



JUNO
Selection Fund

Verslag over het vierde kwartaal

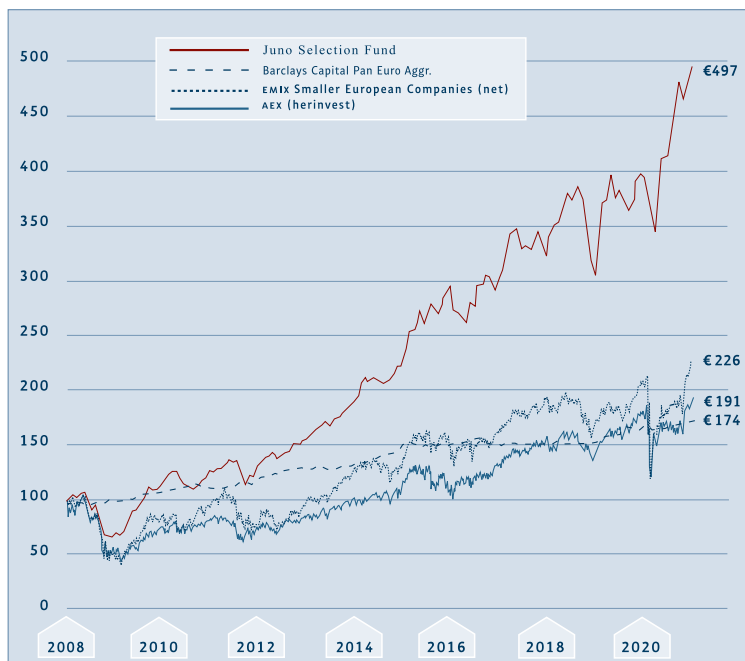
Verslag over het vierde kwartaal 2020

Verslag over het vierde kwartaal 2020

Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december, hebben we afgesloten met een koers van **€ 497,22** per participatie. Dit bijzondere coronajaar 2020 sluiten we daarmee af met een mooi jaarrendement van +20,6%.

De index van Europese middelgrote en kleinere ondernemingen kwam dit jaar op een positief rendement van +7,3%, gemeten aan de hand van de EMIX-index. De Nederlandse AEX-index (met dividend geherinvesteerd) kwam voor het gehele jaar 2020 uiteindelijk uit op een positief rendement van +5,4%.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Voorspelbare winstgroei is de hoeksteen van onze investeringsstijl. Het geeft ons de mogelijkheid om de toekomstige waarde van een bedrijf te helpen bepalen en het geeft daarmee aanknopingspunten over wat we vandaag bereid zijn daarvoor te betalen. De pandemie maakte dat we moesten concluderen dat veel verschillende bedrijven in de portefeuille hun voorspelbaarheid plotseling waren verloren. Hierdoor namen we afscheid van een relatief groot aantal bedrijven dat we al vele jaren in de portefeuille hadden.

Bij de verkochte posities in 2020 zaten enkele bedrijven die in onze ogen een langere tijd nodig hebben eer de vraag naar hun producten of diensten weer structureel terugkeert. Maar er waren ook bedrijven bij waar het herstel wél heel snel kan gaan. Nu de eerste vaccins worden toegediend, lijkt het namelijk slechts een kwestie van tijd dat opgekropte vraag en aanbod elkaar weer gaan vinden. Bij uitstek zien we dat bij het Duitse **CTS Eventim** ('CTS'), de Europese marktleider op het gebied van het organiseren van concerten, festivals en de verkoop van de tickets daarvoor. In 2019 bedroeg de groepsomzet nog 1,4 miljard euro.

CTS heeft twee activiteiten, die elkaar goed aanvullen. Onder de noemer 'Live Entertainment' ('LE') contracteert het bekende artiesten en plant hun internationale tours, zo'n 200.000 events per jaar. Locaties zoals clubs, stadions en theaters worden vastgelegd, hotels geboekt voor de artiesten en hun entourage, geluid, licht en podiumbouwers krijgen opdrachten om alles tijdig op-, en af te bouwen. Deze divisie heeft een relatief lage marge (6%) en vergt veel kapitaal omdat de kosten voor de baat uitgaan.

Juno's echte interesse in CTS zit vooral in de tweede activiteit. CTS staat voor Computer Ticket Sales, hetgeen de kern van de aantrekkelijkheid van het businessmodel voor ons goed beschrijft: CTS verkoopt wereldwijd jaarlijks namelijk circa 250 miljoen tickets, waarvan rond de 60 miljoen via haar eigen online (mobile) webshops. De overige verkoop gaat via theaters, bioscopen en sportclubs die CTS-software gebruiken.

Maar ook loopt er veel verkoop via callcenters en retailers zoals de traditionele sigarenkiosk. Samen is dit goed voor een omzet (2019) van 480 miljoen euro en een indrukwekkende winst voor belasting van 220 miljoen euro (45% EBITDA marge). Naarmate meer en meer van de verkopen naar online gaan, neemt de marge sprongsgewijs toe. Op verkopen via een retailer krijgt cts ongeveer 1 euro per kaartje, maar een verkoop via haar eigen websites genereert 6 euro.

Het bedrijf doet geregeld acquisities en heeft die steeds uit de eigen middelen betaald, soms aangevuld met een lening die vanuit de grote jaarlijkse vrije kasstromen snel weer kon worden afgelost. Het ging het jaar 2020 in met een lening van 69 miljoen en een banksaldo van 803 miljoen euro. Retailers moesten cts nog 139 miljoen afdragen voor verkochte kaartjes in 2019, dus feitelijk stond er 942 miljoen op de bank. Maar, een groot deel van cts' cash is ontvangen voor de verkoop van kaartjes waarvoor cts de artiest nog moet vergoeden, daarvoor stond er weer een verplichting van 429 miljoen tegenover die cash. Bovendien kreeg cts ook al geld vooruitbetaald voor concerten die de LE-divisie in 2021 zou organiseren: 337 miljoen. Die concerten zijn grotendeels verplaatst, maar een deel werd ook geannuleerd en de tickets terugbetaald aan fans. Als we doen alsof alles is terugbetaald en afgewikkeld, blijft er 176 miljoen euro aan 'echte' liquide middelen over.

cts begon de coronacrisis dus met een flinke financiële buffer en had ook nog eens een ongebruikte kredietfaciliteit bij haar banken van 200 miljoen. Dat de lening direct werd opgenomen en ook het dividend niet werd uitgekeerd, zal niemand verbazen. De omzet droogde namelijk grotendeels op toen concerten verboden werden. Verzekeraars vergoedden de gemaakte LE-kosten voor 43 miljoen en fans namen genoeg met vouchers (19 miljoen euro). Er werd flink op de rem getrapt wat de kosten aangaat. Salarissen (3.000 personeelsleden) werden gekort en overheidssteun aangevraagd waar dat mogelijk was.

De maandelijkse cash outflow belooft momenteel naar schatting 12 miljoen euro. Daarvan is veruit het grootste gedeelte (ca. 85%) salariskosten, want er zijn geen gedwongen ontslagen geweest. De liquide buffers zijn met 200 miljoen knap op peil gebleven na 9 maanden, hetgeen zonder verdere aanpassingen in de kostenstructuur impliceert dat het nog 16 maanden door kan onder de huidige omstandigheden. Tegen die tijd zullen de concertzalen vast weer afgeladen vol zijn met fans op zoek naar wat afleiding, met ieder beschikbaar podium in gebruik door artiesten die hun banksaldo weer wensen aan te vullen na deze gedwongen drooglegging. Dat het in 2021 nog niet *business as usual* is, nemen we voor lief, omdat we kijken naar de dominante positie van cts en de langere termijn ontwikkelingen in de markt voor entertainment.

Precies een jaar geleden schreven wij u voor het laatst over **Paradox Interactive**, de Zweedse ontwikkelaar en uitgever van computerspellen. Ondanks een wat rustiger 2019 vanwege het uitblijven van significante nieuwe titels en uitbreidingen, wist het bedrijf een knappe 14% omzetgroei te rapporteren, geholpen door Microsoft dat een deel van Paradox' spellenbibliotheek op abonnementsdienst Xbox Live ging aanbieden.

Wat 2020 betreft voorzagen wij een gunstiger uitgeefschema en daarmee gepaard een sterkere omzetgroei. De covid-19 pandemie heeft ook op Paradox een grote impact gehad, maar dan vooral in positieve zin: de twee periodes van lockdowns in veel Westerse landen hebben de vraag van consumenten naar computerspellen tot ongekende hoogte gebracht. Zo zag distributieplatform Steam, waar Paradox meer dan 70% van haar omzet genereert, zijn aantal tegelijk ingelogde gebruikers in 2020 met 47% toenemen van 17 naar 25 miljoen. Toch is er ook negatieve impact van de pandemie. Het creatieve proces van computerspellen ontwerpen is moeilijker gebleken met thuiswerkend personeel, hetgeen voor enkele geplande nieuwe titels vertragingen heeft opgeleverd.

Hoogtepunt in 2020 was de lancering van de derde iteratie van het in 2004 voor het eerst op de markt gebrachte *Crusader Kings*.

Het vernieuwde spel, waarin de speler leiding moet geven aan een middeleeuwse dynastie, werd door critici zeer goed ontvangen en behaalde een score van 91 op recensieaggregatie-website Metacritic. In een maand tijd ging het spel meer dan 1 miljoen keer over de (digitale) toonbank. Dit type strategiespel is de specialiteit van Paradox en de hoge verkoopcijfers leggen een fantastische basis voor jaren aan extra zeer winstgevende omzet via speluitbreidingen. Toch waren er ook tegenvallers: een kleinere titel, Empire of Sin, werd slecht ontvangen en Vampire: Bloodlines 2 werd uitgesteld naar 2021. Desondanks kon het bedrijf over de eerste negen maanden een sterke omzetgroei van 50% rapporteren, met een winst die zelfs met 77% toenam.

De sterke resultaten lijken ook de CFO Alexander Bricca positief te hebben verrast, waardoor hij nu met een grote cash balans van ruim 60 miljoen euro zit opgescheept. Aan hem en zijn collega's de uitdaging dit kapitaal succesvol te herinvesteren in het bedrijf. Wat ons goed zint is dat Paradox het afgelopen jaar vooral heeft ingezet op organische groei. Het heeft twee nieuwe eigen studio's in Barcelona en Malmö opgezet en had de ambitie om het personeelsbestand te laten groeien met 200 nieuwe werknemers.

Vooruitkijkend op 2021, zal Paradox door de aanhoudende lockdowns positieve effecten met groeiende spelersaantallen ervaren. Daarna zullen de aantallen wel teruglopen, maar de trend van steeds meer gamers zal de komende jaren doorzetten en daarmee zal de trouwe klantenbasis voor de succesvolle Paradox franchise ook verder groeien. Het aantal maandelijks actieve Paradox spelers steeg in drie jaar van 3 naar 5 miljoen.

Paradox heeft besloten de aankondiging van nieuwe titels en uitbreidingen korter op de lancering te doen. Daarmee worden wij en de vele fans van Paradox spellen vooralsnog in het ongewisse gelaten wat er precies in 2021 uit gaat komen. De investeringen van de afgelopen jaren wijzen op een goedgevulde pijplijn en wij zien de toekomst van het bedrijf dan ook met vertrouwen tegemoet.

Vooruitzichten

De goedkeuring van verschillende COVID-19 vaccins leidde tot euforie op de financiële markten wereldwijd. Beleggers lijken optimistisch over het aanstaande economisch herstel maar worden toch nog steeds geconfronteerd met lage, zo niet negatieve rente, die de vraag naar aandelen stuwt. Nu zwakke economische cijfers de aandelenmarkten niet veel pijn deden, vooral vanwege de ongekende overheidssteun wereldwijd, zijn onze ogen vooral gericht op hoe deze renteniveaus zich gaan ontwikkelen. Overheden lenen tegen ongekend lage tarieven, maar moeten op termijn de schuld wel weer aflossen. Zij hebben dus hoop op stijgende inflatiecijfers, waardoor nominale belastinginkomsten toenemen en schuldenbergen kunnen worden afbetaald.

Echter, om inflatie terug op het menu te krijgen, is het essentieel dat de economie weer sneller gaat draaien. De grote hoeveelheden geld komen dan in beweging waardoor inflatie kan ontstaan. Ondanks de deflatoire effecten van toegenomen technologie en lagere afhankelijkheid van mensen in productieprocessen, zal er een prijsopdrijvend effect van uitgaan. Die inflatie duwt de renteniveaus op haar beurt weer op. Waar dalende rente de aandelenmarkten begunstigde, werkt het jammerlijk ook andersom.

Het is niet onze strategie om uitstapjes te maken naar sectoren of bedrijven die wellicht tijdelijk zullen profiteren van een algemeen economisch herstel. Onze aandacht blijft volledig uitgaan naar voorspelbare ontwikkelingen bij de individuele ondernemingen. Deze combinatie van kwaliteit en winstgroei heeft al vele jaren achtereen tot solide resultaten geleid, zonder dat we ons lieten afleiden door de markt als geheel. We kijken ernaar uit dat ook de komende jaren op deze wijze voor u te mogen blijven doen.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits



Ernest van Tuyl

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%
1 ^e kwartaal 2020	- 16%	- 28%	- 20%	- 1%
2 ^e kwartaal 2020	+ 20%	+ 18%	+ 17%	+ 2%
3 ^e kwartaal 2020	+ 17%	+ 6%	- 2%	+ 1%
4 ^e kwartaal 2020	+ 2%	+ 19%	+ 14%	+ 2%
2020	+ 21%	+ 7%	+ 5%	+ 4%
Sinds start *	+397%	+ 126%	+ 91%	+ 73%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+13,2%	+6,5%	+ 5,1%	+ 4,3%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Paradox Interactive	Zweden
SimCorp	Denemarken
Soitec	Frankrijk
Stratec Biomedical	Duitsland
Varta	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 2020.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in januari 2021 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

