



LongRun Swiss Small & Mid Cap Fund

QUARTALSBRIEF

Anlagephilosophie

«Man sollte alles so einfach wie möglich machen, aber nicht einfacher» - Albert Einstein

Herzlich willkommen zur achten Ausgabe des LongRun Swiss Small und Mid Cap Quartalsbrief! Wir haben die bewährte Struktur beibehalten, die aus drei Abschnitten besteht: eine Beschreibung unserer Anlagephilosophie, einen Rückblick auf das vergangene Quartal und eine Anlagediskussion, beispielsweise in Form einer Unternehmensfallstudie. Der Abschnitt über unsere Anlagephilosophie bleibt inhaltlich unverändert, jedoch werden wir die Formulierungen gelegentlich präzisieren. Der Quartalsrückblick analysiert die Performance und die Veränderungen im Portfolio. Die Anlagediskussion widmet sich jedes Mal einem anderen Thema. In der aktuellen Ausgabe werfen wir einen genaueren Blick auf das "Geschäft des Gutaussiehens". Sie können gerne direkt zu dem Abschnitt springen, der Sie am meisten interessiert.

Unser Ziel ist es, in ein konzentriertes Portfolio von qualitativ hochwertigen Schweizer Small- und Mid-Cap-Unternehmen zu investieren und diese langfristig zu halten. Anders ausgedrückt: Wir wollen einfach die besten Unternehmen. Weitere Einzelheiten zu unserer Anlagephilosophie finden Sie weiter unten.

Langfristige Unternehmenseigentümer

Wir wollen Anteilseigner hochwertiger Unternehmen sein, die über Jahrzehnte hinweg bestehen und florieren. Daher schenken wir kurzfristigen Kursbewegungen wenig Beachtung und konzentrieren uns vielmehr auf die langfristige Wettbewerbsposition eines Unternehmens. Das bedeutet,

dass wir in Unternehmen investieren möchten, die über ein überlegenes und nachhaltiges Geschäftsmodell verfügen und ihre Erträge steigern können. Folglich meiden wir Unternehmen in Massengüterindustrien, in denen der Preis das Hauptunterscheidungsmerkmal ist. Stattdessen konzentrieren wir uns auf solide Unternehmen, die ihre Geschicke selbst in der Hand haben und gegen externe Preisschwankungen immun sind. Eine wichtige Kennzahl ist dabei oft die Kapitalallokation des Management-Teams, das die Unternehmensmittel so anlegt, als wären sie ihre eigenen, mit dem Ziel, nachhaltige überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

Für uns ist die Bewertung eines Unternehmens zwar wichtig, jedoch sind wir hierbei nicht dogmatisch. Wenn sich wirklich gute Unternehmen hervorragend entwickeln, sind wir überzeugt, dass der Aktienkurs entsprechend folgen wird. Ein zu enger Fokus auf die Bewertung kann zudem dazu führen, aussergewöhnliche Unternehmen zu übersehen. Diesen Fehler möchten wir vermeiden.

Warren Buffets weise Worte «Es ist viel besser, ein wunderbares Unternehmen zu einem fairen Preis zu kaufen als ein passables Unternehmen zu einem wunderbaren Preis» beschreiben das Herz unserer Strategie. Wir agieren als langfristige Unternehmenseigentümer, was im Wesentlichen bedeutet, dass wir eine Beteiligung erwerben und sie für Jahrzehnte, wenn nicht länger, besitzen wollen.

Intensives Research zu nur wenigen Unternehmen

Wie der vorherige Abschnitt verdeutlicht, durchsuchen wir unser Anlageuniversum nicht ständig nach "günstigen" Unternehmen und handeln auch nicht auf Basis kurzfristiger Kursänderungen. Wir überlassen es Analysemaschinen, öffentlich verfügbare Daten zu durchforsten, um potenzielle Arbitragemöglichkeiten zu identifizieren und zu nutzen.

Unser Research-Prozess ist gründlich. Wenn wir den Kauf eines Unternehmens in Erwägung ziehen, investieren wir viel Zeit in die Analyse von Geschäftsberichten, Gespräche mit Experten und Führungsteams sowie in die Erstellung eigener Finanzmodelle. Wir lesen Bücher über Unternehmen und ihre Führungskräfte, Branchenzeitschriften sowie Fachpublikationen und hören Podcasts. Kurz gesagt: Wir tun alles, um mehr über ein Unternehmen zu erfahren.

Wir bevorzugen es, weniger Unternehmen zu analysieren und uns intensiv mit ihnen auseinanderzusetzen, um sie gründlich zu verstehen. Dieses umfassende Verständnis von Geschäftsmodellen halten wir für entscheidend, auch wenn es keine Garantie für überlegene langfristige Performance bietet.

Vermögenserhaltungs-Portfolio

Die Vermeidung eines dauerhaften Kapitalverlusts ist für den langfristigen Anlageerfolg von entscheidender Bedeutung. Daher analysieren wir eine begrenzte Anzahl von Unternehmen, um diese gründlich zu verstehen. Diese eingehende Beschäftigung ist ein fortlaufender Prozess, der nie vollständig abgeschlossen ist. Unser Ziel ist es, stets mehr über die Unternehmen zu erfahren und zu beurteilen, ob sie über Jahrzehnte hinweg bestehen und gedeihen können, wobei wir ökologische, soziale und Governance-Risiken berücksichtigen. Nur hochwertige Unternehmen, die ihre Geschicke selbst in der Hand haben, bestehen unsere Prüfung.

Unser Ansatz unterscheidet sich erheblich von benchmark-relativen Anlagen, bei denen die Allokation für jedes Unternehmen durch den Benchmark bestimmt wird. In diesem Ansatz erhält jedes Unternehmen je nach Einschätzung des Portfoliomanagers eine höhere,

niedrigere oder keine Allokation. Dies führt häufig zu einem Portfolio, das unserer Ansicht nach zu viele Positionen enthält. Für uns dient der Benchmark lediglich als Massstab; wir wählen aus seinen Bestandteilen die besten Unternehmen aus.^[1] Daher liegt die Abweichung unseres Portfolios vom Benchmark, gemessen am aktiven Anteil, in der Regel bei über 65 %.

Auf Portfolio-Ebene ist unsere Unternehmensauswahl komplementär, da sie unterschiedliche Endmärkte in verschiedenen Regionen bedienen und Einnahmen in mehreren Währungen generieren. Dies entspricht echter Diversifizierung. Wir sind zurückhaltend, weitere Unternehmen nur zum Zweck der quantitativen Diversifizierung hinzuzufügen. Das Ergebnis ist ein solides Portfolio.

Ein solides Portfolio ermöglicht es uns, langfristig Renditen zu erzielen. So wie wir von unseren Unternehmen erwarten, dass sie ihre Erträge steigern, wollen auch wir das Vermögen unserer Kunden vermehren.

[1] Der SPI Extra definiert das Anlageuniversum der Strategie und wird als Benchmark verwendet. Bis zu insgesamt 15 % können aus zwei Gründen auch ausserhalb dieses Universums angelegt werden: Beibehaltung einer bereits bestehenden Anlage trotz Änderungen der Benchmark-Zusammensetzung oder Ergänzung des Gesamtportfolios durch eine Anlage.

Portfolioübersicht

Ein Blick auf die Performance und die Veränderung im Laufe des Quartals

Performance

Der Fonds gab im dritten Quartal -4,5 % nach und legte im Jahr 2025 bisher um +0,7 % zu. Im Vergleich dazu gab der SPI Extra, der als Massstab für den Fonds dient, in denselben Zeiträumen -0,2 % nach und legte um +10,3 % zu. Die annualisierte Rendite seit Auflegung der Strategie vor etwa sechs Jahren liegt bei +5,0 % für die Strategie und +4,3 % für den Benchmark. Das entspricht einer annualisierten Outperformance von +0,7 %.

9 der 23 Unternehmen in unserem Portfolio verzeichneten in diesem Quartal eine positive Kursentwicklung. Positive Beiträge leisteten Interroll (+25,4 % Gesamtertragsbeitrag im Quartalsverlauf), Galderma (+20,3 %) und Accelleron (+20,0 %). Rückläufig waren Comet (-22,8 %), SKAN (-25,6 %) und SIG (-35,2 %). Wir gehen nachfolgend näher auf diese Beteiligungen ein.

Interroll hat sich im dritten Quartal gut entwickelt. Die Ergebnisse des ersten Halbjahres waren nicht stark

betroffen, aber das Unternehmen bereitet sich durch höhere Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie Marketing auf kommende Aufträge vor. Der E-Commerce-Markt zeigte erste Anzeichen einer Erholung und die Auftragseingänge stiegen deutlich an.

Galderma legte nach einem Rekordhalbjahr zu. Alle Segmente entwickelten sich stark, sodass das Management die Umsatzprognose von 11 % auf 13 % anhebte. Im Laufe des Quartals konnte Galderma dank einer starken Geschäftsentwicklung und internationalem Wachstum in China, Indien und dem Nahen Osten weitere Marktanteile gewinnen. Wir behandeln das Unternehmen in der Fallstudie dieses Quartalsbriefes.

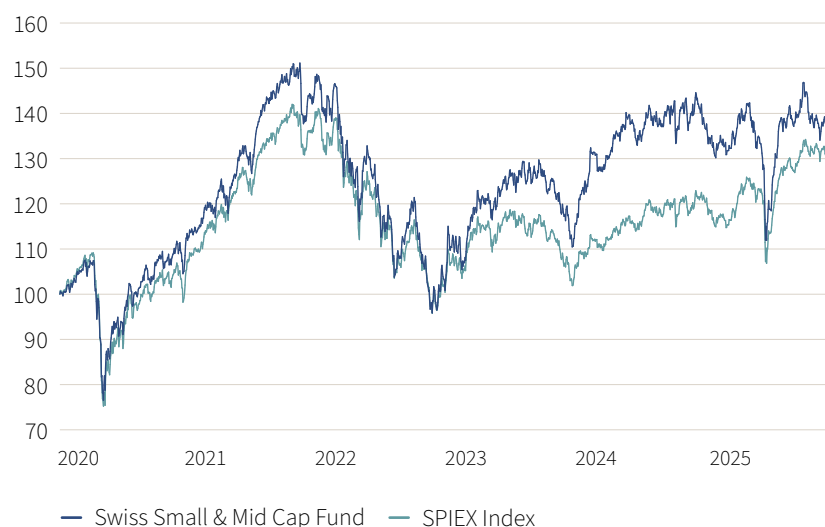
Accelleron ist Technologie- und Marktführer für industrielle Turbolader und stand im Mittelpunkt unseres [Quartalsbriefes für das zweite Quartal 2025](#). Das Unternehmen hob im Juli seine Umsatzprognose an (von 5 % auf 18 % Umsatzwachstum) und meldete anschliessend ein

sehr starkes erstes Halbjahr. Die Nachfrage übertrifft weiterhin die Erwartungen, insbesondere im Bereich der Energieanwendungen. Allerdings stellen Zölle einen leichten Gegenwind dar, und das Management konzentriert sich darauf, seine Preisgestaltung und Lieferketten anzupassen, um auf dem US-Markt wettbewerbsfähig zu bleiben.

Auf der negativen Seite meldete das Management von Comet nach soliden Ergebnissen im ersten Halbjahr eine Abschwächung für das zweite Halbjahr und senkte die Prognose. Als Gründe wurden der Druck durch Fremdwährungen und Vorlaufkosten für ein Effizienzprogramm genannt. Die unmittelbaren Aussichten für Halbleiterausstattung bleiben gedämpft.

Der Umsatzrückgang von SKAN im ersten Halbjahr führte zu einem Nettoverlust, der auf Projektverzögerungen und verzögerte Kundenabnahmen zurückzuführen ist. Dabei ist zu beachten, dass SKAN Meilensteinzahlungen erhält, wobei die letzte Zahlung fällig wird, sobald die

ABBILDUNG 1: PERFORMANCE (%)^[1]



Jahr	Fonds	Benchmark	Differenz
2025	0.7	10.3	-9.5
2024	1.0	3.8	-2.8
2023	21.9	6.5	15.3
2022	-26.6	-24.0	-2.5
2021	22.9	22.2	0.7
2020	14.1	8.1	6.0
2019	4.4	4.9	-0.5
Kumulierte Rendite	33.3	28.3	4.9
Jährliche Rendite	5.0	4.3	0.7

[1] Wertentwicklung auf Basis eines Zertifikats von dessen Auflegung am 06.11.2019 bis zur Auflegung des Fonds am 11.06.2023 und die Wertentwicklung des Fonds danach.

Maschinen vom Kunden genutzt werden. Positiv zu vermerken ist, dass der Auftragseingang um ca. 20 % gestiegen ist und die Prognose vom Management beibehalten wurde. Allerdings gibt es einige kurzfristige Herausforderungen für die Rentabilität. Ausserdem wurde im Laufe des Quartals die Nachfolge des derzeitigen CEO für Anfang nächsten Jahres bekannt gegeben.

Die SIG Group hatte im aktuellen Quartal mit mehreren Herausforderungen zu kämpfen. Im August trat der CEO zurück und der CFO übernahm interimistisch die Geschäftsführung. Im September wurde die Prognose für das zweite Halbjahr gesenkt und die Dividende ausgesetzt. Eine strategische Überprüfung steht noch aus, und obwohl das zugrunde liegende Geschäft intakt zu sein scheint, mangelt es unserer Meinung nach an Management- und strategischer Stabilität. Wir haben uns zum Verkauf entschlossen und bleiben vorerst an der Seitenlinie.

Fondsbewegungen

Im dritten Quartal gab es eine neue Position und eine Veräusserung im Portfolio. Wir haben Swiss Marketplace Group (SMG) während und nach seinem Börsengang aufgenommen und SIG verkauft, sodass der Fonds weiterhin 22 Positionen hält. Wir haben einen Markt erlebt, der Value und Momentum begünstigt. Dies hat zwar die Performance beeinträchtigt, da wir Qualitätsunternehmen bevorzugen, aber es hat uns auch mehrere interessante Unternehmen mit attraktiven Bewertungen beschert.

SMG wurde 2021 gegründet, indem die führenden Online-Marktplätze der Schweiz unter einem Dach vereint wurden. Das Angebot deckt alle Branchen ab: Immobilien, Automobil und allgemeine Marktplätze sowie Zusatzdienstleistungen wie Finanzierungen. SMG besitzt alle führenden Marken und verfügt über ca. 80 % aller Immobilienanzeigen, ca. 90 % der Autoanzeigen und ca. 90 % der allgemeinen Marktplätze. Einfach ausgedrückt, bringen diese Plattformen

die Nachfrage von Käufern mit dem Angebot von Verkäufern zusammen, wobei sich beide Seiten gegenseitig verstärken. Stellen Sie sich vor, wenn (fast) alle potenziellen Käufer Ihre Website nutzen, dann werden alle Verkäufer dort inserieren wollen, weil sie dort bessere Verkaufszahlen erzielen. Darüber hinaus kann die Tätigkeit in verschiedenen Branchen – insbesondere auf allgemeinen Marktplätzen – als Schutzschild für neue Marktteilnehmer dienen, da es schwierig ist, eine neue Plattform mit einer starken Käuferbasis aufzubauen. Heute sind die Take Rates in der Schweiz mit ca. 2 % ungewöhnlich niedrig, während internationale Wettbewerber das 2- bis 3-fache verlangen. Dies bietet viel Spielraum für die Preisgestaltung, und SMG ist entschlossen, dies zu erreichen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass SMG der Schweizer Marktführer im Bereich der reinen Kleinanzeigen mit vielversprechenden Aussichten ist.

Ergebnis

In unserem Portfolio sind ausschliesslich hochwertige Unternehmen vertreten. Das belegen die soliden Finanzkennzahlen: ein konjunkturunabhängiges Umsatzwachstum von 9 %, eine operative Marge von 20 %, eine operative Rendite auf das investierte Kapital von 23 %, eine Net-Debt-to-EBITDA-Leverage Ratio von 0,1x sowie eine starke Cash-Conversion von 86 %. Unserer Meinung nach ist die aktuelle Bewertung mit einer Rendite des freien Cashflows von 3,4 % attraktiv und übersteigt die Performance unseres Benchmarks (3,2 %).

Eitelkeit oder gutes Geschäft?

"Eitelkeit ist das Gesundeste im Leben." – Karl Lagerfeld

Wie zu erwarten, konzentriert sich dieser Abschnitt auf eine einzelne Investition. Wir tun dies, weil wir nach der Analyse eines Unternehmens und der anschliessenden Investition gerne einige unserer Erkenntnisse teilen möchten. Dieses Mal schauen wir uns das Thema „gut aussehen“ genauer an. Ein jugendliches Aussehen ist begehrt und, wie sich herausstellt, auch ein gutes Geschäft, wie Galderma zeigt.

Der Aufstieg von Galderma

Galderma ist weder ein klassisches Kosmetik- noch ein Pharmaunternehmen, sondern ein reines Dermatologieunternehmen. Die Geschichte begann 1981, als Nestlé und L'Oréal eine gleichberechtigte Partnerschaft eingingen, um ein auf Ärzte ausgerichtetes, wissenschaftlich fundiertes Unternehmen zu gründen, das sich nicht nur mit Kosmetika für Verbraucher, sondern auch mit der medizinischen Hautgesundheit befasst. In der Folge wechselte das Unternehmen mehrmals den Eigentümer: Nestlé kaufte L'Oréal 2014 auf, verkaufte es 2019 an ein Private-Equity-Konsortium unter der Führung von EQT, welches das Unternehmen schliesslich Anfang 2024 an die Börse brachte. Seitdem floriert das Geschäft, und der Aktienkurs folgt diesem Trend. Der anschliessende Kauf einer 10-prozentigen Beteiligung durch L'Oréal scheint ein vielsagender Schritt zu sein – vielleicht hätte man das Unternehmen gar nicht erst verkaufen sollen.

Die Segmente von Galderma sind, gemessen am aktuellen Anteil am Gesamtumsatz, injizierbare Ästhetik, dermatologische

Hautpflege und therapeutische Dermatologie, die im Folgenden nacheinander beschrieben werden.

Injizierbare Ästhetik

Die Ästhetik ist der wichtigste Umsatzbringer, trägt 50 % zum Konzernumsatz bei und weist die höchsten Margen auf (im hohen 20 %-Bereich). Bei den Produkten handelt es sich um Toxine, Füllstoffe und Biostimulatoren, die alle injiziert werden müssen. Toxine entspannen vorübergehend die Gesichtsmuskeln und können zur Glättung von Stirnfalten oder Krähenfüssen eingesetzt werden. Die Marktkonzentration ist hoch: AbbVie Botox hat einen Marktanteil von ca. 60 % und Galdermas Dysport/Azzalure von ca. 25 %. Toxine wurden ursprünglich zur Behandlung von Muskelkrämpfen und anderen medizinischen Indikationen entwickelt. Galderma ist weder Eigentümer noch Hersteller von Dysport/Azzalure, hat jedoch eine exklusive Handelsvereinbarung für dessen ästhetische Anwendung. Das Toxin der nächsten Generation, Relydiss, wird im eigenen Haus hergestellt und bietet daher eine bessere Wirtschaftlichkeit. Es ist bereits in Europa, Grossbritannien und Australien zugelassen, die Markteinführung in den USA ist für Mitte nächsten Jahres geplant.

Filler und Biostimulatoren sind zwei Möglichkeiten, um ein besseres Hautvolumen und eine bessere Hautfestigkeit zu erzielen. Während Filler Gele mit sofortiger Wirkung sind, fördern Biostimulatoren die Kollagenproduktion und haben eine länger anhaltende Wirkung. Beide

werden oft in einer Behandlung kombiniert, beispielsweise als Mittel gegen das sogenannte „Ozempic-Gesicht“. Die Restylane-Filler-Familie von Galderma hat einen weltweiten Marktanteil von ca. 20 % und liegt damit hinter AbbVie Juvéderm mit ca. 35 %. Bei den Biostimulatoren ist Sculptra von Galderma mit ca. 55 % klarer Marktführer.

Gemäss den Vorschriften werden ästhetische Injektionen meist von einem Arzt oder unter ärztlicher Aufsicht durchgeführt. Oft wählen sie Produkte, die am besten zum Patienten passen, sodass technische Merkmale wie Rheologie, Sicherheitsprofil und einfache Anwendung wichtiger sind als die Markenbekanntheit. Galderma ist bekannt für seine Innovationskraft und bringt häufig verbesserte oder neue Produkte auf den Markt, die sowohl eine bessere Produktleistung (schnellerer Wirkungseintritt oder länger anhaltende Wirkung) als auch eine einfachere Anwendung bieten.

Der Markt ist gross und wächst weiter. In den USA stieg die Zahl der jährlichen Toxinbehandlungen in den letzten zehn Jahren von sieben auf zehn Millionen, während sich die Zahl der Filler-Behandlungen mehr als verdoppelte.^[2] Wir gehen davon aus, dass dieses Segment mehrere Jahre lang ein Wachstum im niedrigen zweistelligen Bereich verzeichnen wird, unterstützt durch Marktanteilsgewinne und eine breitere Akzeptanz. Da die Wirkung der Behandlung innerhalb weniger Monate nachlässt, ist eine wiederholte Anwendung vorprogrammiert – ein wiederkehrendes Umsatzmodell par excellence.

[2] Basierend auf Zahlen der American Society of Plastic Surgeons (ASPS), die nur Chirurgen befragt und die tatsächlichen Zahlen wahrscheinlich unterschätzt.

Dermatologische Hautpflege

Hautpflegeprodukte tragen 30 % zum Gesamtumsatz bei und erzielen Margen von knapp 20 %. Cetaphil von Galderma brachte sein erstes Produkt in den 1940er Jahren auf den Markt und ist bekannt für die Entwicklung hochwertiger Produkte in Zusammenarbeit mit Dermatologen, die alle Hautpflegebedürfnisse abdecken. Die Produkte werden über Arztpraxen, den klassischen Einzelhandel und zunehmend auch online verkauft. Der Erstkauf erfolgt oft auf Empfehlung eines Arztes. Cetaphil gehört zu den Top-10-Marken, aber sein Marktanteil von 5 % wird von den 15 % von CeraVe und La Roche-Posay (beide im Besitz von L'Oréal) in den Schatten gestellt. Angesichts ihrer ähnlichen Positionierung sehen wir für Cetaphil Spielraum, um den Abstand durch Innovation und den Ausbau des E-Commerce zu verringern. Ein hohes einstelliges jährliches Wachstum erscheint erreichbar.

Therapeutische Dermatologie

Das Portfolio von Galderma im Bereich Hautkrankheiten macht 20 % des Umsatzes aus und umfasst führende verschreibungspflichtige Produkte gegen Akne und Rosazea. In den letzten Jahren kam es aufgrund auslaufender Patente zu Rückgängen, aber mit Nemluvio, dem neu zugelassenen Biologikum von Galderma gegen atopische Dermatitis und Prurigo nodularis, kehrt die Dynamik zurück.^[3] Das klinische Profil des Medikaments ist attraktiv: schneller Wirkungseintritt, deutliche Linderung des Juckreizes und bequeme Dosierung. Dennoch verschreiben viele Ärzte ihren Patienten zunächst ein etablierteres Medikament, aber die Akzeptanz von Nemluvio nimmt rasch zu. Die Verwendung von Biologika

wie Nemluvio für seine zugelassenen Indikationen hinkt der Verwendung von Biologika für verwandte Erkrankungen wie Psoriasis weit hinterher. Es besteht eindeutig ein gutes Potenzial, und einschliesslich Nemluvio könnten die Segmentumsätze mehrere Jahre lang um etwa 30 % jährlich steigen, wobei der Patentschutz etwa ein Jahrzehnt lang gilt.

Die geheime Zutat

Mittlerweile sollte klar sein, dass Forschung und Wissenschaft für den Erfolg von Galderma von entscheidender Bedeutung sind. Rund 10 % der gesamten Belegschaft und 7 % des Umsatzes fliessen in Forschung und Entwicklung. Natürlich gehören Behandlungen, wie sie im Film „The Substance“ dargestellt werden, nach wie vor fest in den Bereich der Science-Fiction.^[4] Neu entwickelte Produkte benötigen eine behördliche Zulassung. Hier kann Galderma auf eine solide Erfolgsbilanz zurückblicken, da das Unternehmen in den letzten fünf Jahren rund 800 klinische Studien durchgeführt und 250 Zulassungen erhalten hat. Die internen Produktionsanlagen sind auf dem neuesten Stand der Technik und unterstützen Innovation und die Einhaltung behördlicher Auflagen. Externe Produktionspartner werden dort eingesetzt, wo dies sinnvoll ist, aber Galderma ist generell bestrebt, den Grossteil der Produktion intern durchzuführen.^[5]

Die kommerzielle Umsetzung ist ebenso stark und auf jedes Segment zugeschnitten. Mit 2.000 Vertriebsmitarbeitern erreichte Galderma im Jahr 2024 rund 250.000 Fachkräfte im Gesundheitswesen, häufig durch Veranstaltungen und Schulungen. Dies

gilt vor allem für die therapeutische Dermatologie und die ästhetische Injektionsmedizin. Für Letztere führt das Unternehmen auch Treueprogramme mit gestaffelten Mengenrabatten für Arztpraxen und Behandlungsgutschriften für Patienten durch. Darüber hinaus führt das Unternehmen erfolgreiche Direktmarketing-Kampagnen für Verbraucher durch, bei denen Influencer und Veranstaltungen mit hoher Sichtbarkeit wie der Super Bowl zum Einsatz kommen.^[6] In den letzten Jahren haben Online-Verkäufe von Hautpflegeprodukten Marktanteile vom klassischen Einzelhandel übernommen und einen Anteil von ca. 35 % erreicht, wobei für die Zukunft weiteres Wachstumspotenzial besteht. Darüber hinaus gibt es digitale Angebote, die Unterstützung für Fachleute, Hautpflegeberatung und die Visualisierung von Injektionspräparaten umfassen – mit dem Augmented-Reality-Tool für Injektionspräparate können Ärzte ihren Patienten das Danach vor der Behandlung zeigen (dies ist keine Umstellung der Wortreihenfolge). Zusammen unterstützen diese Initiativen die Premium-Positionierung der Marken.

Die Premium-Positionierung lässt sich auch aus dem Umsatzwachstum von Galderma ableiten. In den letzten Jahren wuchs der Umsatz organisch im niedrigen zweistelligen Bereich, wobei der Löwenanteil auf Volumensteigerungen zurückzuführen war. Die Preise variierten je nach Segment, blieben jedoch weitgehend unverändert bis leicht steigend, was eher auf den Verkauf von Premium-Produkten als auf reine Preiserhöhungen zurückzuführen war. Für die Zukunft

[3] Der genaue Name lautet Nemolizumab-ilto, der erste IL-31-Rezeptorblocker. Nach positiven Studienergebnissen wurde das Medikament in den USA und der EU zugelassen, auf den Markt gebracht und findet gute Akzeptanz.

[4] In dem Film aus dem Jahr 2024 spielt Demi Moore eine alternde Hollywood-Schauspielerinnen, die eine Schwarzmarktdroge nimmt, um jünger, schöner und perfekter zu werden. Wie Sie sich vorstellen können, hat dies Nebenwirkungen, die den Film sehenswert machen, aber nichts für schwache Nerven sind.

[5] Das Outsourcing hängt vom Segment und Produkt ab. Toxine werden entweder extern (Dysport/Azzalure) oder intern (Relfydess) hergestellt. Füllstoffe können extern (Sculptra) oder intern (Restylane) hergestellt werden. Dermatologische Hautpflegeprodukte (Cetaphil) werden grösstenteils intern hergestellt. Therapeutische Dermatologie wird für Nemluvio extern und für ältere Produkte intern hergestellt.

[6] Während des 59. Super Bowl sorgte ein Cetaphil-Werbespot mit Lil Wayne für grosses Medieninteresse. Der Spot spielte mit der Enttäuschung des Künstlers darüber, dass er nicht bei der Halbzeitshow in seiner Heimatstadt auftreten durfte, und trug den Titel „We are all a Lil sensitive“ (Wir sind alle ein bisschen empfindlich).

erwarten wir, dass Galderma seinen Wachstumskurs ohne Nemluvio fortsetzen und mit Nemluvio sogar noch besser abschneiden wird.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass alle Segmente ein gutes Potenzial haben und das Geschäftsmodell gut integriert ist: Injektionen in der Klinik, vom Arzt empfohlene Hautpflege für zu Hause und verschreibungspflichtige Behandlungen in der Apotheke.

Was könnte schiefgehen?

Ein Risiko ist der intensive Wettbewerb. AbbVie bleibt das Schwergewicht im Bereich Toxine und Füllstoffe, und es gibt einige preisgünstigere Herausforderer. Dies könnte Galderma jedoch die Möglichkeit bieten, aufgrund seiner Innovationskraft Marktanteile in einem wachsenden Markt zu gewinnen.

Derzeit liegen mehr als 80 % der Verkäufe im Ermessen der Verbraucher. Eine gewisse Abhängigkeit vom Wirtschaftsklima ist daher unbestreitbar. Allerdings hat die nicht-invasive Ästhetik im Laufe der Zeit an Bedeutung gewonnen, da die Verfahren auch für Männer immer häufiger werden und Patienten bereits in jüngeren Jahren mit den Behandlungen beginnen. In der Regel beginnen Patienten mit Toxinen und wechseln zu Fillern, wenn sie sich an die Behandlungen gewöhnt haben. Die Behandlungen werden zwei- bis viermal pro Jahr wiederholt, was zu wiederkehrenden Umsätzen führt. Dennoch beträgt die weltweite Marktdurchdringung nur etwa 5 %, sodass noch viel Raum für Wachstum besteht.

Ausserdem ist der Aufstieg von Nemluvio nicht garantiert. Das etablierte Medikament hat eine starke Position, und einige Ärzte bleiben möglicherweise einfach bei dem, was funktioniert. Ausserdem könnten andere Wettbewerber in den Markt

eintreten, sodass es unerlässlich erscheint, Nemluvio schnell auf den Markt zu bringen. Bislang scheint der Fortschritt vielversprechend zu sein. Vielleicht sogar etwas zu viel, da der Aktienkurs des Unternehmens davon auszugehen scheint, dass Nemluvio ein spektakulärer Erfolg mit einem potenziellen Spitzenumsatz von 2 Mrd. USD nach 2027 wird, verglichen mit einem Unternehmensumsatz von 4,4 Mrd. USD im Jahr 2024.

Das Management hat ehrgeizige Ziele: Erstens soll das Wachstum im Bereich Ästhetik durch Innovation und geografische Expansion im niedrigen zweistelligen Bereich gesteigert werden; zweitens soll Cetaphil durch wissenschaftlich fundierte Produkteinführungen und E-Commerce ein hohes einstelliges Wachstum erzielen; und drittens soll Nemluvio schnell ausgebaut werden. Das Management behält den richtigen Fokus für die Kapitalallokation bei: Organisches Wachstum anstatt Akquisitionen und Renditen für die Aktionäre. Die Margen sollten aufgrund von operativer Hebelwirkung, vermehrter Eigenfertigung und sinkenden Kosten durch die Entwicklung und den Ausbau von Nemluvio steigen. Daher dürfte sich die derzeit hohe Verschuldung (ca. 2,5-faches Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA) mit der Verbesserung der Cash-Generierung verringern. Wir halten dies für machbar und gehen davon aus, dass das Unternehmen eher durch Produktzyklen und geografische Expansion als durch Finanzengineering wachsen wird.

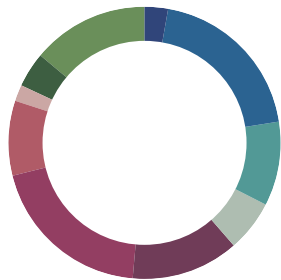
Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von fast 30 für 2027 spiegelt die Bewertung bereits Optimismus wider – aber vielleicht zu Recht. Nur wenige Unternehmen in diesem Bereich verbinden Wissenschaft, Marke und wiederkehrende Nachfrage so

konsequent miteinander. Im Fall von Galderma sorgt Schönheit für eine schöne Wertsteigerung, oder wie Karl es ausdrückt: Eitelkeit ist nicht nur das Gesündeste im Leben, sondern auch ein sehr gesundes Geschäft.

Unternehmerportfolio

Ein genauer Blick auf die Strategie und ihre Unternehmen

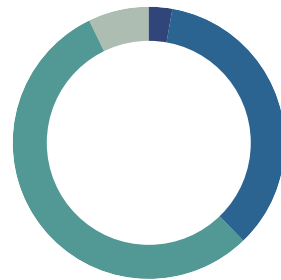
UMSATZ NACH SEGMENT (%)



Basierend auf internen Analysen.
Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

Maschinen	20
Gesundheitswesen	20
Halbleiter	13
Andere Investitionsgüter	10
Andere	14
Lebensmittel	9
Grundstoffe	3
Transport	6
Asset Management	4
Immobilien	2

PREISSETZUNGSMACHT* (%)

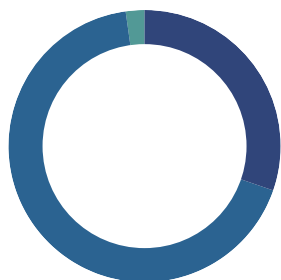


*Im Investment-Universum sind rund 5 % der Unternehmen mit mittlerer oder hoher Preissetzungsmacht.

Basierend auf internen Analysen.
Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

Hoch	3
Mittel	35
Gering	55
Keine	7

WETTBEWERBSVORTEIL (%)



Basierend auf internen Analysen.
Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

Hoch	30
Mittel	67
Gering	2

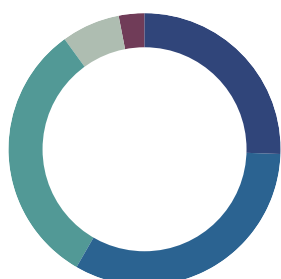
UMSTELLUNGSKOSTEN (%)



Basierend auf internen Analysen.
Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

Hoch	43
Mittel	46
Keine	11

ESG BEWERTUNG (%)



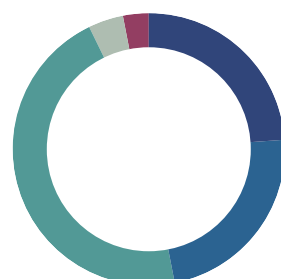
Das ESG-Rating fasst die ESG-Leistung eines Unternehmens in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancethemen im Vergleich zu seinen Branchenkollegen zusammen.

Die Daten stammen von MSCI ESG Research LLLC.

Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

AAA	26
AA	33
A	32
BBB	7
Keine	3

IMPLIZIERTER TEMPERATURANSTIEG (%)



Der implizite Temperaturanstieg (ITR) zeigt die Ausrichtung der Unternehmen an den globalen Temperaturzielen. Dies stellt die Menge der globalen Erwärmung dar, wenn jeder die gemessene Unternehmenspraxis replizieren würde. Die Kategorien reichen von weniger als oder gleich 1.5°C ausgerichtet bis zu mehr als 3,2°C stark unausgeglichen.

Die Daten stammen von MSCI ESG Research LLLC.

Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

Auf 1,5°C ausgerichtet	24
Auf 2,0°C ausgerichtet	23
Kaum ausgerichtet	46
Überhaupt nicht ausgerichtet	4
Kein Rating	3

Anmerkungen

Bei Rothschild & Co Wealth Management bieten wir eine objektive, langfristige Perspektive für die Anlage, Strukturierung und Sicherung von Vermögenswerten, um das Vermögen unserer Kunden zu erhalten und zu mehren

Wir bieten eine umfassende Palette von Dienstleistungen für einige der weltweit wohlhabendsten und erfolgreichsten Familien, Unternehmer, Stiftungen und Wohltätigkeitsorganisationen.

In einem Umfeld, in dem oft kurzfristiges Denken vorherrscht, hebt uns unsere langfristige Perspektive ab. Wir sind davon überzeugt, dass der richtige Ansatz für die Verwaltung von Vermögen in erster Linie in der Bewahrung liegt.

Eine breite Palette aktueller und aufschlussreicher Publikationen, Podcasts und Videos finden Sie auf unserer Website Wealth Insights www.rothschildandco.com/insights

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von der Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken und zur ausschliesslichen Verwendung durch den Empfänger erstellt. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung der Rothschild & Co Bank AG darf dieses Dokument weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt, in Umlauf gebracht oder an andere Personen weitergegeben werden. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Bank- oder Anlageprodukten dar. Dieses Dokument stellt keine rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung dar.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage zurück. Aus der Wertentwicklung in der Vergangenheit lassen sich keine Anhaltspunkte hinsichtlich der künftigen Wertentwicklung ableiten. Renditeinvestitionen sind mit der Übernahme von Risiken verbunden: Die angestrebte Performance kann nicht garantiert werden. Sollten Sie Ihre Ansichten über Ihre Anlageziele und/oder Ihre Risiko- und Ertragstoleranz(en) ändern, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer. Ist eine Anlage mit einem Fremdwährungsengagement verbunden, können Wechselkurschwankungen den Wert der Anlage und die daraus erzielten Erträge erhöhen oder verringern. Erträge können auf Kosten von Kapitalrenditen erzielt werden. Die Portfoliorenditen werden als Gesamtrendite betrachtet, d. h. die Renditen ergeben sich sowohl aus dem Kapitalzuwachs oder der Wertminderung, die sich in den Kursen der Anlagen Ihres Portfolios widerspiegeln, als auch aus den Erträgen, die Sie in Form von Dividenden und Kupons aus diesen Anlagen erhalten. Die Bestände in den hier gezeigten Beispiel- oder realen diskretionären Portfolios dienen nur der Veranschaulichung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wie auch der Rest dieses Dokuments dürfen sie nicht als Aufforderung oder Empfehlung für eine einzelne Anlage betrachtet werden.

Rothschild & Co Bank AG

Zollikerstrasse 181
8034 Zurich
Switzerland

+41 44 384 71 11

rothschildandco.com

© 2025 Rothschild & Co Wealth Management

Zahlen: Alle Daten per 30. September 2025

Quellen der Diagramme und Tabellen:

Rothschild & Co und Bloomberg,
sofern nicht anders angegeben.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung, und die Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen. Die Performance der Strategie wird in CHF, nach allen Gebühren, als Gesamtrendite ausgewiesen, die Erträge und Kapitalwachstum kombiniert.

Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird diesbezüglich weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung übernommen, und ausser im Falle von Betrug übernimmt Rothschild & Co Bank AG keine Verantwortung oder Haftung für die Richtigkeit, Genauigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Informationen, die diesem Dokument zugrunde liegen, oder dafür, dass sich eine Person auf dieses Dokument verlässt. Insbesondere wird keine Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Erreichung oder Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Zukunftsprognosen, Ziele, Schätzungen oder Vorhersagen gegeben. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument verwendeten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Dieses Dokument wird in der Schweiz von der Rothschild & Co Bank AG zur Verfügung gestellt. Gesetze oder andere Vorschriften können die Ausgabe dieses Dokuments in bestimmten Ländern einschränken. Dementsprechend sollten sich die Empfänger dieses Dokuments über alle geltenden rechtlichen und regulatorischen Anforderungen informieren und diese beachten. Um Zweifel auszuschliessen, darf weder dieses Dokument noch eine Kopie davon in die Vereinigten Staaten versandt oder eingeführt oder in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person weitergegeben werden. Verweise in diesem Dokument auf Rothschild & Co beziehen sich auf die verschiedenen Unternehmen des Konzerns der Rothschild & Co Continuation Holdings AG, die unter dem Namen „Rothschild & Co“ tätig sind, und nicht zwangsläufig auf ein bestimmtes Unternehmen von Rothschild & Co.

Die Rothschild & Co Bank AG hat ihren Sitz an der Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich in der Schweiz. Sie ist von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassen und untersteht ihrer Aufsicht.

Wenn Sie Fragen zu diesem Dokument, zu Ihrem Portfolio oder zu anderen Aspekten unserer Dienstleistungen haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater.