



LongRun Swiss Small & Mid Cap Fund

QUARTALSBRIEF

Investitionsphilosophie

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

Herzlich willkommen zur neunten 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 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 das "Business im Online-Business". 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 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 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 legte im vierten Quartal um +1,5 % und im Jahr 2025 um +2,2 % zu. Im Vergleich dazu legte der SPI Extra, der als Massstab für den Fonds dient, in denselben Zeiträumen +6,0 % und um +16,9 % zu. Die annualisierte Rendite seit Auflegung der Strategie vor etwa sechs Jahren liegt bei +5,0 % für die Strategie und +5,1 % für den Benchmark.

12 der 24 Unternehmen in unserem Portfolio verzeichneten in diesem Quartal eine positive Kursentwicklung. Positive Beiträge leisteten VAT Group (+22,7 % Gesamtertragsentwicklung im Quartalsverlauf), Galderma (+17,2 %) und Comet (+16,9 %). Rückläufig waren Burckhardt Compression (-11,4 %), Interroll (-11,5 %) und SMG (-19,8 %). Wir gehen nachfolgend näher auf diese Beteiligungen ein.

VAT Group zeigte im vierten Quartal eine äusserst starke Performance. Während des Earnings Calls bestätigte

das Management seine Prognose für das Schlussquartal und verwies auf eine positive Dynamik bei der Nachfrage nach Memory und Logic. Darüber hinaus profitierten viele Halbleiterunternehmen von den starken Ergebnissen Nvidias, die Ende November veröffentlicht wurden. Weitere Informationen zu VAT finden Sie in unserem [Q1-24-Brief](#).

Galderma, das Thema unseres [Q3-25-Briefs](#), setzte seine solide Entwicklung fort. Die gemeldeten Rekordumsätze der ersten neun Monate waren in allen Segmenten stark, und das Management erhöhte die Umsatzprognose für das Gesamtjahr von 13 % auf über 17 %. Zudem kündigte L'Oréal Anfang Dezember den Erwerb einer zusätzlichen 10 % Beteiligung an Galderma an.

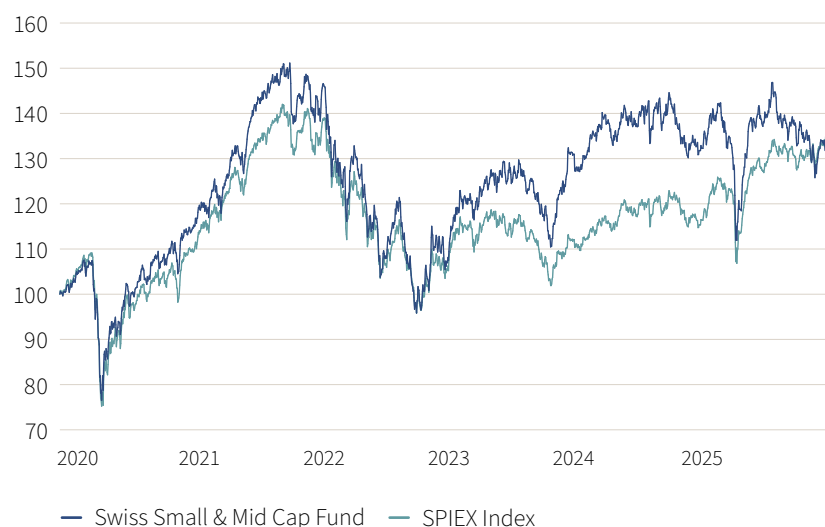
Der Aktienkurs von Comet hatte im dritten Quartal mehr als 20 % verloren und befand sich daher auf einem relativ niedrigen Niveau. An einem durchmischten Capital

Markets Day Mitte November senkte das Management zwar die Prognose, blieb jedoch hinsichtlich des allgemeinen Marktausblicks optimistisch. Ähnlich wie VAT profitierte auch Comet später im Quartal von den starken Ergebnissen Nvidias.

Burckhardt Compression veröffentlichte Anfang November seine Halbjahreszahlen, die gemischte Trends und einen rückläufigen Auftragseingang zeigten. Der Aktienkurs begann jedoch bereits Anfang September zu fallen – ausgelöst durch Risiken im Zusammenhang mit US-Importen, niedrigen Energiepreisen und möglichen Zöllen.

Im dritten Quartal 2025 stieg der Aktienkurs von Interroll um über 25 %, sodass das Unternehmen auf einem relativ hohen Niveau in das vierte Quartal startete. Im Laufe des Quartals gab es nur wenige Neuigkeiten, dennoch warten die Investoren weiterhin auf eine Verbesserung des Marktumfelds.

ABBILDUNG 1: PERFORMANCE (%)^[1]



Jahr	Fonds	Benchmark	Differenz
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	35.2	36.1	-0.9
Jährliche Rendite	5.0	5.1	-0.1

[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.

SMG schloss am 15. September seinen Börsengang ab. Kurz darauf geriet die Aktie unter Druck, da Befürchtungen aufkamen, dass KI Kleinanzeigen überflüssig machen könnte. In Grossbritannien kündigte Rightmove, ein Immobilienportal, an, die Investitionsausgaben erhöhen zu müssen, um für KI gerüstet zu sein – was die bislang unerreichten Margen in den kommenden Jahren deutlich belasten wird. Wie Sie später in diesem Brief lesen werden, beruht die Investmentthese von SMG jedoch auf anderen Treibern, sodass es sich hierbei zumindest teilweise um einen fehlgeleiteten Read-Across des Marktes handelt.

Im Jahresverlauf belastete unser Investmentstil die Performance. Nach der überraschenden Ankündigung von 39 % Zöllen für die Schweiz durch Donald Trump am Liberation Day (wir sind uns immer noch nicht sicher, wer an diesem Tag eigentlich befreit wurde), bevorzugte der Markt die auf das Inland fokussierten Unternehmen. Diese sind typischerweise Value-Investments wie lokale Banken und Versicherer, in die wir üblicherweise nicht investieren. Die Situation erinnerte uns an 2015, als die SNB den Mindestkurs von 1.20 CHF pro EUR aufhob, was zu einer starken Aufwertung des CHF führte. In der Folge wurde prognostiziert, dass international ausgerichtete Schweizer Unternehmen dauerhaft an Wettbewerbsfähigkeit verlieren würden. Doch ein Jahrzehnt später existieren viele dieser Unternehmen nicht nur weiterhin, sondern florieren. Es sind nicht bestimmte Wechselkurse oder Zollniveaus, die Unternehmen wettbewerbsfähig machen, sondern langfristige Planung, Innovation und solide Umsetzung. Diese Qualitäten ermöglichen es Unternehmen auch, Preissteigerungen weiterzugeben. Schliesslich wurden die Zölle später im Jahr auf 15 % reduziert.

Fondsbewegungen

Im vierten Quartal nahmen wir Kardex und Amrize neu ins Portfolio auf, die wir nachfolgend beschreiben. Wir fühlen uns wohl mit unserem konzentrierten Portfolio von 24 herausragenden Unternehmen. Weitere Veränderungen werden voraussichtlich eher durch Ersatz als durch zusätzliche Investitionen erfolgen. Die diesjährige Rotation weg von Quality hin zu Value eröffnet uns weiterhin attraktive Einstiegspunkte bei Unternehmen, in die wir aufgrund der Bewertungen bislang zurückhaltend investiert hätten.

Kardex ist ein in der Schweiz ansässiger Anbieter von Intralogistiklösungen, der über zwei Hauptsegmente operiert – Automated Products und Standardised Systems – welche durch ein starkes Life-Cycle-Services-Geschäft unterstützt werden. Das Unternehmen entwickelt und produziert automatisierte Lager- und Kommissioniersysteme und integriert zudem Dritttechnologien in umfassende Lagerhauslösungen. Das Geschäftsmodell von Kardex verbindet den Verkauf neuer Anlagen mit wiederkehrenden Serviceumsätzen. Kardex bedient Kunden in über 30 Ländern und verfügt über eine installierte Basis von mehr als 140'000 Anlagen.

Amrize ist ein neuer nordamerikanischer Marktführer für Baustoffe und Building-Envelope-Lösungen, entstanden durch den Spin-off von Holcim und seit Juni 2025 sowohl an der SIX Swiss Exchange als auch an der NYSE kotiert. Das Unternehmen bietet ein breites Portfolio an Zement, Gesteinskörnungen, Transportbeton, Asphalt sowie fortschrittliche Dach- und Wandsystemtechnologien, organisiert in zwei Kernsegmenten: Building Materials und Building Envelope. Insbesondere Letzteres bietet zahlreiche Möglichkeiten für organisches und anorganisches Wachstum. Mit CEO Jan Jenisch, der massgeblich zum Aufstieg des Bauchemie-Giganten Sika beigetragen hat, sind wir überzeugt, dass Amrize eine vielversprechende Zukunft bevorsteht.

Ergebnis

In unserem Portfolio sind ausschliesslich hochwertige Unternehmen vertreten. Das belegen die soliden Finanzkennzahlen: ein konjunkturunabhängiges Umsatzwachstum von 9 %, eine operative Marge von 21 %, eine operative Rendite auf das investierte Kapital von 22 %, eine Net-Debt-to-EBITDA-Leverage Ratio von 0,1x sowie eine starke Cash-Conversion von 85 %. Unserer Meinung nach ist die aktuelle Bewertung mit einer Rendite des freien Cashflows von 3,3 % attraktiv und übersteigt die Performance unseres Benchmarks (3,2 %).

Das Business im Online-Business

Wie zu erwarten, konzentriert sich dieser Abschnitt auf eine einzelne Investition. Wir tun dies, weil wir nach der Analyse eines Unternehmens und einer anschliessenden Investition gerne einige unserer Erkenntnisse teilen möchten. Dieses Mal beschäftigen wir uns mit dem Thema "Wer sucht, der findet" – in der Schweiz gelingt dies am einfachsten online, zumindest wenn es um Wohnungen und Autos geht. Wie sich zeigt, erzeugen Online-Kleinanzeigen nicht nur viel Geschäft, sie sind auch sehr gute Geschäftsmodelle.

Krönung des Schweizer Kleinanzeigen-Königs

Die moderne Kleinanzeigenindustrie entstand, als statische Anzeigen in Printmedien den Möglichkeiten des Internets unterlagen – ein Paradebeispiel für digitale Disruption. Einfach gesagt: Digitale Marktplätze bringen Käufernachfrage und Verkäuferangebot besonders effizient zusammen. Wenn Sie beispielsweise ein neues Auto kaufen möchten, suchen Sie wahrscheinlich auf einer Online-Plattform, vergleichen Angebote in Ihrer Nähe und sehen die Fahrzeuge anschliessend persönlich an^[1]. Das ist eine klare Verbesserung gegenüber dem Besuch mehrerer Autohäuser und dem Durchblättern von Zeitungsinseraten – nur um am Ende zu sagen: „I still haven't found what I'm looking for.“^[2]

Wesentlich ist: Die Plattform mit den meisten Inseraten zieht die meisten Käufer an, was wiederum mehr Verkäufer anlockt – ein klassischer Flywheel-Effekt. Diese „Winner-takes-most“-Dynamik führt häufig zu Quasi-Monopolen

mit hohen Markteintrittsbarrieren. Zahlenmässig erreicht die führende Plattform typischerweise rund 80 % Marktanteil. Swiss Marketplace Group (SMG) ist in der Schweiz der unangefochtene König dieses Modells.

SMG entstand im November 2021, als zwei der grössten Schweizer Medienhäuser – Ringier und die TX Group – ihre Kleinanzeigenplattformen fusionierten. Damit endete ein jahrelanger Konkurrenzkampf um Marktanteile, der lediglich die Kosten für die Kundenakquise erhöhte und die Margen unter Druck setzte. Die Fusion rationalisierte den Sektor, indem sie die führenden Plattformen vereinte. Im September 2025 brachte SMG schliesslich eine Minderheitsbeteiligung von 22 % an die Schweizer Börse. Die restlichen Anteile werden von TX Group, Ringier, Mobiliar und General Atlantic gehalten – mit rund 30 %, 20 %, 20 % und 8 % Anteil. General Atlantic und Mobiliar werden ihre Beteiligungen zum richtigen Preis reduzieren, was den Free Float erhöht, während die strategischen Medienaktionäre langfristig engagiert bleiben.

Die Kronjuwelen

Wenn man in der Schweiz lebt, findet man auf den Portalen der SMG ein Zuhause, ein Auto und verschiedene Gebrauchsgüter, sogar Möbel für das eigene Zuhause. Im Folgenden skizzieren wir die Aktivitäten des Unternehmens, oder anders gesagt: die besten Orte, um das zu finden, was man sucht.

Real Estate (50 % des Umsatzes) bedient Käufer und Mieter über mehrere Portale,

darunter die „Juwelen“ Homegate und ImmoScout24. Zusammen verzeichnen die Portale der SMG etwa das Achtfache an monatlichen Besuchen im Vergleich zum nächstgelegenen Konkurrenten Newhome. Über die Immobilieninserate hinaus erhöhen wertsteigernde Dienstleistungen die Kundenbindung. Dazu gehören ein CRM-Tool (Casasoft), datenbasierte Immobilienbewertungen (IAZI) und digitale Mietverwaltungslösungen (integriert in FlatFox). Dadurch schöpft SMG Wert entlang des gesamten Immobilienlebenszyklus – von der Bewertung über die Vermarktung bis hin zur Verwaltung. Die Umsätze stammen fast ausschliesslich aus Abonnements von Immobilienmaklern.

Automotive (25 % des Umsatzes) besteht aus einem einzigen Portal, AutoScout24, dem unangefochtenen Marktführer. Es verzeichnet fast 30-mal mehr monatliche Besuche als der nächstgrösste Wettbewerber. Auch hier erhöhen neue und verbesserte Produkte die Kundenbindung. Beispielsweise ermöglicht eine AI-Showroom-Funktion Händlern, Autos so zu präsentieren, als wären sie in einem Ausstellungsraum. Ausserdem erlaubt ein neuer Auktionsservice Privatpersonen, Fahrzeuge direkt an Händler zu verkaufen und so zusätzlichen Transaktionswert zu erzielen. Die Umsätze stammen überwiegend aus Abonnements von Autohändlern.

General Marketplaces (20 % des Umsatzes) umfasst verschiedene Portale, darunter Ricardo, Tutti und Anibis. Insgesamt erzielen sie fast das 20-Fache an Traffic ihrer

[1] Wir suchten auf SMG's Portal, AutoScout24.ch, nach einem VW Golf und fanden 3'347 Fahrzeuge. Zugegeben, dies ist eines der meistverkauften Modelle in der Schweiz. Bei Einschränkung der Suche auf schwarze Fahrzeuge im Alter von 3 bis 5 Jahren fanden wir 154 Angebote in der Schweiz, 76 innerhalb von 50 km um das Zürcher Stadtzentrum und 25 innerhalb von 20 km. Die nahezu unbegrenzten Filtermöglichkeiten machen digitale Marktplätze zum effizientesten Ausgangspunkt – zumindest für die Autosuche.

[2] Wie Sie wissen, bauen wir in unseren Briefen gelegentlich Bezüge zur Popkultur ein. Dieses Mal ist es U2's Song „I still haven't found what I'm looking for“ aus dem Jahr 1987, der angeblich persönliches Wachstum thematisiert, aber ebenso gut von der Suche nach einem Haus oder Auto handeln könnte. Tatsächlich hält sich das Gerücht, dass Bono zu den Textzeilen inspiriert wurde, als er seine Autoschlüssel suchte – ganz ausgeschlossen ist das nicht.

nächstgrössten Konkurrenten. Die Marktplätze unterscheiden sich in ihrer Monetarisierungsstrategie. Ricardo ist ein transaktionsbasierter Marktplatz und monetarisiert erfolgreich verkaufte Artikel über eine Provision von 10%. Tutti und Anibis hingegen sind kostenlos und finanzieren sich über Werbeeinnahmen.

Ancillary Services (5% des Umsatzes) ergänzen das Angebot in den Bereichen Auto und Immobilien, indem sie den Traffic von Nutzern mit hoher Kaufabsicht nutzen, um Finanzprodukte zu cross-sellen. Dieses Segment hat erst kürzlich die Gewinnschwelle erreicht.

Drei wesentliche Vorteile davon, in mehreren Vertikalen tätig zu sein, sind operative Synergien, Cross-Listing und Diversifikation. Nur die beiden letzteren verdienen eine weitere Erklärung. Cross-Listing erhöht den Traffic und die Wahrscheinlichkeit erfolgreicher Transaktionen. Etwa 50% der Immobilien- und 40% der Auto-Inserate erscheinen ebenfalls auf den allgemeinen Marktplätzen der SMG. Diversifikation bedeutet, dass wenn ein Segment ein herausforderndes Umfeld erlebt, die anderen möglicherweise stabil bleiben.

Die Preisgestaltung für Abonnements folgt einem ähnlichen Modell für die Bereiche Immobilien und Auto. Es gibt vier Stufen (Starter, Experienced, Professional, Expert), die sich hinsichtlich der enthaltenen Inseratsvolumen und Dienstleistungen unterscheiden. Die Preise für Auto-Inserate sind etwas niedriger, und die Verteilung über die Stufen unterscheidet sich, jedoch sind in beiden Bereichen etwa 70% der Kunden in den mittleren Stufen. Abonnements verlängern sich typischerweise jährlich und bieten somit die Möglichkeit zum Upselling. SMG hat im vergangenen Jahr eine „Vertragsharmonisierung“ durchgeführt, bei der Bestandskunden auf neue Standardtarife migriert wurden. Während dies zunächst etwas Abwanderung verursachte, hat sich

diese inzwischen auf nahezu null stabilisiert – ein Beleg für die hohe Bindung der Kunden. Der Wert, den SMG bietet, ist enorm, und die Preise wirken niedrig. Beispielsweise erzielt eine durchschnittliche Schweizer Immobilienmaklerin rund CHF 900'000 Umsatz pro Jahr. Um diese Verkäufe zu tätigen, gibt sie rund 3,5% für SMG-Dienstleistungen aus, zusätzlich zu Büromiete und anderen Personalkosten. Offensichtlich ist dies ein kleiner Anteil für die Nutzung des besten Ortes, um Häuser (und Autos) in der Schweiz zu verkaufen.

Trotz seiner Dominanz liegt SMGs Monetarisierung hinter internationalen Vergleichswerten zurück, ein Relikt früherer Preiskriege. Die „Take Rate“ des Unternehmens – definiert als der prozentuale Anteil des gesamten Transaktionswerts, der von der Plattform erfasst wird – liegt nur bei rund 2% und damit deutlich unter führenden Wettbewerbern wie AutoTrader (UK, Auto-Inserate) und Rightmove (UK, Immobilien-Inserate), die Take Rates von 6% bzw. 8% erzielen.

Innerhalb der Festung

Die Entstehung von SMG durch eine Fusion machte einige Veränderungen im Management unvermeidlich. Die aktuelle Führung war am Aufbau einer starken operativen Plattform beteiligt und ist nun entschlossen, das weitere Wachstum voranzutreiben. Wir haben das Kernteam getroffen und sind überzeugt, dass es erfolgreich sein kann. Uns war nicht bewusst, dass sich Kleinanzeigenunternehmen untereinander austauschen und sich sogar gegenseitig unterstützen. Das mag zunächst ungewöhnlich klingen, doch als nationale Quasi-Monopolisten fehlt ihnen echte Konkurrenz, und sie fürchten ihre internationalen Pendanten nicht. Ein Beispiel: Ende November trafen sich einige dieser Unternehmen in Zürich zum Austausch. Eine solche Form der Zusammenarbeit kennen wir aus keiner anderen Branche. Vielleicht wurden dabei in

der Vergangenheit sogar Einsichten zu Technologieplattformen geteilt.

Kleinanzeigenportale sind keineswegs technologisch rückständig; die meisten Unternehmen investieren erheblich, um einen reibungslosen Betrieb der Portale und Services sowie aussagekräftige Datenanalysen sicherzustellen. Zudem lassen sich neue Funktionen mit modernster Technologie deutlich schneller einführen. Bei SMG gehörten zu den jüngsten Produktlancierungen unter anderem Tenant+, ein Abonnementdienst für Wohnungssuchende, der früheren Zugriff auf Inserate ermöglicht, sowie Seller Leads, ein Dienst, der Maklern qualitativ hochwertige Hinweise auf neue Objekte liefert.^[3] Dies stärkt SMGs Stellung als Innovationsführer.

Um diese Führungsrolle zu halten, hat SMG in der Vergangenheit stark investiert und sämtliche Angebote auf neue Technologieplattformen migriert. Dies zeigt sich in den F&E-Ausgaben, die in den letzten Jahren bei rund 10% lagen – deutlich mehr als bei vielen Wettbewerbern. Zudem beschäftigt SMG rund 900 Mitarbeitende, von denen die Mehrheit in technologischen Funktionen tätig ist. Durch Nearshoring von etwa 35% der Belegschaft hat SMG seine Kosteneffizienz erhöht, indem Entwickler ausserhalb der Schweiz angestellt werden, ohne die typischen Schweizer Kostenstrukturen tragen zu müssen.

SMG hat in der Vergangenheit operative Margen knapp unter 50% erzielt. Diese können klar durch Umsatzwachstum und Kostendisziplin verbessert werden. Wichtig ist, dass die F&E-Investitionen künftig tiefer ausfallen dürften, da die grossen Investitionen bereits erfolgt sind. Wir erwarten daher, dass die Margen auf etwa 60% steigen. Die Ergebnisqualität ist hoch, was sich in einer soliden Cash-Conversion widerspiegelt und Spielraum für zukünftige Dividendenerhöhungen lässt.

[3] Seller Leads ist ein Dienst, der potenzielle Hausverkäufer identifiziert – unter anderem über Plattformen wie Immoverkauf.ch (von Scout24 übernommen). Dort registrieren sich Hauseigentümer und nutzen ein kostenloses Tool zur Bewertung ihrer Immobilie (IAZI). SMG verkauft diese hochwertigen Leads an Immobilienmakler und verschafft ihnen damit wertvolle Möglichkeiten, neue Verkaufsmandate zu gewinnen.

AI-Evolution, nicht das Ende der Krone

Der Börsengang von SMG fand inmitten eines „perfekten Sturms“ statt. In Grossbritannien kündigte Rightmove – lange Zeit bewundert für seine branchenführenden Margen von rund 75 % – massive Technologieinvestitionen für die kommenden Jahre an. Dies wird das Margenprofil reduzieren und legt nahe, dass diese hohen Margen durch eine Unterinvestition in die technologische Infrastruktur erreicht wurden. Eine moderne Technologieplattform ist jedoch unverzichtbar angesichts des Aufstiegs von KI. Eine umfassende Analyse der möglichen KI-Disruption würde den Rahmen dieses Briefs sprengen, dennoch möchten wir einige Einschätzungen teilen. Der König ist tot. Lang lebe der König!

Derzeit sind KI-Modelle auf Scraping angewiesen, was häufig zu verspäteten oder ungenauen Daten führt – ein kritischer Nachteil in schnelllebigen Mietmärkten. Zwar könnten direkte API-Feeds entstehen, doch ungelöste Fragen zur Monetarisierung sprechen dagegen, dass Inventare frei zugänglich werden.

Entscheidend ist, dass dominante Portale über Schutzgräben verfügen, die KI nicht einfach replizieren kann. Erstens proprietäre Daten: KI fehlt es an verifizierten Transaktionsdaten und riskiert Bewertungsfehler von etwa 20 %, im Vergleich zu rund 2 % bei Portalen. Zweitens Ökosystem-Lock-in: Durch die Einbettung essenzieller Software wie CRM-Systemen für Makler entsteht eine starke Bindung. Drittens das visuelle Nutzererlebnis: Immobilien sind ein visuell getriebenes Produkt – ein Vorteil gegenüber derzeit überwiegend textbasierten KI-Systemen.

Darüber hinaus ist der Kauf einer Immobilie ein emotionaler Prozess der Eliminierung. Anders als bei allgemeinen Marktplätzen oder sogar Autos verlangen Immobilienkäufer, alle Alternativen zu sehen, um

sicherzugehen, dass sie die beste verfügbare Option gefunden haben. Dieses psychologische Bedürfnis nach vollständigem Inventar bietet Immobilienportalen einen einzigartigen Schutz vor kuratierten KI-Empfehlungen.

Wir sehen KI nicht als Risiko für die nächsten fünf bis zehn Jahre. Zudem ist SMG gut geschützt: Rund 90 % des Traffics sind organisch, das heisst Nutzer gelangen direkt über die App oder Webseite auf die Plattform und nicht über Suchmaschinen. Gegenwärtig stammen etwa 9 % des Traffics aus Suchmaschinen und lediglich ein vernachlässigbarer Anteil von 1 % aus KI. Interessanterweise stammt die Hälfte dieses KI-Traffics von FlatFox – einem Dienst, der häufig von jungen Nutzern auf der Suche nach Wohngemeinschaften verwendet wird und daher eine höhere Technologieaffinität aufweist. Folglich erwarten wir, dass SMG gegenüber KI resilient bleibt, da das Unternehmen KI eher als Produktivitätswerkzeug integriert, anstatt durch sie verdrängt zu werden.

Die Krone zu tragen ist schwer

Die meisten Kleinanzeigenportale stehen aufgrund ihres Erfolgs unter gewisser regulatorischer Beobachtung. SMG arbeitet aktiv mit den Regulierungsbehörden zusammen, um unnötige Störungen zu vermeiden. Im Jahr 2021 nahm das Unternehmen freiwillig Kontakt mit der Schweizer Wettbewerbskommission auf, welche die Fusion genehmigte. Seither hat sich die Aufsicht jedoch intensiviert. Der IPO-Prospekt von SMG passte seine Risikosprache an und wies auf laufende Untersuchungen hin, was Investoren verunsicherte. Hintergrund ist, dass der Schweizer Preisüberwacher die Preisgestaltung in den Bereichen General Marketplaces und Immobilien prüfte. Glücklicherweise wurde im Januar 2026 eine einvernehmliche Lösung gefunden, womit das Thema für den Moment abgeschlossen ist.

Ein ummauerter Garten, der gepflegt werden will

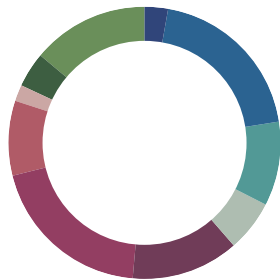
Wir mögen Kleinanzeigenplattformen aufgrund ihres Asset-Light-Geschäftsmodells, ihrer hohen Cash-Conversion und ihrer stabilen Schutzgräben. SMG ist ein Paradebeispiel für diese Qualität. Das Unternehmen verfügt über ein unangefochtenes Monopol in einem wohlhabenden, stabilen Land. Man könnte sagen, es operiert in einem „ummauerten Garten“. Während das „AI-Loser“-Stigma noch etwas Zeit brauchen wird, um zu verblassen, erzählen die Fundamentaldaten eine andere Geschichte.

Normalerweise kommentieren wir Aktienkurse nur zurückhaltend, aber in diesem Fall lohnt es sich. Der IPO-Preis wurde bei CHF 46 festgesetzt, und bereits am nächsten Tag schloss die Aktie bei CHF 49 – ein guter Start! Doch innerhalb von zwei Monaten fiel der Kurs unter CHF 29 (nein, das ist kein Tippfehler), und wir nutzten die Gelegenheit, unsere Position auszubauen. Der Grund für diesen Rückgang lag in der oben beschriebenen Erzählung über potenzielle KI-Disruption sowie in einigen idiosynkratischen Problemen bei Mitbewerbern. Nach Bekanntgabe der Einigung mit dem Preisüberwacher schloss die Aktie wieder über CHF 43. Herr Markt kann sich manchmal einfach nicht entscheiden – wir können es, und wir schätzen unseren König!

Unternehmerportfolio

Ein genauer Blick auf die Strategie und ihre Unternehmen

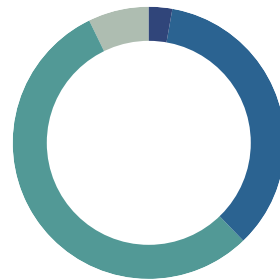
UMSATZ NACH SEGMENT (%)



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

Grundstoffe	1
Maschinen	19
Andere Investitionsgüter	13
Transport	4
Halbleiter	14
Gesundheitswesen	22
Lebensmittel	8
Immobilien	1
Asset Management	4
Andere	15

PREISSETZUNGSMACHT* (%)

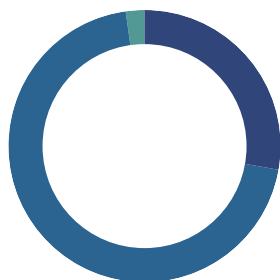


*Im Investment-Universum sind rund 5 % der Unternehmen mit mittlerer oder hoher Preissetzungsmacht.

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

Hoch	4
Mittel	35
Gering	54
Keine	7

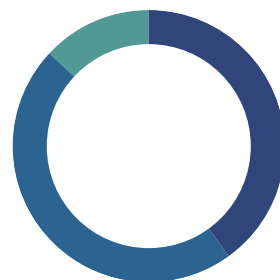
WETTBEWERBSVORTEIL (%)



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

Hoch	28
Mittel	70
Gering	2

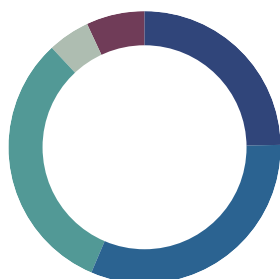
UMSTELLUNGSKOSTEN (%)



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

Hoch	40
Mittel	47
Keine	13

ESG BEWERTUNG (%)



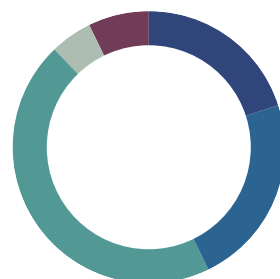
Das ESG-Rating fasst die ESG-Leistung eines Unternehmens in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governancethemen im Vergleich zu seinen Branchenkollegen zusammen.

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

Nach Gewicht im Portfolio, ohne Cash.

AAA	25
AA	32
A	32
BBB	5
Keine	7

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	20
Auf 2,0°C ausgerichtet	23
Kaum ausgerichtet	45
Überhaupt nicht ausgerichtet	5
Kein Rating	7

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. Dezember 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.