



JUNO  
Selection Fund

Verslag over het derde kwartaal

## Verslag over het derde kwartaal 2015

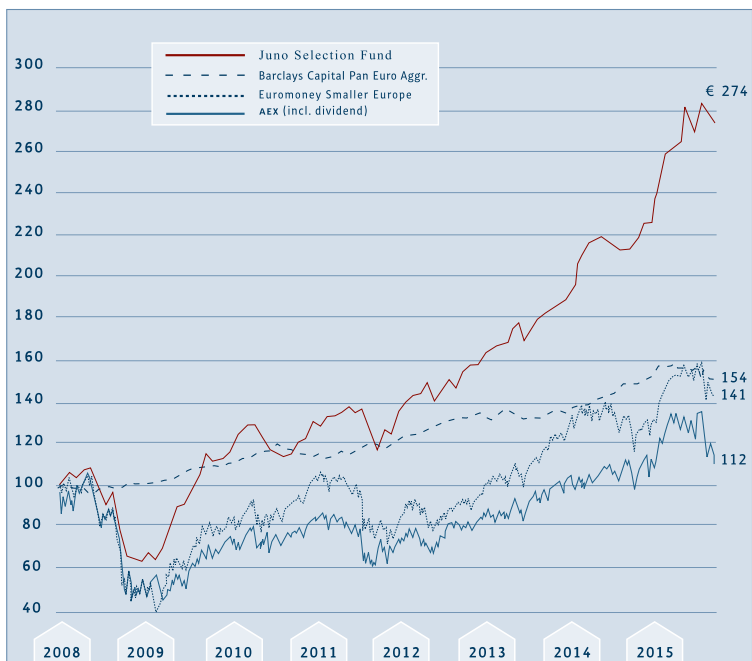


## Verslag over het derde kwartaal 2015

### Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 274,27** per participatie. De stijging in het derde kwartaal bedroeg 1,8%. Voor het geheel van 2015 komen we uit op een positief rendement van 21,1%.

Ten opzichte van de markt konden we ook dit kwartaal weer een betere performance tonen. De daling van de Euromoney Smaller Company index bedroeg -5,6% in het derde kwartaal. Deze index staat nog wel op een plus van 11,2% voor het jaar. De Nederlandse AEX index daalde in het kwartaal met iets meer dan -10%, en toont een magere 1,6% rendement voor het gehele jaar.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Een grote positie in het fonds die ook nog eens een positieve bijdrage aan de sterke performance kon leveren is **Dialog**, de Duits/Engelse producent van power management chips. De aanzienlijke winstgroei komt voort uit de aanhoudend hoge vraag naar smartphones en tablets van voornamelijk Apple, die allemaal met de producten van Dialog zijn uitgerust.

Medio september bezochten wij het bedrijf, om een uitgebreide update te krijgen over de plannen voor de volgende jaren. Hun groeiplannen en de grote cashreserves stelden aanvankelijk gerust. Echter, nog geen vijf dagen na ons bezoek, kondigde Dialog aan een grote acquisitie in de VS te willen gaan doen. Voor 4,6 miljard dollar wil het Atmel inlijven, een Amerikaanse producent van met name microcontrollers. Microcontrollers zijn de minicomputers die het brein vormen van veel moderne apparatuur. Zo vind je de microcontrollers van Atmel in televisies, ijskasten, rookmelders, maar ook bijvoorbeeld in diverse auto-onderdelen.

De ratio achter de acquisitie is dat Dialog verwacht dat steeds meer apparaten microcontrollers nodig gaan hebben door de opkomst van het zogenaamde "internet der dingen" (*Internet of Things*). Door verbonden te zijn met het internet kunnen apparaten allerlei extra functionaliteit bieden en bovendien efficiënter worden.

Er spelen bij deze overname enkele belangrijke zaken die ons zorgen baren. Op de eerste plaats gaat het bedrijf voor deze grote acquisitie al haar cashreserves inzetten en een lening van 2.1 miljard dollar (4% rente) opnemen. Ook worden er bijna 50 miljoen nieuwe aandelen uitgegeven om de acquisitie te bekostigen. Veel schuld baart ons altijd zorgen. Op de tweede plaats heeft Dialog 1500 medewerkers en moet het grotere Atmel met haar 4800 medewerkers gaan integreren. Ook sluiten de producten niet direct op elkaar aan: verschillende teams zullen autonoom blijven werken in de nieuwe entiteit.

Het management van Dialog heeft al enkele kleinere acquisities gedaan, maar de integratie ervan heeft verbazend grote inspanningen van het Dialog managementteam gevraagd. Een acquisitie zoals Atmel brengt enorme risico's met zich mee.

De markt reageerde niet positief op de aankondiging van de deal. Een stemming onder aandeelhouders zal in december gaan plaatsvinden en het is nog niet gezegd dat de meerderheid ermee akkoord zal gaan. De grootte van de deal en de recente resultaten van Atmel maken deze overname op het eerste gezicht niet aantrekkelijk. Alhoewel voor het combinatiebedrijf weliswaar goede winstgroei per aandeel in het verschiet ligt, ligt dit slechts marginaal hoger dan onze raming van vóór de acquisitie. Daarbij zijn de risico's wel significant toegenomen.

Wij hebben Dialog's CEO Jalal Bagherli gesproken. Hij en zijn managementteam zijn ervan overtuigd dat de combinatie Dialog en Atmel een stuk aantrekkelijker is dan het er in eerste instantie uitziet. Zo heeft Atmel de afgelopen jaren nadrukkelijk geïnvesteerd in enkele veelbelovende productlijnen. Daarnaast hebben ook diverse reorganisaties de cijfers gedrukt. De acquisitie van Atmel stelt Dialog in staat na het grote succes door de smartphone-revolutie, nu te gaan profiteren van een nieuwe fase van groei, ditmaal gedreven door het internet der dingen. Wij zien ook de mogelijkheden voor sterke toekomstige groei, maar overwegen op dit moment of we juist in deze fase mede-eigenaar van het bedrijf willen zijn, gezien het sterk gewijzigde risicoprofiel tijdens de integratie- en opstartfase.

In het begin van dit jaar schreven wij voor het laatst over onze Deense Deelneming, **SimCorp**. Het bedrijf is ontwikkelaar van Dimension, een softwarepakket dat de ruggengraat vormt van financiële instellingen zoals banken, verzekeraars en grote vermogensbeheerders.

Het verdienmodel van SimCorp is duidelijk op de lange termijn gericht. Het onderscheidt een drietal inkomstenstromen. Wanneer een klant een nieuw contract afsluit wordt er een initiële licentie vergoeding betaald, alsook een jaarlijks terugkerende onderhoudsvergoeding. Deze laatste is ongeveer gelijk aan 20% van het initiële licentiebedrag. Vervolgens moet de software ook geïnstalleerd worden. Hiervoor huurt de klant consultants in, meestal van SimCorp, die deze dienstverlening professional services noemt. Tot slot biedt SimCorp een groot aantal additionele modules (additionele licentievergoedingen) die een klant kan afnemen, waar vaak ook weer de consultants van SimCorp bij betrokken zijn.

Toen we zeven jaar geleden SimCorp voor het eerst opnamen in de portefeuille, bedroeg de onderhoudsvergoeding ongeveer 30% van de jaaromzet. Inmiddels is dat opgelopen naar 50%. Hierdoor heeft het businessmodel van SimCorp in de loop der tijd flink aan robuustheid en vooral voorspelbaarheid gewonnen. Er bestaat nog steeds een risico dat klanten van SimCorp op een concurrerend systeem overstappen, maar dat is de laatste jaren nog nooit gebeurd. Het is namelijk niet eenvoudig om de software te implementeren, het vormt altijd een essentieel, diep geworteld onderdeel van de organisatie. Vergeleken met haar concurrenten, investeert SimCorp veruit het meeste in R&D. Jaarlijks boekt het bedrijf ruim 20% van de omzet als kosten voor R&D, zodat het systeem altijd aan de snel wisselende wet- en regelgeving kan voldoen en steeds een stapje voorblijft op de hoge eisen uit de financiële industrie.

Deze investeringen in R&D lijken zich nu goed uit te betalen. SimCorp wordt erkend als het meest geavanceerde en gebruiksvriendelijke softwaresysteem in de markt. De grootste investering die SimCorp de laatste vijf jaar heeft gedaan is in de Front Office module. Deze module wordt voornamelijk gebruikt door portefeuillebeheerders maar ook handelaren bij bijvoorbeeld pensioenverzekeraars en vermogensbeheerders.

Deze portefeuillebeheerders staan sinds de kredietcrisis onder verscherpt toezicht en vallen onder een veel strakker risicomangement. Om risico's real-time te kunnen managen, is een koppeling nodig tussen de actuele posities die een portefeuillebeheerder aangaat, en de bestaande beleggingsportefeuille. Hier komt het heel goed van pas dat Dimension van oorsprong een administratief systeem is waar al de posities in één centrale database worden aangehouden. Hierdoor kan real-time een Investment Book Of Records [IBOR] worden bijgehouden, opdat de risicomangers/ compliance officers binnen de organisatie zeker weten dat de portefeuillebeheerders zich aan de afspraken en beleggingsrestricties houden.

Begin dit jaar werd een contract aangekondigd met één van de grootste vermogensbeheerders van Frankrijk, AXA Investment Managers. Naast het feit dat dit een doorbraak betekende voor SimCorp in dat land, was het opvallend dat het voor AXA een contract betrof waarbij SimCorp (voorlopig) alleen de Front Office modules en de IBOR gaat verzorgen. Een paar andere belangrijke nieuwe overeenkomsten werden gesloten met m&g in het Verenigd Koninkrijk en recent met ubs Wealth Management in Zwitserland.

Naast al dit goede nieuws kent SimCorp ook nog een paar duidelijke uitdagingen. Na een goede start in de VS een paar jaar geleden, viel de stroom aan nieuwe klanten stil. In 2014 is er hard ingegrepen in de lokale organisatie. Het hele management is vervangen en er zijn een paar nieuwe posities gecreëerd. Het nieuwe team is veelal afkomstig van belangrijke concurrenten, voor ons een signaal dat mensen graag voor SimCorp willen werken en de potentie zien voor het bedrijf in de VS.

Er is momenteel een sterke groei in het aantal nieuwe, maar vooral ook grote klanten. Het orderboek was nog nooit zo goed gevuld als nu. Dit leidde ertoe dat SimCorp bij de aankondiging van de halfjaarcijfers, haar groeiverwachtingen voor het hele jaar duidelijk verhoogde. Gepaard met de mogelijkheden die wij nog zien voor het bedrijf in Frankrijk, Engeland en de Verenigde Staten maakt dat wij veel vertrouwen houden in SimCorp's groeimogelijkheden voor de komende jaren.



## Vooruitzichten

De additionele miljarden die de markt in werden gepompt, konden niet bewerkstelligen dat de inflatie opliep in Europa. De lage economische groei in onze regio is ook niet in staat om de enorme beschikbare geldhoeveelheid in beweging te krijgen. Het drukkende effect van gehalveerde grondstofprijzen draagt ook een steentje bij aan het uitblijven van inflatie. Naar onze mening kan dit actuele scenario nog jarenlang zo doorzetten.

Zonder inflatie of een extreem krappe arbeidsmarkt, hebben de Centrale Banken in Europa geen reden om de rente op te trekken naar normale niveaus. Maar ook al zou de rente verhoogd worden, betreft het een zeer marginale verhoging, eentje die de aantrekkelijkheid van aandelen voorlopig op generlei wijze in de wielen gaat rijden. De rente is extreem laag en zal dat naar onze mening nog heel lang blijven. Ondertussen is ook de markt voor vastrentende instrumenten nagenoeg opgedroogd: ideale omstandigheden voor aandelen.

We kregen enkele tegenvallers te verwerken in belangrijke posities in de portefeuille. Bemoedigend is dat dit geen grote negatieve invloed heeft gehad op de ontwikkeling van de koers van het fonds: (winst-)tegevallers konden met meerdere flinke meevallers worden gecompenseerd. Daarmee zetten we een mooie traditie voort, dat het we over het algemeen de sterkste relatieve performance neerzetten, als de markten volatiel en zwak zijn. Dit kwartaal is daarop gelukkig geen uitzondering.

Onze sterke en voorspelbare (familie)bedrijven kunnen naar verwachting voor heel 2015 de winstgroei van +15% vasthouden. We verwachten daarom een goed vierde kwartaal en blijven tevens onveranderd optimistisch over de langere termijn.

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%	- 48%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 20%	+ 1%
2014	+ 19%	+ 3%	+ 8%	+ 12%
1 <sup>e</sup> kwartaal 2015	+ 15%	+ 17%	+ 16%	+ 5%
2 <sup>e</sup> kwartaal 2015	+ 3%	+ 0%	- 2%	- 4%
3 <sup>e</sup> kwartaal 2015	+ 2%	- 6%	- 10%	+ 1%
2015	+ 21%	+ 11%	+ 2%	+ 2%
<b>Sinds start *</b>	<b>+174%</b>	<b>+ 41%</b>	<b>+ 12%</b>	<b>+ 54%</b>

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelenposities

NAAM

LAND

SimCorp  
 Dialog Semi  
 Abcam  
 Stratec Biomedical  
 U-blox

Denemarken  
 Verenigd Koninkrijk  
 Verenigd Koninkrijk  
 Duitsland  
 Zwitserland



Verslag over het derde kwartaal 2015.

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

Dit rapport is in oktober 2015 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)

