



Juno
CONTINUATION FUND

Verslag over het vierde kwartaal 2022

Verslag over het vierde kwartaal 2022

Verslag over het vierde kwartaal 2022

Rendement Juno Continuation Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van € **82,98** per participatie. Voor het kwartaal betekent dit dat we op een rendement van +4,3% uitkwamen. Voor het jaar 2022 als geheel staat de koers van het fonds -28,5% lager.

De index van Europese middelgrote bedrijven, de msci European Mid Cap Index, toonde tijdens het vierde kwartaal een winst van +10,9% en brengt daarmee het jaarrendement op -19,3%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) noteerde een stijging van +7,9% over de afgelopen drie maanden en -11,6% voor het jaar 2022.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Begin november kondigde een onderminister in Colombia via een tweet aan een onderzoek naar de werkomstandigheden bij **Teleperformance** (TP) in Colombia te gaan lanceren. Dit naar aanleiding van een artikel gepubliceerd in Time Magazine over de "content moderation" werkzaamheden van de onderneming. Bij content moderation gaat het om het filteren van ongewenste inhoud in allerlei communicaties. Veelal betreft dit zaken als feitelijke onjuistheden, inbreuk op auteursrecht, concurrentievervalsing of onrealistische voorstellingen. Om te voorkomen dat (veelal jonge) gebruikers geconfronteerd worden met kwetsende of illegale beelden, bijvoorbeeld via social media, worden ook deze gefilterd; in eerste instantie door een algoritme en in slechts enkele gevallen ook nog door een menselijke analist. TP werd in het betreffende artikel verweten dat een deel van haar werknemers blootgesteld wordt aan gruwelijke beelden bij de dienstverlening aan media- en tech-bedrijven en aan *TikTok* in het bijzonder.

Deze TP werknemers zouden onvoldoende psychische ondersteuning ontvangen en bovendien worden onderbetaald. Daarnaast zouden de pogingen van de lokale vakbond om voet aan de grond te krijgen binnen TP zijn gefrustreerd door de onderneming.

TP heeft de aantijgingen in alle toonaarden ontkend en direct zowel een intern als extern onderzoek laten uitvoeren. Begin december al publiceerde de onderneming de uitkomst van het externe onderzoek, uitgevoerd door *Bureau Veritas*. In tegenstelling tot de beweringen in het artikel werden de TP werknemers ruim bóven het lokaal geldende minimumloon geremunereerd. De “content moderation” werknemers verdienen bovendien beduidend meer dan de gemiddelde TP werknemer, krijgen deze wel degelijk ondersteuning en staat er een psycholoog beschikbaar indien gewenst. Het verloop onder deze groep werknemers ligt ook lager dan het gemiddelde bij TP in Colombia. Ook is de blootstelling aan deze zogenaamde “*egregious content*” uitzonderlijk laag, namelijk slechts één op 1 miljoen beelden valt onder deze zware categorie.

Desalniettemin heeft de onderneming na dialoog met onder meer klanten en investeerders besloten om afstand te nemen van die content moderation activiteiten waar expliciet risico bestaat aan blootstelling aan verontrustende beelden. TP is niet alleen wereldmarktleider, maar TP geldt ook als een van de meest betrouwbare partners op het gebied van klantcontact. Het afbreukrisico dat bestaat door deel te nemen aan deze activiteiten weegt niet op tegen de omzetbijdrage van slechts enkele procenten van het totaal van de onderneming. TP heeft daarnaast de kans gegrepen om de banden met de belangrijkste wereldwijd overkoepelende vakbond *UNI Global Union* te versterken, hoewel een aanzienlijk gedeelte van de 400.000 TP-werknemers wereldwijd reeds aan een vakbond verbonden is. Hiermee geeft TP wederom het signaal aan haar klanten –namens wie TP klantenservice verzorgt, waaronder bijvoorbeeld Apple– dat het de eigen werknemers wel degelijk beschermt en op een eerlijke manier behandelt. TP krijgt al jaren van onafhankelijke externe beoordelaars hoge punten als het gaat om werkomstandigheden; zo werkt 97% van de werknemers in een *Great Place To Work* gecertificeerde omgeving.

Teleperformance is sinds de start van het Juno Continuation Fund in 2020 een prominente naam in de portefeuille en werd in het tweede kwartaalbericht van 2020 inhoudelijk behandeld. Wij blijven vertrouwen in TP, mede gesterkt door de transparante en uitvoerige dialoog met onder meer haar aandeelhouders. Daarnaast heeft de onderneming de afgelopen jaren en wederom in 2022 uitstekende operationele resultaten laten zien. De koersreactie –op het dieptepunt –38% waarvan inmiddels meer dan de helft is hersteld– leek ons dan ook geheel buiten proportie. Desalniettemin volgen wij de gang van zaken nog steeds nauwgezet, waaronder mede door een bezoek te brengen aan de operationele faciliteiten in Griekenland als volgende stap.

Het Franse **Soitec** is ontwikkelaar en producent van halfgeleidermaterialen voor de chipindustrie. De onderneming werd in 1992 gevormd via een afsplitsing van *CEA-Leti*, het in Grenoble gevestigde gerenommeerde onderzoekshuis op het gebied van micro-elektronica. Vandaag de dag bezit Leti nog ruim 7% van de aandelen in Soitec, dat een beurswaarde heeft van circa € 5,5 miljard. Het Juno Continuation Fund belegt sinds september 2020 in Soitec en deelt deze positie met het Juno Selection Fund.

Het meest bekende halfgeleidermateriaal is silicium en vrijwel alle chips worden dan ook op een silicium basis (ook wel ‘*wafer*’ of substraat genoemd) geprint. In de afgelopen jaren loopt men echter tegen het einde van de zogenoemde ‘wet van Moore’ aan; een voorgespiegelde tweejaarlijkse verdubbeling van het aantal transistoren op een chip. Echter de vele miljarden dollars aan ontwikkelingskosten wegen steeds zwaarder op tegen de incrementele voordelen. Daarom wordt naar andere materialen en composieten gekeken om op een alternatieve wijze betere chipprestaties te realiseren tegen aanvaardbare kosten.

Soitec is een pionier in deze zoektocht met als belangrijkste innovatie ‘*silicon-on-insulator*’ (SOI). Bij deze technologie wordt een laag aan de standaard silicium wafer toegevoegd.

Het proces van het splitsen van de silicium wafer en het op deze wijze op atomair niveau toevoegen van een of meerdere lagen aan isolerend materiaal is de kerncapaciteit van Soitec, dat onder meer via patenten is beschermd. Dankzij de isolerende laag zorgt soi ervoor dat het 'weglekken' van elektronen wordt verminderd. Hierdoor zijn de prestaties van een chipset zowel krachtiger als energiezuiniger. Soitec werkt al decennia aan de gepatenteerde technologie en heeft een monopoliepositie op het gebied van soi gerealiseerd.

De afgelopen jaren heeft Soitec met name geprofiteerd van de sterke opkomst van 5G telefoons. soi is al jaren de standaard in de zender-ontvanger van mobiele modems en dankzij de sterke toename van het aantal bandbreedtes is de vierkante mm oppervlakte aan benodigde soi verder toegenomen. Ook binnen andere domeinen, zoals automotive en IoT (*Internet of Things*) applicaties, winnen chipsets op basis van soi aan terrein ten opzichte van conventionele chips. Naast de producten die nu al commerciële tractie hebben zijn er ook nieuwe ontwikkelingen die de komende jaren zullen bijdragen aan omzetgroei. De onderneming heeft plannen onthuld voor investeringen in productiecapaciteit voor *piezoelectric-on-insulator (POI)* wafers ten behoeve van filtermodules in 5G telefoons. Daarnaast is er een veelbelovende applicatie gevonden met zogenaamd *Smart-SiC*, ofwel verrijkte *silicon carbide*, dat gebruikt wordt in elektrische voertuigen voor het omzetten van DC naar AC stroom. De zogenaamde inverters op basis van Smart-SiC zijn kleiner en daardoor lichter. Bovendien werken ze efficiënter waardoor de actieradius van elektrische voertuigen verder wordt vergroot. De commerciële uitrol van SmartSiC zal met de komst van nieuwe productiecapaciteit in de komende twee jaar plaatsvinden en de aankondiging van het eerste grootschalige contract met stMicroelectronics in december gaf verder vertrouwen in de adoptietrend.

Operationeel gaat het Soitec voor de wind. Het afgelopen jaar werd afgesloten met een omzetgroei van maar liefst 50% en dit jaar wordt een omzetstijging van 20% verwacht.

De operationele winstmarge ligt rond de 25% dit jaar en zal verder oplopen naarmate productie wordt opgeschaald. De geplande capaciteitsuitbreiding ter waarde van ruim €1 miljard wordt inmiddels geheel vanuit de kasstroom gefinancierd. Tegenover die forse investeringen staat een verwachte verdubbeling van de omzet tot ongeveer €2 miljard in de komende drie jaar.

Tegenover de sterke onderliggende operationele ontwikkeling staat een onverwachte ontwikkeling betreffende de CEO opvolging. In januari 2022 werd het contract van CEO Paul Boudre na acht jaar dienst onverwacht niet verlengd.

De Raad van Commissarissen onder leiding van oud-ASML CEO Meurice achtte een wisseling nodig voor de volgende stap in de ontwikkeling van de onderneming, hetgeen ook intern tot commotie leidde. De leiding van de onderneming trok zich de rommelige gang van zaken aan en voorzitter van de RvT Meurice trok tijdens een reeks aan (video)gesprekken, waaronder een gesprek met het Juno-beheerteam, het boetekleed aan. Juno heeft ook de nieuwe CEO, Pierre Barnabé, enkele keren gesproken, onder meer in Parijs. Deze gesprekken geven vertrouwen dat Soitec zich volgens het reeds publiek bekende plan zal ontwikkelen in de komende jaren zonder strategische wijzigingen van de koers. In combinatie met de aantrekkelijke waardering geeft dit Juno het vertrouwen om Soitec met een prominent gewicht aan te houden in de portefeuille. Op dit moment heeft Soitec een weging van 8,5% in de JCF-portefeuille.

Vooruitzichten

De zeer sterk opgelopen inflatie in 2022 maakte dat centrale banken wereldwijd hun rentetarieven in een rap tempo sterk optrokken. Dat leidde vervolgens tot al even heftige reacties op de financiële markten, waarbij de koersen in zo'n beetje alle activaklassen flink daalden.

Sterk oplopende inflatie kan leiden tot koopkrachtverlies bij consumenten en daarmee tot omzetverlies bij bedrijven in vele sectoren. Inflatie kan ook leiden tot stijgende loonkosten en dus tot lagere winstgevendheid voor ondernemingen. De bedrijven die deel uitmaken van de Juno portefeuilles worden geselecteerd aan de hand van een aantal criteria, waaronder de mate waarin een onderneming een *need-to-have* product of dienst aanbiedt, waar haar klanten niet zonder kunnen of willen. Daarnaast zijn onze ondernemingen veelal in staat om kostenstijgingen door te berekenen aan klanten, zonder daarbij aan omzet te verliezen.

Hierdoor konden onze ondernemingen over 2022 naar verwachting een gezonde onderliggende winstgroei laten zien binnen de door ons gewenste bandbreedte van 10 – 15%. Dat hun koersen in 2022 ook erg leden onder de sterk opgelopen rentes, is voor ons op korte termijn dan ook teleurstellend.

De aanhoudende winstgroei bij de geselecteerde bedrijven is echter een veel belangrijker én een langdurigere aanjager van koersen dan korte termijn renteontwikkelingen. Na de sterke koersdalingen in 2022 zijn onze ondernemingen niet alleen fundamenteel in goede staat maar nu ook in historische context een stuk aantrekkelijker geprijsd hetgeen een prima uitgangspunt is voor toekomstige koersontwikkelingen.

Namens de beheerder van het Juno Continuation Fund,



Rob Deneke



Duncan Siewe

Juno Continuation Fund: Historisch Rendement

	Juno Continuation Fund	MSCI Europe MidCap Index	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2020 *	+ 10%	+ 5%	+ 8%	+ 1%
2021	+ 5%	+ 22%	+ 30%	- 2%
1 ^e kwartaal 2022	- 15%	- 10%	- 9%	- 6%
2 ^e kwartaal 2022	- 10%	- 13%	- 8%	- 7%
3 ^e kwartaal 2022	- 10%	- 7%	- 2%	- 6%
4 ^e kwartaal 2022	+ 4%	+ 11%	+ 8%	- 1%
2022	- 29%	- 19%	- 12%	- 19%
Sinds start *	- 17%	+ 3%	+ 24%	- 18%
Jaarlijks samengesteld	- 6,2%	+ 1,0%	+ 7,6%	- 7,3%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Teleperformance	Frankrijk
Soitec	Frankrijk
Bachem	Zwitserland
Scout 24	Duitsland
Rational	Duitsland

Disclaimer

De informatie over financiële markten dan wel specifieke financiële instrumenten in dit document is uitsluitend bedoeld om u informatie te geven over de visie van het Juno Beheerteam op de financiële markten. Deze informatie is geen beleggingsaanbeveling, geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van een financieel instrument. Juno betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijke zorg betracht om er voor te zorgen dat de informatie waarop zij haar visie gebaseerd heeft niet onjuist of misleidend is.

Verslag over het vierde kwartaal 2022.

vormgeving binnenwerk René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2023 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Continuation Fund.

Lange Voorhout 16
2514 EE, Den Haag, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com

