

## ANALYSE

**SGS lebt zurzeit über die Verhältnisse**

Der Warenprüfkonzern gilt als Topunternehmen, seine Bilanz wird diesem Ruf aber nicht gerecht. The Market befürchtet, dass SGS die ambitionierten Ziele nicht alle erreichen kann. Der Finanzchef hält dagegen.

Andreas Kälin

27.07.2021, 04.55 Uhr

Dominik de Daniel ist seit zweieinhalb Jahren Finanzchef von SGS. Der 46-jährige Deutsche hatte dieses Amt auf den 15. Februar 2019 übernommen, von Carla De Geyseler, die nur zehn Tage zuvor überraschend zurückgetreten war. Die Hintergründe dieses unvermittelten Wechsels blieben letztlich im Unklaren.

Klar ist, dass die Bilanz von SGS, die den Ruf eines Qualitätsunternehmens genießt, seit dem Amtsantritt von de Daniel in mancher Hinsicht deutlich schwächer geworden ist: Sie ist nicht mehr in der Balance.

Ende 2018 hatte der führende Test-, Inspektions- und Zertifizierungskonzern noch ein Eigenkapital von 28,7% der Bilanzsumme ausgewiesen. Bis Ende 2020 sank diese Eigenkapitalquote auf den tiefen Wert von 16,4%. Per Ende letzten Juni ist sie auf 14,0% zurückgegangen, wobei zu berücksichtigen ist, dass im ersten Halbjahr die Dividendensumme ausbezahlt wurde und zudem das zweite Halbjahr verglichen zum ersten jeweils ertragreicher ist; bis Ende 2021 sollte sich die Eigenkapitalquote also etwas erholen.

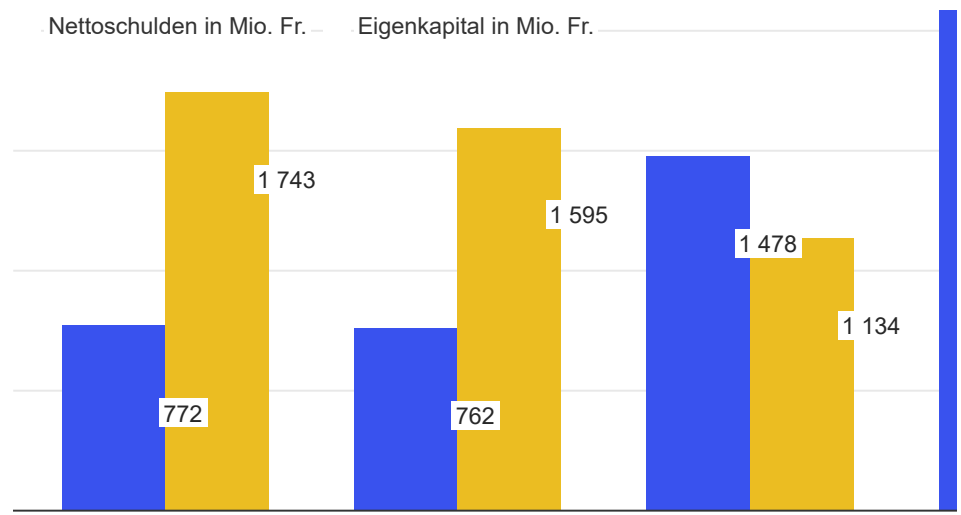
Finanzchef de Daniel hält der Kritik entgegen und sagt auf Anfrage von The Market, das Geschäft von SGS sei durch eine geringe Kapitalintensität, eine hohe Free-Cashflow-Generierung und eine geringe Zyklizität gekennzeichnet. «Vor diesem Hintergrund halten wir die Eigenkapitalquote für nur sehr bedingt aussagefähig, um die finanzielle Solidität und Stärke zu bewerten.»

## Verschiedene Kriterien

Vielmehr, so de Daniel, beurteile man die finanzielle Stärke im Wesentlichen unter der Berücksichtigung des eigenen Cashflow-Profiles und wende Kriterien an wie zum Beispiel das Verhältnis der Bruttoschulden zum Betriebsergebnis Ebitda oder das Verhältnis von Nettoschulden zu Ebitda.

Die Finanzschulden haben indes ebenfalls kräftig zugenommen: In der Zeit von Ende 2018 bis Ende diesen Juni stiegen die Nettoschulden, ohne Leasingverbindlichkeiten, um 170% von 772 Mio. auf 2,09 Mrd. Fr. Zuletzt betragen sie damit das 1,4-Fache des bereinigten Ebitda der letzten zwölf Monate (LTM-Basis). Diese Kennzahl liegt in einem vernünftigen Rahmen.

### Nettoschulden steigen, Eigenkapital sinkt



1. Halbjahr 2021  
Grafik: themarket.ch • Quelle: SGS • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Es gibt einen weiteren wichtigen Verschuldungsgrad: das Verhältnis von Nettoschulden zum Eigenkapital. Dieses Netto-Gearing stieg bei SGS von Ende 2018 bis Ende 2020 von 44 auf 130% und ist danach in der ersten Hälfte 2021 auf 218% hochgeschossen.

Der Finanzierungsberater John Feigl von Pilfor bezeichnet ein Verhältnis von Nettoschulden zu Eigenkapital «bis zu 70% als vernünftig und noch problemlos tragbar, bei kapitalintensiveren Unternehmen bis rund 100%».

## **Freier Cashflow: Das Mantra**

In Zeiten von Tiefstzinsen und des billigen Geldes geben die Anleger indessen viel weniger acht auf solide Bilanzverhältnisse. Stattdessen wird das Mantra des freien Cashflows wiederholt: Es lautet, dass Unternehmen, die zuverlässig hohe freie Cashflows erwirtschaften, sehr gut mit einer höheren Verschuldung und einer geringeren Eigenkapitalbasis leben können.

Tatsächlich gehört SGS zum Kreis derjenigen Unternehmen, die stets umfangreiche Mittel erwirtschaften, die frei zur Verfügung stehen. In den drei Jahren 2018 bis 2020 wies der Prüfkonzern im Schnitt einen freien Cashflow von 742 Mio. Fr. pro anno aus, fast 12% des Umsatzes. Im Pandemiejahr 2020 resultierte bei stark

gesunkenem Umsatz sogar ein freier Cashflow von 758 Mio. Fr., dank einer kräftigen Abnahme des Nettoumlaufvermögens.

Doch das ist die eine Seite der Medaille. Es sind Relativierungen anzubringen.

## Zinsen sind immer zu zahlen

Die erste Relativierung betrifft den Posten der Zinsen, die in einer Periode zu zahlen sind. Gemäss den Rechnungslegungsvorschriften von IFRS hat ein Unternehmen das Wahlrecht, in welchem Teil der Geldflussrechnung es die bezahlten Zinsen verbucht: im Cashflow aus Geschäftstätigkeit oder im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit.

Die meisten Unternehmen buchen die bezahlten Zinsen im erstgenannten Teil ab, dem operativen Cashflow – nicht so SGS, die die Zinsen im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit erfasst. Das hat Konsequenzen für den freien Cashflow, der allgemein als operativer Cashflow minus die Investitionsausgaben berechnet wird. Nestlé erfasst zum Beispiel die bezahlten Zinsen im operativen Cashflow, sodass sie auch vom freien Cashflow abgezogen sind. Bei SGS ist das nicht der Fall.

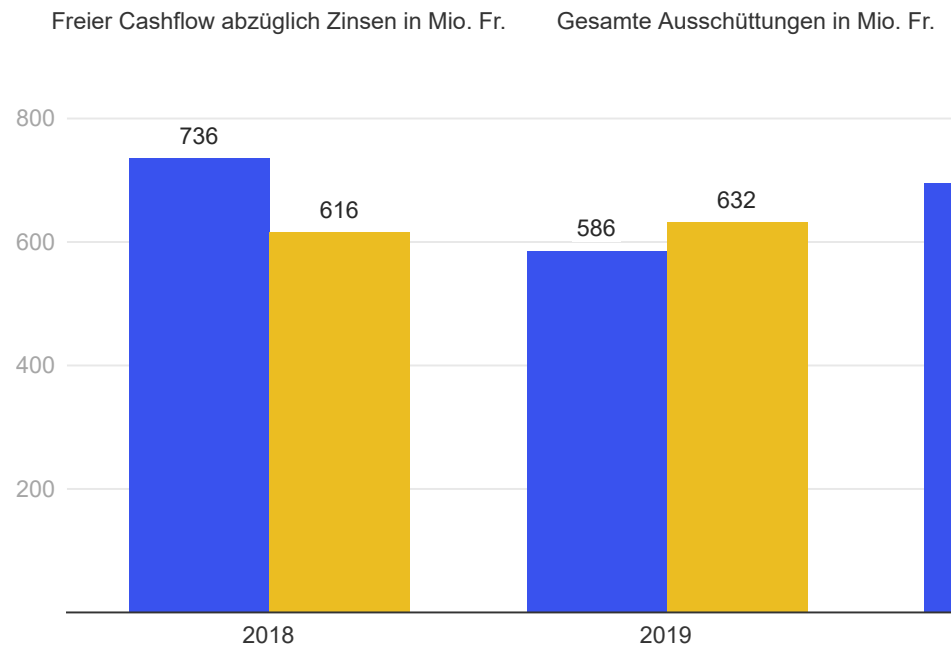
The Market vertritt den Standpunkt, dass die Zinsen so oder so zu zahlen sind und damit vom freien Cashflow abgezogen werden sollten. Nach dieser Berechnungsart hätte SGS in den drei Jahren 2018 bis 2020 statt eines freien Cashflows von durchschnittlich 742 Mio. Fr. lediglich einen von 672 Mio. Fr. ausweisen können.

## **Ausschüttungen (zu) hoch**

Die zweite, gewichtigere Relativierung mit Blick auf den freien Cashflow betrifft die Art und Weise, wie die frei verfügbaren Mittel denn verwendet werden. Ein hauptsächlichlicher Verwendungszweck sind Ausschüttungen an die Aktionäre, über Dividenden oder den Rückkauf von Aktien.

Diesbezüglich hat sich SGS speziell in den beiden letzten Jahren grosszügig gezeigt. 2019 zahlte sie insgesamt Dividenden im Umfang von 632 Mio. Fr. aus, davon 589 Mio. Fr. an die eigenen Aktionäre und 43 Mio. Fr. an die Minderheitsaktionäre von Tochtergesellschaften. Im Jahr 2020 betrug die gesamte Dividendensumme 635 Mio. Fr. Dazu wurden über ein Rückkaufprogramm eigene Aktien im Wert von 169 Mio. Fr. erworben.

## Ausschüttungen übertreffen freien Cashflow



Grafik: themarket.ch • Quelle: SGS • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Das bedeutete letztlich: 2019 schüttete das Unternehmen 46 Mio. Fr. mehr aus, als es gemessen am freien Cashflow abzüglich Zinsen erwirtschaftete. 2020 übertrafen die Ausschüttungen die frei verfügbaren Mittel um 109 Mio. Fr.

Es ist absehbar, dass 2021 die Ausschüttungen den freien Cashflow wieder übertreffen werden: Infolge des nun wieder gestiegenen Nettoumlaufvermögens sank im ersten Halbjahr der freie Cashflow nach Zinsen verglichen zur

Vorjahresperiode von 179 Mio. auf 55 Mio. Fr. Auf der anderen Seite ist die Dividendensumme (zuletzt 599 Mio. Fr. an die eigenen Aktionäre) etwa gleich geblieben – und sie sollte auch künftig nicht geringer ausfallen.

Die SGS-Führung hat ihren Aktionären im Investorentag im letzten Mai ein Versprechen abgegeben: Die Dividende per Aktie wird mindestens stabil gehalten oder erhöht.

## Die zwei Versprechen

Neben dem Dividendenversprechen hat die SGS-Führung aber noch ein weiteres Versprechen gemacht: Die Mittelfristziele 2020 bis 2023 sehen vor, dass der Umsatz währungsbereinigt um einen hohen einstelligen Prozentsatz pro anno steigen soll. Die organische Zuwachsrage wird dabei auf einen mittleren einstelligen Prozentsatz veranschlagt, den Rest soll akquisitorisches Wachstum beisteuern.

Das sind hochgesteckte Ziele: In den fünf Jahren vor der Pandemiekrise, von 2015 bis 2019, wuchs der Umsatz des Warenprüfers währungsbereinigt im Schnitt jährlich um 4,4%, rein organisch lag die Zuwachsrage bei durchschnittlich 3,3% pro anno.



Klar ist, dass zur Zielerreichung auch kräftig akquiriert werden muss. Tatsächlich hat SGS bereits in den letzten beiden Jahren, seit de Daniels Amtsantritt als CFO, das Akquisitionstempo deutlich erhöht.

2017 sowie 2018 wurden kleine Übernahmen mit Gesamtumsätzen von jeweils weniger als 40 Mio. Fr. Umsatz getätigt. 2019 akquirierte man dann elf Gesellschaften mit einem Gesamtumsatz von 116 Mio. Fr., zu einem Preis von total 185 Mio. Fr.

Im letzten Jahr wurden sechs Gesellschaften akquiriert mit einem Gesamtumsatz von 254 Mio. Fr., zu einem Kaufpreis von 536 Mio. Fr. Der grösste Brocken davon war Synlab Analytics & Services, die bei 207 Mio. Fr. Umsatz rund 457 Mio. Fr. kostete.

In der ersten Hälfte 2021 wurden bereits wieder sechs Gesellschaften erworben, die zusammen über das ganze Jahr um 60 Mio. Fr. umsetzen dürften und 112 Mio. Fr. kosteten.

## **Fokus auf die Megatrends**

All die Zukäufe sollen helfen, das Wachstumsziel zu erreichen. Das Management ist auch bemüht, die Geschäfte neu zu sortieren und verstärkt auf wachstumskräftige Aktivitäten auszurichten. SGS-CEO Frankie Ng betont bei einer Meldung zu einer Akquisition jeweils gerne, dass dadurch das Engagement in einem Bereich gestärkt werde, der für den Test-, Inspektions- und Zertifizierungs-Sektor (TIC) einen Megatrend bilde.

Konnektivität ist solch ein Megatrend, in dessen Rahmen SGS speziell das Know-how zu Cybersecurity stärken will: Dies hat das Unternehmen im Mai mit dem Kauf der niederländischen Brightsight zum Preis von 86 Mio. Fr. auch getan.

Vom klassischen Rohstoffgeschäft scheint man eher Abstand nehmen zu wollen. SGS nimmt zum Beispiel bei der Verschiffung von Rohstoffen neutrale Prüfungen von Menge und Qualität vor. 2018 trug der Bereich Oil, Gas and Chemicals mit 1,22 Mrd. Fr. noch über 18% zum Konzernumsatz bei, im Jahr darauf wurde dann die US-Tochter Petroleum Services Corporation mit rund 300 Mio. \$ Umsatz verkauft, zum Preis von 333 Mio. Fr.

Den Bereich Oil, Gas and Chemicals gibt es als solchen nun nicht mehr. Die entsprechenden Geschäfte, die längerfristig zurückgehen dürften, sind seit dem Frühling im neu gebildeten Bereich Natural Resources untergebracht.

## Schuldenfinanzierte Zukäufe

Weitere Akquisitionen erscheinen nötig zur Erreichung des Wachstumsziel und zur verstärkten Ausrichtung auf Megatrends im TIC-Sektor. Die Frage lautet: Werden SGS ausreichend Mittel zur Verfügung stehen, um alles Versprochene zu erfüllen – das Wachstums- und das Dividendenversprechen?

Der freie Cashflow dient Unternehmen auch dazu, Akquisitionen zu finanzieren. Bei SGS ist daraus für diesen Verwendungszweck zuletzt aber nichts zur Verfügung gestanden – der freie Cashflow nach Zinsen wurde in den beiden letzten Jahren ja durch Ausschüttungen mehr als aufgebraucht und wird es wohl auch in diesem Jahr.

2019 half noch der Verkauf von Petroleum Services Corporation, Finanzierungslücken zu stopfen. 2020 hat SGS dann zwei Bonds im Gesamtumfang von 500 Mio. Fr. herausgegeben und Bankkredite in der Höhe von 388 Mio. Fr. bezogen. In diesem April hat das Unternehmen Senior Notes im Umfang von 750 Mio. € oder umgerechnet 817 Mio. Fr. begeben: All das treibt die Verschuldung nach oben und verschlechtert die Bilanzverhältnisse.

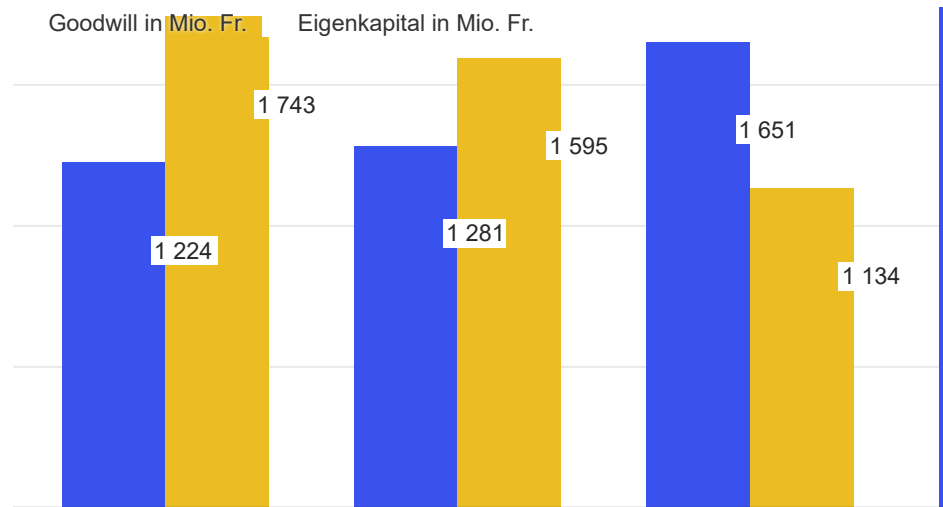
Im Hinblick auf die Bilanz ist noch eine Gefahr im Auge zu behalten: Wie erwähnt hat SGS in den letzten Jahren das Akquisitionstempo beschleunigt. Die Preise für

Übernahmeobjekte sind inzwischen aber gestiegen – sicherlich auch im TIC-Sektor. Eine gewisse Bestätigung dafür findet sich bei SGS selbst: Die vom Unternehmen bezahlten Kaufpreise betragen 2018 und 2019 im Schnitt gut das 12- resp. das 9-fache der Betriebsgewinne der übernommenen Objekte. 2020 stieg dieses Verhältnis auf fast 18 und im ersten Halbjahr 2021 sogar geschätzt auf gegen 19.

## **Die Gefahr beim Goodwill**

Höhere Übernahmepreise bedeuten letztlich auch, dass der Goodwill in der Bilanz von SGS steigt – und davon hat das Unternehmen bereits reichlich: Ende Juni hat der Goodwill 1,77 Mrd. Fr. betragen und damit das ausgewiesene Eigenkapital um das 1,9-fache überstiegen.

## Goodwill übersteigt Eigenkapital stark



1. Halbjahr 2021  
Grafik: themarket.ch • Quelle: SGS • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Wenn nun aber die Inflation und die Zinsen steigen, ohne dass sich das Wirtschaftswachstum und der Ausblick analog entwickeln, würden sich auch die Kapitalkosten für die Unternehmen und die Diskontierungssätze zur Ermittlung der Werthaltigkeit des Goodwills erhöhen: Das würde darauf hinauslaufen, wie Finanzierungsspezialist Feigl ausführt, dass sich der Wert der übernommenen und auf der Bilanz aufgeführten Aktiven verringert und Wertberichtigungsbedarf entsteht.

SGS kann sich Wertberichtigungen eigentlich kaum leisten, denn sie würden im Verhältnis eins zu eins das Eigenkapital reduzieren – wodurch sich die bereits sehr tiefe Eigenkapitalquote noch weiter verringern und das Netto-Gearing weiter steil ansteigen würde.

## Die Frage des Trade-off

Im Juni hat SGS-CEO Ng gegenüber «Finanz und Wirtschaft» gesagt, die Aktionäre müssten «keinen Trade-off zwischen Investitionen, Akquisitionen und Ausschüttung befürchten». Denn man könne mit dem gegebenen Geschäftsmodell genügend Mittel erarbeiten, um all den Ansprüchen gerecht zu werden.

Wie aufgezeigt, ist das in den letzten beiden Jahren nicht der Fall gewesen, sprich: Die hohen Ausschüttungen und das erhöhte Akquisitionstempo konnten nur durch die Inkaufnahme einer höheren Verschuldung und schlechteren Bilanzverhältnissen bewältigt werden.

Dies wird auch 2021 der Fall sein. Und auch in den nächsten Jahren ist nach Ansicht von The Market die Gefahr beträchtlich, dass die erarbeiteten Mittel nicht ausreichen, um all das Verheissene zu finanzieren: Eine mindestens stabile Dividende, ein weiter hohes Akquisitionstempo – und nun auch noch höhere Investitionen.

Denn wie CFO de Daniel am Investorentag im Mai ausführte, sollen die Investitionsausgaben (Capex) in den nächsten Jahren auf bis zu 5% des Umsatzes steigen – in den vergangenen fünf Jahren lag der Schnitt bei etwa 4,6%.

## Warten auf mehr Dividende

Die Dividende dürfte dagegen die nächsten Jahre nicht erhöht werden. Zuletzt hat SGS, wie in der Vorperiode, 80 Fr. je Aktie ausgeschüttet. Das sind 125% des erzielten Gewinnes gewesen. Gemäss de Daniel soll die Dividende stabil gehalten werden, bis sich die Ausschüttungsquote infolge künftiger Gewinnzunahmen auf 70 bis 75% zurückgebildet hat. De Daniel ergänzt dazu: «Vor dem Hintergrund der strategischen und operativen Massnahmen erwarten wir in den kommenden Jahren deutliches Ergebniswachstum.»

Aktienrückkäufe sind nach seinen Worten aufgrund des Fokus auf Akquisitionen dagegen «derzeit nicht auf unserer Agenda». Ein neues Rückkaufprogramm – das letzte wurde im Dezember beendet – wäre des Guten zu viel.

Auch ohne dies ist damit zu rechnen, dass der Warenprüfer in diesem und den nächsten Jahren Übernahmen zumindest teilweise über eine höhere Verschuldung finanzieren muss – wenn er das zur Erreichung des Wachstumsversprechens geforderte hohe Akquisitionstempo beibehalten wird.

Finanzchef de Daniel sieht für eine höhere Verschuldung noch grossen Spielraum, dank dem SGS von der Ratingagentur mit A3 eingestuft wird. Damit habe man für ein Dienstleistungsunternehmen ein sehr starkes Rating, das auch deutlich besser sei als das der Mitbewerber.

## **Bilanzqualität bleibt wichtig**

The Market ist skeptisch: SGS lebt zurzeit über die Verhältnisse – und hat im Zuge dessen die Bilanzverhältnisse in mancher Hinsicht arg strapaziert. Die Investoren mögen der sehr tiefen Eigenkapitalquote und dem sehr hohen Netto-Gearing momentan wenig Beachtung schenken. Aber wenn die wirtschaftliche Erholung ins Stocken kommt oder die Stimmung an den Märkten kippt und aus Risikofreude Risikoscheu wird, dürften manche genauer hinsehen.

Natürlich kann SGS jederzeit die Ausschüttung kürzen oder auf die eine oder andere Akquisition verzichten und stattdessen den freien Cashflow zur Stärkung der Bilanz nutzen: Was die Anleihehänger freuen würde, wäre für die Aktionäre verhängnisvoll. Es hiesse, dass die Konzernführung am Dividenden- oder am Wachstumsversprechen Abstriche machen müsste.

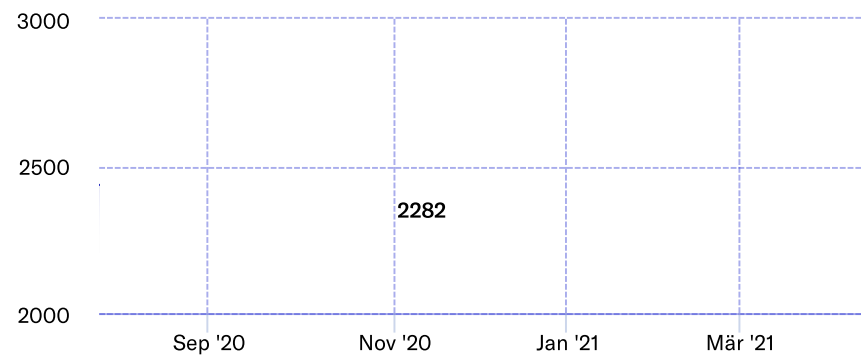
Das würde Druck auf den Aktienkurs ausüben – zumal die Titel, die im Leitbarometer SMI figurieren, bereits hoch bewertet sind. Sie weisen gemessen an



der Konsensgewinnschätzung der Analysten für 2021 und 2022 ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 32 resp. 30 aus.

## SGS N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/249745-4-1](https://themarket.ch/aktien/no-region/no-list/249745-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max

Der ausgewiesene Substanzwert der Aktie hat sich in den zweieinhalb Jahren von Ende 2018 bis Ende Juni 2021 von rund 221 auf 115 Fr. fast halbiert. Im selben Zeitraum hat sich das Kurs-Buchwert-Verhältnis von 10 auf 25 ausgeweitet.

SGS hat den Ruf eines Qualitätsunternehmens mit einer hohen Rentabilität. The Market meint, wer als Anleger auf hoch bewertete Qualität setzt, sollte auch auf darauf achten, dass die Bilanzverhältnisse solide sind. Daher lautet der Rat, sich von den SGS-Aktien fernzuhalten.



#### ANALYSE

### SGS und Sika fallen mit einer aggressiven Kapitalallokation auf

Beim Warenprüfer und dem Bauchemieunternehmen hat sich die Kapitalstruktur markant verschlechtert. Das birgt auch Risiken für die Aktien.

Andreas Kälin 03.02.2021



#### ANALYSE

### Ems-Chemie ist das beste Qualitätsunternehmen der Schweiz

Der Vermögensverwalter HQAM verleiht seine Excellence Awards für die qualitativ besten Unternehmen der Welt. In der Schweiz macht Ems-Chemie das Rennen. Gesamtsieger ist einmal mehr ein US-Finanzhaus.

Gregor Mast 20.05.2021



---

**MISTER MARKET****SGS: Von Fincks Rückzug lädt zu Spekulationen ein**

Die Familie von Finck löst sich vom Genfer Warenprüfkonzern. Alleinige Grossaktionärin bleibt die transaktionsfreudigere Groupe Bruxelles Lambert. Der Kursrückschlag ist eine Kaufgelegenheit.

Andreas Kälin 04.02.2020



---

Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.