



JUNO
Continuation Fund

Verslag over het eerste kwartaal

Verslag over het eerste kwartaal 2020

Verslag over het eerste kwartaal 2020

Rendement Juno Continuation Fund

Sinds de start van het Juno Continuation Fund op 1 februari dit jaar tot aan het eind van het eerste kwartaal daalde de Netto Vermogenswaarde per participatie met -12,2%.

Hoewel alle Europese aandelenmarkten flink in waarde daalden gedurende het kwartaal, konden we deze vóórblijven: De index van Europese middelgrote bedrijven, de msci Europe MidCap Index, daalde over deze periode met -24,7%. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) daalde met -18,1% over de rapportageperiode.

Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

De portefeuille van het Juno Continuation Fund wordt niet samengesteld met een specifiek omgevingsscenario in gedachten. We proberen juist een portefeuille samen te stellen met bedrijven die een lage afhankelijkheid hebben van externe factoren. Een beperkte invloed van macro-economische, monetaire en geopolitieke ontwikkelingen vertaalt zich in een hoge mate van voorspelbaarheid van de bedrijfscijfers. Een gevolg van deze onafhankelijkheid is dat onze bedrijven en daarmee Juno's portefeuilles, in euforische omstandigheden niet altijd ten volste mee profiteren. Dit is een gevolg, of misschien wel kenmerk, dat we erkennen en accepteren. Bij tegenwind moeten onze bedrijven en daarmee onze portefeuilles echter duidelijk bestendiger zijn dan de "gemiddelde" onderneming en de "gemiddelde" portefeuille.

Het Zwitserse **Logitech** is op het moment van schrijven de grootste positie in het fonds. Het bedrijf werd in 1981 opgericht door twee Zwitserse alumni van Stanford en heeft naast het hoofdkantoor in Lausanne ook een hoofdkantoor in Californië.

Deze onderneming richtte zich historisch op randapparatuur voor computers, de zogenaamde computer-peripherals (CP). De bekendste voorbeelden daarvan zijn het toetsenbord en de computermuis die heden nog slechts 34% van de totale omzet van zo'n EUR 2.5 miljard uitmaken.

Logitech is vandaag breder georiënteerd dan enkel de randapparatuur waarmee het bekend is geworden. Deze ontwikkeling begon in 2013 met het aantreden van de huidige CEO Bracken Darrell. Hoewel Logitech's CP-segment nog nooit een jaar-op-jaar daling van de omzet kende, stelde hij als doel de onderneming nog minder gevoelig te maken voor de wereldwijde verkoop van computers.

De eerste stap was het opschorten van zogenaamde '*private label*' contracten, waarbij Logitech tegen lage marges keyboards en muizen produceerde voor de koppelverkoop van grote computerfabrikanten. De productiecapaciteit werd in plaats daarvan gebruikt voor de eigen Logitech productportfolio met veel aantrekkelijkere marges. Daarnaast werd de historische focus op productie, met een relatief lage toegevoegde waarde, verlegd naar meer aandacht voor vormgeving, waarmee Logitech zich verder zou kunnen onderscheiden van de concurrentie.

Het ontwerpproces was tot dan toe nog volledig uitbesteed, maar vindt inmiddels uitsluitend in-house plaats via een aantal wereldwijde design studio's met circa 200 man personeel. Ook vindt een deel van de productie van Logitech plaats bij externe partners, die een flexibele schil vormen om de eigen productiecapaciteit.

Dankzij de verbeteringen in design en marketing maakt Logitech doorlopend stappen op het gebied van '*desireability*' en wijzigt de strategie van een 'push' model (met een hoge afhankelijkheid van distributiepartners en hoge distributiekosten) naar in toenemende mate '*pull*', waarbij consumenten actief zoeken en vragen naar de producten. Daarnaast weet Logitech rekening te houden met materiaalgebruik en productieprocessen door steeds slimmer te ontwerpen.

Het uitgangspunt is dat elk nieuw product een hogere winstgevendheid kent dan dat van de generatie die het vervangt en tevens milieuvriendelijker is.

Ondertussen kent Logitech ook nieuwe productcategorieën, zoals Mobiele Speakers, Audio, Gaming en Video Collaboration. Met name deze laatste twee categorieën (gezamenlijk ruim 40% van de omzet) kennen de afgelopen jaren een zeer sterke groei. De Gaming-divisie profiteert van het toenemende aantal mensen dat (computer)spellen speelt waaraan onder meer hoofdtelefoons worden verkocht. Het Video Collaboration segment verkoopt videoapparatuur voor kleine en middelgrote vergaderkamers met geavanceerde technologie op gebied van software, beeld en geluid. Deze technologieën waren tot voor kort voorbehouden aan dure systemen die uitsluitend geïnstalleerd werden in directiekamers. De onderneming profiteert in dit segment van de kennis die het heeft opgedaan in de consumententak met pc webcams. Deze videoconferentieproducten passen in de steeds flexibelere manier van samenwerken en vergaderen.

De productportefeuille van Logitech is goed bestand tegen de huidige covid-19 crisis. De sterk groeiende markt voor videoconferencing wordt vermoedelijk groter en de adoptie verder versneld, nu dat het nut en de noodzaak van fysieke vergaderingen verder afnemen. Daarnaast profiteert het cp-segment van personeel dat genoodzaakt is om een thuishkantoor in te richten of te verfraaien.

Een belangrijke reden waarom wij het bedrijf zo'n hoge weging in de portefeuille toevertrouwen, is haar balans. Logitech heeft een significante cash positie van meer dan 500 miljoen Euro, die kan worden aangewend om bestaande productcategorieën te versterken of op termijn een nieuwe productcategorie aan te snijden. Wij hebben vertrouwen in de bedrijfsvoering en verwachten dat Logitech ook op langere termijn een goede balans weet te houden tussen groei en margeverbetering.

Het eveneens Zwitserse **Temenos** is op het moment van schrijven de op één na grootste positie in het fonds. Temenos is gespecialiseerd in de ontwikkeling van software voor banken en andere financiële dienstverleners. Het hoofdkantoor van het in 1993 opgerichte bedrijf bevindt zich in Genève en het bedrijf is sinds 2001 beursgenoteerd. Het afgelopen boekjaar bedroeg de omzet ongeveer us\$ 1 miljard en had de onderneming circa 8000 medewerkers in dienst, waarvan een significant deel ontwikkelaars om de software uit te breiden en te verbeteren.

Het merendeel van Temenos' omzet wordt gegenereerd met het zogenaamde 'T24' platform, dat zich richt op het moderniseren van de backoffice van banken. Tot wel 2/3 of meer van de IT budgetten van banken gaat naar onderhoud van de wirwar aan verouderde systemen die soms al tientallen jaren bestaan. De capaciteit om te ontwikkelen en te innoveren is daardoor zeer beperkt. Temenos biedt met haar T24 software een applicatie aan die de achtergrondprocessen gemakkelijker, efficiënter en goedkoper maakt. De software bestaat uit modules die onafhankelijk van elkaar kunnen worden aangekocht en geïmplementeerd. Daarmee kan de backoffice-spaghetti aan systemen worden omgezet naar (overzichtelijke) ravioli. Deze kan overigens binnen het bankbedrijf zelf worden geïnstalleerd met behulp van externe partners of, zoals in toenemende mate het geval is, via de Cloud lopen.

De strategische doelstellingen die de onderneming zichzelf heeft gesteld zijn ontwikkeling en commerciële uitrol van het front office systeem Infinity. Daarbij wil Temenos haar focus leggen op zogenaamde tier 1-2 cliënten (met een balanswaarde van >us\$ 10 miljard) en het winnen van marktaandeel in de VS, waar Temenos vooralsnog relatief klein is.

Het front office product van Temenos is zeer geschikt voor mobiel bankieren, klantenwerving en data analyse. Deze software maakt het voor kleine banken bijvoorbeeld gemakkelijker om een competitief mobiel product te ontwikkelen.

Anderzijds gebruikt bijvoorbeeld een bank als HSBC de software om eenvoudig en veilig de persoonsdata van nieuwe klanten te registreren. Met name de VS lijkt een veelbelovende markt voor Infinity, waar banken op zoek zijn naar manieren om de opkomende concurrentie te weerstaan. De VS kent een zeer gemêleerd bankenlandschap, met vele duizenden kleinschalige financiële instanties.

Temenos probeert de acceptatie van haar software verder te stimuleren door de modules van de softwarepakketten meer onder te verdelen naar nog kleine sub-modules die relatief snel en eenvoudig zijn te implementeren. Hiermee wordt het risico dat een bank loopt bij een complexe en risicovolle software implementatie nog verder teruggebracht en kan de bank stukje bij beetje overstappen naar het Temenos platform.

Een aanzienlijk deel van de omzet is recurrent in de vorm van jaarlijkse licenties (in tegenstelling tot veel andere softwarebedrijven verkoopt Temenos geen eeuwigdurende licenties, maar licenties voor 10 jaar) en onderhoudsrevenue. Daarnaast is SaaS (*'software-as-a-service'*) met een recurrente inkomstenstroom uit abonnementen een steeds groter onderdeel van de omzet. Deze recurrente omzet is tevens het meest rendabele deel van de omzet. Ook wordt middels de verkoop van additionele sub-modules, circa 60% van de totale omzetgroei behaald bij reeds bestaande klantrelaties.

De onderneming heeft als gevolg van de recente acquisitie van Kony schuld op de balans staan, maar deze is in de context van het in hoge mate cash genererende bedrijfsmodel zeer beheersbaar. De onderneming kent hoge marges, met zicht op verdere verbetering. De (middellange termijn) doelstelling de winst per aandeel jaarlijks met 15% te doen groeien is ambitieus doch haalbaar, ook in de context van het COVID-19 virus.

Vooruitzichten

Dat het Corona-virus voor flinke tegenwind zorgt is eenieder duidelijk. Daar waar Westerse bedrijven in eerste instantie getroffen werden door stokkende aanvoer uit China is de problematiek inmiddels van een heel andere orde. Mede als gevolg van overheidsmaatregelen is er in een toenemend aantal landen sprake van een sterke vraaguitval die meerdere bedrijfstakken raakt. In sommige gevallen is het voortbestaan van bedrijven onzeker geworden. Hoewel overheden en centrale banken ongekende steunmaatregelen hebben aangekondigd, lijkt een grote economische terugval onafwendbaar in meerdere landen.

Op de financiële markten resulteerde dit in sterk dalende aandelenkoersen en tot records oplopende obligatiekoersen. Ook de koersen van de bedrijven in onze portefeuille gingen in snel tempo achteruit, met slechts weinig uitzonderingen. Uit gesprekken met deze bedrijven blijkt dat zij stuk voor stuk ingrijpende maatregelen hebben genomen. Maatregelen betreffen in eerste instantie het beschermen van hun personeel. Inmiddels hebben bedrijven ook maatregelen aan de kostenkant genomen.

Hoewel ook geraakt door de huidige ontwikkelingen, is het duidelijk dat het merendeel van onze bedrijven bovengemiddeld tegen de huidige situatie bestand is. De producten en diensten die zij leveren, zijn voor hun afnemers vaak van essentieel belang waardoor de vraag ernaar veelal blijft bestaan. Daarnaast zijn onze bedrijven zeer conservatief gefinancierd waardoor hun voortbestaan niet wordt bedreigd. Zij blijven bovendien in staat, veelal uit eigen middelen, de noodzakelijke investeringen te doen zodra dat nodig is. Een tijdelijke teruggang in omzet en winst ondermijnt hun positie en vooruitzichten op de iets langere termijn dan ook niet.

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
1 ^e kwartaal 2020 *	- 12%	- 25%	- 18%	- 0%
2020 *	- 12%	- 25%	- 18%	- 0%

*) fondsbegin: 1 februari 2020

Top 5 Aandelenposities

NAAM

Logitech
 Temenos
 Homeserve
 ICON
 Teleperformance

LAND

Zwitserland
 Zwitserland
 Verenigd Koninkrijk
 Ierland
 Frankrijk

Verslag over het eerste kwartaal 2020.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2020 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

