

Loeb Holding AG

Einschätzung

- Loeb betreibt Warenhäuser unter eigenem Namen im Kanton Bern sowie die Multi-Label Stores «Maggs» und Markenstores an verschiedenen Standorten über die Kantonsgrenzen hinaus. Ebenfalls wird ein gewichtiges Immobilienportefeuille geführt, das knapp zwei Drittel der Bilanzsumme ausmacht.
- Der Detailhandel verzeichnet als Branche seit Jahren rückläufige Umsätze, wovon auch Loeb nicht verschont bleibt. Um diesen Entwicklungen entgegenzuwirken, straffte Loeb in den letzten Jahren das Filialnetz und investierte in Logistik und Informatik. Die ergriffenen Massnahmen führten nach dem Turnaround 2017 zu nochmals deutlich besseren Werten auf Betriebsebene. Verluste auf dem beträchtlichen Wertschriftenportefeuille verhinderten eine entsprechende Entwicklung des Reingewinns, wovon aber die Dividende nicht betroffen ist.
- Die Modernisierung des Stammhauses in Bern ist in vollem Gange, die Filialen in Biel und Thun folgen im laufenden Jahr. Die Konzentration auf attraktive Zentrumsanlagen macht Sinn und dürfte, zusammen mit anderen Investitionen, die Margen weiter erhöhen. Bezüglich Strategie und Beitrag des Online-Handels hüllt sich die Loeb-Gruppe in Schweigen, erachtet diesen allerdings lediglich als Ergänzung zum stationären Geschäft.
- **Der PS fällt mit einem KBV von 0.63 auf, das nur bedingt durch die spezielle Aktionärsstruktur oder Risiken im Detailhandel gerechtfertigt werden kann. Die vorhandene Substanz sollte vor allzu starken Abwärtsbewegungen schützen, die Margenentwicklung lässt Aufwärtspotenzial erhoffen. Langfristig orientierte Anleger finden in den Loeb-Titeln eine günstige Bewertung mit 2.2% Dividendenrendite.**

Unternehmenszahlen Loeb Holding AG (in Mio. CHF)

	2018	2017	2016
Nettoumsatz	81.8	87.6	93.6
Umsatzwachstum in %	-6.7	-6.4	-6.2
EBITDA	11.4	10.1	6.4
EBITDA-Marge in %	14.0	11.5	6.9
EBIT	3.5	1.8	-2.4
EBIT-Marge in %	4.3	2.0	-2.6
Reingewinn	0.1	3.6	-4.6
Reingewinn-Wachstum in %	-96.0	n/a	n/a
Ausgew. Eigenkapital	175.0	177.2	175.1
EK-Quote in %	70.4	69.9	67.9

Quelle: Geschäftsberichte 2015-2018.

Datum: 23.05.2019
Branche: Nahrungsmittel
Autor: Raphael Wewita / Björn Zern
 Zern & Partner GmbH

PS (Partizipationsschein à 3 CHF)

Valorennummer: **204.549**
 Kurs bez. (21.05.19): **227 CHF**
 Anzahl PS/Aktien: **PS 234'000, Namen Serie «B» 180'660 (beide gelistet auf OTC-X), Namen Serie «A» 693'400 (kein Handel)**
 Marktkapitalisierung: **110.4 Mio. CHF**
 Grösste Aktionäre: **Nicole Loeb Furrer über Ellan Holding (79.33% der Stimmen, 27.7% des Kapitals), Marc Loeb über Malo Holding AG (7.6% der Stimmen, 26.6% des Kapitals)**

Kennzahlen je PS (in CHF)

	2018	2017
Aktienkurs aktuell / 31.12.17	227.0	198.5
Reingewinn	0.3	7.5
Ausgew. Buchwert	361.5	366.2
Dividende/Ausschüttung	5.0	5.0
KBV	761.0	26.6
KBV	0.63	0.54
Div.-Rendite in %	2.2	2.5

Kursentwicklung



Termine

28.04.2020 GV- und PS-Versammlung

Links & Leitung

www.loeb.ch

VRP: Gaius d'Uscio
 CEO: Nicole Loeb Furrer
 CFO: Franz Wittwer

Unternehmensprofil

Die Berner Warenhausgruppe Loeb ist ein traditionsreiches Schweizer Familienunternehmen mit einer mehr als 130-jährigen Geschichte. Seit 1999 ist mit Nicole Loeb bereits die fünfte Generation der Familie im Unternehmen tätig.

Die Geschäfte der Loeb Holding AG sind in zwei Sparten, «Detailhandel» und «Immobilien», unterteilt. Im Detailhandel betreibt man Warenhäuser in Bern, Biel und Thun unter dem Familiennamen. Ebenfalls in dieser Sparte angesiedelt sind Geschäfte für Textilien und Accessoires, die unter dem Namen «Maggs» als Multi-Label Concept-Stores sowie als Mono-Label Stores geführt werden.

Die zweite Sparte «Immobilien» besteht aus der Imlo Immobilien AG und der Warlo Immobilien AG. Letztere verwaltet sämtliche betrieblich genutzten Liegenschaften, während die Imlo Immobilien AG alle Renditeliegenschaften unter sich vereint. Insgesamt umfasst das Immobilienportefeuille per Ende 2018 Liegenschaften mit einem Buchwert von 160.4 Mio. CHF, allesamt an besten Lagen. Die Renditeliegenschaften machen davon 26.5 Mio. CHF aus, was etwa 16.5% der Immobilien respektive 10.7% der Aktiven ausmacht.

Etwas über 13% der Bilanzsumme sind in ein beträchtliches Wertschriftenportefeuille von 32.8 Mio. CHF investiert. Die Anlagen bestehen zu zwei Dritteln aus Aktien und zu einem Drittel aus Obligationen, die extern von Spezialisten verwaltet werden.

Die Loeb Gruppe beschäftigte per Ende des Berichtsjahres 304 Mitarbeitende (gemessen in Vollzeitstellen) und besitzt eine Verkaufsfläche von 21'100 m², wovon sie rund 65% selber bewirtschaftet.

Das Gesellschaftskapital der Gruppe setzt sich aus Namenaktien der Serien «A» und «B» sowie Partizipationsscheinen zusammen. Über die Papiere der Serie «A» hält die VR-Delegierte Nicole Loeb Furrer 79.3% der Stimmrechte bei einem Kapitalanteil von 27.7%. Die Serie «B» sowie der Partizipationsschein werden über die OTC-X-Plattform der BEKB gehandelt.

Geschäftsverlauf

Die selbstverschriebene Diät (vgl. unsere Studie vom letzten Jahr) trägt dieses Jahr erst auf den zweiten Blick Früchte: Beim Umsatz verzeichnet die Loeb Gruppe ein Minus von 7.1%, der Reingewinn fällt von 3.6 Mio. CHF auf magere 145'000 CHF.

Das Umsatzminus lässt sich allerdings durch weitere Straffungen des Filialnetzes, andauernde Umbauarbeiten im Stammhaus Bern sowie ganz grundlegend fallende Umsätze im physischen Detailhandel erklären. Der Reingewinn dagegen leidet kräftig unter dem durchgezogenen Börsenjahr: Wo 2017 noch fast 2.8 Mio. CHF Finanzerträge angeführt wurden, steht für das vergangene Jahr ein Verlust von knapp 3 Mio. CHF.

In Anbetracht der relativen Grösse des Wertschriftenportefeuilles ist mit gelegentlichen Schwankungen und Auswirkungen auf den Reingewinn zu rechnen. Auf der kurzfristig wichtigeren operativen Ebene verzeichnet die Loeb-Gruppe hingegen Erfreuliches: Die EBIT-Marge wurde von 11.5% auf 14% gesteigert, in

«Neben dem Kerngeschäft Detailhandel im oberen Preissegment verfügt Loeb mit Immobilien über ein zweites Standbein.»

«Verluste auf Wertschriften lassen das Ergebnis schlechter aussehen als es ist.»

erster Linie dank weiter gesunkener Aufwände. Die EBIT-Marge wurde gar mehr als verdoppelt und beträgt für das vergangene Jahr 4.3%. Inhaber von PS und Aktionäre der Serie «B» partizipieren, wie im Vorjahr, über eine Dividende von 5 CHF am Erfolg.

Die Bilanz der Loeb Gruppe präsentiert sich (weiterhin) höchst solide: Der Eigenfinanzierungsgrad beträgt über 70%. Mehr als die Hälfte des Fremdkapitals besteht aus langfristigen Hypothekarschulden und finanziert rund ein Viertel der Buchwerte der Immobilien. Zusätzlich kann von erheblichen stillen Reserven auf dem Immobilienvermögen ausgegangen werden.

Aussichten

Die Loeb-Diät nähert sich dem Ende: Die ausgerufene Konzentration auf attraktive Innenstadtlagen ist erfolgt und jene Aktivitäten, die nicht dieser Strategie entsprechen, wurden aufgelöst. Die verbleibenden Häuser werden dagegen modernisiert. Beim Berner Haupthaus laufen die Arbeiten bereits seit langem und sollen diesen Herbst abgeschlossen werden. Auch der dortige Loeb Lebensmittel wird seit Anfang dieses Jahres aufgewertet, wobei hier auf Kooperationen mit Schweizer KMUs gesetzt wird und «kulinarische Treffpunkte sowie attraktive Warenangebote Erlebniswelten» schaffen sollen. Für die Filialen in Biel und Thun laufen aktuell die Planungsarbeiten für die Umbauten und Renovationen.

Das laufende Geschäftsjahr begann gemäss CFO Franz Wittwer durchzogen: Sowohl im Berner Haupthaus als auch bei Loeb Lebensmittel wurden die gesetzten Ziele noch nicht erreicht. Während insbesondere der April für die gesamte Branche ein herausfordernder Monat gewesen sei, macht Loeb vor allem eine nicht genehmigte Provisoriumssituation zu schaffen, was dazu führt, dass der Umbau bei laufendem Betrieb vonstatten gehen muss. Die Häuser in Biel und Thun dagegen seien auf Kurs, die Ziele zu erreichen.

Die wohl grösste Herausforderung für Loeb besteht weiterhin im Online-Handel. Laut GfK Switzerland wuchs dieser 2018 um 10% und hat sich seit 2010 beinahe verdoppelt. Die Loeb Gruppe trägt dieser strukturellen Veränderung Rechnung und baut ihren Online-Shop laufend weiter aus, wobei Bekleidung und Nahrungsmittel auch in Zukunft nur stationär angeboten werden sollen. Ein wichtiges

«Sowohl EBITDA- als auch EBIT-Marge konnten beträchtlich gesteigert werden.»

Abb. 1: Entwicklung Nettoerlös und EBIT über die letzten sechs Jahre



Quelle: Geschäftsberichte

Standbein der Loeb'schen Online-Präsenz war das Swisscom-Coop-Joint Venture Siroop, das rund 60% der eingegangenen Online-Bestellungen verantwortete, jedoch per Ende 2018 eingestellt wurde. Nichtsdestotrotz sollen Kooperationen auch in Zukunft ein wesentlicher Bestandteil des Online-Geschäfts sein, wobei hier mindestens vorläufig noch keine Details bekannt sind.

Innovativ zeigt sich Loeb beim Anspruch, das «persönlichste Warenhaus der Schweiz» zu sein: Der Online-Handel soll eine «verlängerte Ladentheke» ermöglichen. Die Spezialisierung und hohe Qualität im Sortiment und der Beratung sollen mit den Vorteilen des Online-Shoppings vereint werden, wobei Kunden eine konkrete, abschliessende Beratung im Geschäft erhalten und die individualisierte Lösung anschliessend per Post nach Hause geschickt erhalten.

Rund ein Drittel der Verkaufsflächen ist an verschiedenste Drittanbieter vermietet. Dadurch entsteht die Möglichkeit, das eigene Angebot zielgerichtet zu erweitern und die angesprochenen «Erlebniswelten» weiter zu verfeinern oder zu ergänzen. CFO Franz Wittwer beobachtet zunehmend kürzere Mietverträge, was Loeb befähigt, flexibel auf schnell ändernde Kundenbedürfnisse zu reagieren. Gleichzeitig eröffnet dies ein Risiko, sollten keine attraktiven Mieter gefunden werden. Erwähnenswert in diesem Kontext ist die langfristige Zusammenarbeit mit Lidl als Mieter in Bern und Biel.

Neben dem Detailhandel ist die Loeb Gruppe im Immobiliengeschäft aktiv, wobei rund 16.5% des Portefeuilles in Renditeliegenschaften investiert ist. Während eine grundsätzliche Offenheit bezüglich Zukäufen besteht, soll auch hier eine Konzentration auf attraktive Innenstadtlagen fortgeführt werden. Bei den aktuellen Preisen sieht die Gruppe aktuell wenig Potenzial.

Fazit

Mit den drei Standbeinen «Detailhandel», «Immobilien» und «Wertschriften» ist die Loeb Gruppe breit engagiert. Der Diversifikationseffekt dürfte dennoch begrenzt sein, da insbesondere die ersten beiden Sparten stark positiv korreliert sind. In den Immobilien steckt viel Substanz. Berücksichtigt werden muss allerdings, dass es sich vorwiegend um Detailhandelsimmobilien handelt, deren Vermietbarkeit und Mietzinsen wegen des zunehmenden Online-Handels unter Druck kommen können. Zudem sind die allgemeinen Immobilienpreise in der Tendenz hoch; auch wenn ein allfälliger Preisrückgang dank mutmasslich hoher stiller Reserven keine direkten Konsequenzen für die Loeb Gruppe hätte, dürfte die Konsumfreudigkeit der Kunden in einem solchen Szenario leiden. Dies gilt umso mehr, da Loeb im hochpreisigen Segment des Detailhandels tätig ist.

Gleichzeitig, und kurz- wie langfristig relevant, schützt diese Positionierung den Detailhandelsarm der Gruppe teilweise vor den strukturellen Verschiebungen Richtung Online-Handel. Loeb verkauft Güter, bei denen «Touch and Feel» eine entscheidende Komponente darstellt – als Beispiel dient hier Loeb Lebensmittel, die allerlei Exklusivitäten anbieten, die Kunden persönlich anschauen und bewerten können.

Dank äusserst solider Finanzierung und erfolgreichen Anpassungen im Portefeuille ist das Unternehmen gut für die Herausforderungen im Detailhandel gerüstet.

«Loeb positioniert sich sinnvoll in einem herausfordernden Markt. Mehr Erlebnis und Abwechslung sollen Kunden in den Laden locken.»

Die Investitionen in die Warenhäuser sind ein Schritt in die richtige Richtung und zeugen von einer durchdachten Langfristperspektive. Im Online-Geschäft ist ein flexibler und pragmatischer Ansatz erkennbar; vieles bleibt jedoch offen und langfristiger Erfolg ist keineswegs gesichert.

Während eine Bewertung des PS anhand des gängigen KGV nicht aussagekräftig ist, fällt das sehr tiefe KBV von 0.63 auf. Alleine die Immobilien weisen einen Buchwert von 160 Mio. CHF aus. Dem gegenüber steht eine Nennwert-gewichtete Marktkapitalisierung von weniger als 110 Mio. CHF. Ein solch hoher Abschlag gegenüber dem Buchwert ist nur bedingt mit der Kapitalisierungsstruktur und dem herausfordernden Detailhandelsumfeld erklärbar.

Nebst des PS ist auch die Namenaktie der Serie «B» handelbar. Diese verfügt zwar theoretisch über ein Stimmrecht, wird allerdings selten gehandelt. Die vereinfachende Einführung einer Einheitsaktie steht für die Familie Loeb allerdings nicht zur Diskussion.

Die vorhandene Substanz und die ermutigenden Tendenzen im Hauptgeschäft lassen eine Annäherung des Kurses an den Buchwert vorstellbar erscheinen. Substanzielle Abwärtsbewegungen dagegen dürften aus genannten Gründen unwahrscheinlich sein. Zusammen mit einer Dividendenrendite von 2.2% ergibt sich eine interessante Kombination für langfristig orientierte Anleger.

«Die Positionierung zusammen mit den getätigten Investitionen lassen Gutes für die Zukunft erhoffen. Die tiefe Bewertung relativ zum Buchwert ist nur bedingt rechtfertigbar und lässt Kursfantasien zu.»

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es wurde durch die Zern & Partner GmbH erstellt und ist zur Verteilung in der Schweiz bestimmt. Es darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, welche die Zern & Partner GmbH für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können Informationen unvollständig sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an andere Personen weiterverteilt werden.

Eine Anlageentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des Emittenten muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist, und darf nicht auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die in diesem Dokument besprochenen Anlagen können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage nicht geeignet sein. Anleger sollten vor der Erteilung eines Auftrages in jedem Fall mit ihrer Bank, ihrem Broker oder ihrem Anlage- oder Vermögensberater Kontakt aufnehmen.

Die Zern & Partner GmbH und/oder ihre Repräsentanzen, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren, oder andere Anlagen, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Anteilseigner der Zern & Partner GmbH können diese Wertpapiere am offenen Markt für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Weiterhin können Zern & Partner und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften die in diesem Bericht genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und, soweit im Rahmen gesetzlicher Vorgaben erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die Zern & Partner GmbH ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

Die Zern & Partner GmbH ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die BEKB | BCBE keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB | BCBE erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Zern & Partner GmbH verantwortlich.

Der Wert der Anlage, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Anlage in einer Währung oder basierend auf einer Währung getätigt wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und den Erfolg der Anlage haben. Preise und Kursentwicklungen aus der Vergangenheit geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Anlage. Die Zern & Partner GmbH übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete erwartete Ertrag oder allfällig genannte Kursziele erreicht werden. Änderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Der Erfolg aus Anlagen unterliegt Marktrisiken.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Information zu Verflechtungen:

Der Autor dieser Studie ist nicht mit dem untersuchten Unternehmen in irgendeiner Weise verflochten, weder über Beteiligungsbesitz, wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse. Der Verfasser dieser Studie sowie die damit vertrauten Personen dürfen vier Wochen vor Erscheinen der Studie sowie bis zu zwei Wochen nach Erscheinen dieser Studie keine Transaktionen in den Aktien tätigen.