On Holding AG

ONON · Revisión v7 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 06/11/2026

Precio de referencia / reference_price: 37.50 USD

Publicación en la web: 09/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	8.60/10
Oportunidad:	7.20/10
NOTA FINAL:	7.80/10

Esperar nuevas entradas

Riesgo: Alto

Esperar nuevas entradas; marca y DTC sostienen conservación condicional, pero el crecimiento de caja después de alquileres y remuneración debe justificar el precio.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

On Holding | Empresa 8,6/10 | Oportunidad 7,2/10 | Nota Final 7,8/10 | Riesgo alto | Tesis 5-10 años favorable, condicionada | Esperar nuevas entradas. NYSE:ONON, acción ordinaria Clase A suiza, no ADR; informe 06/11/2026, 37,50 USD; editorial 09/11/2026. Hora del precio no certificada; no uso resultados previstos para el 10 de noviembre.

On combina diseño técnico de carrera con marca aspiracional. Distribución especializada, atletas y comunidad dan credibilidad; DTC permite controlar presentación y capturar margen. Eso no crea costes de cambio elevados: el comprador puede cambiar de marca y el éxito depende de renovar producto sin descuentos. Ropa, Asia y tiendas amplían mercado, pero requieren personal, inventario, marketing y contratos de alquiler antes de demostrar retorno.

El original mezcla monedas y bases: la cotización es USD y estados CHF. BPA clave 1,38, tabla futura 1,68/2,05/2,50 y gráfico histórico no forman una serie homogénea certificada; no convierto su PER ni target en valor propio. La página 4 etiqueta acciones en miles aunque las escalas sugieren millones. Uso las dos clases de acciones de la nota primaria, sin sumar votos como si todos tuviesen igual derecho económico.

Puente H1 2026, millones CHF: CFO 255,0 menos inmovilizado 41,9 y software/intangibles 5,3 = 207,8. Pagos de principal de alquiler 35,8 e intereses pagados 12,5 están en financiación, fuera de CFO: tras ambos quedan 159,5. Cobro de tesorería por entregar acciones de remuneración 5,0 no es caja del negocio. Restar SBC 30,9 añadida en CFO deja 128,6; cargar en su lugar el gasto íntegro de 33,5 del ajuste operativo deja 126,0. La diferencia 2,6 no está conciliada como caja repetible: empleo la segunda sensibilidad más exigente, sin inventar explicación ni duplicar SBC mediante dilución futura.

El CFO ya absorbe capital circulante: -49,5 millones, con inventario -37,4 y clientes -61,3 compensados parcialmente por proveedores +49,2. No añado de vuelta esa inversión para financiar crecimiento sin coste. Marketing y desarrollo ya están en gasto y software en capex; no invento una resta de IA adicional. La proporción DTC puede elevar margen bruto mientras aumenta alquileres y capex: EBITDA ajustado no equivale a caja del propietario.

La auditoría del puente mantiene abiertas las dos bases de SBC: 30,9 es el añadido no monetario observado en CFO y 33,5 el gasto operativo total. Si parte de los 2,6 restantes ya fuese pago recogido en CFO, restar 33,5 podría duplicar ese coste; no se afirma conciliación ni suelo exacto. El rango 126,0-128,6 permite ver el efecto sin añadir 5,0 de ventas de acciones como negocio. El supuesto fiscal de tesorería y el ritmo anual siguen siendo sensibilidades, no certificación de caja sostenible.

Valoración y exigencias del precio

Antes de extrapolar, separo tesorería: CFO incluye intereses cobrados 17,3 millones CHF. Su retirada económica con impuesto supuesto de 20% reduce 126,0 a 112,16; el tipo fiscal y atribución no están certificados. Multiplicar por dos y dividir por 335,748911 millones de equivalentes Clase A da 0,668 CHF por acción como ritmo ilustrativo, no LTM sostenible: estacionalidad, impuestos y circulante pueden moverlo. No añado caja inicial ni su renta dos veces; puede existir excedente con valor real no verificado.

El denominador económico usa media diluida H1 de 301,548372 millones A más 342,005388 millones B divididas entre diez. La conversión observada de 16,25 millones B en 1,625 millones A y reparto de beneficio por clase respaldan ese equivalente, distinto del cierre. Cada acción tiene un voto pese al nominal A de CHF 0,10 frente a B de 0,01: el control no se mide sólo por derechos económicos. Cargo SBC económicamente y mantengo fijo este denominador ilustrativo, sin suponer recompras gratuitas.

Para comparar con 37,50 USD adopto expresamente 1,25 USD por CHF como hipótesis, no fijación verificada del 6 de noviembre. El ritmo 0,668 CHF se convierte en 0,835 USD: base central redondeada 0,85. Entre 1,15 y 1,35 USD/CHF serían 0,768-0,902 USD; el riesgo de moneda afecta retorno del titular estadounidense. El precio equivale a unas 44 veces la base central de caja, no al PER de beneficios ajustados del proveedor. La expansión de caja futura es imprescindible.

Del 06/11/2026 al 06/11/2031, base 0,85 USD por acción, crecimiento anual 18%, reparto 20% y terminal 25 veces producen terminal 48,61 más 1,44 acumulados sin reinvertir: riqueza 50,05 y 5,9% anual compuesto, no TIR ni previsión. Los cinco pagos ocurren en aniversarios 2027-2031, primero 0,85 por 1,18. Retención 80% es presupuesto para expansión y obligaciones externas, no prueba de cobertura ni derecho a gastar también ese reparto en recompras.

Adverso conjunto: base 0,65 USD, crecimiento 8%, reparto 20% y terminal 18 veces dan 17,19 más 0,82, riqueza 18,01 y -13,6% anual. Sin repartir, 17,19 implica -14,4%; déficit recurrente por tiendas poco productivas o marca debilitada recorta además terminal. Favorable: base 1,05, crecimiento 23%, reparto 20% y 30 veces dan 88,68 más 2,04, riqueza 90,72 y 19,3% anual. Son sensibilidades sin probabilidades, con tipo de cambio constante dentro de cada escenario; no resultados inferidos de objetivos de analistas.

La ambición 2029 de CHF 5.600 millones de ventas, margen bruto 65%+ y EBITDA ajustado 22%+ es guía, no caja realizada. Mantener crecimiento 18% de caja cinco años exige ventas, productividad, circulante y carga de alquiler compatibles; no aplico automáticamente el EBITDA a la acción. Nike, Adidas, Amer Sports y Deckers tienen mezclas de marcas, monedas, canales y calendarios distintas. Sin conciliación primaria homogénea de sus múltiplos, la tabla de pares no valida el precio; comparo sobre todo conversión y disciplina de marca propias.

El informe anual indica que no se prevén dividendos en el futuro previsible. El reparto del 20% es por ello una sensibilidad económica de distribución, no política anunciada ni efectivo que recibe automáticamente quien no vende en una recompra. Con reparto cero, el central conserva sólo 48,61 USD terminales y 5,3% anual; favorable 88,68 y 18,8%. No sumo la recompra autorizada como otro dividendo ni como reducción gratuita del denominador. Para convertir retención en valor terminal se necesitan retornos verificables, no sólo caja no repartida.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

El mejor argumento de compra es que la combinación de producto, comunidad y DTC sostenga precios completos y permita crecer caja más rápido que ventas. El margen bruto Q2 de 65,4% y expansión regional apoyan esa posibilidad. La objeción central es que se pague hoy una expansión que requiere inventario y tiendas mientras wholesale pierde impulso; un incremento de EBITDA no garantiza flujo después de alquileres. La ventaja técnica puede ser imitada y el calzado aspiracional también puede perder relevancia.

A 30/06/2026, caja CHF 1.205,6 millones frente a alquileres contables 562,5, exactamente 87,9 corrientes más 474,6 no corrientes. No son préstamos bancarios ordinarios ni toda la caja es excedente. El revolver de 700 millones, no dispuesto, vence el 7 de julio de 2028, utiliza 163,2 en garantías y cartas de crédito y pignora clientes e inventarios. La resta aritmética 536,8 no certifica disponibilidad actual o libre tras covenants; la opción de aumentar 200 no es financiación comprometida incondicional.

El calendario importa: alquileres existentes no descontados suman 672,4 millones CHF, incluidos 110,2 en menos de un año. Otros contratos de alquiler aún comprometidos suman 230,3, con 14,4 en menos de un año. No resto sus totales otra vez de un valor de caja ya después de servicio de alquiler; sí exijo reservar liquidez para las aperturas futuras y fechas reales. La retención del escenario no prueba cobertura mensual ni autoriza consumir caja de operación para cumplir el programa de recompra.

La autorización de recomprar hasta 1.000 millones USD hasta diciembre de 2029 es un límite, no ejecución ni incremento automático del BPA. Compite con inventario, tiendas, innovación y obligaciones; si falta caja se reduce o suspende el reparto supuesto. Si el crecimiento sólo se sostiene con financiación recurrente, también disminuye el terminal. El reembolso arancelario esperado de hasta USD 65 millones no se incorpora a la base ordinaria; fecha, cobro y fiscalidad no quedan certificados por una previsión.

La consulta primaria es parcial y anterior al corte. No certifica el balance de noviembre ni todos los pedidos, devoluciones o sell-through por producto. China y Asia pueden aportar crecimiento, pero exposición geográfica, tarifas, proveedores y tipos de cambio pueden alterar precio, margen e inventario juntos. El próximo resultado del 10 de noviembre queda excluido: no se anticipa su contenido ni se utiliza su publicación posterior para mejorar el juicio al corte.

Los 230,3 millones CHF de contratos futuros no son todos servicio ya absorbido por los 35,8 de principal H1. Nuevas tiendas y almacén pueden introducir alquiler, personal, stock y capex incrementales: el crecimiento del 18% no queda financiado por nombrar la retención. Antes de repartir se deben fechar aperturas y vencimientos y probar caja disponible; si el retorno de expansión no cubre ese coste, baja el reparto y también la caja terminal, aunque el margen bruto suba.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 8,6 por marca, producto, expansión rentable y balance, con límites de cambio de moda y menor protección de cliente cautivo. Oportunidad 7,2 porque el precio exige crecimiento sostenido de caja tras alquileres y remuneración; el escenario central ofrece retorno moderado y adverso severo. Final 7,8 es juicio propio sin media automática: esperar nuevas entradas y conservar sólo con condiciones, sin confundir falta de compra con venta obligatoria.

Por qué podemos estar equivocados: el retorno de DTC y nuevas franquicias puede acercar caja al favorable y hacer excesiva la espera. Qué dato cambiaría el juicio: conversión repetible después de alquileres, SBC y capex con inventario y venta final sanos, y retorno probado de las tiendas. La parte menos respaldada del valor es mantener crecimiento de caja 18% con economía de expansión y FX todavía inciertos.

Mantener con condiciones: producto, marca y liquidez apoyan conservar, pero el precio exige expansión rentable tras alquileres y SBC; el retorno central moderado limita aumentar sin demostrar por sí solo necesidad de salida. Mantener mientras venta final y precio completo sostengan caja por acción después de alquileres, intereses, remuneración y reinversión, con liquidez suficiente. Considerar reducir si inventario y descuentos suben de forma persistente mientras tiendas y marketing consumen más caja sin retorno atribuible. Considerar vender si pérdida duradera de marca o déficit de financiación invalida caja del negocio después de la reinversión necesaria. Salir reduce exposición a moda, moneda y despliegue de tiendas; conservar mantiene participación en innovación y expansión DTC que ya mejoran margen, si se convierten en caja. FX al precio de referencia, diferencia de SBC, retorno por tienda y obligaciones fechadas requieren seguimiento.

Qué vigilamos

• Comprobar venta final a precio completo, inventario y caja después de alquileres.

• Verificar retorno incremental de tiendas y financiación fechada antes de recompras.

Fuentes y alcance

On Holding ProResearch del 6 de noviembre de 2026 | 2026-11-06 | Original privado completo de 11 páginas; texto íntegro leído y páginas 3 y 4 vistas. URL del instrumento, no alojamiento del original; hora del precio no certificada. URL canónica del instrumento comprobada después del primer sello; la ruta inicial terminada en -ag no abrió. Cotización y target actuales vistos incidentalmente, no usados para el corte.

On: resultados del segundo trimestre y semestre de 2026 | 2026-08-11 | Aperturas parciales de resultados, flujos y guía; no lectura íntegra. Índice SEC consultado: aceptación 11 de agosto 06:10:30, anterior al corte.

On: estados financieros intermedios al 30 de junio de 2026 | 2026-08-11 | Apertura parcial y búsquedas de flujos, alquileres, intereses, clases de acciones y media diluida. No se atribuye lectura íntegra del expediente ni balance actual de noviembre.

On: comentario de gestión y liquidez del primer semestre de 2026 | 2026-08-11 | Consulta parcial sobre SBC, crédito, garantías, compromisos y vencimientos. No conciliación íntegra de toda la remuneración ni de covenants actuales.

On: objetivos financieros de 2029 y autorización de recompra | 2026-09-22 | Apertura parcial de objetivos, recompra y reembolso arancelario esperado; publicación anterior al corte. Previsiones distinguidas de ejecución.

On: informe anual de 2025, derechos de voto y estacionalidad | 2026-03-03 | Apertura y búsqueda parcial de voto, nominal y estacionalidad; no lectura visual o textual íntegra del PDF anual.

On Holding AG

ONON · v7 · Report 06/11/2026 · Reference 37.50 USD

Company 8.60/10 | Opportunity 7.20/10 | Overall 7.80/10

Wait for new positions

Risk: High

Wait for new positions; brand and DTC support conditional retention, but cash growth after full lease service and compensation must justify price.

Business, developments and cash

On Holding | Company 8.6/10 | Opportunity 7.2/10 | Overall 7.8/10 | High risk | Favorable conditional 5-10 year thesis | Wait for new positions. NYSE:ONON Swiss Class A ordinary share, not an ADR; report 6 November 2026, USD 37.50; editorial 9 November 2026. Reference-price time is uncertified. Results expected on 10 November are excluded.

On combines technical running design with aspirational branding. Specialist distribution, athletes and community support credibility; DTC controls presentation and captures margin. Switching costs remain low: customers can change brands and success requires renewing products without discounts. Apparel, Asia and stores expand the market but require staff, inventory, marketing and leases before proving returns.

The original mixes currencies and bases: the price is USD and accounts CHF. Key EPS 1.38, forward table 1.68/2.05/2.50 and the historical chart do not form a certified homogeneous series. Provider PE and targets are not own value. Page 4 labels shares in thousands despite million-like scales. I use both share classes in the primary note rather than treating all votes as equal economic rights.

H1 2026 bridge, CHF million: CFO 255.0 less property purchases 41.9 and software/intangibles 5.3 = 207.8. Lease principal 35.8 and interest paid 12.5 are financing outflows outside CFO; charging both leaves 159.5. Treasury-share proceeds of 5.0 associated with compensation are not operating cash. Deducting CFO SBC addback 30.9 leaves 128.6; charging the full operating-adjustment expense of 33.5 instead leaves 126.0. The 2.6 difference is not reconciled as recurring cash. I use the more demanding second sensitivity without inventing an explanation or duplicating SBC through future dilution.

CFO already absorbs working capital of -49.5 million: inventory -37.4 and receivables -61.3 are partly offset by payables +49.2. This investment is not added back to fund costless growth. Marketing and development are already expensed and software is in capex; no invented additional AI charge is imposed. DTC mix can raise gross margin while adding leases and capex: adjusted EBITDA is not owner cash.

The bridge audit keeps both SBC bases open: 30.9 is the observed noncash CFO addback and 33.5 the total operating expense. If some of the remaining 2.6 were already cash paid in CFO, deducting 33.5 could duplicate that cost; no exact reconciliation or floor is claimed. The 126.0-128.6 range makes the effect visible without adding 5.0 treasury-share proceeds as business cash. Treasury tax and annual pace remain sensitivities rather than sustainable-cash certification.

Valuation and price expectations

Treasury is separated before extrapolation: CFO includes interest received of CHF 17.3 million. Removing it economically with an assumed 20% tax reduces 126.0 to 112.16. Tax and attribution are uncertified. Multiplying by two and dividing by 335.748911 million Class A equivalents yields CHF 0.668 per share as an illustrative pace rather than sustainable LTM. Seasonality, tax and working capital can change it. Opening cash and its income are not counted twice; genuine unverified surplus value can exist.

The economic denominator uses H1 diluted averages of 301.548372 million A plus 342.005388 million B divided by ten. The observed conversion of 16.25 million B into 1.625 million A and allocated class earnings support this equivalent, distinct from closing shares. Every share has one vote despite CHF 0.10 A versus 0.01 B par: control differs from economic ownership. SBC is charged economically and this illustrative denominator stays fixed without assuming free repurchases.

To compare with USD 37.50 I explicitly assume USD 1.25 per CHF rather than claiming a verified 6 November fixing. CHF 0.668 pace becomes USD 0.835, rounded central base USD 0.85. At USD 1.15-1.35 per CHF it would be USD 0.768-0.902. Currency risk affects the US holder. Price is about 44 times central cash base rather than provider adjusted-earnings PE. Future cash expansion is essential.

From 6 November 2026 to 6 November 2031, USD 0.85 starting cash per share, 18% annual growth, 20% payout and 25 times terminal cash yield USD 48.61 terminal plus 1.44 accumulated without reinvestment: wealth 50.05 and 5.9% annual compounding, not IRR or forecast. Five payments occur on 2027-2031 anniversaries, first cash 0.85 times 1.18. Retaining 80% budgets expansion and external obligations rather than proving coverage or allowing payout to finance repurchases simultaneously.

Joint stress: USD 0.65 base, 8% growth, 20% payout and 18 times terminal cash produce 17.19 plus 0.82, wealth 18.01 and -13.6% annually. With no payout, 17.19 implies -14.4%. Recurring deficits from unproductive stores or brand weakness also lower terminal value. Favorable: 1.05 base, 23% growth, 20% payout and 30 times yield 88.68 plus 2.04, wealth 90.72 and 19.3% annually. These are sensitivities without probabilities, with constant FX within each scenario, rather than analyst-target-derived outcomes.

The 2029 ambition of CHF 5.6 billion sales, 65%+ gross margin and 22%+ adjusted EBITDA margin is guidance rather than realized cash. Sustaining 18% cash growth for five years requires compatible sales, productivity, working capital and lease burden; EBITDA is not automatically converted into share value. Nike, Adidas, Amer Sports and Deckers differ in brands, currencies, channels and fiscal calendars. Without homogeneous primary multiple reconciliation the peer table does not validate price. Own conversion and brand discipline provide the stronger comparison.

The annual report states that dividends are not intended for the foreseeable future. The 20% payout is therefore an economic-distribution sensitivity rather than announced policy or cash automatically received by a nonselling holder in a repurchase. With zero payout the central case retains only USD 48.61 terminal value and 5.3% annual return; favorable 88.68 and 18.8%. Authorized repurchases are neither another dividend nor a free reduction in the denominator. Retention creates terminal value only through verifiable returns rather than merely undistributed cash.

Risks and monitoring

The strongest buying case is product, community and DTC sustaining full pricing and allowing cash to outgrow sales. Q2 gross margin of 65.4% and regional expansion support that possibility. The central objection is paying today for inventory- and store-intensive growth while wholesale slows. EBITDA increases do not guarantee cash after leases. Technical advantages can be imitated and aspirational footwear can lose relevance.

At 30 June 2026 cash was CHF 1,205.6 million versus 562.5 carrying lease liabilities, exactly 87.9 current plus 474.6 noncurrent. These are not ordinary bank loans and all cash is not surplus. The undrawn 700 million revolver expires 7 July 2028, supports 163.2 guarantees and letters of credit and pledges receivables and inventory. The arithmetic 536.8 remainder does not certify current freely available covenant headroom; the optional 200 increase is not unconditional committed funding.

Timing matters: existing undiscounted lease liabilities total CHF 672.4 million including 110.2 within one year. Further committed leases total 230.3 with 14.4 within one year. Their totals are not deducted again from cash value already after lease service, but liquidity must be reserved for future openings and actual dates. Scenario retention does not prove monthly coverage or authorize consuming operating cash to fulfill repurchase authorization.

Authorization to repurchase up to USD 1 billion through December 2029 is a limit rather than execution or automatic EPS growth. It competes with inventory, stores, innovation and obligations. Cash shortfalls reduce or suspend assumed distributions. Growth requiring recurring funding also lowers terminal cash. Expected tariff refunds of up to USD 65 million are excluded from ordinary base; timing, receipt and tax are not certified by guidance.

Primary consultation is partial and predates cutoff. It does not certify the November balance sheet or every order, return or product sell-through. China and Asia can add growth while geographic exposure, tariffs, suppliers and FX can move price, margin and inventory together. The next result on 10 November is excluded: its content is neither anticipated nor used later to improve the cutoff judgment.

The CHF 230.3 million future commitments are not all lease service already absorbed in H1 principal of 35.8. New stores and warehouse can add incremental rent, staff, inventory and capex. Naming retention does not fund 18% growth. Opening and maturity dates and available cash must be established before distributions. If expansion returns fail to cover these costs, both payout and terminal cash decline even while gross margin rises.

Conclusion and independent score judgments

Company 8.6 reflects brand, product, profitable expansion and balance sheet, limited by fashion risk and low customer lock-in. Opportunity 7.2 reflects price requiring sustained cash growth after leases and compensation, with moderate central return and severe downside. Overall 7.8 is own judgment without automatic averaging: wait for new positions and retain only conditionally, without treating no-buy as mandatory sale.

Why we could be wrong: DTC and new franchises may move cash toward the favorable case, making waiting excessive. Evidence that would change judgment: repeatable conversion after leases, SBC and capex with healthy inventory and final sales, plus proven store returns. The least-supported valuation element is sustaining 18% cash growth with uncertain expansion economics and FX.

Hold conditionally: product, brand and liquidity support retaining, but price requires profitable expansion after leases and SBC. Moderate central return limits adding without independently establishing a need to exit. Hold while final sales and full pricing sustain cash per share after leases, interest, compensation and reinvestment with sufficient liquidity. Consider reducing if inventory and discounts rise persistently while stores and marketing consume more cash without attributable returns. Consider selling if lasting brand erosion or funding deficits invalidate business cash after necessary reinvestment. Exiting reduces fashion, currency and store-rollout exposure; retaining preserves participation in innovation and DTC expansion already improving margin if converted into cash. Reference-price FX, SBC difference, store returns and dated obligations require monitoring.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.