



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

## Verslag over het eerste kwartaal 2017

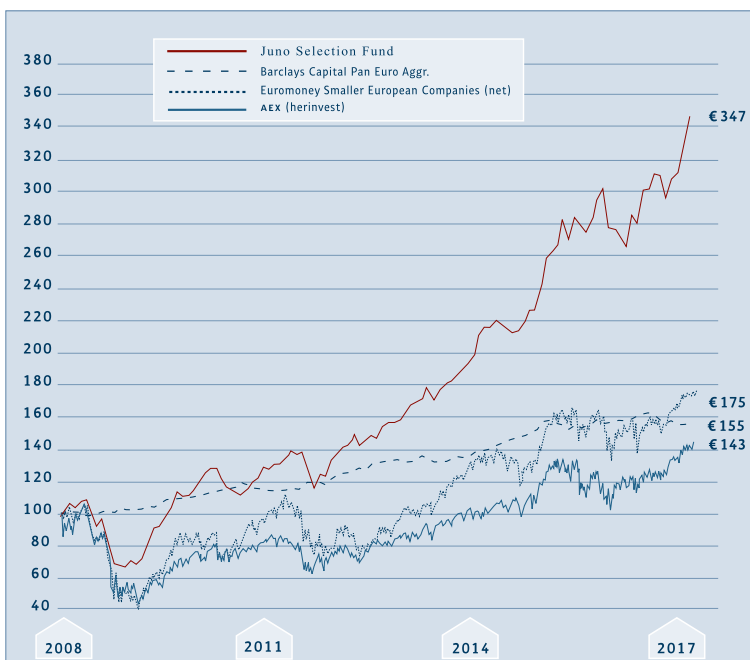


## Verslag over het eerste kwartaal 2017

### Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart 2017, hebben we afgesloten met een koers van **€ 347,37** per participatie. Dat is een stijging van 13,4% sinds het einde van vorig jaar.

Ons rendement was daarmee dit kwartaal duidelijk beter dan in Europa kon worden behaald met een investering in een index. De Euromoney Smaller Companies Index steeg met 7,0% terwijl de Nederlandse AEX index een soortgelijk beeld gaf (7,4%). We konden in iedere maand van 2017 tot nu toe een betere performance rapporteren dan de Euromoney Index.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Voorafgaand aan iedere investering stellen we onszelf drie zeer belangrijke vragen: willen we in deze bedrijfstak geïnvesteerd zijn, willen we dat met deze mensen (management) en tot slot, willen we dat tegen deze prijs. Hoewel we een duidelijke voorkeur hebben voor bedrijfstakken die een fundamentele groei tonen, is er in de portefeuille ook plek voor bedrijven in stabiele sectoren. Voorwaarde is dan dat het bedrijf een superieure positionering heeft en een management dat in staat is structureel groei te bewerkstelligen in een stagnerende markt.

In juli 2010 namen wij voor het eerst een positie in de Belgische premium lingerie fabrikant **Van de Velde**. Het bedrijf doorstond de crisisjaren van 2008 en 2009 op een prachtige manier met een stijgende omzet en een lichte winsttoename. Aan het roer stond een bevlogen CEO, Ignace van Doorselaere. Hij zag dat groei mogelijk was in een stagnerend retailkanaal. Samen met de twee achterliggende families, Van de Velde en Laureys, had hij sinds 2004 daartoe een uitgekiende strategie uitgestippeld die de vrouw weer terug de paskamer in moest brengen. Hiertoe werd een lingerie styling programma opgezet om de sterkste lingerspecialzaken efficiënt te ondersteunen.

Dit programma was een succes: in een krimpende markt zag Van de Velde jaar op jaar haar wholesale omzet toenemen. Naast de ondersteuning voor de onafhankelijke winkelier, werd ook sterk ingezet op de ontwikkeling van de twee belangrijkste merken, Marie Jo en Prima Donna. Bovendien werd nieuw leven ingeblazen in het eigen winkelconcept. Twee overnames moesten de kennis en springplank brengen om naast de succesvol groeiende groothandelsverkoop, een eigen verkoopkanaal uit te rollen. Hoewel dit in Europa met de overname van Rigby & Peller redelijk lukte, bleek de vs met de overname van Intimacy een brug te ver. Bij de Intimacy keten wordt intussen weer flink herstructureerd, teneinde een betere basis te hebben, maar dat Amerikaanse project dient in onze ogen als een mislukking te worden gezien.

In februari 2016 kondigde CEO van Doorselaere zijn vertrek aan. Na ruim tien jaar concludeerde hij dat de familie hem niet voldoende wilde belonen voor zijn ondernemerschap in de vorm van aandelen in Van de Velde. Zijn conclusie: 'zo blijf je toch de knecht'. Zijn vertrek was voor ons aanleiding in 2016 de weging in de portefeuille sterk te verlagen.

Begin september hadden wij een eerste kennismaking met de nieuwe CEO die afkomstig is van Essent. Hierop volgde een tweede ontmoeting vorige maand. We waren niet onder de indruk. De erkenning van het grote belang van de onafhankelijke retailer lijkt verloren te zijn gegaan bij de managementwissel. In plaats daarvan wordt nu bijna uitsluitend gesproken over de wijze waarop er wordt nagedacht over het direct benaderen van eindconsumenten: '*customer centric thinking*'. De winkeliers met Van de Velde producten op het schap kunnen hierdoor eenvoudig het gevoel krijgen gepasseerd te worden. In onze ogen een ongelukkige en gevaarlijke prioritisering van managementfocus.

Onder het oude management gold een ijzersterke kapitaal-allocatie discipline. Als interne projecten niet binnen een redelijke termijn een hoog rendement op investering konden opleveren, werd besloten het geld niet te investeren maar uit te keren als (zeer genereus) dividend. De wijze waarop de nieuwe CFO en CEO onze vragen over de toekomstige kapitaal-allocatie uit de weg gingen, baart zorgen. Het is illustratief voor het feit dat de nieuwe investeringsprojecten (social media, e-commerce) duidelijk minder eenvoudig te beoordelen zijn op hun mogelijke bijdrage aan het groepsrendement. Voor een lange termijn investeerder als Juno, was dat reden om onze laatste aandelen van de hand te doen en de ontwikkelingen vanaf de zijlijn te volgen.

De vooruitzichten bij de Duitse concertkaartenverkoper **CTS-EVENTIM** waren een jaar geleden nog wat gematigd. Na een formidabel 2015, waar de omzet met meer dan 20% steeg, en de winst met 16%, leek 2016 een jaar waar de organisatie pas op de plaats zou maken.

Het EK voetbal en de Olympische Spelen in Brazilië, zorgden er namelijk voor dat Europese consumenten hun vrije tijd veelal thuis voor de tv doorbrachten. Internationale artiesten kozen ervoor om minder binnen Europa te touren en cts organiseerde daarom een kleiner aantal live events zoals concerten en festivals. Hierdoor kon ook minder worden geprofiteerd van de toename in de (online) kaartverkoop voor cultuur-, muziek- of sportevenementen. Toch bleek erin het afgelopen jaar een goede vraag naar kaarten te zijn, met name in het vierde kwartaal, voor evenementen in 2017. Er werden 150 miljoen kaarten verkocht, waarvan 44 miljoen online of op mobiele apparaten. De winst en omzet stegen hierdoor meer dan verwacht.

Al enkele jaren wordt er bij cts zwaar ingezet op de verdere technologische doorontwikkeling van de platforms waarop consumenten hun kaartjes kopen, en vooral de systemen erachter. Als tweede speler wereldwijd, na het Amerikaanse Live Nation Entertainment (Ticketmaster), moet cts sterk blijven innoveren. Er is een toenemend besef dat het bedrijf een schat aan informatie over haar miljoenen klanten bezit. Er is gedetailleerde informatie over het demografische profiel van de concertgangers, hun geografische locatie, muziekvoorkeuren, hun luistergedrag op Spotify en hun interesses.

In het verleden was de organisatie geobsedeerd om in alle windstreken van de wereld zo veel mogelijk kaartjes voor evenementen te verkopen. Maar in onze gesprekken met het bedrijf in de eerste maanden van dit jaar, konden we vaststellen dat er het afgelopen jaar intern een duidelijk andere wind is gaan waaien. Het rendement dat een geïnvesteerde Euro oplevert in een nieuwe markt zoals Vietnam, is duidelijk minder dan een Euro die in de data mining van de (geanonimiseerde) gegevens van bestaande klanten wordt geïnvesteerd. cts heeft daarom hiervoor een speciale divisie opgezet: 'Information Science Department'.

De eerste resultaten zijn opmerkelijk en bemoedigend. Artiesten kunnen eenvoudiger worden overgehaald om cts te kiezen als lead-agent in de ticketverkoop, vanwege de aantoonbare grote aantallen fans van de artiest in de cts systemen die direct bereikt kunnen worden.

De conversie van interesse naar de aankoop van een ticket is traditioneel erg hoog, en stijgend. Een tweede, vooralsnog redelijk onontgonnen gebied, is ook veelbelovend. Adverteerders verbinden zich in de vs al jaren aan concerttours van artiesten. In Europa is dat nog minder het geval. Met de profielen van concertbezoekers die cts nu kan samenstellen, kan heel gericht met adverteerders worden gesproken voor heel specifieke online en offline advertentie campagnes. De extra inkomsten die dit genereert zijn zeer interessant voor zowel de artiest als cts. Bij cts' grootste concurrent zijn deze inkomsten een snel groeiend deel van de omzet (5%), met indrukwekkende winstmarges van meer dan 60%.

Zoals u weet hechten we zeer aan een optimaal kapitaal-allocatie proces binnen onze deelnemingen. Bovenstaande voorbeelden van het gebruik van de gegevens van 80 miljoen bekende klanten in het cts bestand om advertentie inkomsten te creëren, geven aan dat het management recent een andere richting is ingeslagen. Optimalisatie van de investeringen is een top-prioriteit geworden. Niet meer schaal, maar rendement op kapitaal staat nu centraal. Het recent aangekondigde bonusdividend van 48 cent per aandeel (boven op het reguliere dividend van 50 cent) heeft alles te maken met dit proces en de bijbehorende balansoptimalisatie.

Nieuwe activiteiten in Brazilië met Sony Music en een vol programma van optredens voor 2017 in de bestaande markten, beloven veel goeds voor het huidige jaar. Daarnaast blijft cts met 550 miljoen cash en een rentedragende schuld van 157 miljoen, uitstekend in staat om (grotere) overnames te doen. We blijven om die reden positief over de ontwikkelingen voor de korte, maar vooral ook de langere termijn. We hebben in het begin van het jaar de wegging van het bedrijf in de portefeuille duidelijk opgetrokken.



## Vooruitzichten

Het eerste kwartaal is een periode waarin de resultaten over het afgelopen jaar worden gepubliceerd. Beursgenoteerde bedrijven in Europa konden opnieuw de marktverwachtingen voor winstgroei niet waarmaken. Intussen lijkt het erop dat de economische groei dermate aantrekt, dat 2017 wel een goed jaar wordt. De geopolitieke onzekerheden die de laatste tijd meer en meer op de voorgrond zijn gekomen, lijken een blijvend karakter te hebben.

Het is een combinatie van een sterke toename in economische groei, samen met hoge inflatie, die ervoor moet gaan zorgen dat op termijn de ultra lage rentestanden weer gaan normaliseren. Echter, in onze ogen is er voorlopig te weinig groei in 's werelds economieën, en belangrijker nog, de (core) inflatie blijft zeer laag. Recente signalen van de Centrale banken bevestigen dit ook. Even leek het een anomalie, intussen raken we eraan gewend: de rente is laag en blijft dat voorlopig ook.

Daar waar de meeste beursgenoteerde bedrijven in Europa teleurstelden, was voor de deelnemingen in het Juno Selection Fund 2016 opnieuw een goed jaar. Geaggregeerd steeg de gerapporteerde winst met bijna 13%. Binnen het spectrum van mogelijke investeringen in aandelen van Europese bedrijven, blijven we kiezen voor een kleine, selecte groep heel bijzondere ondernemingen. De winstgroei die we van hen verwachten voor dit nieuwe jaar ligt aan de bovenkant van onze 10-15% doelstelling. Gecombineerd met aanhoudend lage rente, lijkt dat een uitstekende basis om 2017 rooskleurig in te zien.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

|                      | Juno Selection Fund | Euromoney Smaller Europe Index | AEX Index (incl. dividend) | BarCap PanEuro Index |
|----------------------|---------------------|--------------------------------|----------------------------|----------------------|
| 2008 *               | - 33%               | - 49%                          | - 47%                      | + 1%                 |
| 2009                 | + 70%               | + 63%                          | + 42%                      | + 8%                 |
| 2010                 | + 12%               | + 17%                          | + 9%                       | + 4%                 |
| 2011                 | + 3%                | - 23%                          | - 9%                       | + 6%                 |
| 2012                 | + 19%               | + 27%                          | + 13%                      | + 11%                |
| 2013                 | + 22%               | + 33%                          | + 20%                      | + 1%                 |
| 2014                 | + 19%               | + 5%                           | + 8%                       | + 12%                |
| 2015                 | + 33%               | + 21%                          | + 7%                       | + 2%                 |
| 2016                 | + 2%                | + 2%                           | + 13%                      | + 2%                 |
| 1e kwartaal 2017     | + 13%               | + 7%                           | + 7%                       | - 1%                 |
| 2017                 | + 13%               | + 7%                           | + 7%                       | - 1%                 |
| <b>Sinds start *</b> | <b>+247%</b>        | <b>+ 75%</b>                   | <b>+ 43%</b>               | <b>+ 55%</b>         |

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelenposities

### NAAM

SimCorp  
Dialog Semi  
Grenke  
Sartorius  
Brembo

### LAND

Denemarken  
Verenigd Koninkrijk  
Duitsland  
Duitsland  
Italië



Verslag over het eerste kwartaal 2017.  
vormgeving René de Haan, [renedehaan.net](http://renedehaan.net)

Dit rapport is in april 2017 uitgegeven  
door Juno Investment Partners,  
beheerder van het Juno Selection Fund.

Villa Maarheeze  
Rijksstraatweg 675,  
2245 CB, Wassenaar, Nederland

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

