



LongRun Swiss Small & Mid Cap Fund

QUARTALSBRIEF

Investitionsphilosophie

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

Herzlich willkommen zur zehnten Ausgabe des LongRun Swiss Small und Mid Cap Quartalsbrief! Wir haben die bewährte Struktur beibehalten, die aus drei Abschnitten besteht: eine Beschreibung unserer Investitionsphilosophie, einen Rückblick auf das vergangene Quartal und eine Anlagediskussion, beispielsweise in Form einer Unternehmensfallstudie. Der Abschnitt über unsere Investitionsphilosophie 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 "Lieber safe than sorry", nicht nur in der Geschäftswelt. 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. Ein wichtiger Bestandteil 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, Gesprächen 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 eine langfristige Outperformance 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 ihren Bestandteilen die besten Unternehmen aus. 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.

Portfolioübersicht

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

Performance

Der Fonds hat im vierten Quartal rund -2,6 % eingebüsst. Im Vergleich dazu verlor der SPI Extra, der als Massstab für den Fonds dient, im selben Zeitraum -1,0 %. Die annualisierte Rendite seit Auflegung der Strategie vor etwa sechs Jahren liegt bei +4,5 % für die Strategie und +4,8 % für den Benchmark.

10 der 26 Unternehmen in unserem Portfolio verzeichneten eine positive Kursentwicklung während diesem Zeitraum. Positive Beiträge leisteten VAT Group (+25,4 % Gesamtrendite im Quartalsverlauf), Accelleron (+15,8 %) und Comet (+9,9 %). Rückläufig waren Belimo (-17,8 %), Skan (-20,0 %) und SMG (-24,6 %). Wir gehen nachfolgend näher auf diese Beteiligungen ein.

Die Aktie von VAT entwickelte sich im ersten Quartal ausserordentlich stark, ähnlich wie bereits im Vorquartal. Während der Ergebnispräsentation bestätigte das Management die

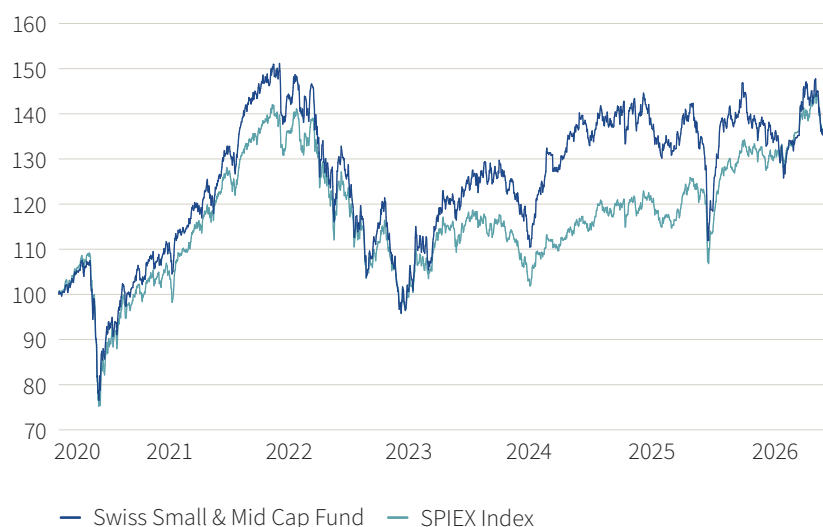
Prognose für 2026. Darüber hinaus war der Auftragseingang sehr robust, was eine gute Visibilität für die kurzfristige Geschäftsentwicklung bietet. Am letzten Tag im März informierte das Unternehmen jedoch über einige Verzögerungen bei den Umsätzen aufgrund von Lieferkettenstörungen infolge des Konflikts im Nahen Osten. Diese Verzögerungen betreffen lediglich den zeitlichen Anfall der Umsätze und verschieben diese um einige Wochen. Derzeit profitieren halbleiterbezogene Unternehmen von unterstützenden Trends. Dies ist wenig überraschend, da die Investitionsausgabenpläne der Hyperscaler, der Branche und ihrer Lieferkette eine gute Umsatzvisibilität verschaffen. Weitere Informationen zu VAT finden Sie in unserem [Q1-24 Brief](#).

Accelleron konnte seinen positiven Geschäftstrend weiter fortsetzen und berichtete hervorragende Ergebnisse für das Geschäftsjahr 2025. Das Unternehmen profitiert vom hohen

Energiebedarf von Rechenzentren, wo seine Turbolader inzwischen für die primäre Energieerzeugung eingesetzt werden. Das Management erwartet, dass sich dieser Trend fortsetzt und 2026 sowie wahrscheinlich auch darüber hinaus ein solides organisches Wachstum antreibt. Zudem erhöhte das Unternehmen die Dividende und kündigte ein Aktienrückkaufprogramm an. Wir sind uns bewusst, dass die vergangenen Jahre für Accelleron aussergewöhnlich waren und sich eine derartige Entwicklung nicht ewig fortsetzen wird. Dennoch erachten wir das Unternehmen als eines der qualitativ hochwertigsten Geschäftsmodelle in der Schweiz. Lesen Sie mehr dazu in unserem [Q2-25 Brief](#).

Comet startete mit einem starken Auftragsbestand in das Jahr 2026 und profitiert weiterhin von der positiven Dynamik im Halbleitersektor. Wir bleiben vorerst investiert, beobachten jedoch die kommerzielle Traktion der

ABBILDUNG 1: PERFORMANCE (%)^[1]



Jahr	Fonds	Benchmark	Differenz
2026	-2.6	-1.0	-1.7
2025	2.2	16.9	-14.7
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	31.6	34.7	-3.1
Jährliche Rendite	4.5	4.8	-0.4

[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.

Synertia-Plattform genau. Entweder stehen erste Umsätze unmittelbar bevor oder sie werden sich möglicherweise gar nicht materialisieren. Die nächste Ergebnisveröffentlichung dürfte hier mehr Klarheit bringen.

Der Aktienkurs von Belimo gab deutlich nach, nachdem Rekordergebnisse für 2025 mit einem vorsichtigen Ausblick für 2026 kombiniert wurden. Die Nachfrage aus dem Bereich Rechenzentren bleibt solide, und das Management erwartet für 2026 ein Umsatzwachstum im mittleren zweistelligen Prozentbereich. Allerdings ist das Management dafür bekannt, konservativ zu prognostizieren. Wie viele hochwertige Schweizer Unternehmen ist Belimo vergleichsweise hoch bewertet. Die gestiegene Marktunsicherheit infolge des Konflikts im Nahen Osten sowie Gegenwind durch Währungseffekte führten daher zu Gewinnmitnahmen und einer Neubewertung der Aktie.

Die Ergebnisse von Skan für 2025 entsprachen weitgehend den tiefen Erwartungen. Zwischen den beiden Segmenten zeigte sich ein deutlicher Unterschied: Während Equipment & Solutions unter Projektverschiebungen litt, verzeichnete Services & Consumables ein starkes Wachstum. Insgesamt gingen Umsatz und Gewinn zurück, was das Management zu einer Kürzung der Dividende veranlasste. Der gestiegene Auftragsbestand deutet jedoch darauf hin, dass viele Kundenprojekte von 2025 auf 2026 verschoben wurden. Der neue CEO Jonas Greutert, der zu Jahresbeginn von Mettler Toledo zu Skan stiess, zeigt sich zuversichtlich hinsichtlich der Zukunft des Unternehmens.

SMG steht weiterhin unter Druck aufgrund von Befürchtungen, dass Künstliche Intelligenz das Geschäftsmodell obsolet machen könnte. Wir teilen diese Einschätzung nicht und haben das Geschäftsmodell bereits in unserem [Q4-25 Brief](#) ausführlich dargestellt. Der Aktienkurs legte zu Jahresbeginn infolge einer Einigung mit dem Preisüberwacher

zu, fiel danach jedoch bei sehr geringen Handelsvolumina wieder auf eine Bandbreite von CHF 25 bis CHF 30 zurück. Die Ergebnisse für 2025 waren solide und der Ausblick vielversprechend. Wir bleiben vom Investment Case sowie von der (künftigen) Cashflow-Generierung des Unternehmens überzeugt. Zudem erwarb ein Mitglied des Managements unmittelbar nach Ablauf der Blackout-Periode eigene Aktien – ein positives Signal.

Das Jahr 2025 war für unseren Qualitätsansatz herausfordernd, da Zölle sowie lokalfokussierte Unternehmen, oft wertorientierte Unternehmen die Performance belasteten. Auch das erste Quartal 2026 brachte Herausforderungen mit sich, insbesondere den starken Anstieg der geopolitischen Unsicherheit. Investoren suchten verstärkt Zuflucht in defensiven, inländisch ausgerichteten Unternehmen mit stabilen Erträgen, während hochwertige, global tätige Unternehmen – von denen viele zu hohen Bewertungen gehandelt werden – unter überproportionalem Kursdruck standen.

Gleichzeitig führte der Einfluss von KI zu einer zunehmenden Dispersion an den globalen Märkten. Eine kleine Anzahl an KI-bezogenen Unternehmen zog einen Grossteil der Investorenaufmerksamkeit auf sich. Solche Rotationseffekte mögen kurzfristig unangenehm sein, ändern jedoch nichts an den fundamentalen Stärken der Unternehmen, in die wir investieren. Unser Fokus bleibt unverändert auf langfristige erfolgreichen Geschäftsmodellen.

Fondsbewegungen

Im ersten Quartal haben wir SIG Group und Temenos in das Portfolio aufgenommen, die wir nachfolgend näher erläutern. Zusätzlich haben wir Interroll, Sika sowie Kuehne + Nagel veräussert. Mit unserem konzentrierten Portfolio aus 23 herausragenden Unternehmen fühlen wir uns weiterhin sehr wohl. Weitere Veränderungen werden voraussichtlich eher durch Ersatz als durch zusätzliche Investitionen erfolgen. Gleichzeitig sehen wir nach wie

vor attraktive Einstiegsgelegenheiten bei einigen exzellenten Unternehmen.

Die SIG Group ist ein weltweit führender Anbieter von aseptischen Verpackungslösungen. Ein zentraler Vorteil liegt in der einfachen Handhabung und der verlängerten Haltbarkeit: So benötigt beispielsweise Milch in aseptischen Kartonverpackungen keine durchgehende Kühlung und ist bis zu einem Jahr haltbar. Gemeinsam mit dem Wettbewerber Tetra Pak deckt die SIG Group rund 90 % des adressierbaren Marktes ab. Das Unternehmen verfolgt ein Razor-Razorblade-Geschäftsmodell, bei dem Abfüllmaschinen sowie das dazugehörige Verpackungsmaterial verkauft werden. Letzteres sorgt für wiederkehrenden Umsatz. SIG dürfte Ihnen bereits gut bekannt sein, da wir die Aktie bereits früher im Portfolio hielten, jedoch aufgrund von Unsicherheiten rund um Restrukturierungspläne, eines Rechtsstreits im Zusammenhang mit einer früheren Akquisition sowie Veränderungen im Management verkauft haben. Auf dem aktuellen Kursniveau, mit verbesserter Kommunikation und dem Einstieg eines aktivistischen Investors, sind wir überzeugt, dass sich eine Wiederaufnahme von SIG im Portfolio lohnt.

Temenos ist ein weltweit führender Anbieter von Bankensoftware und bedient mehr als 1'000 Finanzinstitute weltweit. Das Unternehmen bietet eine umfassende, cloud-native und KI-gestützte Plattformpalette, die Kernbankensysteme, digitales Banking, Zahlungsverkehr, Vermögensverwaltung sowie Lösungen zur Bekämpfung von Finanzkriminalität abdeckt. Temenos verfügt über eines der höchsten F&E-Budgets der Branche und gilt als kontinuierlicher Marktführer im globalen Core-Banking. Wir haben in das Unternehmen investiert, nachdem die Aktie zu Beginn des Jahres deutlich unter Druck geraten war. Wir sind überzeugt, dass sich Temenos unter

der Führung des neuen CEO und ehemaligen CFO Takis Spiliopoulos erfolgreich weiterentwickeln wird.

Ergebnis

In unserem Portfolio sind ausschliesslich hochwertige Unternehmen vertreten. Das belegen die soliden Finanzkennzahlen: ein konjunkturunabhängiges Umsatzwachstum von 8 %, eine operative Marge von 21 %, eine operative Rendite auf das investierte Kapital von 22 %, eine Net-Debt-to-EBITDA-Leverage Ratio von 0,4x sowie eine starke Cash-Conversion von 88 %. Unserer Meinung nach ist die aktuelle Bewertung mit einer Rendite des freien Cashflows von 3,7 % attraktiv und übersteigt die Performance unseres Benchmarks (3,2 %).

Lieber "safe than sorry"

Wie einige Leser – insbesondere wiederkehrende – erwarten dürften, konzentriert sich dieser Abschnitt auf eine einzelne Investition. Wir verfassen solche Fallstudien, da wir nach eingehender Analyse und einer anschliessenden Investition unsere gewonnenen Erkenntnisse teilen möchten. Dieses Mal werfen wir einen genaueren Blick auf ein Geschäftsmodell, das vor allem eines verkauft: das gute Gefühl von Sicherheit und Vertrauen.

Vertrauen ist gut, Wissen ist besser

Betrachten wir folgendes Beispiel: Wenn ein chinesischer Hersteller ein Kunststoff-Babyspielzeug an einen Schweizer Einzelhändler liefert, muss jemand überprüfen, dass die Farbe bleifrei ist, dass sich Kleinteile nicht lösen und von Kleinkindern verschluckt werden können und dass enthaltene elektrische Komponenten keinen Herzschrittmacher beeinträchtigen. Dieser „Jemand“ ist ein Testing-, Inspection- und Certification-Unternehmen (TIC). Die Société Générale de Surveillance (SGS) wurde 1878 gegründet, um Getreide in europäischen Häfen zu inspizieren. Seitdem hat sich rund um das Prinzip, dass eine unabhängige Drittpartei sicherstellt, dass Waren, Infrastruktur

und Prozesse die geltenden Standards¹ erfüllen, eine ganze Industrie entwickelt. Offensichtlich ist es für kein Unternehmen förderlich, im Nachhinein sagen zu müssen: „(...) Is it too late now to say sorry“². Im Folgenden beleuchten wir die TIC-Industrie sowie die Vergangenheit, Gegenwart und die wahrscheinliche Zukunft von SGS.

Der globale TIC-Markt wächst seit jeher leicht schneller als der gesamte wirtschaftliche Markt. Die grössten börsenkotierten TIC-Unternehmen – SGS, Bureau Veritas, Eurofins und Intertek – vereinen gemeinsam rund 15 % eines adressierbaren Marktes von etwa USD 150 Mrd.³ Sie stehen im Wettbewerb mit regionalen Marktführern sowie einer langen Reihe kleiner, oft familiengeführter Labore. Regulatorische Anforderungen wirken als Eintrittsbarriere, da der Erwerb aller notwendigen Zulassungen häufig kostspielig ist. So gilt SGS beispielsweise als der am breitesten akkreditierte Wettbewerber mit über eintausend Zulassungen weltweit. Selbst nach dem Überwinden dieser Hürden fehlt neuen Anbietern die Reputation, und ihre Zertifikate geniessen nicht dieselbe Akzeptanz wie jene etablierter Marktteilnehmer. Dies deutet auf hohe Wechselkosten hin, insbesondere in stark regulierten Branchen wie der Pharmaindustrie, wo die

Qualifikation eines neuen Testanbieters aufwendig ist und Verkaufsprozesse verzögern kann. Zudem machen TIC-Dienstleistungen nur einen sehr geringen Teil der Gesamtkosten der Kunden aus, während Fehlleistungen katastrophale und potenziell tödliche Folgen haben können⁴. Etablierte Anbieter verfügen daher über eine gewisse Preissetzungsmacht über die Inflation hinaus. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Nachfrage nach TIC-Dienstleistungen stetig steigt, das Wettbewerbsumfeld vergleichsweise harmlos ist und eine – wenn auch langsame – weitere Konsolidierung des Marktes nahe liegt.

Eine schlafende Perle

Im Jahr 2025 beschäftigte SGS rund 100'000 Mitarbeiter in 2'500 Laboren und Niederlassungen in 115 Ländern⁵. Wichtig ist dabei, dass TIC ein lokales Geschäft ist: Kunden wählen ihren Anbieter basierend auf Nähe, lokalen Akkreditierungen sowie den Beziehungen zu den Teams vor Ort. Dies erklärt, weshalb sich die Branche nur langsam konsolidiert und weshalb grosse internationale Anbieter wie SGS einen Vorteil bei der Vergabe von Aufträgen durch multinationale Unternehmen haben.

Die Umsätze von SGS sind breit über Branchen und Regionen diversifiziert;

[1] Historisch lag die Verantwortung für Testing, Inspection und Certification bei staatlichen Stellen. Im Römischen Reich überprüften öffentliche Wäger korrekte Gewichte und die Qualität von Getreide. Die mittelalterliche „Assize of Bread and Ale“ in England diente dem Schutz der Konsumenten. Unabhängige Prüforganisationen entstanden jedoch erst mit der zunehmenden Globalisierung des Handels.

[2] Justin Bieber's Song „Sorry“ erreichte 2016 Platz eins der US-Billboard-Charts. Das Lied über Vergebung in einer Beziehung liesse sich ohne Weiteres auf ein Unternehmen übertragen, das sich für unbeabsichtigte Folgen eines Produktversagens entschuldigen muss.

[3] Der gesamte Testmarkt dürfte in seiner Gesamtheit etwa doppelt so gross sein, umfasst jedoch auch interne (d. h. nicht von Drittparteien durchgeführte) Prüfungen.

[4] Es gibt unzählige Beispiele; nachfolgend nennen wir jeweils eines für Testing (T), Inspection (I) und Certification (C). Testing: Im Jahr 2013 wurden europaweit Fertigergerichte als „100 % Rindfleisch“ gekennzeichnet, obwohl sie tatsächlich

Pferdefleisch enthielten. Eine einfache Zutatenanalyse hätte dies aufgedeckt. Inspection: Die Entgleisung eines Güterzugs im Gotthard-Tunnel im Jahr 2023 wurde durch ein gerissenes Rad verursacht, das eine Ultraschallinspektion passiert hatte; der Unfall kostete einen Mitarbeiter das Leben. Certification: Fehlkonstruierte Boeing-737-MAX-Flugzeuge neigten aufgrund des hohen Triebwerksgewichts potenziell zum Hochziehen der Nase. Dieses Problem wurde durch ein Software-System kompensiert. Um den Zertifizierungsprozess zu beschleunigen, spielte Boeing die Bedeutung dieses Systems herunter und schloss es aus der Pilotenausbildung aus. In 2019/2020 stürzten zwei Flugzeuge ab, wobei 346 Menschen ums Leben kamen.

[5] SGS übertrifft seine Wettbewerber in Grössenordnung und Skalierung, wie unter anderem die Anzahl der Standorte respektive Labore, die Marktkapitalisierung sowie der Umsatz verdeutlichen. So verfügt SGS über rund 1'800 Labore, während Bureau Veritas etwa 1'400, Eurofins rund 900 und Intertek circa 850 Labore betreiben.

das Unternehmen verfügt über das umfangreichste Dienstleistungsportfolio sowie die grösste globale Reichweite innerhalb der Branche. Der Umsatzbeitrag aus Americas war bislang vergleichsweise gering, dies wird sich jedoch aufgrund einer Akquisition ändern – wie wir weiter unten erläutern werden. Der überwiegende Teil der Umsätze ist quasi-wiederkehrend, da viele Verträge eine mehrjährige Laufzeit haben und die Kundenbindungsraten bis zu 80 % betragen. Eine hervorragende Ausgangslage, allerdings nicht ohne Schattenseiten. Über weite Teile des vergangenen Jahrzehnts wuchs SGS zwar stetig, jedoch mit einer wenig überzeugenden Dynamik und erzielte niedrigere Margen als vergleichbare Wettbewerber. Das Corporate Management hatte an Elan eingebüsst. Eine Anekdote verdeutlicht dies anschaulich: Ein Labor benötigte ein Covid-19-Testgerät, doch erst nach mehr als zehn Genehmigungsunterschriften stand die finale Freigabe kurz bevor, nachdem die Pandemie vorbei war – zu spät (to say sorry)⁶. Die Mitarbeitenden in den Laboren sind sehr loyal – viele bleiben über Jahrzehnte oder gar ihr gesamtes Berufsleben. Als rationale Naturwissenschaftler wechseln sie jedoch bei besseren Arbeitsbedingungen oder höherer Vergütung. Offensichtlich hatte SGS Probleme.

Das Erwecken der schlafenden Perle

Anfang 2024 übernahm Géraldine Picaud die Rolle des CEO und verlor keine Zeit. Ihre strategische Vision zielte darauf ab, das Wachstum neu zu beleben und die Profitabilität durch Konsolidierung und organisatorische

Effizienz zu steigern, zusammengefasst in der „Strategy 27“. Operative Veränderungen folgten rasch. Die Konzernstruktur wurde vereinfacht. Da Testing und Inspection lokale Aktivitäten sind, wurden diese in fünf Kernregionen neu organisiert, wodurch die Verantwortung näher an den Kunden verlagert wurde. Der Kauf eines Testgeräts sollte heute deutlich schneller möglich sein. Certification wurde als globales Geschäftssegment ausgegliedert. Zudem wurde ein dediziertes globales Key-Account-Team aufgebaut, um das Cross-Selling mit multinationalen Kunden zu verbessern. Doppelspurigkeiten wurden abgebaut, und das Executive Committee wurde von über 20 auf 12 Mitglieder verkleinert. Géraldine Picaud führte Gespräche mit regionalen Leitern, Länderchefs und Verantwortlichen der einzelnen Geschäftsbereiche, um zu beurteilen, wer für seine Aufgabe geeignet war. Entscheidend war zudem die Neuausrichtung der Anreizsysteme für das obere Management an den Interessen der Aktionäre⁷. Als SGS schliesslich den Verkauf seines repräsentativen Hauptsitzes in Genf ankündigte und den Umzug nach Baar bekannt gab, liess sich nicht länger leugnen, dass ein grundlegender Wandel im Gange war⁸.

Die bisherigen Resultate sind ausgezeichnet: Bis 2025 erreichte der Umsatz nahezu CHF 7 Mrd., die Margen verbesserten sich deutlich, und die kumulierten Kosteneinsparungen beliefen sich bereits Jahre zuvor auf das Ziel von CHF 150 Mio.⁹ Ein wesentlicher Teil dieser Einsparungen stammt aus dem Aufbau von Shared-Service-Centern

in Niedrigkostenländern, etwa durch die Verlagerung der Lohnbuchhaltung für die USA nach Bogotá, Kolumbien. Seit Januar 2024 hat SGS zudem 36 Add-on-Akquisitionen abgeschlossen, was eine hohe Umsetzungsdynamik bei der Expansion unterstreicht. Darüber hinaus tätigte das Unternehmen mit dem Erwerb von Applied Technical Services (ATS) für USD 1.3 Mrd. die grösste Akquisition seiner Firmengeschichte. ATS bringt spezialisierte Expertise in margenstarken Bereichen wie Luft- und Raumfahrt, Verteidigung sowie Präzisionskalibrierung ein. Der ausschliessliche Fokus auf den US-Markt erhöht die regionalen Umsätze von SGS um rund 50 % und den Konzernumsatz insgesamt um etwa 5 %. Dank minimaler Kundenüberlappung eröffnet die Akquisition substanzielle Cross-Selling-Potenziale bei Margen deutlich oberhalb des Konzerndurchschnitts. Der Kauf ging allerdings mit einem temporären Anstieg der Verschuldung um rund ein Drittel einher.¹⁰ Um Liquidität für weiteres Wachstum zu sichern und gleichzeitig die Verschuldung abzubauen, wird den Aktionären für 2025 – wie bereits im Vorjahr – eine Scrip-Dividende angeboten. Damit können sich Investoren zwischen einer Dividende in Form von Aktien oder in bar entscheiden – eine pragmatische Lösung, die die Dividende faktisch „unangetastet“ lässt.

Was in diesen Kennzahlen leicht untergehen kann, ist der tiefgreifende kulturelle Wandel im Unternehmen: SGS hat sich von einem undifferenzierten Wachstumsansatz verabschiedet und strebt nun klare Marktführerschaft

[6] Die Melodie geht uns nicht mehr aus dem Kopf.

[7] Kurzfristige Boni sind nun direkt an Wachstum, Rentabilität und Cashflow gekoppelt.

[8] Der Hauptsitz in Genf umfasste 13'000 Quadratmeter und war sowohl für die heutigen rund 160 Mitarbeitenden als auch für die 240 Mitarbeitenden zum Zeitpunkt von Géraldine Picauds Amtsantritt überdimensioniert. Der Umzug in den ehemaligen Hauptsitz von Partners Group in Baar ging mit zwei Reduktionen einher: der Bürofläche (auf „nur“ noch 10'000 Quadratmeter) sowie potenziell auch der Steuerquote.

[9] Die Strategy 27 wurde Anfang 2024 vorgestellt. Ein Vergleich der Zielsetzungen mit den fünf Jahren davor (2019–2023) sowie den seither vergangenen zwei Jahren

(2024–2025) zeigt deutliche Fortschritte. Jährliches organisches Wachstum: +4% zuvor, +5-7% Ziel, +6,5% seither. Marge: -100 Basispunkte zuvor, +150 Basispunkte Ziel, +130 Basispunkte seither. Cash Conversion: 35% zuvor, >50% Ziel, >55% seither (Unternehmensdefinition von Free Cash Flow / (EBITDA – Leasing).

[10] Ein weiterer Blickwinkel auf die Verschuldung ist die Anzahl der Jahre, die benötigt würde, um die Nettoverschuldung vollständig aus dem operativen Ergebnis zu tilgen (Net debt to EBITDA). Dieses stieg infolge der ATS-Akquisition vorübergehend von 1.7x auf 2.1x.

an – mit dem Ziel, in jedem Land und jedem Segment zu den Top-3-Anbietern zu gehören. Dort, wo Aktivitäten weder die notwendige Skalierung noch ausreichende Renditen aufweisen, ist das Management angehalten, innerhalb von drei Monaten entweder Zusatzumsätze zu generieren oder Kosten konsequent zu senken. Dies dürfte im Zeitverlauf zu einer schrittweisen Verschiebung des Geschäftsportfolios hin zu margenstärkeren Aktivitäten führen.

Die Perle erwacht

Wir erwarten, dass SGS langfristig ein Umsatzwachstum von +3–7 % in rapportierter Währung erzielt. Dieses setzt sich aus einem organischen Wachstum von +5–7 % im Einklang mit dem globalen TIC-Markt, zusätzlichen +1–2 % aus Add-on-Akquisitionen sowie einem Gegenwind von –2–3 % aus Währungseffekten zusammen. Potenzielle, jedoch schwer prognostizierbare grössere Akquisitionen sind hierbei nicht berücksichtigt. Uns ist bewusst, dass auch Währungseffekte nur eingeschränkt vorhersehbar sind; Wir sind allerdings überzeugt, dass Effizienzsteigerungen diesem Effekt entgegenwirken werden. Die strukturellen Treiber des starken organischen Wachstums sind eine zunehmende Regulierung, die Regionalisierung von Lieferketten, die steigende Verbreitung vernetzter Geräte sowie wachsende Anforderungen an die Produktsicherheit der Konsumenten.

Das Geschäftsmodell erweist sich zudem als robuster, als viele erwarten. Das Testing-Volumen hielten sich während der Pandemie stabil, da Unternehmen zwar weniger, aber keineswegs keinerlei Transaktionen durchführten; der Auftragsbestand erholte sich entsprechend rasch. Geopolitische Verwerfungen wie

das Near-Shoring erhöhen die Testintensität zusätzlich, da neue Fabriken und neue Zulieferer qualifiziert werden müssen. Der physische, stark akkreditierungsgetriebene Charakter der Tätigkeit bietet einen natürlichen Moat gegen Disruption durch Künstliche Intelligenz (KI): Ein Large-Language-Model lässt sich weder für den Betrieb von Laborgeräten noch für Sicherheitsinspektionen vor Ort trainieren. Im Gegenteil dürfte KI netto positiv wirken, indem sie die Nachfrage durch den Bau von Rechenzentren und durch Cybersicherheits-Tests erhöht und zugleich administrative Produktivitätsgewinne ermöglicht, etwa bei der Berichterstellung oder der Vorbereitung von Audits. Entsprechend strebt SGS an, dass SGS-Auditore KI-unterstützte Werkzeuge einsetzen, sobald deren Nutzung von den Regulierungsbehörden genehmigt ist.

Angesichts der enormen Diversifikation erscheint eine detaillierte Analyse einzelner Endmärkte oder Berichtssegmente wenig zielführend. Wichtig ist vielmehr, dass SGS sein Margenprofil schrittweise verbessert, indem margenschwache Aufträge – mittlerweile wahrscheinlich unter 2 % – konsequent zurückgefahren und höherwertige Aktivitäten stärker betont werden. Zwei besonders margenstarke Bereiche sind dabei die Life Sciences, in denen SGS insbesondere bei Biosicherheits- und Pharmatests stark positioniert ist, sowie Digital Trust, wo das Unternehmen eine führende Rolle bei der Bewertung von Cybersicherheit und der Zertifizierung von Daten einnimmt. Ersteres umfasst beispielsweise die Prüfung von Impfstoffen, letzteres spezialisierte KI-Audits zur Überprüfung der algorithmischen Integrität und zur Sicherstellung unverzerrter Datenbanken. Durch die Verlagerung von arbeitsintensiven,

traditionellen Testverfahren hin zu stärker technologiegetriebenen Dienstleistungen stellt SGS sicher, dass mit der zunehmenden Verbreitung von KI und Robotik der Mensch weiterhin durch rigorose, unabhängige Prüfungen geschützt bleibt. Die Skeptischeren unter uns mögen einräumen, dass im Umgang mit KI und Humanoiden Vorsicht geboten ist. Anders ausgedrückt besteht eine nicht-null Wahrscheinlichkeit, dass „eines Tages die KIs auf uns zurückblicken werden, so wie wir auf fossile Skelette blicken (...)“^[11]. Dies gilt es zu verhindern.

In Bezug auf Bewertung wird SGS auf vielen Kennzahlen mit einer Prämie gegenüber vergleichbaren Wettbewerbern gehandelt, beispielsweise mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund dem 21-fachen der erwarteten Gewinne gegenüber etwa dem 15- bis 18-fachen bei den börsenkotierten europäischen Peers. Wir halten diese Prämie für gerechtfertigt aufgrund des grösseren und stärker diversifizierten Labornetzwerks, der branchenführenden Rendite auf das investierte Kapital sowie der Tatsache, dass die operative Selbsthilfe-Story womöglich erst am Anfang steht. Mit der Verbesserung des Wachstumsprofils, einer Annäherung der Margen an das Niveau der Wettbewerber – und perspektivisch sogar deren Übertreffen – sowie anhaltend starker Cash-Generierung sehen wir von hier aus weiterhin substanzielles Aufwärtspotenzial. Kurz gesagt: Die schlafende Perle ist erwacht, und das Märchen befindet sich erst in seinem ersten Kapitel^[12].

[11] Im Film *Ex Machina* aus dem Jahr 2014 wird der junge Programmierer Caleb Smith von dem einsamen Tech-CEO Nathan Bateman eingeladen, das Bewusstsein einer hochentwickelten humanoiden KI zu testen. Nathan prognostiziert dabei: „One day the AI's are going to look back on us the same way we look at fossil skeletons on the plains of Africa. An upright ape living in dust with crude language and tools, all set

for extinction.“ Ein guter Film – sehenswert, wenn auch nur, um zu erfahren, ob sich diese Vorhersage bewahrheitet.

[12] Nun ja – „(...) is it too late now to say sorry“ – für all die Fussnoten?

Unternehmerportfolio

Ein genauer Blick auf die Strategie und ihre Unternehmen

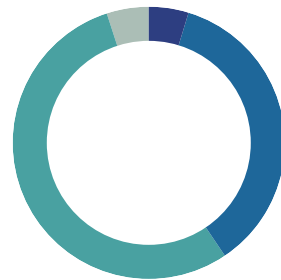
UMSATZ NACH SEGMENT (%)



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

Grundstoffe	3
Maschinen	21
Andere Investitionsgüter	12
Transport	4
Halbleiter	8
Gesundheitswesen	21
Lebensmittel	6
Immobilien	2
Asset Management	4
Andere	19

PREISSETZUNGSMACHT* (%)

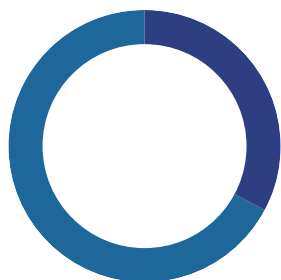


*Im Investment-Universum sind rund 5 % der Unternehmen mit mittlerer oder hoher Preissetzungsmacht.

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

Hoch	5
Mittel	36
Gering	55
Keine	5

WETTBEWERBSVORTEIL (%)



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

Hoch	33
Mittel	67

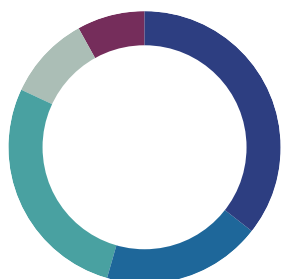
UMSTELLUNGSKOSTEN (%)



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

Hoch	45
Mittel	43
Keine	12

ESG BEWERTUNG (%)



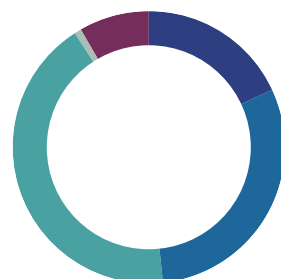
Das ESG-Rating fasst die ESG-Leistung eines Unternehmens in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancethemen im Vergleich zu seinen Branchenkollegen zusammen.

Die Daten stammen von MSCI ESG Research L.L.C.

Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

AAA	36
AA	19
A	28
BBB	10
Keine	8

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 L.L.C.

Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

Auf 1,5°C ausgerichtet	18
Auf 2,0°C ausgerichtet	30
Kaum ausgerichtet	42
Überhaupt nicht ausgerichtet	1
Kein Rating	8

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

© 2026 Rothschild & Co Wealth Management

Zahlen: Alle Daten per 31. März 2026.

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.