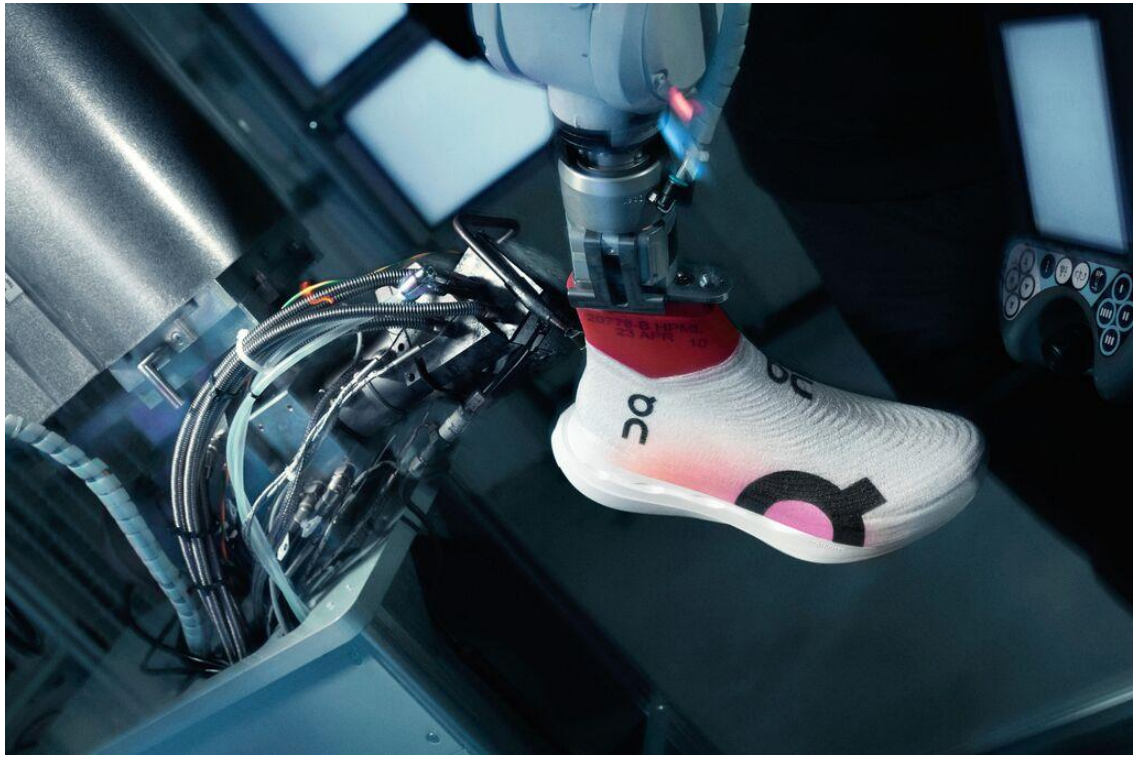


Investment Club PUC

Pitch On Holding (NYSE: ONON)

28 de septiembre, 2026

Premium performance sportswear · Zúrich, Suiza

Resumen Ejecutivo

1. **Marca premium que sigue creciendo sobre 20%.** Ventas H1-26 +24% a moneda constante, margen bruto 64,8%, flujo libre de ~US$208 M en el semestre y caja neta de US$1.495 M sin deuda financiera.

2. **El castigo es de múltiplo, no de negocio.** La acción cae −34% en 12 meses (S&P 500: +18%). A ~16x utilidades 2027E está en la mediana de pares y bajo Nike (21x) y Amer Sports (24x), creciendo igual o más.

3. **El precio exige menos de lo que la gerencia promete.** En nuestro modelo, US$29,59 equivale a ~9% de crecimiento anual a 2029; la meta del Investor Day implica ~17,5% (≥US$6.760 M).

4. **Catalizadores en los próximos 60 días.** Resultados Q3 (17-nov, guía ~17% CC), recompra de hasta US$1.000 M (~10% del market cap) y entrada al fútbol con Mbappé.

RECOMENDACIÓN

COMPRA

Precio objetivo 12m	**US$34**
Precio (cierre 28-sep)	**US$29,59**
Upside	**+15%**
Posición sugerida	**4% del portafolio**
Pesimista / Optimista*	**US$24,5 / US$40,8**

Presentación:

Agustín Corona
Damián Sahurie
Roberto Gutiérrez

Investment Club PUC

Fuente: On Q2-26 6-K (11-ago-2026); On Investor Day (22-sep-2026); modelo DCF propio; S&P Global vía stockanalysis.com; precio de cierre al 28-sep-2026. *Escenarios modelados del DCF (valor hoy), no límites de pérdida o ganancia. Montos convertidos de CHF a US$ al spot 1,24 USD/CHF (supuesto del modelo DCF).



US$3.637 M

ventas 2025 (7x desde 2020)

65,4%

margen bruto Q2-26, entre los más altos del sector

30%

reconocimiento global de marca; los menores de 34 años ya son más del 30% de sus clientes

1

La Compañía y su Industria

Descripción General

Marca suiza premium: 92% calzado, 42% venta directa y Asia ya aporta 1 de cada 5 francos

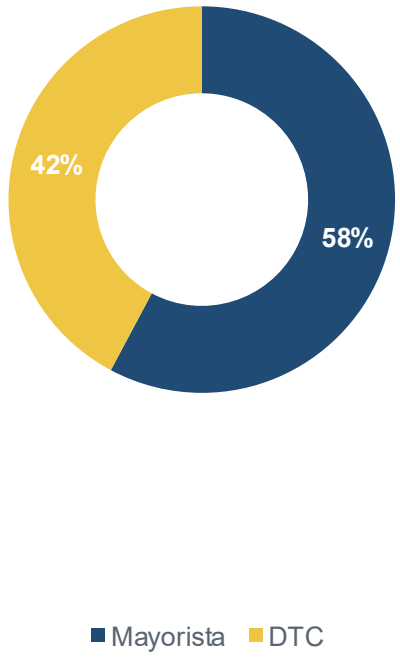
Qué vende

- Zapatillas de running y uso diario (Cloudmonster, Cloudtilt, Cloudsurfer) con su amortiguación patentada CloudTec.
- Apparel y accesorios crecen >55% a moneda constante: el calzado bajó de 93,0% (FY25) a 91,9% (H1-26) de las ventas.
- Tenis (línea The Roger con Federer), outdoor y, desde 2026, fútbol y golf.

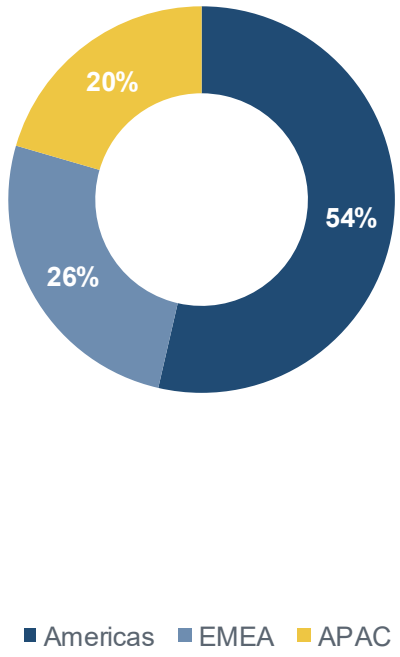
Cómo vende

- Mayoristas premium seleccionados (58%).
- Venta directa (42%): e-commerce y más de 70 tiendas propias; es el canal de mayor margen.

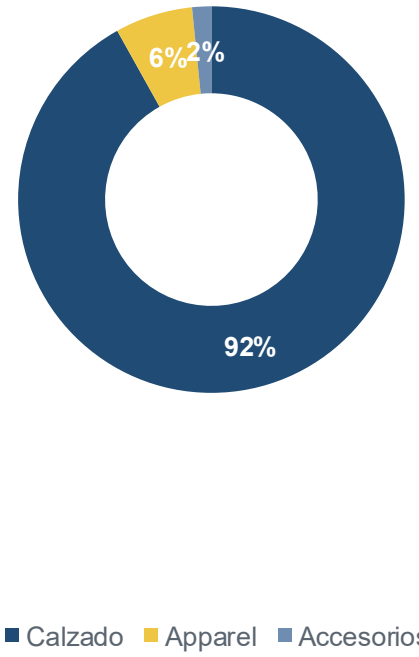
Por canal



Por región



Por producto



Fuente: On Holding, MD&A Q2-26 (6-K, 11-ago-2026), cifras del primer semestre 2026; comunicado de prensa On (30-jul-2026).

Descripción General

Historia: 16 años de Zúrich a NYSE, con ventas que crecieron ~48% anual entre 2020 y 2025

2010
Fundación en Zúrich por Olivier Bernhard (ex Ironman), David Allemann y Caspar Coppetti; patente CloudTec.

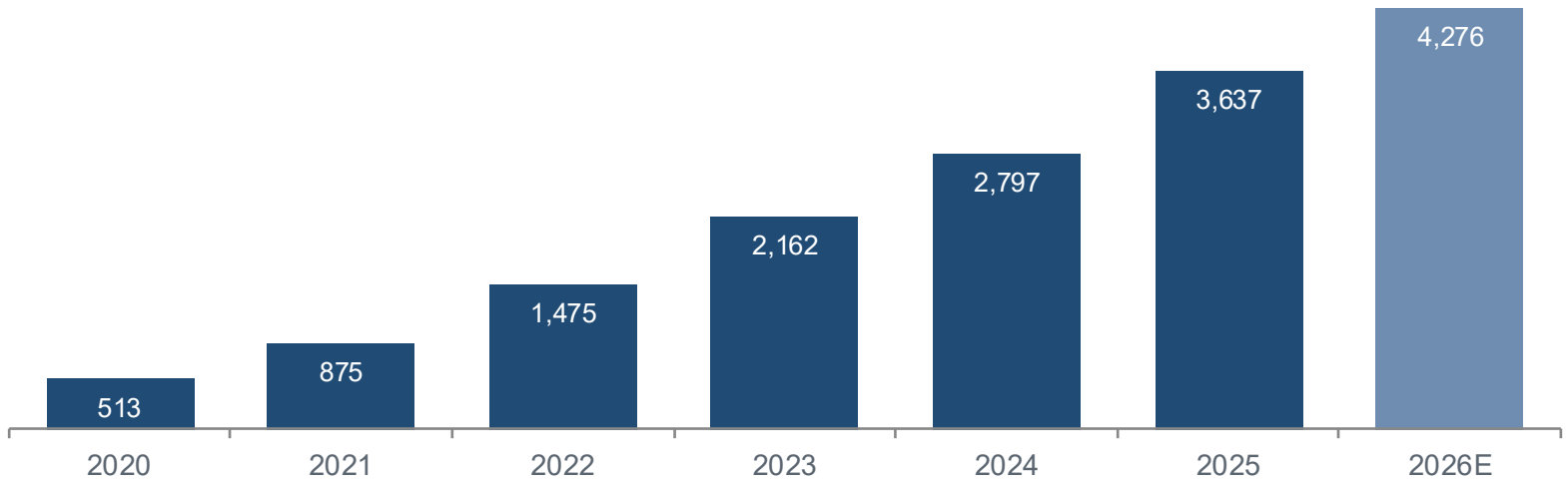
2019
Roger Federer invierte (~3%) y co-crea The Roger (2020).

2021
IPO en NYSE (sep-2021), recauda ~US$746 M.

2025
Ventas superan US$3.600 M (+30%) y margen bruto 62,8%; primera fábrica LightSpray.

2026
Cofundadores asumen como co-CEOs; Mbappé; Investor Day y recompra.

Ventas netas (US$ M, tipo de cambio constante)



~48%

crecimiento anual compuesto de ventas 2020–2025

+24% CC

en el H1-26: sigue creciendo a tasas de empresa joven

Fuente: On (Wikipedia; F-1 2021; comunicados 2025-2026); ventas: reportes anuales On, convertidas de CHF a US$ con el spot 1,2067 USD/CHF (25-sep-2026), es decir, a tipo de cambio constante; 2026E = modelo DCF (H1 real + H2 estimado).

Modelo de Negocio

Marca premium que combina distribución selectiva, venta directa creciente e innovación de producto

MAYORISTA

Retailers y distribuidores seleccionados

54,3%

de las ventas Q2-26 · +12,7% CC

Amplía presencia física y alcance global. On limita los envíos cuando hace falta para evitar exceso de inventario, descuentos y deterioro del posicionamiento premium.

VENTA DIRECTA (DTC)

E-commerce y más de 70 tiendas propias

45,7%

de las ventas Q2-26 · +34,3% CC

Más control sobre la experiencia, los datos, el precio y la disponibilidad; captura una mayor parte del valor económico de cada venta.

Cómo se monetiza el posicionamiento premium

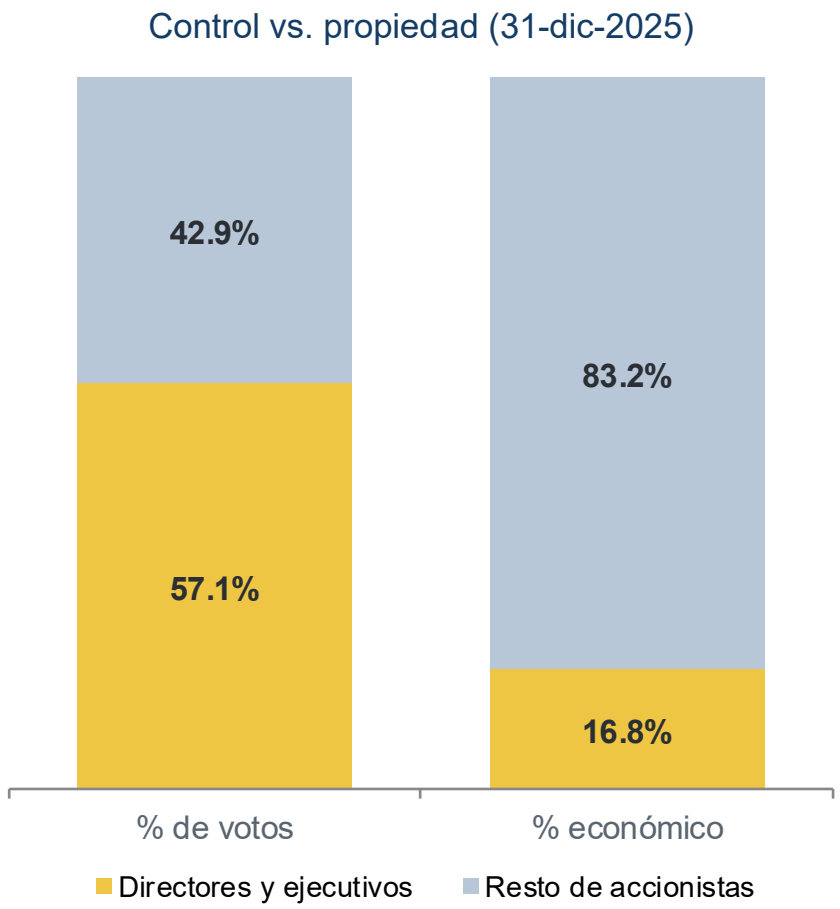
Innovación y diseño › **Precio completo, pocas promociones** › **Más venta directa** › **Margen bruto de 65%** › **Reinversión en producto, marketing y tiendas**

La estrategia no es "cerrar mayoristas", sino priorizar la calidad del canal. El crecimiento también viene de nuevas categorías (apparel, fútbol, golf) y geografías (Asia-Pacífico ya es 20% de las ventas).

Fuente: On, comunicado y MD&A Q2-26 (11-ago-2026); On Investor Day 2026. CC = moneda constante. Contenido del equipo.

Descripción General

Dueños: directores y ejecutivos, liderados por los fundadores, tienen 57% de los votos con 17% del capital



Accionista	Participación	Comentario
Directores y ejecutivos	57,1% votos / 16,8% econ.	10 personas, incl. fundadores: 100% de la Clase B y 7% de la Clase A
FMR (Fidelity)	10,0% de Clase A	~9% económico; mayor institucional (dic-2025)
Morgan Stanley	~6,5% de Clase A	~19 M acciones Clase A (dic-2025)
Roger Federer	~3% (estimado)	Invirtió en 2019; co-diseña la línea de tenis
Kylian Mbappé	No revelada	Recibió acciones al firmar (sep-2026)

Gobierno corporativo

- Co-CEOs: David Allemann y Caspar Coppetti (cofundadores) desde el 1-may-2026, reemplazan a Martin Hoffmann.
- CFO: Frank Sluis. Olivier Bernhard lidera producto e innovación.
- 5 directores independientes, entre ellos Helena Helmersson (ex CEO de H&M) y Dennis Durkin (preside auditoría); Laura Miele es Lead Independent Director desde el 21-sep-2026.
- **Lectura: fundadores con piel en el juego, pero el minoritario no puede forzar cambios.**

Fuente: 20-F FY2025 (tenencias al 31-dic-2025; incluye derechos a adquirir dentro de 60 días); sitio de inversionistas de On (comités del directorio); Forbes/Boardroom (Federer); CNBC y Business Standard (Mbappé, 18-sep-2026).

Drivers del Sector

El sector sufre por promociones y aranceles, pero los drivers estructurales juegan a favor de On

Vientos en contra

Mercado promocional

Mayoristas con inventario y descuentos en EE.UU. y Europa; On y adidas frenan envíos.

Para On: Mayorista crece menos (+12,7% CC), pero protege el precio completo.

Aranceles en EE.UU.

La Corte Suprema anuló los aranceles IEEPA (feb-2026), pero llegaron nuevos de la Sección 301 (jul-2026).

Para On: Reembolso de hasta US$65 M; el margen bruto de 65% absorbe el costo.

Franco suizo fuerte

El franco se apreció ~14% frente al dólar en 2025, y On aún reporta en francos.

Para On: 8 pp entre crecimiento CC (21,6%) y reportado (13,5%); pasará a reportar en US$.

Vientos a favor

Cambio de marcas en running

Los incumbentes pierden terreno: Nike vende −2% y no renovó a Mbappé.

Para On: Gana participación: +21,6% CC en el Q2 con solo 30% de reconocimiento de marca.

Venta directa (DTC)

Toda la industria empuja canales propios (adidas DTC +25% en el Q2).

Para On: DTC +34% CC y ya 46% de las ventas: más margen y datos del cliente.

Demanda premium en Asia

China, Japón y Corea crecen fuerte en marcas premium (adidas China +15%).

Para On: Asia-Pacífico +55% CC y ya 20% de las ventas.

Fuente: On, comunicado y MD&A Q2-26 (11-ago-2026); adidas, resultados Q2-26 (30-jul-2026); S&P Global vía stockanalysis.com (Nike); CNBC (Mbappé, 18-sep-2026); exchange-rates.org (CHF/USD 2025). CC = moneda constante.

Industria y Comparables

On crece al ritmo de Amer Sports con el mejor margen bruto, pero cotiza cerca de la mediana del sector

Empresa	Marcas	Crec. ventas	Margen bruto	ROIC	P/E fwd	EV/EBITDA	PEG
On (ONON)	**On**	**~21% (guía CC)**	**64,8%**	**32%**	**16,9x**	**15,7x**	**0,8x**
Amer Sports (AS)	Arc'teryx, Salomon, Wilson	20–22% (guía)	58%	8%	24,2x	16,1x	1,2x
Nike (NKE)	Nike, Jordan, Converse	−2% (FY26)	42%	20%	21,3x	11,4x	n.s.
adidas (ADS)	adidas	9–10% (guía CN)	52%	15%	15,4x	8,8x†	1,6x
Deckers (DECK)	HOKA, UGG	8% (FY26)	58%	91%*	11,2x	8,0x	1,4x
Lululemon (LULU)	lululemon	5% (FY25)	58%	28%	10,9x	5,6x	2,2x
Mediana pares		**8%**	**58%**	**20%**	**15,4x**	**8,8x**	**1,5x**

Crecimiento

On y Amer son los únicos creciendo ~20%; el resto va de −2% a 10%.

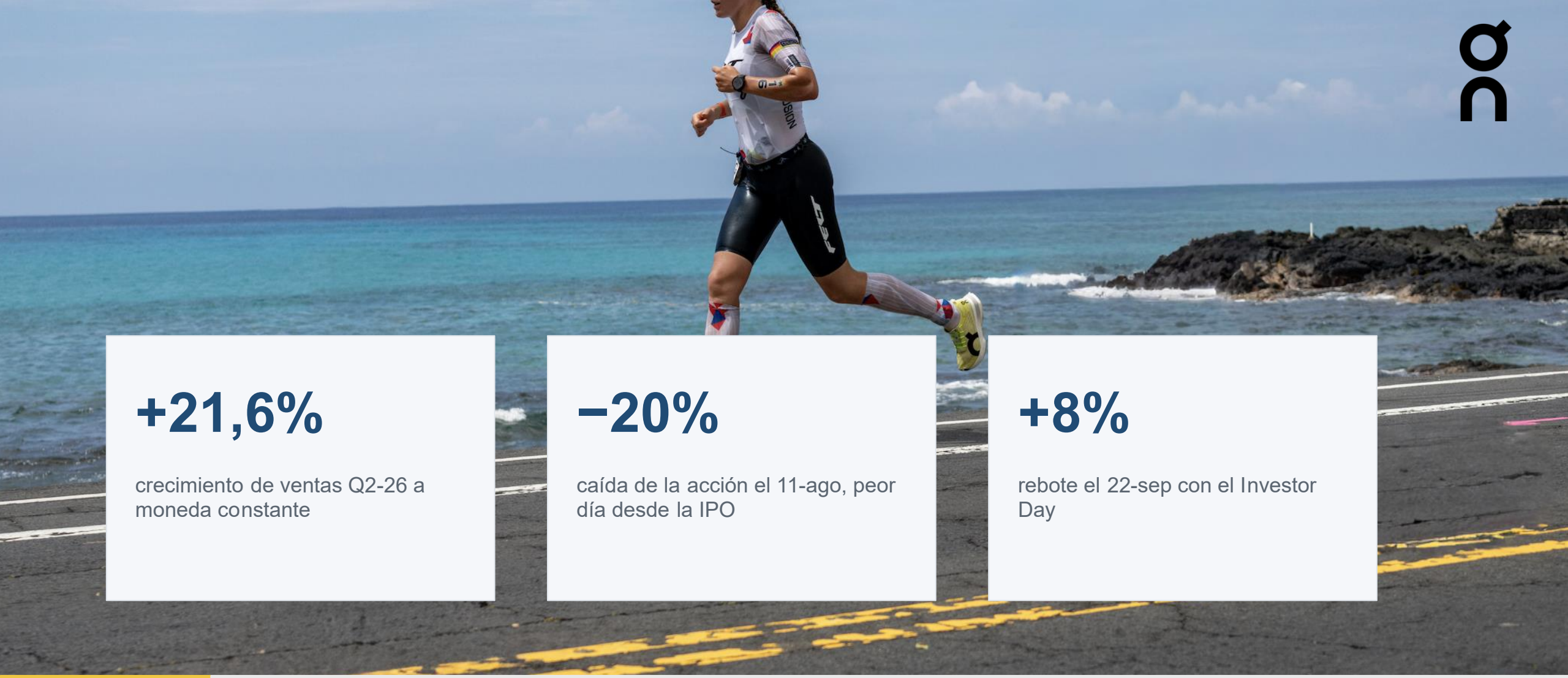
Rentabilidad

Margen bruto 7 pp sobre la mediana: precio completo + mix DTC.

Valoración

Por PEG, On es el más barato del grupo: 0,8x por punto de crecimiento vs 1,5x de la mediana.

Fuente: S&P Global Market Intelligence vía stockanalysis.com (ON 19-ago, NKE 18-sep, LULU 3-sep, DECK 7-sep, AS 12-ago-2026). adidas: P/E = precio 16-sep / UPA consenso próximo año (Stockopedia, ago-2026); †EV/EBITDA de abr-2026. P/E de On = consenso S&P (puede excluir SBC). Crecimiento: guías 2026 o último año fiscal. PEG = P/E ÷ crecimiento. *ROIC según S&P.



+21,6%

crecimiento de ventas Q2-26 a moneda constante

−20%

caída de la acción el 11-ago, peor día desde la IPO

+8%

rebote el 22-sep con el Investor Day

2

Resultados y Momentum

Resultados Q2-26

Récord de margen y DTC, pero las ventas quedaron bajo consenso y la guía bajó: la acción cayó 20%

US$1.026 M
Ventas Q2
+21,6% CC · +13,5% reportado

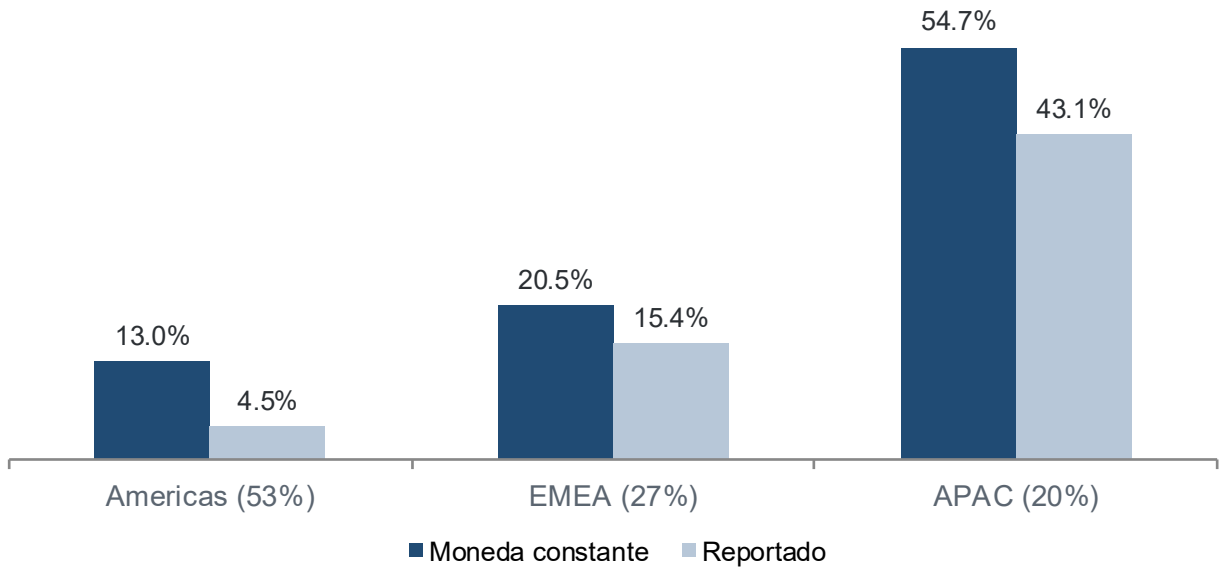
+34,3%
Venta directa (CC)
45,7% de ventas, récord Q2

65,4%
Margen bruto
+390 pb vs Q2-25

19,8%
Margen EBITDA ajustado
vs 18,2% en Q2-25

+54,7%
Asia-Pacífico (CC)
ya es 20% de las ventas

Crecimiento de ventas por región, Q2-26 (% de ventas)



Qué asustó al mercado (11-ago)

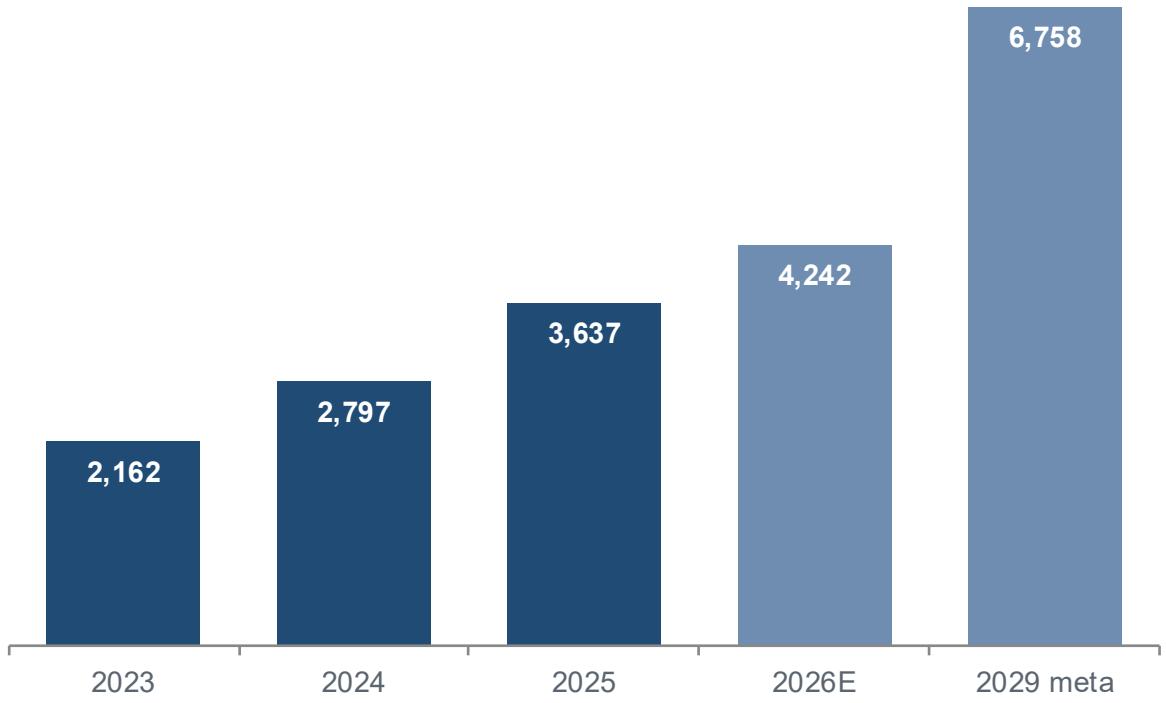
- Guía 2026 bajó de "al menos 23%" a "low-20%" a moneda constante.
- Ventas ~3% bajo lo esperado por el consenso; utilidad en línea.
- Americas (53% de ventas) creció solo 4,5% reportado: On restringió envíos a mayoristas para no entrar en descuentos y dejar pista limpia a las innovaciones de 2027.
- Después (22-sep) guió ~17% CC para el Q3: el freno sigue.
- **Resultado: −20% en el día, mínimo en dos años.**

Fuente: On MD&A y comunicado Q2-26 (6-K, 11-ago-2026); comunicado Investor Day (22-sep-2026) para la guía Q3; Stocktwits/Yahoo Finance (11-ago-2026) para consenso y reacción del precio. CC = moneda constante. Montos convertidos de CHF a US$ al spot 1,2067 USD/CHF (25-sep-2026).

Investor Day 2026

La gerencia duplicó la apuesta: ≥US$6.760 M en 2029, más margen y su primera recompra, con un Q3 más lento

Ventas netas (US$ M, tipo de cambio constante): 2026E = punto medio de la guía; 2029 = piso de la meta



Métrica	Guía 2026	Meta 2029
Ventas	US$4.190–4.300 M	≥ US$6.760 M
Crecimiento CC	"low-20%"	"high-teens" anual
Margen bruto	≥ 65%	≥ 65%
EBITDA ajustado	19,5–20%	≥ 22%
Guía Q3-26	~17% CC	—

Asignación de capital y crecimiento

- Recompra de hasta US$1.000 M hasta 2029: ~10% del market cap actual (US$10,1 mil M).
- Flujo libre H1-26 de ~US$208 M (vs ~US$30 M en H1-25): la recompra se paga con caja propia.
- Reembolso de aranceles IEEPA de hasta US$65 M en el Q3-26, excluido de la guía.
- Pilares: running, sneakers y apparel (triplicar apparel); nuevas categorías: fútbol y golf.
- Pasará a reportar en dólares: menos ruido de conversión desde francos.

Fuente: Comunicado Investor Day (6-K, 22-sep-2026), WWD, Invezz; guía 2026 a tipo de cambio spot (comunicado Q2-26). Flujo libre H1 = flujo operacional − capex − pagos de arriendos (estado de flujos Q2-26, cálculo propio). Recompra como % del market cap: cálculo propio con 336 M acciones equivalentes a US$30. Montos convertidos de CHF a US$ al spot 1,2067 USD/CHF (25-sep-2026).

Noticias y Expansión

Nuevas categorías, más tiendas propias y producción automatizada: la base para crecer high-teens

18-SEP-2026

Mbappé deja Nike tras ~20 años

Firma con On con participación accionaria; Thierry Henry es el nuevo director de fútbol. Primeros botines en 2027.

22-SEP-2026

Fútbol y golf como nuevas categorías

Se suman a running, sneakers y apparel, donde la meta es triplicar la venta de apparel.

FEB-2026

Segunda fábrica LightSpray (Busan)

32 robots que multiplican por 30 la capacidad LightSpray en 2026. La capellada se fabrica en un solo paso.

JUL–OCT-2026

Más tiendas propias

4 tiendas nuevas en California (>70 en el mundo), primeras tiendas en São Paulo y Copenhague, y Viena, Múnich y Düsseldorf.

OCT-2026

Cloudsurfer 3 con espuma SURREAL

Estrena la nueva espuma SURREAL; llega desde octubre y al mercado masivo en enero 2027. LightSpray se extiende a más franquicias.

MAY-2026

Cambio de mando

Los cofundadores Allemann y Coppetti son co-CEOs; Frank Sluis asume como CFO tras la salida de Martin Hoffmann.

Fuente: CNBC, Al Jazeera y Business Standard (18–21-sep-2026); comunicados de prensa On (25-feb-2026, 30-jul-2026, sep-2026); comunicado Q2-26 (11-ago-2026); Trefis (23-sep-2026); 6-K Q1-26 (12-may-2026).



US$34

precio objetivo a 12 meses (+15%)

~16x

P/E 2027E, en la mediana de pares

~9%

crecimiento anual equivalente al precio en nuestro modelo (guía: 17,5%)

3 Valoración

DCF: Supuestos y Costo de Capital

Flujos en dólares descontados al 11,76%, con supuestos deliberadamente conservadores

Datos base

Ventas 2026E	**US$4.275,5 M (H1 real + H2 est.)**
Conversión desde CHF	**1,24 USD/CHF (spot)**
Caja al 30-jun-2026	**US$1.494,9 M, sin deuda financiera**
Acciones equivalentes	**336,1 M (A + B/10 + awards)**
Tasa de impuesto	**15%**
Capital de trabajo	**19% de las ventas incrementales**
Capex / D&A	**2,6% → 2,0% / 1,7% → 1,9% de ventas**
Escenarios	**25% / 50% / 25%**
Valoración / precio	**28-sep-2026 / US$29,59**

Costo de capital (CAPM)

5,17%	+	1,6	×	4,12%	=	11,76%
Tasa libre de riesgo		Beta		Premio por riesgo		WACC = Ke

Beta: rango de fuentes 1,4–2,2. Sin deuda financiera (línea de ~US$845 M sin girar), el WACC es igual al costo del patrimonio.

Decisiones de método

- Compensación en acciones como costo real dentro del EBIT.
- Arriendos (IFRS 16) como gasto operativo: no se restan en el puente ni entran al WACC.
- Convención de mitad de año: la caja entra durante el año.
- Se suma el flujo del 2S-26 (~US$270 M) y el reembolso de aranceles neto (US$55 M).
- Proyección 2027–2031 y perpetuidad de Gordon.

Fuente: Modelo DCF propio (valoración al 28-sep-2026). On Q2-26 (ventas H1, caja, acciones, línea de crédito); U.S. Treasury (25-sep-2026); SNB (tipo de cambio 25-sep-2026); Investor Day 2026 (reembolso de aranceles).

DCF: Proyección Caso Base

Con un crecimiento algo menor al de la guía de la gerencia (ver comparación de escenarios en la próxima diapositiva)

Caso base (US$ M)	2026E	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal
Crecimiento de ventas	—	16%	15%	13%	11%	9%	3,25%
Ventas	**4.275,5**	**4.960**	**5.704**	**6.445**	**7.154**	**7.798**	**8.051**
Margen EBIT	—	14,8%	15,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
NOPAT	—	624	732	866	961	1.047	1.081
(+) D&A	—	84	103	122	136	148	153
(−) Capex	—	(129)	(148)	(155)	(157)	(156)	(161)
(−) Aumento de capital de trabajo	—	(130)	(141)	(141)	(135)	(122)	(48)
Flujo de caja libre	**—**	**449**	**545**	**692**	**805**	**917**	**1.025**

Fuente: Modelo DCF propio. Guía: On Investor Day 2026 (≥CHF 5.600 M ≈ US$6.760 M en 2029, high-teens CC, EBITDA ajustado ≥22%). Cifras en US$ M; terminal = año siguiente a 2031 con capex ≈ D&A.

DCF: Proyección Pesimista y Optimista

El pesimista asume más promociones y aranceles; el optimista replica la guía de la gerencia

Pesimista (US$ M)	2026E	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal
Crecimiento de ventas	—	12%	10%	8%	7%	5%	2,5%
Ventas	**4.275,5**	**4.789**	**5.267**	**5.689**	**6.087**	**6.391**	**6.551**
Margen EBIT	—	13,5%	13,0%	12,7%	13,0%	13,0%	13,0%
NOPAT	—	549	582	614	673	706	724
(+) D&A	—	81	95	108	116	121	124
(−) Capex	—	(125)	(137)	(137)	(134)	(128)	(131)
(−) Aumento de capital de trabajo	—	(97)	(91)	(80)	(76)	(58)	(30)
Flujo de caja libre	**—**	**409**	**449**	**506**	**579**	**642**	**687**

Optimista (US$ M)	2026E	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal
Crecimiento de ventas	—	19%	18%	16%	14%	11%	3,5%
Ventas	**4.275,5**	**5.088**	**6.004**	**6.964**	**7.939**	**8.813**	**9.121**
Margen EBIT	—	15,8%	16,1%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
NOPAT	—	683	822	995	1.134	1.258	1.302
(+) D&A	—	86	108	132	151	167	173
(−) Capex	—	(132)	(156)	(167)	(175)	(176)	(182)
(−) Aumento de capital de trabajo	—	(154)	(174)	(183)	(185)	(166)	(59)
Flujo de caja libre	**—**	**483**	**600**	**777**	**925**	**1.084**	**1.235**

Fuente: Modelo DCF propio. Guía: On Investor Day 2026 (≥CHF 5.600 M ≈ US$6.760 M en 2029, high-teens CC, EBITDA ajustado ≥22%). Cifras en US$ M; terminal = año siguiente a 2031 con capex ≈ D&A.

DCF: Resumen de Escenarios

El optimista replica la guía de la gerencia; el base queda ~9% bajo esa meta y el pesimista asume más promociones

Escenario	Crecimiento 2027 → 2031	Margen EBIT	g terminal	Ventas 2031	FCF 2031	Narrativa
Pesimista	12% → 5%	13,5% → 13,0%	2,5%	6.391	642	Mercado promocional en EE.UU. y aranceles Sección 301
Base	16% → 9%	14,8% → 15,8%	3,25%	7.798	917	Algo bajo la guía de la gerencia (Investor Day 2026)
Optimista	19% → 11%	15,8% → 16,8%	3,5%	8.813	1.084	Cumple la guía + apalancamiento de margen (EBITDA aj. ≥22%)

Fuente: Modelo DCF propio. Guía: On Investor Day 2026 (≥CHF 5.600 M ≈ US$6.760 M en 2029, high-teens CC, EBITDA ajustado ≥22%). Cifras en US$ M; terminal = año siguiente a 2031 con capex ≈ D&A.

DCF: Resultado

Vale US$33,6 hoy (+14%) y US$34,6 si On cumple su guía (+17%)

Escenario	Prob.	Valor/acción	vs US$29,6	Peso VT
Pesimista	25%	US$24,54	**−17%**	70%
Base	50%	US$34,61	**+17%**	74%
Optimista	25%	US$40,81	**+38%**	76%
Ponderado		**US$33,65**	**+14%**	

Puente de EV a valor por acción (caso base, US$ M)

Enterprise Value	**9.813**
+ Caja 30-jun-2026	1.495
+ FCF 2S-2026E	270
+ Reembolso aranceles (neto)	55
= Valor del patrimonio	**11.634**
/ Acciones equivalentes (M)	**336,1**
= Valor por acción	**US$34,61**

Fuente: Modelo DCF propio (valor hoy, 28-sep-2026; precio US$29,59). Peso VT = peso del valor terminal en el EV.

DCF: Sensibilidad

El upside resiste hasta un beta de ~1,85; el crecimiento terminal mueve menos el resultado que el WACC

Sensibilidad a la beta (valor ponderado)

Beta	WACC	Ponderado	vs US$29,6
1,40	10,9%	US$36,8	+24%
1,55	11,6%	US$34,4	+16%
1,70	**12,2%**	**US$32,3**	**+9%**
1,85	12,8%	US$30,5	+3%
2,00	13,4%	US$28,9	−2%

Caso base: WACC vs. crecimiento terminal (US$ por acción)

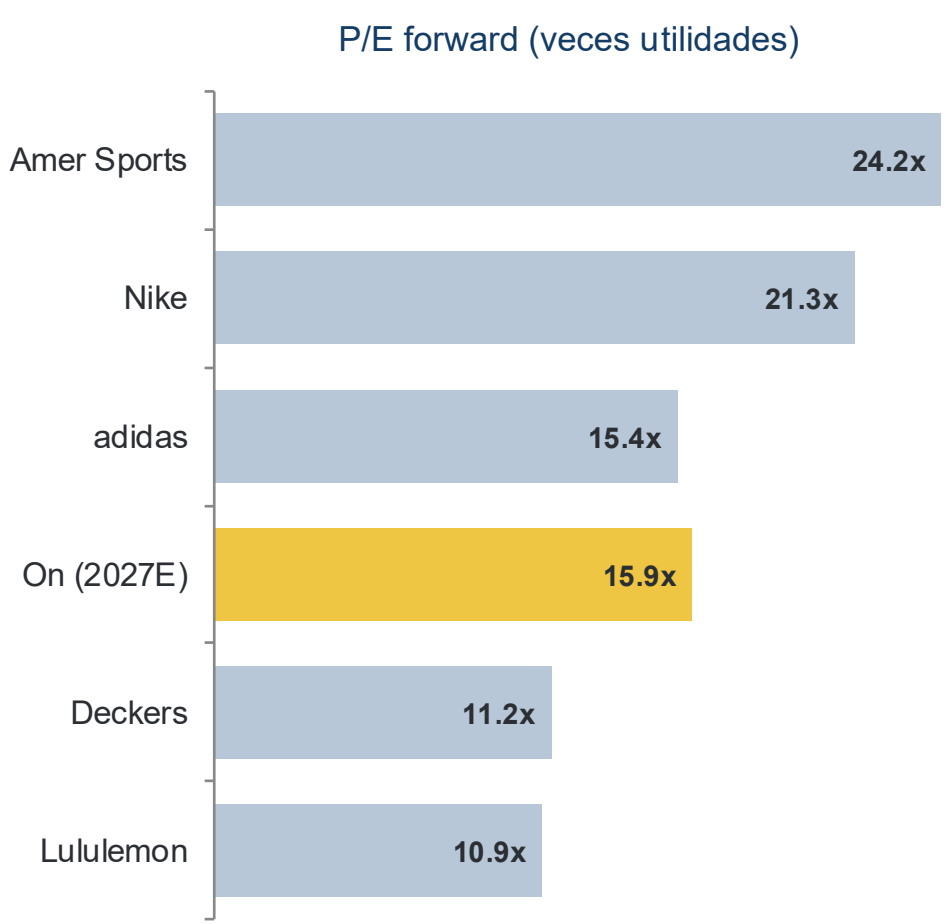
WACC \ g	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
11,0%	34,3	35,5	36,9	38,4
11,76%	31,9	32,9	**34,0**	35,2
12,0%	31,3	32,2	33,2	34,4
14,0%	26,7	27,3	27,9	28,6
15,0%	24,9	25,4	25,9	26,5

En rojo claro: valores bajo el precio actual (US$29,59).

Fuente: Modelo DCF propio (valor hoy, 28-sep-2026; precio US$29,59). Sensibilidad a la beta con ERP constante (4,12%).

Valorización por Múltiplos

A ~16x utilidades 2027E, On cotiza cerca de la mediana de pares pese a crecer 2–3 veces más rápido



Múltiplo aplicado	× UPA 2027E	Valor a 12 meses	vs US$29,6
Mediana pares 15,4x	US$1,86	**US$28,6**	−3%
Promedio pares 16,6x	US$1,86	**US$30,9**	**+4%**
Amer Sports 24,2x	US$1,86	**US$45,0**	+52%

El múltiplo propio se comprimió

~44x	~31x	~16x
EV/EBITDA promedio 5 años	feb-2026	ago-2026

El crecimiento bajó de ~30% a ~20% y el múltiplo cayó a un tercio. Por múltiplos el resultado es mixto (−3% a +4%); por eso el grueso de la tesis está en el DCF y en la ejecución de la guía.

Fuente: P/E fwd de pares: ver slide de comparables (adidas actualizado a sep-2026). UPA 2027E de On: modelo propio, caso base (ventas +16%, margen EBIT 14,8% con la compensación en acciones como costo; US$1,24/CHF). EV/EBITDA histórico: financecharts.com. Precio: US$29,59.

Visión de Analistas

El consenso (~US$43) ve +44%, pero los ajustes posteriores al Investor Day fueron más cautos

US$29,59
Precio
cierre 28-sep-2026

US$43,27
Consenso 12 meses
+46%

US$20–73
Rango de targets
Jefferies a UBS

Firma	Rating	Target	vs US$29,6
UBS	Buy	US$73	**+147%**
J.P. Morgan	Overweight	US$51	**+72%**
Goldman Sachs	Buy	US$44	**+49%**
Bank of America	Buy	US$43	**+45%**
Morgan Stanley	Overweight	US$39	**+32%**
BMO Capital	—	US$33 (antes 28)	**+12%**
Williams Trading	Hold	US$31	**+5%**
Jefferies	Underperform	US$20	**−32%**

Qué explica la dispersión

Bull case

Marca premium, venta directa, expansión internacional (Asia) y nuevas categorías como apparel y fútbol.

Bear case

Desaceleración en EE.UU., metas 2029 que Jefferies ve como "ambición, no matemática" y más gasto para sostener el crecimiento.

Nuestra lectura

El objetivo de US$34 queda bajo el consenso y cerca de los targets más recientes (BMO US$33, Williams US$31): no dependemos de los analistas más optimistas.

Fuente: Investing.com, consenso de analistas (28-sep-2026); Benzinga; TipRanks/TheFly; CNN/TipRanks (BMO 24-sep, Williams Trading y Jefferies 25-sep-2026). Targets y ratings sujetos a cambios. Muestra seleccionada por el equipo.

Football Field

Precio objetivo a 12 meses de US$34 (+15%): DCF llevado a 12 meses y P/E promedio de pares

Rango 52 semanas

mín.–máx.

DCF, valor hoy

pesimista–optimista

DCF a 12 meses

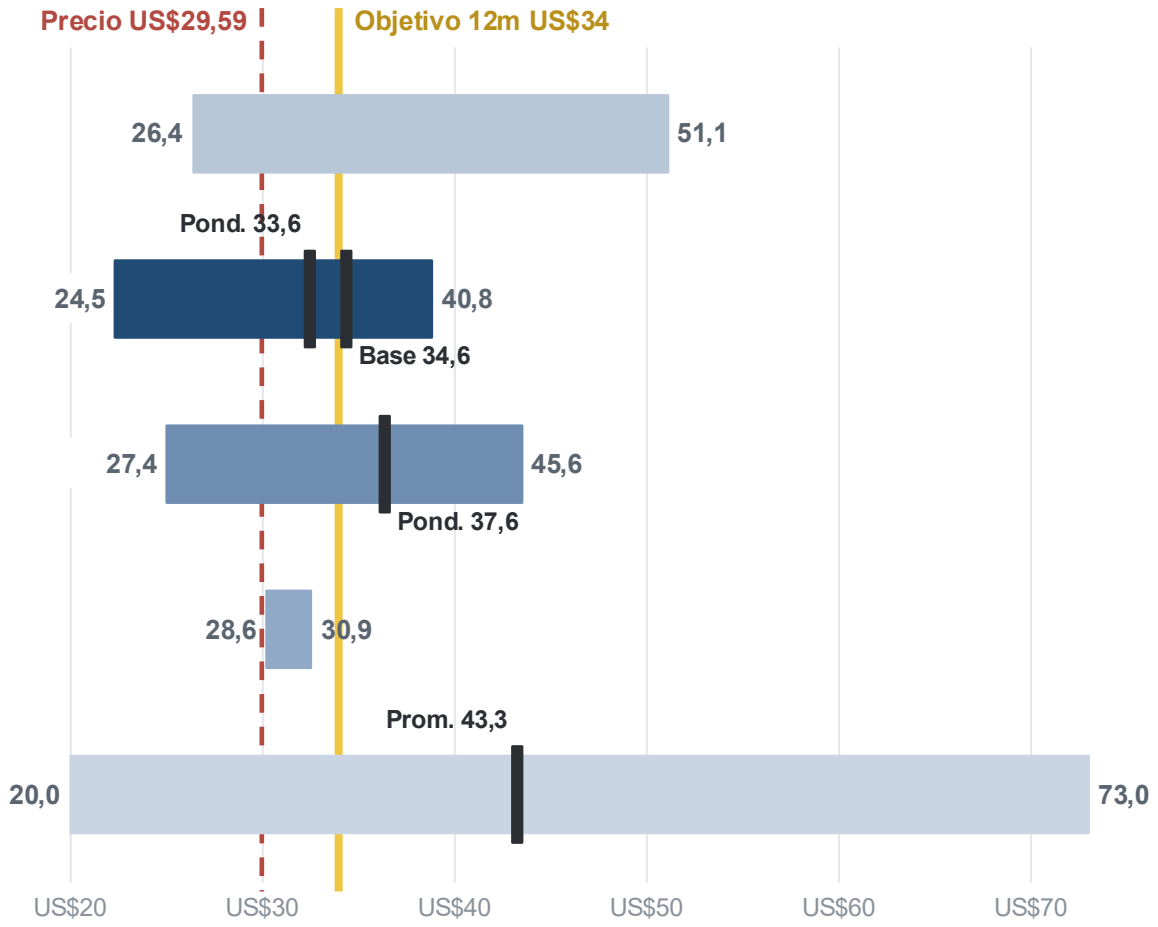
× costo de capital (1,12)

P/E pares a 12 meses

mediana–promedio × UPA 2027E

Consenso analistas

mín.–máx. (Jefferies–UBS)



Precio objetivo 12m

US$34

50% DCF ponderado a 12m (US$37,6)
+ 50% P/E promedio pares (US$30,9)
= US$34,2 → US$34

Upside vs US$29,6	**+15%**
Retorno esperado SPY	**9,3%**
Pesimista modelado*	**−17%**
Optimista modelado*	**+38%**

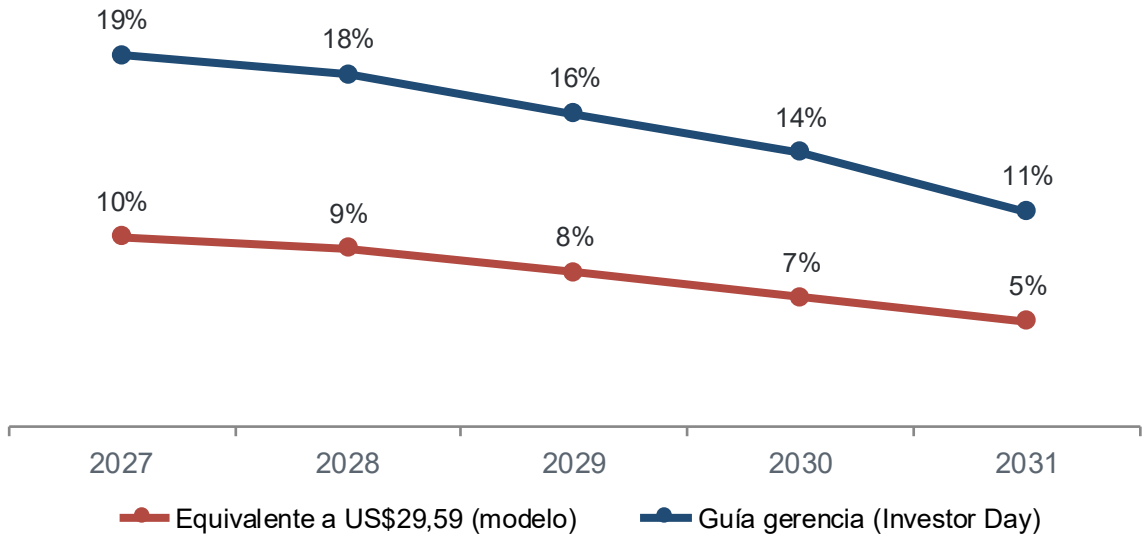
*DCF, valor hoy; no son límites

Fuente: DCF propio corregido (mitad de año + flujo 2S-26; escenarios 25/50/25), llevado a 12 meses al costo de capital (×1,12); P/E de pares × UPA 2027E sin excluir SBC; consenso: Investing.com (28-sep-2026) y muestra de la slide de analistas; 52 semanas: Robinhood. Retorno esperado SPY = E(Rm) del modelo (5,17% + 4,12%).

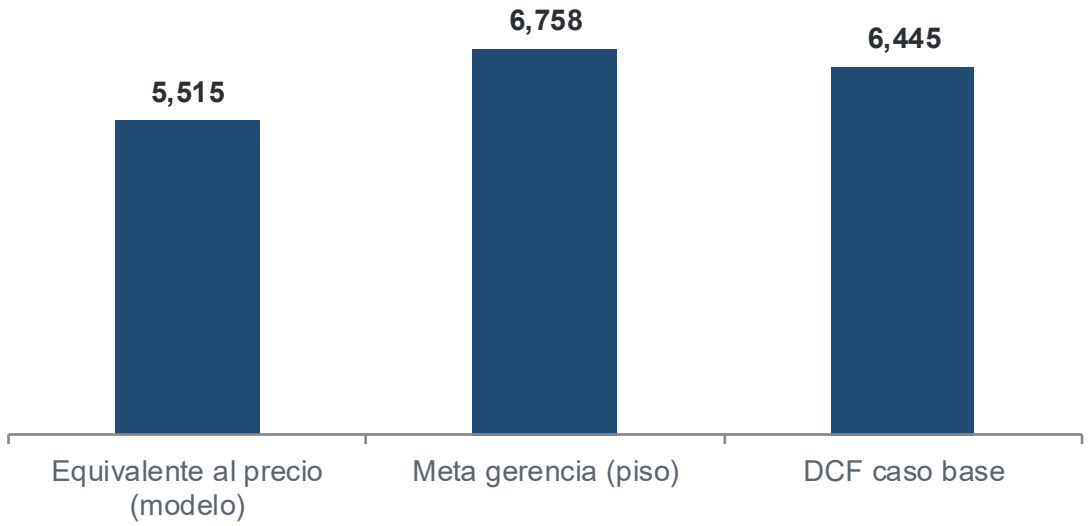
Qué Exige el Precio

En nuestro modelo, US$29,59 equivale a ~9% de crecimiento anual a 2029; la guía implica 17,5%

Crecimiento anual de ventas (%)



Ventas 2029 (US$ M)



Crecimiento anual 2026–29	7%	9,1% (= precio)	15%	17,5% (guía)
Valor por acción hoy (DCF)	US$28,0	US$29,6	US$34,6	**US$37,0**

Fuente: DCF inverso con el modelo propio: se mantienen fijos los márgenes, el WACC (11,76%) y el g terminal (3,25%) del caso base y se escala la trayectoria de crecimiento hasta igualar US$29,59. Con otros supuestos la tasa equivalente cambia. Guía y metas: On Q2-26 e Investor Day 2026. Montos convertidos de CHF a US$ al spot 1,2067 USD/CHF (25-sep-2026) para la meta de la gerencia.


29.65 -0.35 (-1.17%)
As of 12:55:35 PM EDT. Market Open.
Advanced Chart
AlphaSpace Chart
50.00
45.00
40.00
35.00
29.65
25.00
Feb
Mar
Apr
May
Jun
Jul
Aug
Sep
1D
5D
1M
6M
YTD
1Y
5Y
All
-36.09%



+38% / −17%

optimista vs pesimista modelados en el DCF (no son límites)

17-nov

resultados del Q3-26; guía de ~17% CC

4%

del portafolio, financiado con caja

4 Riesgos y Recomendación

Riesgos y Mitigantes

El mayor riesgo es de ejecución en Americas; el balance y el margen dan colchón

Riesgo	Qué lo gatilla	Nivel	Mitigante
Desaceleración en Americas	53% de las ventas; +4,5% reportado en Q2; guía Q3 de ~17% CC (hace seis trimestres crecía 36%)	**Alto**	DTC +34% CC; el freno es voluntario para proteger el precio completo
Ejecución de la meta 2029	Jefferies (Sell) la llama "demasiado ambiciosa"; fútbol y golf exigen marketing	**Alto**	Superó las metas del Investor Day 2023; caja neta US$1.495 M
Aranceles EE.UU.	Nuevos aranceles Sección 301 desde julio 2026	**Medio**	Margen bruto de 65%; reembolsos IEEPA (~US$34 M recibidos a agosto)
Tipo de cambio	Franco fuerte: 8 pp entre crecimiento CC (21,6%) y reportado (13,5%)	**Medio**	Moneda funcional pasó a USD en 2026 y pasará a reportar en USD
Transición de liderazgo	Cofundadores co-CEOs desde mayo y CFO nuevo	**Medio**	Continuidad estratégica: los fundadores llevan 16 años en la empresa
Gobierno y volatilidad	57% del voto en directores y ejecutivos; beta ~2,1; short interest ~6%	**Medio**	Posición acotada a 4% con gatillos de revisión

Fuente: On MD&A Q2-26 (aranceles, reembolsos IEEPA, moneda funcional); comunicado Investor Day y WWD (guía Q3, reporte en USD); Yahoo Finance/Proactive (Jefferies, 22–25-sep-2026); 6-K Q1-26; S&P Global vía stockanalysis.com (beta, short interest). Montos convertidos de CHF a US$ al spot 1,2067 USD/CHF (25-sep-2026).

Catalizadores

Hitos con fecha para confirmar (o romper) la tesis en los próximos 6 meses



Qué confirmaría la tesis

- Q3 igual o sobre la guía (~17% CC) y guía 2026 "low-20%" reiterada.
- Margen bruto ≥ 65% y Americas estabilizándose.
- Primeras recompras ejecutadas bajo US$34.

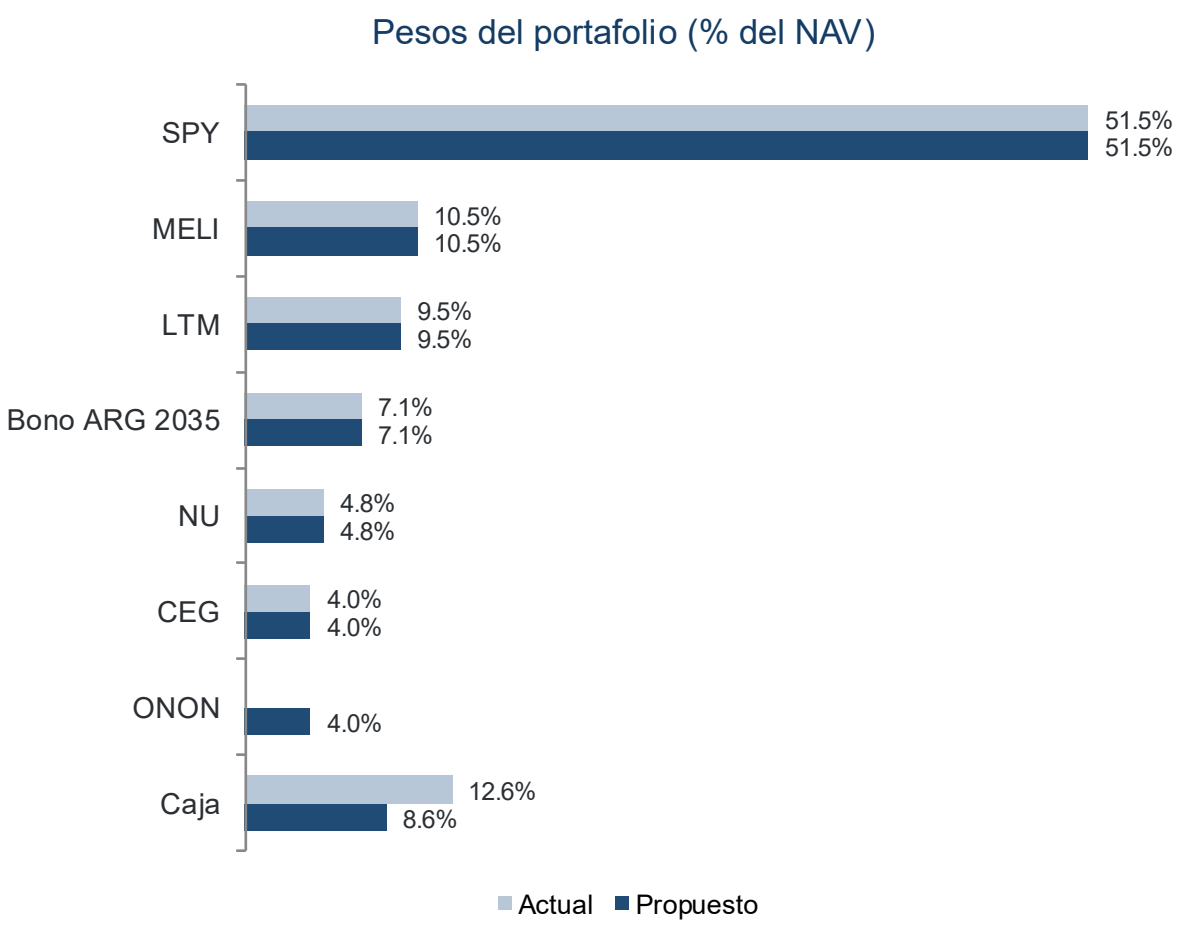
Qué rompería la tesis (gatillos de salida)

- Q3 bajo 15% CC, recorte de la guía 2026 o dos trimestres seguidos bajo 15%.
- Margen bruto bajo 63%: señal de descuentos.
- Recorte de la meta 2029 o salida de un cofundador.

Fuente: Fechas: TipRanks/Investing.com (Q3 On, 17-nov-2026), stockanalysis.com (Nike 1-oct, Deckers 22-oct), Trefis (Cloudsurfer 3); guía Q3 ~17% CC: comunicado Investor Day (22-sep-2026).

Fit en el Portafolio

4% financiado con caja: diversifica fuera de Latam y agrega crecimiento sin tocar el core en SPY



Tamaño de la posición

4% del NAV	**~US$55.000**
Acciones a US$29,59	**~1.859**
Financiamiento	**Caja: 12,6% → 8,6%**

Impacto en el NAV por escenario

Pesimista modelado (US$24,5)	−17%	**−0,7%**
Objetivo 12m (US$34)	+15%	**+0,6%**
Optimista modelado (US$40,8)	+38%	**+1,5%**

No son límites: la acción puede caer más (mínimo 52 semanas US$26,4). Hoy ~32% del fondo está en Latam; On suma consumo global con sede en Europa.

Fuente: Estado de cuenta del fondo al 15-sep-2026 (NAV US$1.382.148); DCF propio; precio US$29,59; E(Rm) del modelo = 9,3%.

Conclusión y Recomendación

Compramos un negocio de calidad a precio de empresa madura, con catalizadores cercanos

RECOMENDACIÓN

COMPRA

Precio objetivo 12m	**US$34**
Upside vs US$29,59	**+15%**
Posición	**4% del NAV**
Entrada	**2/3 ahora, 1/3 post-Q3**
Revisión	**17-nov-2026**

DCF, valor hoy	Valor	vs US$29,59	Supuesto clave
Pesimista	US$24,5	**−17%**	Crecimiento 12% → 5%; margen EBIT ~13%
Base	US$34,6	**+17%**	Algo bajo la guía: 16% → 9%; margen EBIT 14,8% → 15,8%
Optimista	US$40,8	**+38%**	Guía + margen EBIT hasta 16,8%
Ponderado	**US$33,6**	**+14%**	25% / 50% / 25%
Objetivo 12m	**US$34**	**+15%**	50% DCF ponderado a 12m + 50% P/E pares

Por qué ahora

- En nuestro modelo, US$29,59 equivale a ~9% de crecimiento anual; On creció 24% CC en el H1-26 y apunta a high-teens.
- Transa a ~16x utilidades 2027E, cerca de la mediana de pares, con el mejor margen bruto del grupo.
- Recompra de ~10% del market cap y resultados del Q3 (guía ~17% CC) en 7 semanas.
- Retorno esperado a 12 meses (+15%) sobre el del SPY (9,3%), con una posición acotada al 4% del NAV.

Fuente: DCF propio (valor hoy al 28-sep-2026; escenarios 25/50/25); precio objetivo 12m: ver football field; múltiplos de pares S&P Global; On Investor Day 2026. Precio: US$29,59.


NEW YORK STOCK EXCHANGE
SWISS ENGINEERING
ONON
LISTED
NYSE
Dream On.
ONON
LISTED
NYSE