	$ 226,14	$ 319,89	$ 377,19	$ 502,86	$ 649,21	$ 817,04	$ 1 006,41	$ 1 230,12	$ 1 475,14	$ 1 740,52	$ 2 039,86	$ 2 358,19	$ 2 696,16
Provisões não correntes	$ 4,87	$ 7,79	$ 11,88	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42	$ 16,42
Responsabilidades com colaboradores	$ 6,42	$ 6,82	$ 2,61	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48	$ 9,48
Passivos por impostos diferidos	$ 6,15	$ 19,36	$ 12,48	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90	$ 11,90
Passivos não correntes	**$ 200,76**	**$ 184,12**	**$ 253,00**	**$ 357,69**	**$ 414,99**	**$ 540,66**	**$ 687,01**	**$ 854,84**	**$ 1 044,21**	**$ 1 267,92**	**$ 1 512,94**	**$ 1 778,32**	**$ 2 077,66**	**$ 2 395,99**	**$ 2 733,96**
PASSIVO	**$ 425,51**	**$ 446,67**	**$ 616,16**	**$ 1 085,65**	**$ 1 266,46**	**$ 1 546,83**	**$ 1 873,28**	**$ 2 227,30**	**$ 2 600,69**	**$ 3 000,94**	**$ 3 415,34**	**$ 3 839,50**	**$ 4 285,81**	**$ 4 746,92**	**$ 5 230,48**
Capital Social	$ 36,67	$ 36,24	$ 39,81	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15	$ 37,15
Reservas de capital	$ 1 144,47	$ 1 195,48	$ 1 355,67	$ 1 333,77	$ 1 467,15	$ 1 613,86	$ 1 775,25	$ 1 952,77	$ 2 148,05	$ 2 362,85	$ 2 599,14	$ 2 859,05	$ 3 144,96	$ 3 459,46	$ 3 805,40
Lucros retidos	$ -219,91	$ -154,59	$ -75,22	$ 197,20	$ 603,76	$ 1 149,53	$ 1 794,61	$ 2 541,92	$ 3 390,16	$ 4 408,12	$ 5 522,00	$ 6 724,50	$ 8 088,06	$ 9 527,74	$ 11 044,20
Ações próprias	$ -27,44	$ -28,23	$ -31,73	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54	$ -29,54
Outras rubricas de Capital Próprio	$ -3,75	$ -	$ -11,65	$ -4,41	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Interesses minoritários	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Capital próprio dos acionistas	$ 930,04	$ 1 048,79	$ 1 276,88	$ 1 534,17	$ 2 078,52	$ 2 771,00	$ 3 577,47	$ 4 502,31	$ 5 545,82	$ 6 778,58	$ 8 128,75	$ 9 591,16	$ 11 240,63	$ 12 994,80	$ 14 857,21
CAPITAL PRÓPRIO	**$ 930,04**	**$ 1 048,79**	**$ 1 276,89**	**$ 1 534,17**	**$ 2 078,52**	**$ 2 771,00**	**$ 3 577,47**	**$ 4 502,31**	**$ 5 545,82**	**$ 6 778,58**	**$ 8 128,75**	**$ 9 591,16**	**$ 11 240,63**	**$ 12 994,80**	**$ 14 857,21**
PASSIVO + CAPITAL PRÓPRIO	**$ 1 355,54**	**$ 1 495,46**	**$ 1 893,05**	**$ 2 619,82**	**$ 3 344,98**	**$ 4 317,84**	**$ 5 450,75**	**$ 6 729,61**	**$ 8 146,52**	**$ 9 779,53**	**$ 11 544,09**	**$ 13 430,66**	**$ 15 526,44**	**$ 17 741,73**	**$ 20 087,69**

Apêndice 4 - Análise Relativa de Múltiplos de Avaliação e Empresas Comparáveis (Peer Group). Fonte: LSEG (2025) e Estimativas do Autor.

Empresa	EV/EBITDA Forward	EV/Sales Forward	P/E Forward
On Holding AG	26,4138136	4,509179568	43,44668577
Amer Sports Inc	21,44060068	3,628964715	48,72023694
Deckers Outdoor Corp	11,64264166	2,569965328	17,16514531
Lululemon Athletica Inc	9,480964477	2,504806693	16,69443169
Média	**14,19x**	**2,90x**	**27,53x**

	EV/EBITDA	P/E	EV/Sales
Valor da empresa	$10 441,98	X	$11 862,38
Valor do Capital Próprio	$11 970,79	X	$13 391,18
Preço-alvo	$ 36,17	$ 45,39	$ 40,46
Preço-alvo médio	$ 40,67		

Apêndice 5 - Modelo DCF (2026E-2035E)

Projeção do FCFF	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
NOPAT	$ 459,94	$ 543,59	$ 627,60	$ 707,13	$ 864,41	$ 934,09	$ 993,50	$ 1 145,48	$ 1 189,77	$ 1 232,48
Depreciações e Amortizações	$ 163,55	$ 193,29	$ 223,17	$ 251,45	$ 242,92	$ 262,51	$ 279,20	$ 251,58	$ 261,31	$ 270,69
Δ Fundo de maneio	$ -129,57	$ -151,46	$ -152,13	$ -144,01	$ -123,99	$ -113,22	$ -96,51	$ -71,46	$ -65,18	$ -62,85
Despesas de capital (CapEx)	$ -183,99	$ -217,45	$ -251,06	$ -282,88	$ -277,63	$ -300,01	$ -319,09	$ -251,58	$ -261,31	$ -270,69
FCFF	$ 309,92	$ 367,96	$ 447,57	$ 531,69	$ 705,72	$ 783,37	$ 857,10	$ 1 074,02	$ 1 124,60	$ 1 169,64

Valor Terminal	$ 23 718,01
Taxa de crescimento terminal	3,00%
WACC	8,08%
Valor presente da empresa (Final de 2026	$ 16 326,37
Dívida líquida	$ -1 686,48
Valor do Capital Próprio	$ 18 012,85
Preço-alvo	$ 54,42

Apêndice 6 - Cálculo do WACC detalhado. Fonte: Damodaran (2025) e cálculos de elaboração própria

Beta desalavancado	0,74
Beta	0,91

Dívida Total	$ 441 578 483,25
Capital Próprio	$ 1 534 171 075,84
Dívida/Capital Próprio	28,78%
ERP	5,08%
Taxa de Imposto Marginal	19,65%
Taxa livre de risco (Rf)	4,58%
Custo do Capital Próprio	9,21%
Spread	0,60%
Custo da Dívida	5,18%
WACC	8,08%

Rácio de Cobertura de Juros (ICR)	7,10
Rating	Aa2/AA

APÊNDICE 7 – Formulações Matemáticas e Definição de Variáveis

Neste apêndice, descrevem-se as fórmulas utilizadas para a projeção financeira e para o cálculo da taxa de desconto e do valor da empresa.

1. Taxa de Desconto e Custo de Capital

- **Custo do Capital Próprio (CAPM):**

$$K_e = R_f + \beta_{\text{alavancado}} \times ERP$$

  - **Ke:** Custo do Capital Próprio (*Cost of Equity*).
  - **Rf:** Taxa Livre de Risco (*Risk-Free Rate*).
  - $\boldsymbol{\beta_{\text{alavancado}}}$**:** Beta alavancado, que mede o risco sistemático.
  - **ERP:** Prémio de Risco do Mercado de Capitais (*Equity Risk Premium*).

- **Beta Alavancado:**

$$\beta_{\text{alavancado}} = \beta_{\text{desalavancado}} \times \left(1 + (1 - \text{Taxa de imposto}) \times \frac{D}{E}\right)$$

  - $\boldsymbol{\beta_{\text{desalavancado}}}$**:** Beta desalavancado (risco do negócio).
  - **t:** Taxa marginal de imposto.
  - **D/E:** Rácio de endividamento (*Debt-to-Equity*).

- **Weighted Average Cost of Capital (WACC):**

$$. WACC = \left(\frac{E}{D+E}\right) \times K_e + \left(\frac{D}{D+E}\right) \times K_d \times (1 - \textit{Taxa de imposto})$$

  - **Kd:** Custo da Dívida (*Cost of Debt*).
  - **E/(D+E):** Peso do Capital Próprio na estrutura de capital.
  - **D/(D+E):** Peso da Dívida na estrutura de capital.

2. Gestão de Fundo de Maneio (Working Capital)

Para a projeção das rubricas operacionais, utilizaram-se os Prazos Médios baseados num ano comercial de 365 dias:

- **Contas a Receber:** (Vendas x DSO) / 365
- **Inventários:** CMVMC x DIO) / 365
- **Contas a Pagar:** (CMVMC x DPO) / 365

Sendo DSO (Prazo Médio de Recebimento), DIO (Prazo Médio de Inventários) e DPO (Prazo Médio de Pagamento).

3. Valor da Empresa e Preço-Alvo

- **Valor da Empresa (*Enterprise Value*):** Soma do Valor Presente dos FCFF (Free Cash Flows to the Firm) projetados com o Valor Presente do Terminal Value.
- **Valor do Capital Próprio (Equity Value): Equity Value =** EV - Dívida Total + Caixa e Equivalentes.
- **Preço-Alvo (Target Price):** Target Price = Equity Value / Número de Ações em Circulação.