



# Juno

SELECTION FUND

Verslag over het derde kwartaal 2022

Verslag over het derde kwartaal 2022

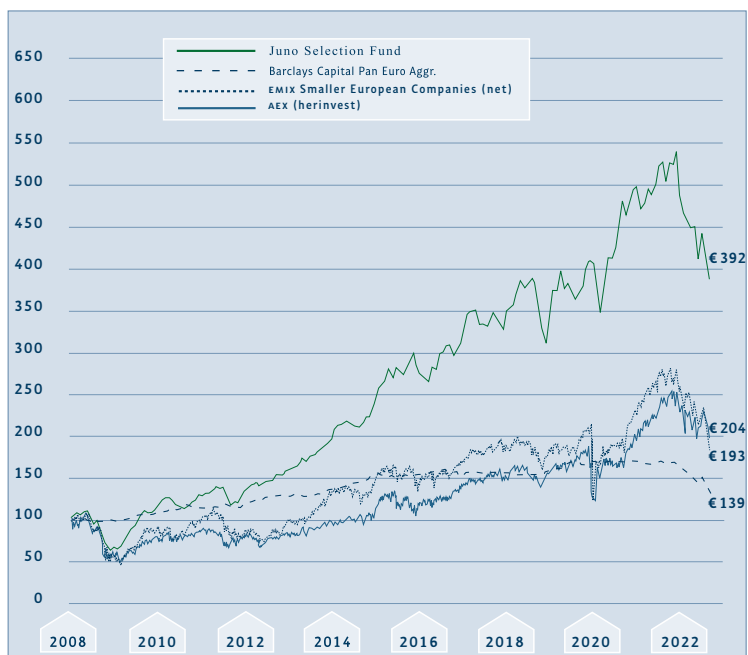


## Verslag over het derde kwartaal 2022

### Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 392,24** per participatie. Grote maandelijkse uitslagen in het koersverloop maakte dat we per saldo op een rendement van **-5,2%** uitkwamen voor het kwartaal. Na de eerste drie kwartalen van 2022 staat de koers van het fonds **-27,8%** lager.

De index van Europese kleine en middelgrote bedrijven, de **EMIX Smaller European Companies Index**, toonde tijdens het derde kwartaal een stevig verlies en daalde met **-9,2%**. Daarmee staat de index op een negatieve performance van **-30,6%** voor het jaar. De Nederlandse **AEX**-index (met dividend geherinvesteerd) noteerde een daling van **-2,2%** over de afgelopen drie maanden, en **-18,3%** voor het jaar 2022.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Begin september reisden wij af naar Stockholm voor een bezoek aan 'PDXCON', de jaarlijkse spelersconferentie van de Zweedse computerspelontwikkelaar **Paradox Interactive**. Het evenement werd voor het eerst weer fysiek georganiseerd sinds 2019. Te midden van vele liefhebbers van de (historische) strategiespellen kregen wij de mogelijkheid aankomende content te spelen, zoals het op 25 oktober uit te brengen spel Victoria 3. Dit is het eerste nieuwe grote spel van Paradox in bijna twee jaar tijd. In het spel leidt de speler een land, haar bevolking en economie door de grote veranderingen van 19e eeuw: opkomende industrialisatie, liberalisatie en nationalisme. De fans hebben hoge verwachtingen die op basis van onze eerste speelervaringen zeker zullen worden waargemaakt. Naast het uitproberen van Victoria 3, was voor ons de mogelijkheid om in een ontspannen omgeving uitgebreid te spreken met verschillende leden van Paradox' managementteam, één van de voornaamste redenen om naar Zweden te reizen.

Paradox kende namelijk een teleurstellend 2021. Aan de vraag lag het niet: het aantal actieve spelers groeide immers gestaag door. Het stakte echter bij het aanbod: de productie van nieuwe spellen en speluitbreidingen was zowel van te lage kwantiteit als kwaliteit. Dit was deels uit te leggen door de lagere productiviteit veroorzaakt door het thuiswerken, maar ook waren de ontwikkelaars van Paradox over te veel projecten te dun uitgesmeerd. Oprichter en grootaandeelhouder Fredrik Wester voelde zich genoodzaakt terug te keren als CEO en te pogen de balans terug in de organisatie te brengen. Hij schrapte een aantal minder aantrekkelijke projecten en een deel van de vrijgekomen ontwikkelaars zette hij op de ontwikkeling van uitbreidingen voor bestaande spellen. Ook heeft hij gepoogd de lijntjes in de organisatie weer wat korter te maken door wat nodeloze managementlagen uit de organisatie te halen. Het gecommuniceerde doel van het management was de verbetering van zowel de frequentie, of cadans, en kwaliteit van gaming-content.

De eerste resultaten van de ingrepen van Fredrik Wester worden nu al zichtbaar. In 2022 heeft Paradox al twee keer zoveel speluitbreidingen uitgebracht als in 2021. De kwaliteit is ook duidelijk hoger dan voorheen, af te leiden uit de hogere scores en positieve reviews die spelers hebben achtergelaten. De fans zijn blij, en wij als aandeelhouders dus zeker ook. De eerste helft van 2022 was het meest winstgevende halfjaar uit de geschiedenis van het bedrijf en de vooruitzichten voor de tweede helft zijn nóg beter. Een jaaromzet van 200 miljoen euro tegen een operationele marge van nabij de 50% ligt in het verschiet. Daarmee zal naar onze verwachting de nettowinst over 2022 verdrievoudigen ten opzichte van 2021.

In onze gesprekken met het management op PDXCON hebben we vooral ook gesproken over de langere termijn. Naast de verdere focus op de verbetering van de cadans en kwaliteit van speluitbreidingen, zou Paradox nu in staat moeten zijn ieder jaar twee tot vier grote nieuwe spellen uit te brengen. Ook heeft de organisatie geleerd van de fouten uit het verleden. Verblind door de grote successen heeft men in het verleden overmoedig geïnvesteerd buiten de eigen succesvolle niche, waar het bedrijf eigenlijk weinig tot geen competitief voordeel kende. De benodigde kapitaaldiscipline, zo verzekerde de CEO ons, is intussen flink aangescherpt. Uitstapjes naar bijvoorbeeld andere spelgenres en spellen voor mobiele telefoons zullen nu alleen gemaakt worden als de kosten en dus risico's zeer beperkt blijven. Als er geen aantrekkelijke investeringen te maken zijn binnen de eigen kerncompetenties, zal overtollig kapitaal aan de aandeelhouders worden uitbetaald.

De economisch donkere wolken die in Europa in de lucht hangen, hebben weinig impact op de vraag naar computerspellen. Gaming is, omgerekend naar euro per uur, één van de allergeoedkoopste vormen van entertainment. In het verleden is het daarom zelfs licht anticyclisch gebleken. Paradox' langetermijnplannen, de strakke kosten-, en investeringsdiscipline en het zeer aantrekkelijke businessmodel, hebben ertoe geleid dat we het momenteel de hoogste weging in onze fondsportefeuille hebben toegekend.

In 1998 richtte promovendus Jonathan Milner, in samenwerking met zijn professor in het Engelse Cambridge, **Abcam** op. Hij werd gedreven door zijn ergernis dat hij tijdens zijn promotieonderzoek maar moeilijk antilichamen online kon bestellen. Bovendien was nergens een overzicht beschikbaar in welk onderzoek welk antilichaam gebruikt was en wat de ervaring was van de onderzoeker met de kwaliteit van het gebruikte antilichaam. Met Abcam combineerde hij de zoekmachine, rating agency en het gemak van online bestellen.

Abcam was in haar begindagen vooral een doorverkoper van antilichamen van derden, maar naarmate de vraag naar meer specifieke antilichamen steeg, zag Milner in dat eigen productie gewenst was om deze verschuiving in de vraag aan te kunnen. De transformatie naar eigen productie van antilichamen werd in 2012 ingezet met de overname van Epitomics, de Amerikaanse fabrikant van kwalitatief zeer hoogwaardige antilichamen. Op het moment in 2014 dat de huidige CEO, Alan Hirzel, het roer overnam van Jonathan Milner, bedroegen de verkopen van de antilichamen uit eigen productie nog minder dan 15% van de omzet. Niet geheel toevallig kocht Juno haar eerste aandelen in Abcam dan ook in 2014.

Sinds dat jaar heeft Abcam via diverse overnames technologie ingekocht om de productie en de kwalitatieve eigenschappen van de antilichamen die ze zelf produceren verder te verbeteren. Daarnaast werd er veel geïnvesteerd in de eigen organisatie. Regionaal werd er uitgebreid onder meer in zuidoost Azië en China, IT systemen werden vernieuwd, de toeleveringsketen werd herzien en kwalitatief verbeterd. Inmiddels bedraagt het deel van de eigen productie 2/3e van de omzet. De marge op eigen producten ligt ook flink hoger dan op de doorverkoop van de producten van derden.

De traditionele afnemer van de antilichamen van Abcam is de fundamentele onderzoeker naar menselijke cellen. Wereldwijd zijn er 800.000 van deze onderzoekers en allen, zo beweert Abcam, kennen het bedrijf. Een belangrijke aanjager van de groei zijn de citaties van de gebruikte antilichamen in het gepubliceerde onderzoek.

Zo zijn de antilichamen van Abcam wereldwijd het meest geciteerd en groeide dit aantal het afgelopen jaar wederom met 50.000 citaties. Dit zorgt voor een 'vliegwieleffect' doordat bestaand onderzoek vaak het beginpunt is van het onderzoek van de aankomende promovendi, die dan ook eerst kijken welke antilichamen er gebruikt zijn in eerder onderzoek, veelal via de website van Abcam.

Naast de wetenschappelijke onderzoeker als klant, worden antilichamen ook in samenwerking met de biofarmaceutische industrie ontwikkeld. Zo vinden we de antilichamen van Abcam steeds vaker terug in de diagnostische industrie en dienen ze als basis voor het ontwikkelen nieuwe medicijnen. Inmiddels maakt de Biopharma-industrie 25% uit van Abcam's omzet en deze markt groeit tevens sneller dan de traditionele activiteiten.

De antilichamen van Abcam zijn uniek, er zijn weinig alternatieven. Hierdoor is Abcam goed in staat om gestegen kosten door te rekenen in haar verkoopprijs. Belangrijk voor de groei van Abcam zijn de budgetten die beschikbaar zijn voor het verrichten van wetenschappelijke onderzoek. Deze budgetten worden op lange termijn vastgesteld en staan, gezien het belang van een goede gezondheid, ook in economisch mindere tijden, nauwelijks onder druk.

Abcam heeft de laatste jaren veel geïnvesteerd in personeel, systemen en locaties over de wereld. Ondanks mooie jaarlijkse omzetgroei, bleef hierdoor de winstgroei achter. Gelukkig ligt de investeringsfase nu achter ons en zien we, zoals verwacht, de onderliggende winstgroei sterk aantrekken. Zo verwachten we voor dit jaar een omzetstijging van 20% naar GBP 380 miljoen met een onderliggende winstgroei van 35% naar GBP 70 miljoen. Voor de komende jaren ligt verdere margeverbetering in het verschiet waardoor de winstgroei harder kan stijgen dan de omzetgroei.

Gezien het groeiende aantal projecten in de biofarmaceutische industrie waar Abcam bij betrokken is, de verbeterde geografische spreiding en het groeiende marktaandeel bij de wetenschappers, zien wij, ongeacht het economische klimaat, voor de komende jaren een zeer gezonde en voorspelbare omzet- en winstgroei.



## Vooruitzichten

Om de wereldeconomieën te beschermen tegen een te grote terugval door de financiële crisis en de pandemie, werd door centrale banken veelvuldig het rente-instrument ingezet. Het bleek een krachtig medicijn waardoor een te grote economische terugval deels beperkt bleef. Maar, met renteniveaus op, of onder nul, was het altijd al duidelijk dat deze ook weer terug naar boven moesten.

De hoop op kleine rentestapjes bleek snel achterhaald omdat 's werelds toeleveringsketens, post-pandemie, niet klaar waren voor de sterk terugkerende consumentenvraag en bovendien de energieprijzen explodeerden. Inflatie schoot met ongekende kracht omhoog, waardoor de centrale banken niet anders konden dan nu het stijgende rente-medicijn met grote doses in te zetten om de economie te remmen en inflatie de kop in te drukken. Beleggers maken zich nu behoorlijk zorgen omdat deze vele, snelle veranderingen onrust en onvoorspelbaarheid geven. Die onzekerheid vertaalt zich in angst voor verder dalende koersen van obligaties en aandelen. Daar waar veel verkopers zijn, maar een beperkte vraag, dalen de prijzen.

Angst is echter een slechte raadgever, waardoor nu ook bedrijven worden verkocht die juist goed in staat lijken om met deze onzekerheden om te gaan. Ondernemingen die recent hun winstverwachtingen verhoogden, zien dit niet terug in verbeterde koersniveaus. Bedrijven zonder schulden, met producten en diensten die doorgroeien ongeacht de economie, zijn een soort groei-obligaties: er is weinig risico dat hun economische motor, die jaarlijks 10-15% meer winst produceert, stilvalt. Onze veelvuldige bedrijfsbezoeken en contacten bevestigen dat keer op keer. Deze huidige ontkoppeling tussen koersdalingen en stijgende winsten bij 'onze' bedrijven geeft ons daarom veel vertrouwen in de toekomstige koersrendementen.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyll

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	EMIX 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%	+ 11%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 3%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	0%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
2019	+ 34%	+ 29%	+ 28%	+ 7%
2020	+ 21%	+ 7%	+ 5%	+ 4%
2021	+ 9%	+ 23%	+ 30%	- 2%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2022	- 16%	- 11%	- 9%	- 6%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2022	- 10%	- 15%	- 8%	- 7%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2022	- 5%	- 9%	- 2%	- 6%
2022	- 28%	- 31%	- 18%	- 18%
<b>Sinds start *</b>	<b>+292%</b>	<b>+ 93%</b>	<b>+104%</b>	<b>+ 38%</b>
*) fondsbegin: 11 januari 2008 jaarlijks samengesteld	<b>+ 9,7%</b>	<b>+4,6%</b>	<b>+ 5,0%</b>	<b>+ 2,2%</b>

### Top 5 Aandelenposities

#### NAAM

Paradox Interactive  
Melexis  
Stratec Biomedical  
Abcam  
Soitec

#### LAND

Zweden  
België  
Duitsland  
Verenigd Koninkrijk  
Frankrijk



## 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 derde kwartaal 2022.

vormgeving binnenwerk René de Haan, [renedehaan.net](http://renedehaan.net)

Dit rapport is in oktober 2022 uitgegeven  
door Juno Investment Partners,  
beheerder van het Juno Selection Fund.

Lange Voorhout 16  
2514 EE, Den Haag, Nederland

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

