

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

매수 [Review] 2026년에도 초과 성과를 이끄는 성장 동력 유효

목표주가 \$58

Stock Data

현재가(03/03/26)	\$43.06
52주 범위	\$61.29 - \$34.38
시가총액(백만)	CHF11,217
발행주식수(백만)	334.2
평균 일일 거래량(3개월)	4,736,923
결산월	12월

주가추이



기업개요

온 홀딩(On Holding AG, ONON)은 퍼포먼스 러닝화 분야에서 전통을 자랑하는 프리미엄 글로벌 퍼포먼스 신발 및 의류 브랜드이다. 회사는 60여개 국가에서 소매업체, 유통업체, D2C(Direct-to-Consumer) 채널을 통해 남성 용과 여성용 러닝화, 트레이닝화, 등산화, 라이프스타일 신발, 의류 및 액세서리를 디자인, 마케팅, 공급 및 판매하고 있다. ONON은 Sole, CloudTec, 갑피(Upper), Speedboard, 신발끈(Lacing) 기술에 대한 특허, 디자인권 및 상표를 보유하고 있다. 퍼포먼스 혁신, 독특한 디자인, 환경에 미치는 영향에 중점을 둔 브랜드를 통해 글로벌 신발 및 의류 시장에서 차별화를 이뤄내고 있다. 2010년 스위스에서 설립되었으며 취리히에 본사를 두고 있다.

Summary

당사는 ONON의 점유율 확대 기회에 대해 여전히 확신을 유지한다. 강한 4Q25 실적과 FY26년 고정환율(cc) 기준 +23% 매출 성장 가이드선 재확인은 이러한 시각을 더욱 강화하며, 해당 가이드선은 보수적이라고 판단한다. DTC(직접판매) +30% 성장으로 확인되는 브랜드 모멘텀은 다수 브랜드가 성장에 어려움을 겪고 있는 스포츠웨어 업황과 대비된다. 브랜드 인지도 개선, 해외 매출 다변화, 탄탄한 제품 파이프라인은 CY26까지 성장 지속 가능성을 뒷받침한다. FY26 전망에는 매출 둔화 가정, 과도한 FX 영향 반영, 최악의 관세 시나리오 전제 등 보수적 요소가 포함됐다고 본다. 현재 브랜드 수요는 공급을 상회하고 있으며, 이는 가격 실현력 개선, 매출총이익률 상승, EBITDA 레벨로의 이익 레버리지로 이어지고 있다. 2026년 분기별 가이드선 상향 가능성을 기대하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 58달러는 CY27E 조정 EBITDA CHF 850백만 기준 EV/EBITDA 16.5배를 적용한 것이다.

Key points

긍정적 요소

- 4Q25 매출은 743.8백만 스위스 프랑(CHF)으로 +22.6% yoy, 고정환율(cc) 기준 +30.6% 증가하며 당사 추정치 CHF730.4백만, 컨센서스 추정치 CHF 726.4백만을 상회했다. Wholesale(도매) 매출이 당사 추정치를 상회(+CHF 15.2백만)한 것이 주된 요인이며, DTC는 추정치를 하회(-CHF 3.5백만) 일부 상쇄됐다.
- 4Q25 조정 EBITDA는 CHF 131.0백만으로 당사 추정치 CHF 125.6백만과 컨센서스 추정치 CHF 115.1백만을 상회했다. 당사 추정 대비 상회 요인은 매출총이익 CHF 18.8백만 초과 달성에 기인한다. 이는 매출 상회(+CHF 13.4백만)와 매출총이익률 63.9% 기록에 따른 것으로, 당사 추정치 62.5%를 웃돌았다. 또한 D&A도 우호적 변동(+CHF 1.8백만)이 있었다. 다만 조정 영업비용이 당사 추정치를 초과해(+CHF 15.2백만) 일부 상쇄됐다.

(다음 페이지에 계속)

STIFEL

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매매업자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제 기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본 보고서에서 언급된 어떠한 증권 매수 또는 매도에 대한 청약은 하는 것으로 볼 수 없습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

On Holding AG - Headline Results					
(CHF in millions)					
Reported Quarter	4Q25A		Street	vs. Stifel Estimates	
				4Q25E	Variance
Wholesale	383.2		363.0	366.3	16.9
DTC	360.6		365.0	364.1	-3.5
Sales	743.8		726.4	730.4	13.4
Adj. EBITDA	131.0		115.1	125.6	5.5
FY26E Annual	Low	High	Prior Street	Prior Stifel	Variance
Sales	at least 3440.0		3,666.1	3,701.2	-261.2
Adj. EBITDA (Implied)	636.4	653.6	680.0	699.7	-54.7

Note: adj. EBITDA (implied) assumes CHF 3.44bn revenue

Sources: Company reports, Stifel estimates, and FactSet

부정적 요소

- FY26 매출 가이드는 cc 기준 “최소” +23% yoy 성장, 보고 기준 순매출 약 CHF 34.4억으로 제시됐다. 이는 현재 환율 기준 보고 매출 “최소” +14.1% yoy 성장을 의미한다. 해당 가이드는 당사 예상치 CHF 37억, 컨센서스 추정치 CHF 36.6억을 하회한다. 회사는 전 지역에서 견조한 성장을 전제하고 있으며, DTC가 Wholesale을 상회하고, Apparel(의류)이 전 카테고리 중 가장 빠르게 성장할 것으로 가정하고 있다.
- FY26 암묵적 조정 EBITDA 가이드는 CHF 636.4백만~653.6백만으로, 중간값 기준 +12.8% yoy 성장이다. 이는 당사 추정치 CHF 699.7백만, 컨센서스 추정치 CHF 680백만을 하회한다.
- 4Q25 조정 영업비용률은 +50bp yoy 상승한 50.9%로, 예상 대비 레버리지 효과가 약했다. 이는 당사 추정치 49.8% 대비 높은 수준이다.

기타 코멘트

- 한국에 신규 구축한 라이트스프레이(LightSpray) 설비는 생산능력이 기존 대비 약 30배 확대된 것으로 알려진다. 생산 능력은 수십만 켈레 수준으로 확대된 것으로 파악되며, Cloudboom Strike LightSpray 제품은 이달 말 출시될 예정이다.
- 채널별로 보면, 4Q25 Wholesale 매출은 CHF 383.2백만으로 +23.5% yoy, cc 기준 +31.2% 증가했다. DTC 매출은 CHF 360.6백만으로 +21.8% yoy, cc 기준 +30.0% 성장했다. Wholesale은 미주 및 EMEA 주요 계정의 강한 수요가 견인했고, DTC는 정가 판매 비중 확대와 성공적인 연말 성수기 효과가 주된 동력이다.
- 지역별로는 4Q25 EMEA 매출이 CHF 183.0백만으로 +24.2% yoy, cc 기준 +27.5% 증가했다. 미주는 CHF 434.3백만으로 +12.8% yoy, cc 기준 +21.3% 성장했다. 아시아태평양은 CHF 126.5백만으로 +70.7% yoy, cc 기준 +85.1% 급증했다.
- 제품별로는 4Q25 신발 매출이 CHF 687.3백만으로 +20.8% yoy, cc 기준 +28.8% 증가했다. 의류는 CHF 45.1백만으로 +38.3% yoy, cc 기준 +46.0% 성장했다. 액세서리는 CHF 11.4백만으로 +119.2% yoy, cc 기준 +131.3% 확대됐다.
- 재고는 전년 대비 보합을 유지했다. 이는 4Q25 보고 매출 +22.6% yoy 성장, FY26 ‘최소’ +14.1% 보고 매출 성장 가이드와 비교할 때 재고 관리가 상당히 타이트하게 이뤄지고 있음을 시사한다.

핵심 시사점:

- 당사 컨센서스 상회 4Q25 추정치에는 여전히 의미 있는 상방 여지가 있다고 판단한다. 이는 규모 확대에 따른 점유율 상승 지속, 그리고 높은 마진을 동반한 브랜드 고도화라는 기존 투자 논지를 더욱 강화한다. FY26 가이드언스 역시 연중 전개 과정에서 상향 여력이 남아 있다고 보며, 주가에 대한 긍정적 시각을 유지한다.
- cc 기준 매출 +23% 성장 가이드언스는 3Q25 실적 발표 당시 코멘트와는 부합했으나, 높아진 시장 기대치에는 다소 못 미쳤다. 다만 현재 모멘텀을 감안하면 최소 +23% cc 성장 가이드언스를 상회할 가능성이 높다고 본다. DTC 매출은 cc 기준 +30% 성장 중이며, 주요 계정 내 도어 침투율이 약 50% 수준에 그쳐 도어 확장 여력도 충분하다.
- 성장 동력은 여전히 유효하다. 브랜드 인지도는 약 30%로 낮은 수준이며, 고부가 DTC 중심의 구조적 믹스 개선이 진행 중이다. APAC 매출 비중도 FY25 기준 17%에서 확대 국면에 있다. 여기에 제품 혁신 파이프라인과 Apparel 기여 가능성도 추가 성장 요인이다. 특히 미주 사업에서 최소 10%대 후반 성장(cc) 달성은 현실적이며, 전체 매출 스토리의 핵심 기반이 된다.
- 가이드언스는 매출뿐 아니라 전반적으로 보수적으로 설정됐다고 판단한다. 현재 환율 기준 -480bp 수준의 FX 역풍을 추정하며, 가이드언스에는 최근 환율 변동성이 충분히 반영되지 않았다. 미국 관세 정책이 우호적으로 전개될 경우 매출총이익률은 가이드언스를 상회할 가능성이 있다. 또한 약세 USD 통화로 비용이 발생하는 고정비 영역에서 SG&A 레버리지 여지도 존재한다.
- 가이드언스 상회 가능성에 대한 기존 시각은 유지하나, 이번에는 1) 상방 잠재력과 2) 회사의 보수적 커뮤니케이션을 보다 균형 있게 반영해 추정치를 조정한다. 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가 58달러는 CY27E 조정 EBITDA CHF 850백만 기준 16.5배 EV/EBITDA를 적용한 것이다.

true friend

ESTIMATE CHANGES

On Holding AG - Estimate Changes					
(CHF in millions except per share)	Prior Estimates				
	FY26E	Stifel	Street	Est. Chg.	Est. Chg. %
Sales	3,577.6	3,701.2	3,666.1	-CHF 123.5	-3.3%
Adj. EBITDA	678.7	699.7	680.0	-CHF 21.0	-3.0%
	FY27E	Stifel	Street	Est. Chg.	Est. Chg. %
Sales	4,329.6	4,458.1	4,528.7	-CHF 128.5	-2.9%
Adj. EBITDA	850.0	900.0	844.8	-CHF 50.0	-5.6%

Sources: Company reports, FactSet, and Stifel estimates

RESULTS

On Holding AG - Actuals vs. Estimates				
(CHF in millions except per share)	vs. Stifel Estimates			
	4Q25A	Street	4Q25E	Benefit (Impact)
Wholesale	383.2	363.0	366.3	CHF 16.9
DTC	360.6	365.0	364.1	-CHF 3.5
Sales	743.8	726.4	730.4	CHF 13.4
COGS	268.5	273.3	273.9	-CHF 5.4
Gross Profit	CHF 475.3	CHF 453.0	CHF 456.5	CHF 18.8
<u>Adj. General & Administrative</u>	<u>122.2</u>	-	<u>128.5</u>	<u>CHF 6.3</u>
Adj. Total Operating Expense	378.7	379.3	363.6	-CHF 15.2
Adj. EBIT	CHF 96.6	CHF 73.7	CHF 92.9	CHF 3.7
D&A	34.5	41.4	32.7	CHF 1.8
Adj. EBITDA	CHF 131.0	CHF 115.1	CHF 125.6	CHF 5.5
Financial Income/(Expense), FX	-13.9	-	0.5	-CHF 14.4
Adj. Pre-tax Income	82.7	-	93.4	-CHF 10.7
Tax Rate	-1.0%	-	17.0%	-18.0%
Income Tax	-0.8	-	15.9	-CHF 16.7
Adj. Net Income, Total	83.5	65.9	77.5	CHF 5.9
Adj. Net Income, Class A	75.0	-	69.8	CHF 5.2
Adj. Diluted EPS (Class A)	CHF 0.25	CHF 0.21	CHF 0.23	CHF 0.02
Diluted Shares, Class A	299.6	-	302.0	-2.4

Sources: Company reports, FactSet, and Stifel estimates

투자 의견 제시 근거

온 홀딩은 3,000억 달러 규모의 글로벌 퍼포먼스/라이프스타일 신발 및 의류 시장에서 무한한 성장 기회를 가진 독보적인 프리미엄 브랜드이다. 브랜드 강점과 확장성은 견고한 성장을 뒷받침하고 수년 동안 주가에 대한 프리미엄을 정당화할 것이다. 당사는 온 홀딩이 성장주 투자자들에게 매력적일 수 있다고 판단한다.

목표주가 산출 방법 및 위험 요인

12개월 목표주가 58달러는 2027년(CY27) 조정 EBITDA 추정치 8억 5,000만 스위스 프랑에 EV/EBITDA 16.5배를 적용해 산출했다. 환율은 CHF/USD 1.274달러를 기준으로 했으며, 유통주식수는 3억 3,400만 주로 가정했다.

목표주가에 대한 위험 요인으로는 브랜드 리스크, 경쟁, 패션 리스크, 실행 리스크, 공급망 리스크, 통화 리스크, 거시경제 리스크 등이 있지만 이에 국한되지 않는다.



■ Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 세번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 2026년 3월 4일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성사의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.