

### Loeb Holding AG

#### Zusammenfassung

- Die Loeb-Gruppe betreibt unter ihrem Namen drei Warenhäuser sowie zwei Concept-Stores mit dem Namen «Maggs». Zweites Standbein ist ein Immobilienportfolio, das rund zwei Drittel der Bilanzsumme umfasst. Ausserdem besitzt das Unternehmen ein Wertschriftenportfolio von rund 30 Mio. CHF.
- Weil die Umsätze im Kerngeschäft Detailhandel aufgrund des Strukturwandels in der Branche seit Jahren rückläufig sind, wurden unrentable Geschäftsbereiche geschlossen. Loeb investiert stattdessen in die eigenen Warenhäuser mit dem Ziel, diese als «persönlichste Warenhäuser der Schweiz» zu positionieren.
- In den letzten drei Jahren wurden das Stammhaus in Bern sowie die Filialen in Biel und Thun modernisiert und nicht mehr benötigte Flächen umgenutzt. Mit den neu entstandenen «Erlebniswelten» sollen die Frequenzen in den Häusern erhöht werden, um zusätzliche Verkäufe generieren zu können.
- Im Online-Handel auf loeb.ch setzt das Unternehmen bisher auf Hartwaren und hat die gesamte Logistik an einen Partner ausgelagert. Für den Textilbereich prüft Loeb Kooperationen sowie die eigene Online-Boutique maggs.ch.
- Das Geschäftsjahr 2020 wurde durch die behördlich verordneten Schliessungen der Warenhäuser während des Corona-Lockdowns belastet. Unter dem Strich verblieb ein Verlust in Höhe von 3.9 Mio. CHF. Auch 2021 wird durch die pandemiebedingten Einschränkungen belastet, auch wenn Härtefallentschädigungen einen Teil der negativen Folgen abfedern werden.
- 2020 wurde noch eine Sonderdividende an die Anteilseigner ausbezahlt. Der Kurs von PS und Namenaktien «B» reflektiert diese Ausschüttung allerdings genauso wenig wie der hohe Verlust. Die Gründe für den Discount auf den Buchwert von 30% dürften die Transformation im Detailhandel sowie die Aktionärsstruktur sein. Für Investoren mit einem Faible für Substanzwerte bleiben die Papiere dennoch langfristig interessant.

#### Unternehmenszahlen Loeb Holding AG (in Mio. CHF)

	2020	2019	2018
<b>Nettoumsatz</b>	62.0	74.6	81.8
<b>Umsatzwachstum in %</b>	-16.8	-8.8	-6.7
<b>EBITDA</b>	2.3	9.9	11.4
<b>EBITDA-Marge in %</b>	3.7	13.3	14.0
<b>EBIT</b>	-6.0	2.4	3.5
<b>EBIT-Marge in %</b>	n/a	3.2	4.3
<b>Reingewinn</b>	-3.9	5.0	0.1
<b>Reingewinn-Wachstum in %</b>	n/a	3'338.6	-96.0
<b>Ausgew. Eigenkapital</b>	159.7	178.2	175.0
<b>EK-Quote in %</b>	62.5	70.0	70.4

Quelle: Geschäftsberichte 2018-2020.

**Datum:** 04.11.2021  
**Branche:** Detailhandel  
**Autor:** Björn Zern  
 Zern & Partner GmbH

#### PS (Partizipationsschein à 3 CHF)

Valorennummer: **204.549**  
 Kurs bez. (03.11.21): **232.40 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: **112.5 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)

	2020	2019
Aktienkurs aktuell / 31.12.19	<b>232.4</b>	<b>250.0</b>
Reingewinn	<b>-8.0</b>	<b>10.3</b>
Ausgew. Buchwert	<b>330.4</b>	<b>368.2</b>
Dividende/Ausschüttung	<b>0.15</b>	<b>5.15*</b>
KGV	<b>n/a</b>	<b>24.3</b>
KBV	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
Div.-Rendite in %	<b>0.1</b>	<b>2.1*</b>

\* zzgl. 25 CHF Sonderdividende

#### Kursentwicklung



#### Termine

**n. bek. GV- und PS-Versammlung**

#### Links & Leitung

Geschäftsbericht 2020  
[www.loeb.ch](http://www.loeb.ch)

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

## Unternehmensprofil

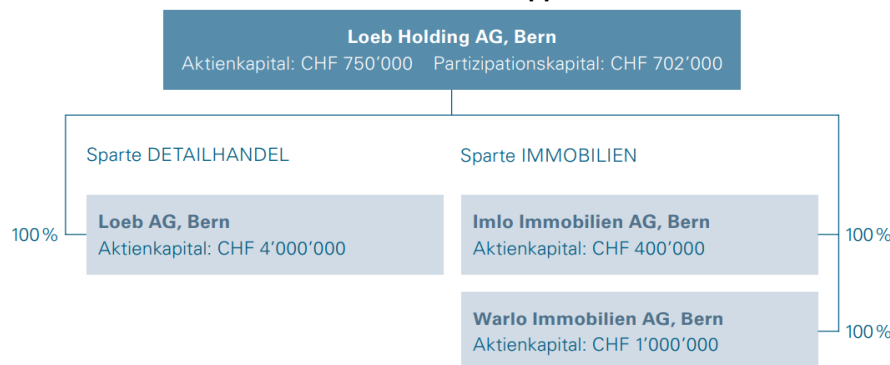
Die Berner Warenhausgruppe Loeb ist ein traditionsreiches Schweizer Familienunternehmen mit einer 140-jährigen Geschichte. Seit 1999 ist mit Nicole Loeb bereits die fünfte Generation der Familie im Unternehmen tätig.

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

Die zweite Sparte «Immobilien» besteht aus der Imlo Immobilien AG und der Warlo Immobilien AG. Letztere verwaltet die fünf betrieblich genutzten Liegenschaften, während zur Imlo Immobilien AG die vier Renditeliegenschaften gehören. Insgesamt umfasste das Immobilienportefeuille per Ende 2020 Liegenschaften mit einem Buchwert von 162.1 Mio. CHF, die sich allesamt an besten Lagen befinden. Die Renditeliegenschaften machen davon 26.1 Mio. CHF aus, was etwa 16.1% der Immobilien entspricht.

Etwas über 12% der Bilanzsumme waren per Ende 2020 in ein beträchtliches Wertschriftenportfolio von 30.5 Mio. CHF investiert. Die Anlagen bestehen zu zwei Dritteln aus Aktien und zu einem Drittel aus Obligationen. Das Portfolio wird extern von Spezialisten verwaltet. Zur Finanzierung der Umbaumaassnahmen in den Loeb-Filialen wurde das Wertschriftenportfolio 2019 um 9 Mio. CHF reduziert. 2020 kam es nicht mehr zu Wertschriftenverkäufen. Die weiteren Investitionen wurden durch die Aufnahme eines Hypothekarkredits über 20 Mio. CHF finanziert.

**Abb. 1: Unternehmensstruktur der Loeb-Gruppe**



Quelle: Geschäftsbericht 2020.

Per Ende 2020 beschäftigte die Loeb-Gruppe 259 Vollzeitangestellte (Vorjahr: 283). Sie besitzt eine Verkaufsfläche von 22'180 qm, wovon sie rund 65% selber bewirtschaftet. Hinzu kommen 1'433 qm Wohn- und 3'651 qm Büroliegenschaften. Dazu gehört auch der ImpactHub Bern, ein erfolgreiches Co-Working-Projekt. Insgesamt besitzt die Gruppe neun Liegenschaften, wovon fünf selbst genutzt werden. Im Zuge der Erneuerung der Warenhäuser in Biel und Thun konnten die Flächen optimiert und so Wohnungen an zentraler Lage geschaffen werden, die mittlerweile alle vermietet sind.

«Die Geschäfte der Loeb Holding sind in die Sparten «Detailhandel» und «Immobilien» unterteilt.»

«Etwas über 12% der Bilanzsumme waren per Ende 2020 in ein beträchtliches Wertschriftenportefeuille von 30.5 Mio. CHF investiert.»

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 Loeb-Gruppe wurde im Jahr 2020 sehr hart von den behördlich angeordneten Schliessungen aufgrund der Corona-Pandemie getroffen. Ganze acht Wochen blieben die Türen der Warenhäuser in Bern, Biel und Thun sowie der anderen Geschäfte von Loeb geschlossen. Neben dem eigenen Detailhandelsgeschäft war auch ein Teil der vermieteten Liegenschaften von den Schliessungen betroffen, was sich ebenfalls nachteilig auf die Erfolgsrechnung auswirkte. Nach der Wiedereröffnung im Sommer erholte sich das sehr gut. Mit der zweiten Corona-Welle im Herbst folgte jedoch ein weiterer Rückschlag in den für den stationären Detailhandel wichtigen Monaten November und Dezember.

Der Umsatz der Loeb-Gruppe sank daher im Geschäftsjahr 2020 um knapp 17% auf 62.0 Mio. CHF (Vorjahr: 74.6 Mio. CHF). Eine erfreuliche Entwicklung verzeichnete das ganzjährig geöffnete Geschäft «Loeb Lebensmittel». Durch den geringen Anteil am Gesamtumsatz konnte dies die Einbussen aus dem Lockdown jedoch bei weitem nicht kompensieren. Aufgrund des Umsatzrückganges und Abschreibungen auf dem Warenlager reduzierte sich auch die Bruttogewinnmarge deutlich von 45.5% auf 37.9%. Bereits im Vorjahr war diese leicht gesunken. Von der Corona-Pandemie betroffen waren auch die Mieterträge der Loeb-Gruppe, die ebenfalls zurückgingen. Den Mietpartnern mit Fixmieten mussten während des Lockdowns 60% der Miete erlassen werden.

Immerhin verzeichnete Loeb auch einen starken Rückgang des Betriebsaufwandes um 10.0% auf 30.6 Mio. CHF. Zurückzuführen ist dies hauptsächlich auf Kurzarbeitsentschädigungen, was zu einem um 18.4% niedrigeren Personalaufwand von 17.7 Mio. CHF führte. Dank einer patronalen Stiftung konnte Loeb die Kurzarbeitsentschädigung für die Mitarbeitenden freiwillig von 80% auf 100% aufstocken. Übergangs- oder Notkredite gemäss des Covid-19-Solidarbürgerschaftsgesetzes wurden im Berichtsjahr nicht in Anspruch genommen.

Während das Betriebsergebnis auf Stufe EBITDA mit 2.3 Mio. CHF (Vorjahr: 9.9 Mio. CHF) noch leicht positiv ausfiel, resultierte auf Stufe EBIT ein Minus von 6.0 Mio. (Vorjahr: +2.4 Mio.). Das breit diversifizierte Wertschriftenportfolio von Loeb erzielte trotz der volatilen Entwicklung der Finanzmärkte ein erfreuliches Ergebnis von 0.6 Mio. (Vorjahr 2.8 Mio. CHF). Dennoch verblieb unter dem Strich ein Jahresverlust von 3.9 Mio. CHF. Auf die Ausschüttung einer Dividende wurde angesichts des negativen Ergebnisses verzichtet. Einzig die Inhaber eines Partizipationsscheins erhielten eine Vorzugsdividende von 0.15 CHF, welche eine nachträgliche Ergänzung für das Geschäftsjahr 2017 darstellte.

Durch die Ausschüttung einer Sonderdividende und verstärkt durch das negative Jahresergebnis reduzierten sich die Eigenmittel im Berichtsjahr auf 159.7 Mio. CHF (Vorjahr: 178.2 Mio. CHF). Die Eigenkapitalquote sank auf 62.5% (Vorjahr:

«Nicole Loeb Furrer hält 79.3% der Stimmrechte mit einem Kapitalanteil von 27.7%.»

«Der Umsatz der Loeb-Gruppe sank aufgrund der Corona-Pandemie um knapp 17% im Vergleich zum Vorjahr.»

«Loeb verzeichnete auch einen starken Rückgang des Betriebsaufwandes um 10%.»

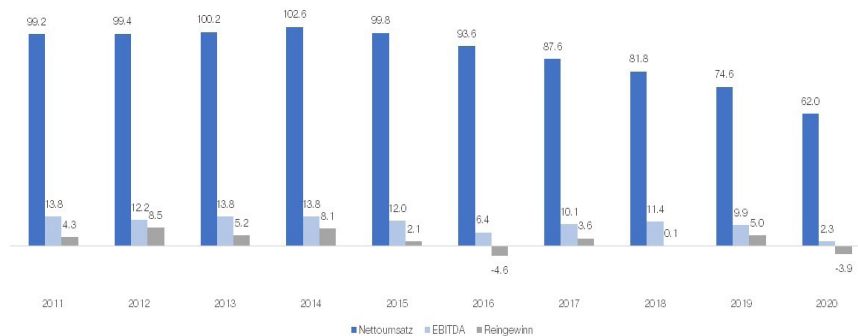
70%). Trotz der pandemiebedingten Schliessungen setzte Loeb das 2018 gestartete Investitionsprogramm planmässig fort und investierte insgesamt über 10.7 Mio. CHF. Nach dem abgeschlossenen Umbau des Haupthauses in Bern in 2019 wurden 2020 und 2021 die Warenhäuser in Biel und Thun saniert.

Auch das laufende Geschäftsjahr ist weiterhin geprägt durch die Pandemie. Der Teillockdown im Winter 2020/21 sowie die Schliessungen in der Gastronomie hatten wiederum einen negativen Einfluss auf das Detailhandelsgeschäft vor allem im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres. Insgesamt wurden daher Umsätze und Ergebnisse für das 1. Halbjahr 2021 deutlich negativ beeinflusst. Für die pandemiebedingten Ausfälle im Detailhandel und der Gastronomie hat die Loeb AG Härtefallgelder im niedrigen einstelligen Millionenbetrag beantragt und erhalten. Ausserdem bezieht das Unternehmen weiterhin teilweise Kurzarbeitsentschädigungen, was die Aufwandsseite entlastet. Kündigungen wurden nicht vorgenommen.

In der Immobiliensparte mussten im 2021 keine Mietzinserrasse mehr gewährt werden, da die Mieter selber Härtefallhilfen bezogen haben. Zudem wurden in den Filialen Biel und Thun umgenutzte Flächen neu vermietet, u.a. auch als Wohnungen, was erstmalig zusätzliche Einnahmen generierte. Die Gesellschaft spricht heute von einer Vollvermietung. Positiv entwickelte sich im laufenden Geschäftsjahr auch das Wertschriftenportfolio, das im Zuge der allgemeinen Hausse an den Aktienmärkten bis zum Herbst eine hohe einstellige Rendite ausweisen kann.

Aufgrund des sehr zyklischen Geschäfts publiziert die Loeb-Gruppe keinen Halbjahresbericht.

**Abb. 2: Umsatz- und Gewinnentwicklung der Loeb Holding (in MCHF)**



Quelle: Geschäftsberichte; Eigene Darstellung.

## Aussichten

Die Pandemie wird nach Einschätzungen der Gesellschaft nicht nur das laufende, sondern auch das kommende Jahr prägen. Das Konsumverhalten hat sich durch Lockdown und das nun akzeptierte Home-Office verändert, was sich auch in den Frequenzen in den Geschäften der Loeb-Gruppe zeigt. Obwohl die Frequenzen rückläufig sind, entwickeln sich die Umsätze stabil. Der Umsatz pro Kunde ist offenbar wesentlich höher als vor der Pandemie. Unklar sind derzeit mögliche

«Trotz der pandemiebedingten Schliessungen setzte Loeb das 2018 gestartete Investitionsprogramm planmässig fort.»

«In der Immobiliensparte mussten im 2021 keine Mietzinserrasse mehr gewährt werden, da die Mieter selber Härtefallhilfen bezogen haben.»

Auswirkungen der weltweiten Lieferkettenprobleme auf das Loeb-Sortiment insbesondere während des wichtigen Weihnachtsgeschäfts. Bisher sind dem Management jedoch noch keine substanziellen Lieferschwierigkeiten bekannt, da auch die Lager frühzeitig gefüllt werden konnten.

Loeb hat vor der Pandemie stark in Erlebnisangebote wie Show Cooking, Nähcafé etc. investiert, um das physische Einkaufserlebnis zu stärken. Wegen der Pandemie konnten diese Angebote bisher nur unzureichend wahrgenommen werden. Auch der Anspruch, das «persönlichste Warenhaus der Schweiz» zu werden, kann erst in den kommenden Jahren richtig gelebt werden. Daher gibt sich die Unternehmensleitung für die kommenden Jahre optimistisch in Bezug auf die Entwicklung der Detailhandelsparte.

Unterstützt werden sollen diese Aktivitäten mit einem Relaunch des Loeb Loyalty Programms, der für Kundinnen und Kunden im Frühjahr 2023 geplant ist. Mit diesem Instrument will Loeb das Marketing noch zielgruppengerechter gestalten. Beim Onlineshopping setzt Loeb im Textilbereich auf eine Kooperation mit Zalando, ähnlich wie es bereits bei den Hartwaren mit der Competec-Gruppe (u.a. brack.ch) realisiert wird. So schafft sich das Unternehmen, ohne grosse eigene Investitionen in E-Commerce-Systeme, eine Präsenz der eigenen Marke im digitalen Bereich. Der Fokus liegt jedoch weiterhin auf dem stationären Detailhandel.

Chancen sieht Loeb auch in Bezug auf Optimierungen und den Ausbau der Immobiliensparte. Nach dem Abschluss der Umbauarbeiten in Biel und Thun sind neue Projekte in der Planung. Durch die Zuwahl von Thomas Graf als Immobilienspezialist erhofft sich Loeb hier weitere Verbesserungen.

## Fazit

Die Loeb Gruppe konnte dank ihrer soliden Bilanz und staatlicher Hilfszahlungen, wie Kurzarbeitsentschädigung und Härtefallgelder, die Pandemie bisher gut überstehen. Erst mit der Rückkehr zur Normalität wird sich zeigen, ob der stationäre Detailhandel wieder an Akzeptanz bei den Kunden gewinnt. Mit Erlebniswelten und der persönlichen Beratung sollen die Kunden wieder in die Warenhäuser gelockt werden. Dafür ist Loeb gut aufgestellt. Ob die Kunden dies annehmen, wird erst die Zukunft zeigen.

Positiv zu bewerten ist die Professionalisierung in der Immobiliensparte, wo die Gruppe bereits in diesem Jahr durch Portfolioveränderungen Akzente gesetzt hat. Zu erwähnen ist hier auch der langfristige Mietvertrag mit dem Lebensmittel-detaillisten Lidl am Hauptsitz in Bern, welcher seit September 2021 die Präsenz der Buchhandlung Orell Füssli im Tiefgeschoss ersetzt hat. Bereits 2021 dürfte die Immobiliensparte nicht mehr durch Folgen von Covid negativ beeinflusst sein.

Insgesamt ist für dieses Jahr sicherlich noch mit einer schwachen Umsatzentwicklung zu rechnen. Auf Stufe Loeb AG dürften die staatlichen Hilfgelder diesen Effekt abfedern. Auf Gruppenstufe wirken sich hingegen die Erträge aus der Immobiliensparte ebenso positiv aus wie die zu erwartende Rendite aus dem Wertschriftenportfolio – sofern es hier nicht vor Jahresende zu drastischen Korrekturen an den Finanzmärkten kommt.

**«Unklar sind derzeit mögliche Auswirkungen der weltweiten Lieferkettenprobleme auf das Loeb-Sortiment insbesondere während des wichtigen Weihnachtsgeschäfts.»**

**«Beim Onlineshopping setzt Loeb im Textilbereich auf eine Kooperation mit Zalando, ähnlich wie es bereits bei den Hartwaren mit der Competec-Gruppe realisiert wird.»**

**«Erst mit der Rückkehr zur Normalität wird sich zeigen, ob der stationäre Detailhandel wieder an Akzeptanz bei den Kunden gewinnt.»**

Für das laufende Geschäftsjahr ist daher auf Gruppenstufe wieder mit schwarzen Zahlen zu rechnen. Auch eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung bei der Holding ist daher nicht ausgeschlossen, insbesondere weil Loeb immer wieder die Dividendenkontinuität betont. Mit einem Abschlag von etwa 30% auf den Buchwert (NAV) von 330.40 CHF je PS und – bei einer Wiederaufnahme der Dividendenzahlung – Rendite von 2.3% sind die Aktien nicht zu teuer. Grosse Kurssprünge dürfen allerdings nur dann erwartet werden, wenn sich die Verkäufe im Detailhandel weiter erholen. Auch Veränderungen an der Kapitalstruktur könnten sich positiv auf den Kurs auswirken: Denn der Abschlag auf den NAV ist auch eine Folge der Stimmrechtsaktien, über welche Nicole Loeb mit einem Kapitalanteil von 27.7% die Stimmenmehrheit hält.

**«Für das laufende Geschäftsjahr ist auf Gruppenstufe wieder mit schwarzen Zahlen zu rechnen.»**

## 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 analysierten Emittenten darf nicht allein auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen. In jedem Fall muss hierfür ein Verkaufsprospekt beigezogen werden, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist.

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 der Autor dieser Studie unterstellen sich den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch Swiss Banking).

Der Autor dieser Studie hält persönlich oder über mit ihm verbundene Dritte keine Wertpapiere und Wertrechte des analysierten Emittenten sowie auch keine aus diesen abgeleitete Derivate. Der Autor ist mit dem untersuchten Unternehmen/Emittenten in keiner Weise verflochten, weder über wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse.

Die Zern & Partner GmbH kann Wertpapiere, Wertrechte oder Derivate des beschriebenen Emittenten halten. Die Positionen werden bei Erstellung der Studie veröffentlicht (ohne Anzahl oder Wert). Während einer Sperrfrist von 30 Tagen vor und 30 Tagen nach Erstellung der Studie erfolgen keine Käufe oder Verkäufe in Wertpapieren oder Wertrechten des analysierten Emittenten sowie in daraus abgeleiteten Derivaten.

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 Berner Kantonalbank AG (nachfolgend BEKB genannt) keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB 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.