

## AAP Investoren Brief Q1 2022

Solothurn, 26.04.2022

### Performance

Daten per 31.03.2022

Jahr	AAP Zertifikat (CHF, nach Kosten)	SPI (CHF)	MSCI World (USD)
2020 (Ab 16. Oktober)	+ 4%	+ 5.87%	+ 10.43%
2021	+ 3.77%	+ 23.38%	+ 20.14%
2022 (YTD)	- 12.15%	- 4.91%	- 5.81%
Gesamtpformance (Seit Lancierung)	- 5.19%	+ 21.99%	+ 25.12%
Annualisierte Rendite	- 3.61%	+ 14.69%	+ 16.71%

Quellen: Markets Insider (Financial Times), UBS Quotes, ZKB  
Währungseffekte nicht berücksichtigt.  
SPI und MSCI World vor Kosten. AAP Zertifikat nach Kosten.

**«Investoren stellen sich oft zwei unterschiedliche Makro Szenarien vor: Zeiten in denen die Zukunft klar ist und Zeiten in denen die Zukunft unklar ist. In der Realität jedoch sind diese zwei Makroszenarien ziemlich gleich.»** Howard Marks

Liebe Kundinnen und Kunden (nachfolgend Kunden)

Liebe Investorinnen und Investoren (nachfolgend Investoren)

Das erste Quartal 2022 war ein anspruchsvolles Quartal für Investoren. Der Ukraine Krieg, eine hohe Inflation und steigende Zinsen schaffen ein herausforderndes Umfeld für Aktien. Die Zukunft bleibt für Anleger ungewiss, unabhängig vom Status quo.

### 1. Inflation und steigende Zinsen

Die Inflation ist zurück. Die meisten Investoren hatten so Ihre Zweifel, ob wir uns überhaupt wieder mit Inflation beschäftigen müssen. Auch die FED und die EZB haben bis vor kurzem die Inflationsorgen relativiert mit der Begründung, dass die höheren Inflationsraten in den USA oder Europa nur temporär

sein. Durch den Ukraine Krieg wurde die Inflation verschärft, weil beispielsweise Erdöl oder Gas teurer geworden ist. Die Nationalbanken, allen voran die FED will die Inflation mit steigenden Zinsen reduzieren. Generell erwartet der Markt noch in diesem Jahr mehrere Zinserhöhungen durch die FED. Wir Anleger sehen uns also mit Inflation, steigenden Zinsen (teils umgesetzt, teils erwartet), einer «Deglobalisierung» und vielleicht einer Rezession konfrontiert.

Da wir keine Makroinvestoren sind, werden wir unsere Portfolios nicht auf Szenarien ausrichten. Vielmehr ist es unsere stete Bemühung, eine kleine Zahl an Beteiligungen aufzubauen, welche unserem Portfolio über einen langen Horizont ein hohes Mass an Widerstandsfähigkeit hinzufügt.

Im Schnitt halten wir Unternehmen, die einen natürlichen Schutz gegen Inflation aufweisen. Solche Unternehmen weisen in vielen Fällen zwei Charakteristiken auf: Sie haben eine hohe Bruttomarge und eine hohe Kapitalrentabilität. Beide Kennzahlen deuten auf einen gut geschützten Wettbewerbsvorteil hin. Dies wiederum bedeutet, dass diese Unternehmen wenig Konkurrenz haben und Preiserhöhungen ihren Kunden weitergeben können. Sollte es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommen, spielt die operative Marge eine wichtige Rolle, denn diese berücksichtigt auch die Lohnkosten.

Aus unserer Sicht sind solche Unternehmen der beste Schutz vor Inflation und einer möglichen Rezession. Im Weiteren sind wir nicht bereit, diese guten Unternehmen zu überzahlen. Diese Disziplin führt dazu, dass wir auch mit steigenden Zinsen und somit steigenden Diskontraten besser umgehen können.

## **2. Im Fokus: Domino's Pizza (DP)**

Die Beteiligung an Domino's Pizza ist ganz nach unserem Geschmack. Das Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von ca. 13.5 Mia USD hat seinen Hauptsitz in den USA und verkauft pro Tag ca. 3 Mio Pizzen weltweit. Mit ca. 18'300 globalen Verkaufsstellen in über 90 Ländern ist DP der globale Marktführer im Pizza Geschäft. Das Unternehmen kann ausserdem ein Zahlenset vorlegen, welches Freude macht:

- Bruttomarge: 38.74%
- Operative Marge: 17.91%
- ROIC: 52% (Kapitalrentabilität)
- Free Cash Flow Conversion Rate: 110%
- Zinsdeckungsgrad: 4

Diese Zahlen beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2021.

Aktuell hat Domino's mit Preiserhöhungen bei den Inputgütern zu kämpfen. Dank der stabilen und über Jahre bestätigten Bruttomarge wird Domino's die Preiserhöhung besser verkraften als andere Firmen. Dieser Margenvorteil hat sich Domino's über Skaleneffekte (eingekaufte Mengen) erarbeitet. Auch die operative Marge ist äusserst stabil und gibt dem Unternehmen genügend Schutz gegen steigende Kosten. Viel wichtiger ist noch, dass es einen steigenden Trend bei der Margenentwicklung gibt. Noch in den Jahren 2007 bis 2010 lag die operative Marge im Bereich von 13 % - 14.5 %. Es scheint, als ob DP einen operativen Hebel hat, welcher die Firma in Zukunft noch profitabler macht (Hierzu

später mehr). Was die Profitabilität angeht, können wir also sehr zufrieden sein. Noch besser sieht es bei der Rentabilität aus. DP ist seit Jahren fähig, das verdiente Geld mit einer Verzinsung von ca. 50 % im eigenen Unternehmen wieder anzulegen (Wir messen hier die effektiven Free Cash Flows zu Assets und nicht etwa EBIT). Das ist beachtlich und zeigt, wie effektiv das Geld im Unternehmen selbst alloziert wird. Hinzu kommt die Free Cash Flow Conversion Rate von durchschnittlich ca. 100 %. Das Unternehmen generiert effektiven Free Cash Flow (FCF) und nicht nur buchhalterische Gewinne. Die buchhalterischen Gewinne von Unternehmen interessieren uns weniger. Wir wollen wissen, wie viel des ausgewiesenen Gewinns, effektiv als Free Cash Flow übrig bleibt. Im Fall von DP sind es 100%.

Was weniger erfreulich ist, ist der Zinsdeckungsgrad von Faktor 4. Hier sehen wir gerne höhere Werte bei Unternehmen. Im Fall von DP ist es so, dass der sehr hohe Free Cash Flow eine knappere Deckung der Zinsverbindlichkeiten rechtfertigen kann. DP kann sich bei gleichbleibendem Geschäftsmodell einen hohen finanziellen Hebel leisten.

DP kann diese Zahlen liefern, weil es sich um ein sehr kapitalarmes Geschäftsmodell (Asset light business) handelt. 98 % der Verkaufsstellen gehören den Franchisenehmern. Diese tragen das Risiko, sie haben die Kosten in ihren Bilanzen. DP als Franchisegeber hat keine grossen Assets in der Bilanz, daher die hohe Kapitalrentabilität trotz den hohen Schulden. Auch trägt DP die Personalkosten für die Expansion nicht, weil die Angestellten in den Filialen nicht ihre Angestellten sind, sondern diejenigen der Franchisenehmer, dies führt zum obengenannten operativen Hebel. Die Franchisenehmer zahlen ca. 6 % des Umsatzes an DP. Ein skalierbares Franchise Modell ist eine sehr effektive und kapitaleffiziente Form von Unternehmenswachstum. Solch ein Modell steht und fällt mit einer gesunden Balance zwischen dem Mutterhaus und den Franchisenehmern. Ist das Franchisemodell auch für die Franchiseunternehmer attraktiv, so entsteht ein äusserst dynamischer Wachstumsmotor. Bei DP scheint das bisher so zu sein. Ein Franchisenehmer hat sein investiertes Kapital durchschnittlich in weniger als drei Jahren zurück. Rund 95% der aktuellen Franchisenehmer waren vorher Angestellte eines anderen Franchisenehmers oder bei DP direkt.

Wir bleiben aus den genannten Gründen in DP investiert und sind gespannt darauf, wie sich das Unternehmen weiterentwickelt.

### **3. Schlusswort**

Ich danke der Leserschaft für das Interesse. Insbesondere bedanke ich mich bei unseren Kunden für ihre Treue und für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Ich freue mich auf den Austausch mit Ihnen und wünsche allen viel Erfolg beim Investieren.

Freundliche Grüsse



Giovanni Bartolotta

Geschäftsführender Partner Active Advisory Partners AG